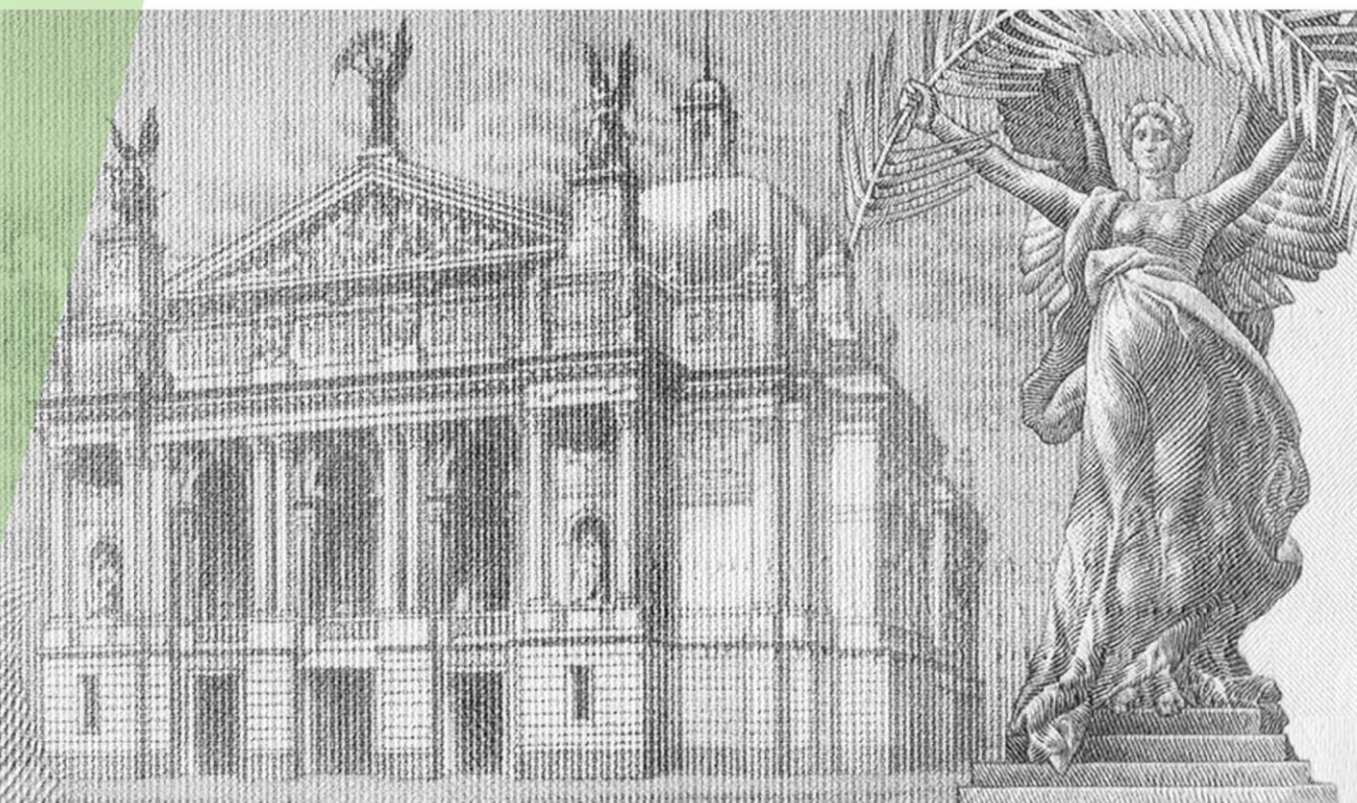




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Січень 2019 року



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

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

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 31 січня 2019 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики¹. Прогнози макроекономічного розвитку, у тому числі інфляції, є основними, але не єдиними чинниками прийняття рішень Правлінням. Крім прогнозу інфляції та інших макроекономічних показників, члени Правління беруть до уваги нову інформацію, що з'являється після підготовки прогнозу. Оцінка членами Правління ризиків прогнозу чи макроекономічних взаємозв'язків може відрізнятись.

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних у цьому звіті – 30 січня 2019 року.

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

¹ Рішення Правління Національного банку України від 31 січня 2019 року № 90-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	8
Частина 2. Внутрішня економіка	14
2.1. Інфляційний розвиток	14
Вставка 1. Оцінка прогнозу інфляції	19
2.2. Попит і випуск	21
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	25
2.4. Фіскальний сектор	28
Вставка 2. Основні параметри Державного бюджету України на 2019 рік	32
2.5. Платіжний баланс	34
Вставка 3. Інвестиційний імпорт як фактор розширення дефіциту поточного рахунку	40
2.6. Монетарний сектор та фінансові ринки	42
Вставка 4. Реалізація монетарної політики НБУ в умовах нестійкої структурної позиції ліквідності банківської системи	47
Частина 3. Макроекономічний прогноз	49
3.1. Зовнішні припущення прогнозу	49
3.2. Інфляційний розвиток	53
3.3. Попит і випуск	55
3.4. Платіжний баланс	58
3.5. Монетарні умови та фінансові ринки	60
3.6. Ризики прогнозу	61
Абревіатури та скорочення	62

Головне

Споживча інфляція сповільнилася до найнижчого рівня за останні п'ять років

У 2018 році споживча інфляція сповільнилася до 9.8% (з 13.7% у 2017 році) – найнижчого рівня за підсумками року за останні п'ять років. Розворот тренду зростання інфляції, який спостерігався в 2017 році, є результатом насамперед жорсткої монетарної політики Національного банку. З жовтня 2017 року Національний банк шість разів підвищував облікову ставку – загалом на 5.5 в. п. до нинішніх 18.0% річних. Це вплинуло на підвищення ринкових процентних ставок у гривні і, відповідно, посилювало стимули для заощаджень.

Жорсткі монетарні умови були серед головних причин зміцнення обмінного курсу гривні – на 6.8% для НЕОК та 13.2% для РЕОК гривні протягом 2018 року. Також посиленню курсу сприяли високі ціни експортних товарів на зовнішніх ринках упродовж більшої частини року, рекордний урожай зернових та значні обсяги грошових переказів. Завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку впродовж більшої частини року Національний банк мав можливість поповнювати міжнародні резерви через валютні інтервенції.

Розширення пропозиції окремих продуктів (фруктів, молока, м'яса тощо), а також зниження світових цін на продукти харчування були додатковими чинниками сповільнення інфляції. Це позначилося на стрімкому уповільненні зростання цін на сирі продукти харчування (до 3.3% р/р).

Попри зниження інфляція очікувано перевищила ціль Національного банку $6\% \pm 2$ в. п. на кінець 2018 року, встановлену [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#). Національний банк свідомо обрав тривалий шлях повернення інфляції до цілі, щоб мінімізувати втрати для економічного зростання. Таке балансування між необхідністю приведення інфляції до цілі та підтримкою економічного зростання є відображенням гнучкості режиму інфляційного таргетування.

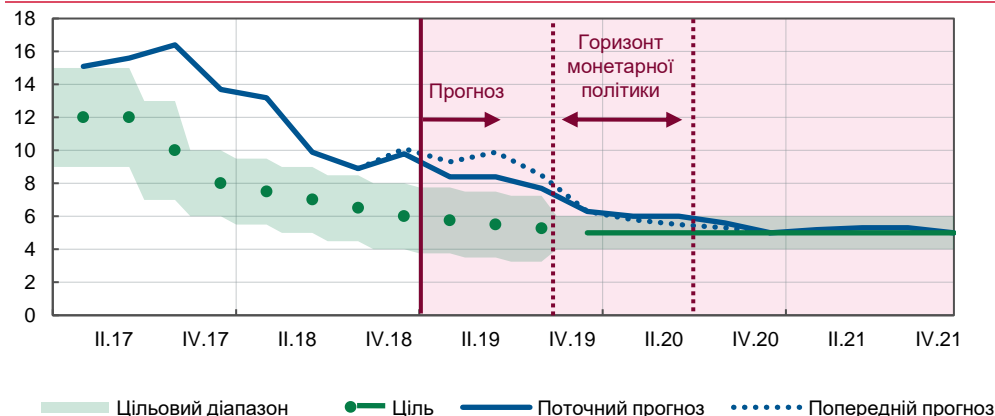
Інфляція відхилилася від цілі головним чином через дію чинників, на які монетарна політика має обмежений вплив. Зокрема це підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів (пришвидшилося до 18% р/р) та зростання світових цін на нафту протягом більшої частини року.

Крім того, протягом року зберігався тиск на ціни з боку споживчого попиту та подальшого зростання виробничих витрат, у тому числі на оплату праці та енергоносії. Так, у 2018 році реальна заробітна плата зросла на 12.5%. Також на зростанні доходів населення суттєво позначилися ефекти від осучаснення пенсій та подальше збільшення приватних переказів трудових мігрантів. Упродовж більшої частини року невизначеність щодо продовження співпраці з МВФ та високі зовнішні ризики позначалися на економічних настроях та відповідно стримували поліпшення інфляційних очікувань. У результаті уповільнення базової інфляції за підсумками 2018 року було помірним (до 8.7% р/р).

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

Прогноз інфляції на 2019 рік залишається незмінним – 6.3% на кінець року, проте динаміка її окремих компонентів частково переглянута. Дезінфляційні ефекти зниження світових цін на енергоресурси та зміцнення гривні будуть компенсовані збереженням тиску з боку заробітних плат та дещо вищими темпами зростання адміністративно-регульованих тарифів. Зниження споживчої інфляції до верхньої межі цільового діапазону $5\% \pm 1$ в.п. очікується на початку 2020 року, а наприкінці року вона досягне цільового рівня 5%.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Головними факторами зниження інфляції на прогностичному горизонті будуть достатньо жорсткі монетарні умови та стримана фіскальна політика, що зумовлюватимуть уповільнення зростання сукупного попиту та повернення до від'ємного розриву ВВП. Додатковими чинниками будуть відносно низька курсова волатильність та помірні темпи зростання цін на імпортовані товари, у тому числі енергоносії і продовольство. Послаблюватиметься проінфляційний вплив від зростання заробітних плат на тлі зниження інтенсивності міграційних процесів та зменшення розриву в рівнях заробітних плат з сусідніми країнами порівняно з попередніми роками.

Завдяки цим факторам базова інфляція уповільниться до 5% у 2019 році та не перевищуватиме 4% у 2020 – 2021 роках. Інфляція сирих продовольчих товарів як у поточному році, так і в середньостроковій перспективі очікується в межах 3.0-3.5%, якщо не буде суттєвих шоків пропозиції, пов'язаних як з урожаєм, так і зміною доступу до окремих зовнішніх ринків для українських виробників.

Адміністративно регульовані ціни в 2019 році зростуть на 13.6%. Перегляд їх темпів зростання порівняно з попереднім прогнозом (11.7%) переважно пов'язаний із перенесенням підвищення цін на централізоване опалення та гарячу воду на січень 2019 року (з грудня 2018 року) та дещо більшим підвищенням акцизів на тютюнову продукцію. Вагомий внесок в адміністративну інфляцію зробить подальше зростання тарифів на газ для населення згідно з меморандумом МВФ (чергове підвищення очікується в II кварталі 2019 року). У середньостроковій перспективі зростання адміністративних цін уповільнюватиметься до 10% у 2021 році.

Суттєва корекція цін на нафту в IV кварталі 2018 року визначила перегляд прогнозу цін на паливо на українському ринку: якщо не змінюватиметься акцизна політика, зростання становитиме 4-5% щорічно.

У 2018 році зростання ВВП підтримувалося сільським господарством та секторами, орієнтованими на внутрішній попит

У 2018 році зростання економіки України прискорилося, реальний ВВП зріс за підсумками року на 3.3% (за оцінками Національного банку) – найвищий показник за останні сім років.

Стійке розширення споживчого попиту завдяки значним темпам приросту реальних наявних доходів населення підтримувало зростання секторів, спрямованих на внутрішній попит, зокрема роздрібною торгівлі, пасажирського транспорту та секторів послуг. Також одним з основних рушіїв зростання реального ВВП було сільське господарство завдяки рекордному врожаю зернових та олійних культур.

Проте зростання промислового виробництва було помірним через ускладнення вантажних перевезень у Азовському морі в другому півріччі, а також ремонтні роботи на

кількох металургійних підприємствах. Крім того, у другій половині 2018 року зростання світової економіки та світової торгівлі уповільнилося в умовах поширення протекціоністських заходів та в цілому погіршилася цінова кон'юнктура на світових товарних ринках. Це стримувало зростання експорту та погіршувало фінансові результати підприємств, що разом із невизначеністю щодо продовження співпраці з МВФ та на тлі розгортання виборчого циклу зумовило уповільнення інвестиційної активності. Натомість стійкий споживчий попит і високі ціни на енергоносії упродовж більшої частини року підтримували зростання імпорту. Розширення дефіциту зовнішньої торгівлі та збільшення обсягів виплат дивідендів визначили зростання дефіциту поточного рахунку в 2018 році до 3.6% ВВП² за оцінками НБУ (порівняно з 2.2% ВВП у 2017 році). Водночас грошові перекази збільшилися на 18.7%, стримуючи розширення дефіциту поточного рахунку.

Дефіцит поточного рахунку був компенсований надходженнями за фінансовим рахунком. У цілому за рік приплив капіталу за фінансовим рахунком становив 7.5 млрд дол. та був забезпечений як приватним, так і державним секторами. Роль державного сектору зросла наприкінці року, насамперед за рахунок розміщення єврооблігацій та отримання офіційного фінансування. Приплив капіталу до приватного сектору був забезпечений чистими ПІІ та борговими залученнями реального сектору. Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу міжнародні резерви станом на кінець року зросли до 20.8 млрд дол. або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду.

Характер фіскальної політики упродовж 2018 року суттєво трансформувалася – від м'якої в першому півріччі до жорсткої в другому півріччі з передбачуваним послабленням наприкінці року. Дефіцит зведеного бюджету за підсумками року розширився (до 67.8 млрд грн), проте зберігся суттєвий первинний профіцит. На тлі зміцнення гривні за підсумками року це зумовило подальше зниження відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП (до 61%).

У 2019 році економічне зростання тимчасово уповільниться

Після прискорення зростання реального ВВП у 2018 році як і раніше прогнозується його уповільнення до 2.5% у 2019 році. Основними стримуючими факторами будуть жорстка монетарна політика, необхідна для повернення інфляції до цільового діапазону, та стримана фіскальна політика, зумовлена потребою погашення значних обсягів державного боргу. Крім того, очікується зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році і відповідно від'ємний внесок сільського господарства в зростання ВВП. Додатковим фактором буде поступове уповільнення глобальної економіки та обсягів світової торгівлі, зокрема через вплив протекціоністських заходів.

Основним драйвером економічного зростання залишаться приватне споживання завдяки продовженню збільшення реальних доходів населення. Їх підтримуватимуть підвищення заробітних плат і пенсійних виплат, яке однак буде більш помірним, ніж торік. Інвестиційна активність суттєво уповільниться, проте залишатиметься джерелом підвищеного попиту на імпорт засобів виробництва. Відповідно імпорт у реальному вимірі зростатиме швидше, ніж експорт, навіть на тлі поліпшення показників діяльності експортоорієнтованих галузей промисловості та рекордних поставок зернових. Тому внесок чистого експорту у ВВП залишатиметься від'ємним, хоч і зменшиться.

Надалі реальне зростання економіки почне прискорюватися: до 2.9% та 3.7% у 2020 та 2021 роках відповідно. Цьому сприятимуть поступове пом'якшення монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит, а також поживлення інвестиційної активності після зменшення невизначеності щодо політичної ситуації.

У 2019 – 2021 роках фіскальна політика буде більш жорсткою, ніж у 2018 році. Очікується, що через пікові виплати за зовнішнім державним боргом дефіцит зведеного бюджету не перевищуватиме 1.5% ВВП. Збереження високих темпів зростання номінального ВВП, низька курсова волатильність та стійкий первинний профіцит

² Тут і далі – ВВП у 2018 – 2021 роках – оцінка або прогноз Національного банку.

зведеного бюджету (понад 1% ВВП щороку) на тлі значних погашень дасть змогу зменшити державний та гарантований державою борг нижче 60% ВВП.

Після розширення у 2018 році дефіцит поточного рахунку коливатиметься в межах 3-4% ВВП на прогнозованому горизонті. У 2019 році він звузиться до 3.1% ВВП завдяки рекордному врожаю кукурудзи попереднього року та зниженню цін на енергоносії. У 2020 – 2021 роках дефіцит поточного рахунку дещо розшириться внаслідок скорочення обсягів транзиту газу, вичерпання ефектів рекордного врожаю 2018 року та зростання інвестиційного імпорту після закінчення виборчого циклу. Розширення торговельного дефіциту буде частково компенсоване збільшенням приватних грошових переказів у результаті зростання доходів трудових мігрантів за кордоном.

Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з МВФ

Отримання фінансування від МВФ та інших офіційних кредиторів дасть змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті. Водночас збереження достатньо жорсткої монетарної політики сприятиме припливу боргового капіталу, що разом із продовженням надходження ПІІ фінансуватиме дефіцит поточного рахунку. Значні виплати за зовнішнім державним боргом у 2019 – 2021 роках будуть частково рефінансовані за рахунок зовнішніх офіційних залучень та розміщень ОЗДП. Це сприятиме поліпшенню очікувань економічних агентів та зміцненню макрофінансової стабільності, а обсяги міжнародних резервів стабілізуються на поточному рівні (близько 21 млрд дол.) на прогнозованому горизонті.

Основними ризиками прогнозу є погіршення очікувань та зовнішніх умов

Основним ризиком для реалізації зазначеного макроекономічного прогнозу, зокрема зниження інфляції до цілі у 2020 році, є традиційне посилення невизначеності в рік президентських та парламентських виборів. Це, зі свого боку, може позначитися і на інфляційних очікуваннях.

Іншим вагомим ризиком базового сценарію є погіршення зовнішніх умов через можливий перехід світової економіки у фазу спаду, а також посилення волатильності світових цін на сировинні товари. Ризики більш стрімкого уповільнення світової економіки останнім часом зростають на тлі посилення геополітичних конфліктів, невизначеності щодо Брекзиту, стрімкого зниження темпів зростання Єврозони та делевериджу китайської економіки, підвищення волатильності на фінансових ринках.

Також наприкінці минулого року знову посилились ризики, пов'язані з російською агресією проти України. Хоча ситуація з доступом до портів Азовського моря нормалізувалася, ризики ускладнення перевезень Азовським морем залишаються високими. Не втрачає актуальності також ризик збереження інтенсивної трудової міграції з відповідним тиском на рівень заробітних плат. До ризиків прогнозу також належить невизначеність щодо обсягів транзиту газу через територію України з 2020 року внаслідок будівництва обхідних газопроводів до Європи.

Монетарна політика залишатиметься достатньо жорсткою для зниження інфляції до цілі

З огляду на оновлений макроекономічний прогноз та окреслені ризики 31 січня 2018 року Правління Національного банку ухвалило рішення залишити облікову ставку на рівні 18.0% річних. Збереження ставки на такому рівні спрямоване на впевнене зниження інфляції та її повернення до цільового діапазону в I кварталі 2020 року.

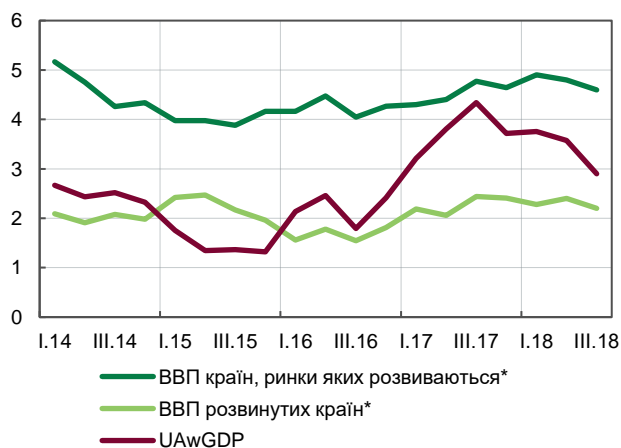
На прогнозованому горизонті динаміка облікової ставки залежатиме від розвитку інфляційних процесів та реалізації ризиків для цінової стабільності. Правління бачить потенціал для переходу до пом'якшення монетарної політики за умови стійкого послаблення інфляційних ризиків і прямування інфляції до цілі за тією траєкторією, що передбачена у новому макроекономічному прогнозі. Однак у разі посилення фундаментального інфляційного тиску та реалізації ризиків для зниження інфляції до цілі Національний банк може вдатися до підвищення облікової ставки.

Частина 1. Зовнішнє середовище

Зовнішні умови для української економіки продовжували погіршуватися. Зростання світової економіки та світової торгівлі у III кварталі 2018 року уповільнилося, а випереджаючі індикатори свідчили про подальше послаблення ділової активності в IV кварталі. Водночас збільшувалася нерівномірність розвитку як між розвиненими країнами, так і країнами, ринки яких розвиваються. Поширення протекціоністських заходів та геополітична нестабільність призвели до сповільнення динаміки світової торгівлі та зниження цін на більшості товарних ринків. У результаті середньозважений індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI) у IV кварталі знизився як за квартал, так і загалом за рік. Також після досягнення чотирирічних максимумів на початку жовтня 2018 року ціни на нафту різко знизилися.

Жорсткішими ставали й умови на світових фінансових ринках. Стрімке зростання цін на нафту в попередні періоди та знецінення національних валют до долара США призвело до прискорення інфляційних процесів у світі та посилення монетарної політики центральних банків низки країн. Інтерес інвесторів до ризикових активів суттєво зменшився, а світові фондові індекси знизилися, найсуттєвіше – на американському ринку. У результаті втечі капіталу в безпечні активи процентні ставки за довгостроковими цінними паперами США знизилися до найнижчого рівня за останні вісім місяців, а премія за ризик для країн, ринки яких розвиваються, зросла. Натомість на початку 2019 року позитивні новини про перебіг торгових переговорів між США та Китаєм підтримали світові ціни на товари, зокрема нафту, фондові індекси та активи EM.

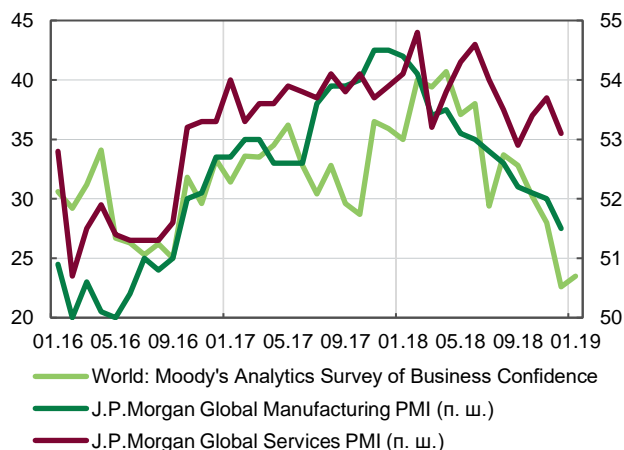
Графік 1.1. Реальний ВВП окремих груп країн, % р/р



* - III квартал 2018 – оцінка НБУ.

Джерело: МВФ, розрахунки НБУ.

Графік 1.2. Глобальний PMI та рівень ділової довіри за результатами опитування Moody's



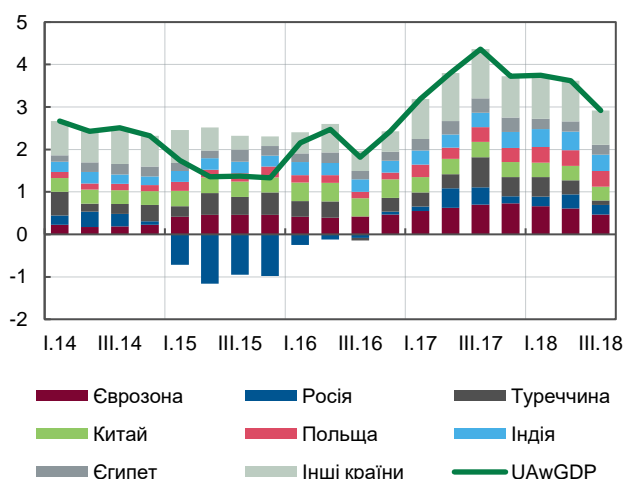
Джерело: Markit, Moody's.

Зростання світової економіки сповільнюється під впливом поступового вичерпання позитивного імпульсу від м'яких фінансових умов та низьких процентних ставок у попередні періоди. Крім того, й надалі збільшується нерівномірність розвитку як між розвиненими країнами, зокрема між США та Єврозоною, так і країнами, ринки яких розвиваються, зокрема в III кварталі 2018 року суттєво сповільнилося зростання в Туреччині та Аргентині.

Наростання геополітичної напруженості та протекціоністських заходів у III та першій половині IV кварталів призвели до сповільнення темпів зростання світової торгівлі та посилення невизначеності на світових товарних і фінансових ринках. Про останнє свідчило подальше зниження рівня ділової довіри за результатами опитування Moody's. Крім того, на відміну від II кварталу глобальний індекс ділової активності (PMI) у секторі послуг знижувався разом з індексом у виробничому секторі, відображаючи звуження внутрішнього споживання. У результаті Global Composite PMI впав до найнижчого рівня з вересня 2016 року. Натомість певне пом'якшення у торговельних відносинах між США та Китаєм наприкінці 2018 року – на початку 2019 року та послаблення геополітичного протистояння між США та Іраном може підтримати зростання світової економіки на початку 2019 року.

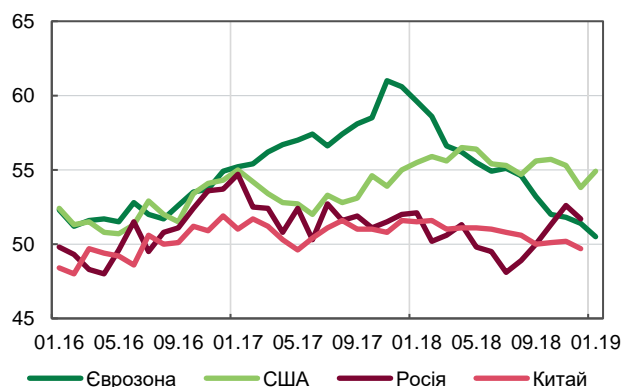
Темпи зростання економіки США в III кварталі залишалися найвищими з 2014 року попри певне сповільнення порівняно з попереднім кварталом. Їх підтримували стійке зростання споживчих витрат й інвестицій завдяки зниженню податків та зростанню державних витрат, що зумовило зміцнення сприятливої ситуації на ринку праці. Так, рівень безробіття у США у вересні становив 3.7%, що є найнижчим показником із 1969 року, а на кінець року не перевищив 3.9%. Однак завдяки [зростанню продуктивності праці в приватному секторі](#) не відбулося стрімкого посилення інфляційного тиску. Водночас наприкінці року ділова активність у

Графік 1.3. Внески окремих країн у річну зміну середньозваженого показника економічного зростання в країнах – ОТП України (UAwGDP), в. п.



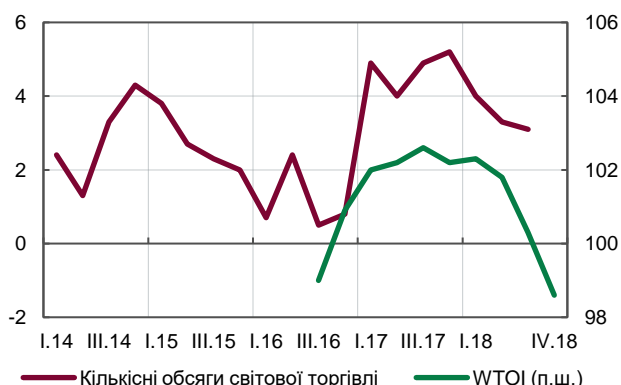
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.4. PMI промисловості окремих країн світу



Джерело: IHS Markit.

Графік 1.5. Кількісні обсяги світової торгівлі (% р/р) та випереджаючий індикатор WTOI, п.



Джерело: COT.

виробничому секторі знизилася до мінімального рівня за останні півтора року, про що свідчить індекс PMI. Це стало наслідком погіршення настроїв бізнесу через невизначеність у подальших перспективах розвитку на тлі наявних геополітичних ризиків та торговельних конфліктів. І хоча загальний інфляційний тиск дещо послабився через зниження цін на нафту, підвищення імпорتنих мит продовжує тиснути на закупівельні ціни для багатьох компаній в бік збільшення.

Зростання економіки Євросони сповільнилося до найнижчих темпів за останні чотири роки передусім через погіршення зовнішнього попиту. Насамперед значно послабилася економічна активність у Німеччині та Італії. ВВП Німеччини знизився до попереднього кварталу вперше з I кварталу 2015 року (зниження виявилось найбільшим за останніх п'ять років), Італії – з II кварталу 2014 року. Крім значної ролі зовнішніх чинників (передусім для Німеччини), вагомою причиною такої динаміки стало звуження споживчого попиту попри сприятливу ситуацію на ринку праці, а в Італії – також інвестиційної активності як наслідок політичної невизначеності в попередні періоди. Наприкінці 2018 – на початку 2019 років темпи зростання ділової активності в Євросоні продовжували сповільнюватися – до мінімуму за останні чотири роки, за даними індексу PMI. Причому створення нових підприємств практично зупинилося, а створення нових робочих місць опустилося до найнижчого рівня за останні два роки. Причинами такої динаміки було наростання протестів у Франції, криза в автомобілебудуванні Німеччини, торговельні конфлікти та невизначеність через Брекзит.

Економічне зростання країн ЦСЄ залишалось стійким у III кварталі. Основну підтримку економіці цих країн надавав внутрішній попит як за рахунок розширення споживання (через зростання доходів домогосподарств на тлі збільшення зайнятості й поліпшення очікувань), так й інвестицій (зокрема державних через співфінансування з фондів ЄС).

Країни СНД демонстрували різноспрямовану динаміку. Так, темпи зростання економіки РФ уповільнилися через падіння в будівництві та машинобудуванні. Це у свою чергу негативно відобразилося на економічному зростанні Білорусі. Додатковим фактором уповільнення зростання в цій країні було посилення фіскальної дисципліни, що дало змогу утримати профіцит державного бюджету за січень-листопад близько 5% ВВП, частина якого буде спрямована [на випереджаюче погашення державного боргу](#). Натомість відносно високі темпи зростання ВВП Казахстану були забезпечені збільшенням обсягів видобування нафти внаслідок введення на повну потужність Кашаганського родовища, активізації кредитування фізичних осіб та збереження стимулюючої фіскальної політики.

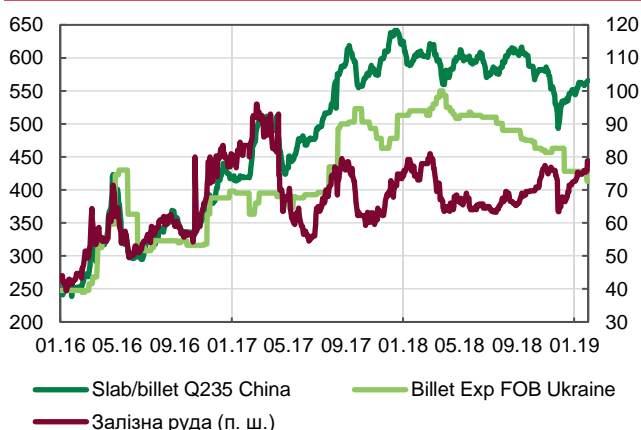
Темпи зростання окремих країн з азіяського регіону, зокрема Китаю, Індії та Туреччини, уповільнилися.

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



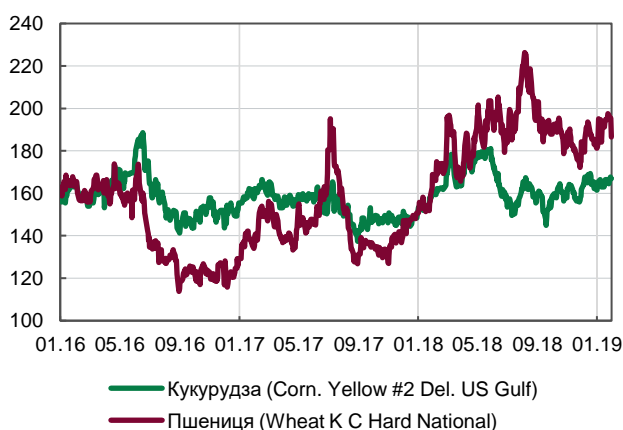
Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: Thomson Reuters.

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



Джерело: Thomson Reuters.

Причому, якщо в Китаї та Індії вони все ще залишалися на доволі високому рівні завдяки суттєвій державній підтримці, то в Туреччині – знизилися до 1.6% р/р у III кварталі через значну інфляцію та девальвацію національної валюти, що призвело до суттєвого звуження внутрішнього попиту. Підвищення процентних ставок центральним банком Туреччини та інші стабілізаційні заходи дали змогу призупинити падіння ліри та навіть сприяти певному її зміцненню.

Посилення геополітичної напруги та протекціоністських заходів призвело до подальшого звуження попиту та, відповідно, уповільнення світової торгівлі. Зокрема випереджаючий індикатор світової торгівлі (WTOI) у IV кварталі знизився до 98.6 п., найнижчого показника за останні два роки. Причому погіршилися всі компоненти індексу. Це свідчить про те, що зростання торгівлі в найближчі місяці очікується нижче тренду. У результаті ціни на більшості товарних ринків знизилися, а світова цінова кон'юнктура для українських експортерів, виражена індексом ЕСПІ, у IV кварталі суттєво погіршилася.

Ціни на сталь на світових ринках у IV кварталі знижувалися через суттєву пропозицію на тлі відносно слабкого попиту. Так нарощували виробництво Китай, США та Іран, незважаючи на дію протекціоністських заходів з боку низки країн. Надмірний обсяг пропозиції призвів до падіння котирувань на внутрішньому ринку Китаю, що змусило виробників відновити експортні поставки, спровокувавши падіння цін і на зовнішніх ринках. Додатковими факторами були ранній початок зимового сезону в північних провінціях Китаю, а також скорочення внутрішнього попиту на сталь та сталеву продукцію через спад в автомобілебудуванні і деяких інших галузях промисловості. У свою чергу, на європейському ринку сталі ціни знижувалися через агресивну експортну політику турецьких компаній, які мали цінову перевагу завдяки суттєвій девальвації ліри в попередні періоди. Негативний вплив на ціни також спричинили введення Туреччиною з кінця вересня 2018 року і до квітня 2019 року жорстких квот на імпорт листового і сортового прокату, сталевих труб і нержавіючого прокату та 25% мита на понадлімітні поставки. Деяко стримати зниження цін на сталь допомогло узгоджене "90-денне торговельне перемир'я" між США та Китаєм, яке почало діяти з 01 січня 2019 року. Відповідно до нього мита з боку США на окремі китайські товари не будуть підняті до 25% (з діючих 10%), а Китай відновить закупки нафти, сільгосппродукції та зрідженого газу в США.

Світові ціни на зернові та олійні в IV кварталі знаходилися під впливом зміни оцінок врожаю. Так, світові ціни на пшеницю, попри певне зниження порівняно з попереднім кварталом, залишалися на відносно високому рівні. Скорочення світового врожаю в 2018/2019 МР, не надто сприятливі погодні умови для проведення сівби озимих та високий попит підтримували ціни. Однак поступовий вихід на ринок нового врожаю пшениці Аргентини, який завдяки

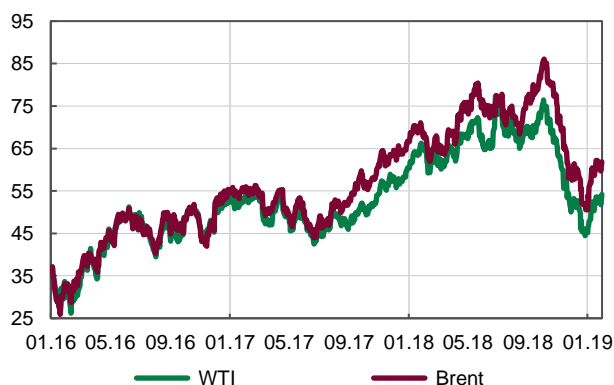
Графік 1.9. Світові ціни на соняшникову олію*, дол./т



*станом на 25.01.2019.

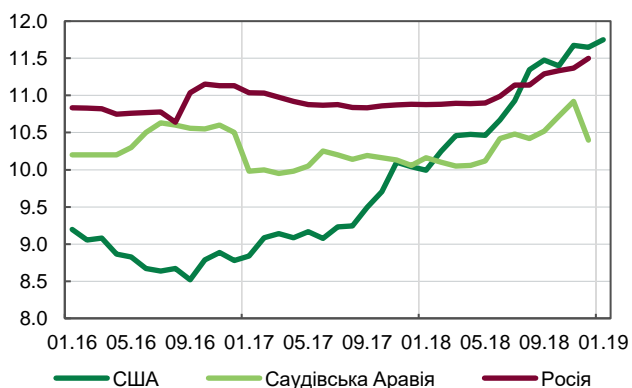
Джерело: Thomson Reuters.

Графік 1.10. Світові ціни на нафту, дол./бар.



Джерело: Thomson Reuters.

Графік 1.11. Обсяги виробництва нафти світовими лідерами, млн бар./добу



Джерело: U.S. Energy Information Administration, Міністерство енергетики РФ.

суттєвій девальвації аргентинського песо має конкурентні цінові переваги, спричинив зниження цін. Ціни на кукурудзу коливалися у відносно вузькому діапазоні. Погіршення оцінок врожаю кукурудзи в США підтримало ціни на цю культуру, однак поліпшення очікувань щодо врожайності в Бразилії утримало ціни від зростання.

Ціни на соняшникову олію продовжили стрімке зниження через рекордно високий за останнє десятиріччя врожай соняшника та зниження цін на суміжні олійні. Зокрема, істотно знизилася ціна на соєву олію після введення Китаєм 25%-го мита на її імпорт зі США, що призвело до формування високих запасів сої.

Після досягнення пікових значень у 85 дол./бар. на початку IV кварталу ціни на нафту стрімко знизилася, протестувавши рівень у 50 дол./бар. на кінець року. Так, на початку жовтня світові ціни на нафту сягали максимального за останні чотири роки рівня через ескалацію торговельних воєн та очікування на нові санкції проти Ірану, що могло обмежити обсяги пропозиції на ринку. Натомість, починаючи з останньої декади місяця ціни на нафту стрімко знизилася. Вагомою причиною такої динаміки стала зміна настроїв гравців: від очікування дефіциту нафти на ринку до її надлишку. Останнє було зумовлено:

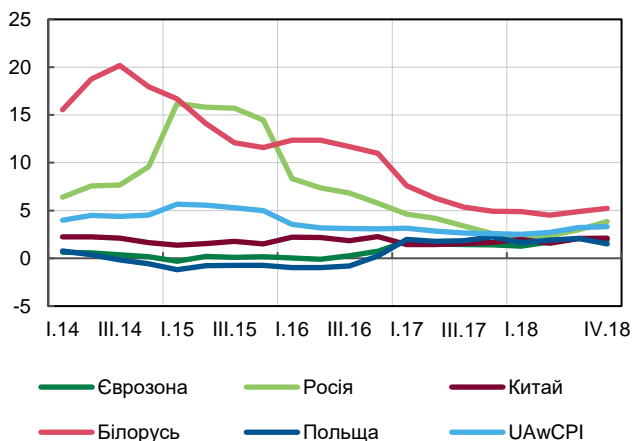
- стрімким нарощенням обсягів видобування нафти світовими лідерами (США, РФ, Саудівською Аравією), на яких припадає третина світового виробництва нафти;
- подальшим зростанням загального видобутку нафти країнами ОПЕК – до майже 33 млн бар./добу³;
- заявою міністра енергетики Саудівської Аравії про відсутність необхідності встановлення нафтового ембарго, аналогічного до 1973 року, та можливе подальше нарощення видобутку нафти до 12 млн бар./добу;
- пом'якшенням нафтових санкцій США щодо Ірану, відповідно до яких, за оцінками експертів, фактичне скорочення поставок нафти з Ірану становило 300 тис. бар./добу порівняно з очікуваннями на близько 1 млн бар./добу;
- погіршенням прогнозів щодо розвитку світової економіки.

З початку 2019 року ціни на нафту скоригувалися. Підтримку цінам надавали домовленості в рамках ОПЕК+ щодо скорочення обсягів виробництва нафти в 2019 році на 1.2 млн бар./добу, а також оптимізм учасників ринків щодо стримування торговельних війн між США та Китаєм на тлі проведення переговорів між цими країнами на початку січня.

Стрімке зростання цін на нафту в попередні періоди та послаблення національних валют до долара США низки країн призвело до подальшого збільшення загального рівня інфляції, насамперед у країнах, ринки яких розвиваються. Як наслідок, зовнішній інфляційний тиск з

³ ОПЕК "Monthly Oil Market Report", 13.12.2018.

Графік 1.12. Індекс споживчих цін окремих країн – ОТП України та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAWCPI), % р/р



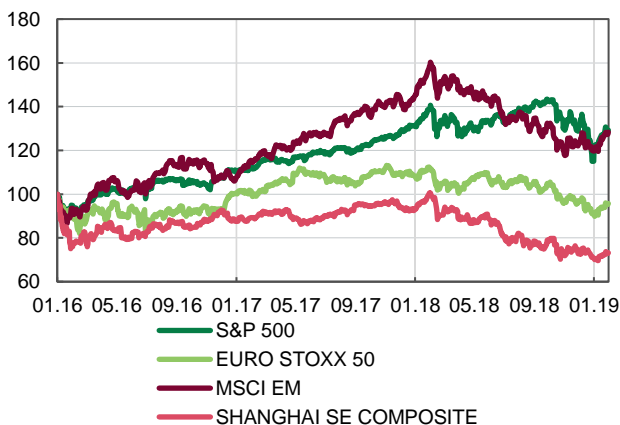
Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.13. Ключові процентні ставки окремих центральних банків країн світу, %



Джерело: Офіційні сторінки центральних банків.

Графік 1.14. Індеси світового фондового ринку, 01.01.2016 = 100



Джерело: Thomson Reuters.

боку країн – ОТП України, виражений індексом UAWCPI⁴, прискорив зростання (до 3.4% р/р у IV кварталі).

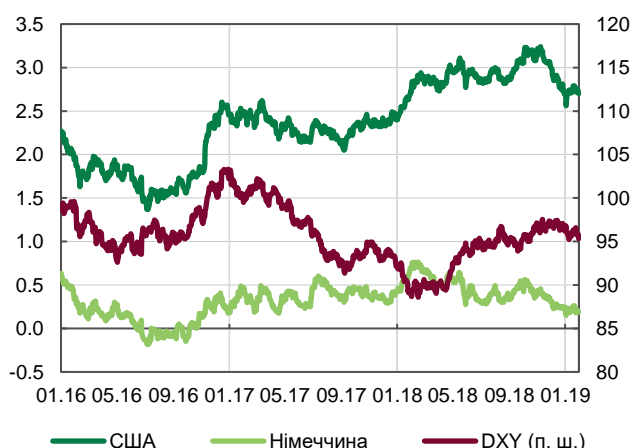
У свою чергу, з метою стримування інфляційного та девальваційного тиску окремі центральні банки переглянули свою монетарну політику, підвищивши базову процентну ставку. Зокрема, як і очіувалося, ФРС у грудні підвищила ставку за федеральними фондами на 25 б. п. до 2.25% – 2.5%, однак анонсувала подальше дворазове підвищення замість триразового, яке очіувалося раніше, в умовах погіршення макроекономічних прогнозів. Центральні банки окремих ЕМ, зокрема РФ, Казахстану, Мексики, Чехії, Південної Африки, Чилі, також посилили свою монетарну політику, а ЄЦБ підтвердив позицію щодо згортання програми кількісного пом'якшення.

На світових фінансових ринках у IV кварталі зросла волатильність та знизився інтерес інвесторів до ризикових активів. Вагомим фактором загальної динаміки світових індексів було погіршення очікувань щодо перспектив розвитку світової економіки. Останні були спричинені відносно нижчими за очікування даними щодо темпів зростання промислового виробництва у Китаї, США та Німеччині, уповільненням темпів зростання ВВП Єврозони; подальшим розширенням торговельного дефіциту США та уповільненням зростання експорту та імпорту Китаю. У результаті, за IV квартал світові фондові індекси суттєво знизилися, причому найбільше зниження демонстрував індекс S&P 500 – 14% (Euro Stoxx 50 – 11.7%, MSCI EM – 7.8%). Серед інших чинників на динамку індексів впливали:

- ризики уповільнення зростання економіки США. Інвестори вбачали сигнали рецесії в інвертації кривої дохідності (різниця між прибутковістю 10- та 2-річних казначейських облігацій знизилася до 15 б. п. – найнижчого рівня з липня 2007 року);
- перебування американських індексів акцій на завершальній стадії 10-річного висхідного циклу;
- невизначеність щодо майбутньої монетарної політики ФРС. Останні сигнали ФРС щодо уповільнення темпів посилення монетарної політики були неоднозначно інтерпретовані учасниками ринку. Так, ФРС на тлі погіршення макроекономічних індикаторів зменшив кількість підвищення процентної ставки в 2019 – 2020 роках, однак медіанний прогноз ФРС щодо динаміки процентної ставки, яка [на кінець 2020 та 2021 роки становитиме 3.1% та перевищуватиме медіанну оцінку нейтрального рівня у 2.8%](#), відобразив протилежну позицію;
- зниження акцій великих компаній, які зазвичай визначають динаміку ринку. Серед останніх, високотехнологічні компанії, так звані FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix та Google), на тлі занепокоєння інвесторів посиленням регулювання цього сектору, песимістичними квартальними звітами окремих компаній та млявим попитом у деяких сегментах (наприклад, сектору напівпровідників та на смартфони iPhone Apple).

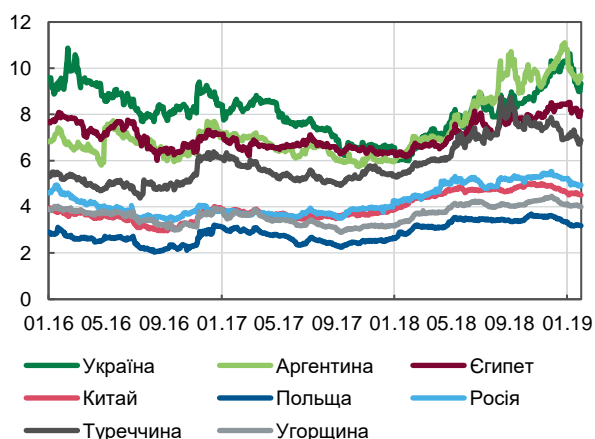
⁴ Детальніше про індекс UAWCPI – в Інфляційному звіті (квітень 2016 року).

Графік 1.15. Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини



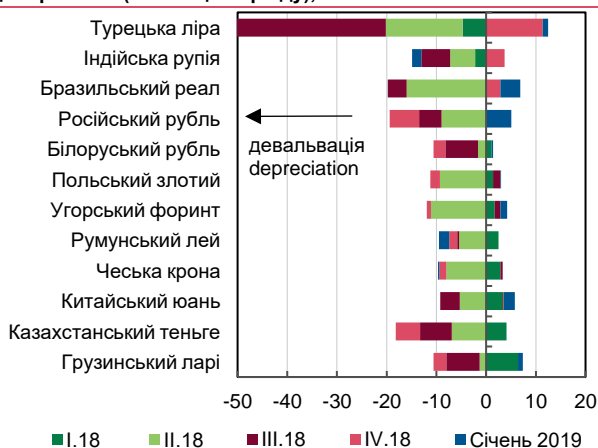
Джерело: Thomson Reuters.

Графік 1.16. JP Morgan EMBI+ для окремих країн, ринки яких розвиваються



Джерело: Bloomberg.

Графік 1.17. Зміна обмінних курсів валют окремих країн до долара США (на кінець періоду), %



Джерело: Thomson Reuters.

Перетікання капіталу в безпечні активи призвело до зниження процентної ставки за довгостроковими державними облігаціями. Так, ставка за 10-річними казначейськими облігаціями США знизилася до найнижчого рівня за останній рік – 2.69% на кінець грудня.

Водночас попри загальне погіршення кон'юнктури на світових фінансових ринках у середині кварталу індекс MSCI EM проявив певну стійкість. Збільшенню інтересу інвесторів до активів цієї групи країн та, відповідно, припливу капіталу сприяли:

- риторика ФРС щодо сповільнення темпів нормалізації монетарної політики;
- стабілізація долара США до кошика провідних валют та зміцнення євро;
- заходи китайської влади, спрямовані на підтримку фондового ринку, а також стабілізація юаня, який є орієнтиром для зовнішніх інвесторів у прийнятті інвестиційних рішень (частка китайських акцій у індексі MSCI EM становить 30%, внаслідок чого індекс MSCI EM тісно корелює з динамікою китайської валюти);
- недооцінений рівень котирувань акцій (на рівні мінімальних за останні чотири з половиною роки). Як наслідок тривалого та масштабного розпродажу, що розпочався ще на початку року, індекс MSCI EM знизився на 19% за січень – жовтень, втративши 5.5 трлн дол. вартості акцій цього року;
- тимчасове "торговельне перемир'я" за підсумками переговорів Китаю та США на засіданні країн G20;
- кращі перспективи економічного зростання EM у 2019 році на тлі очікувань уповільнення економіки США;
- брак високоприбуткових фінансових активів на глобальних фінансових ринках, що в кращому випадку компенсують втрати від інфляції.

З початку грудня погіршення кон'юнктури на фондових ринках розвинених країн спровокувало втечу інвесторів від ризиків, що погіршило динаміку фінансових активів EM. Премія за ризик підвищилася (в умовах зниження прибутковості 10-річних облігацій США), індекс MSCI EM суттєво знизився, а більшість валют цієї групи країн знецінилася.

Натомість на початку 2019 року умови на світових товарних ринках для країн EM поліпшилися під впливом позитивних новин про перебіг торговельних переговорів між США та Китаєм. Додатковими факторами були: оприлюднення планів Китаю щодо підтримки економічного зростання шляхом більш масштабного зниження податків та вливання рекордних обсягів готівкової ліквідності, коментарі Голови ЄЦБ М. Драгі щодо необхідності збереження стимулів у Єврозоні, вищі за очікування квартальні прибутки великих компаній, зокрема Boeing, McDonald's, Apple. У результаті в січні 2019 року більшість валют EM зміцнилися на тлі відносно стабільного долара США до кошика провідних валют.

Частина 2. Внутрішня економіка

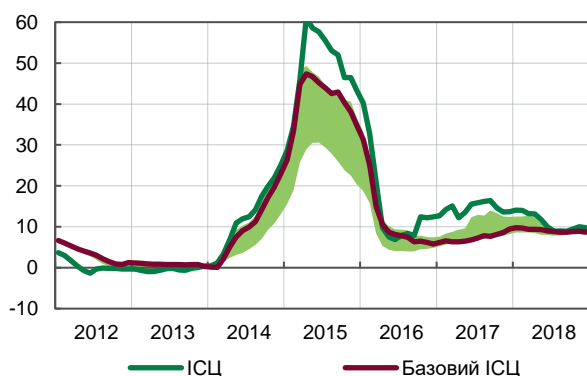
2.1. Інфляційний розвиток

У 2018 році споживча інфляція сповільнилася до 9.8% (з 13.7% у 2017 році) – найнижчого рівня за підсумками року за останні п'ять років. Стримати зростання інфляції та повернути її показник до однознакового рівня допомогла насамперед жорстка монетарна політика НБУ, що зокрема проявлялось у зміцненні обмінного курсу гривні. Розширення внутрішньої пропозиції окремих продуктів та зниження світових цін на продукти харчування були додатковими чинниками.

Водночас попри зниження, за підсумками року інфляція очікувано перевищила ціль НБУ в $6\% \pm 2$ в.п. на кінець 2018 року, встановлену [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#). Інфляція відхилилася від цілі головним чином через дію чинників, на які монетарна політика має обмежений вплив. Зокрема це підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів та зростання світових цін на нафту протягом більшої частини року.

Важливими драйверами інфляції також були споживчий попит та тиск з боку підвищення виробничих витрат. Останній генерували високі темпи зростання заробітних плат та стрімке зростання цін на енергоносії впродовж більшої частини року. Крім того, протягом більшої частини року інфляційні очікування залишалися високими під впливом невизначеності щодо продовження співпраці з МВФ та високі зовнішні ризики, що стримувало поліпшення інфляційних очікувань.

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



* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

Базова інфляція

Базова інфляція за підсумками 2018 року сповільнилася до 8.7% р/р порівняно з 9.5% р/р у 2017 році. Однак фундаментальний інфляційний тиск залишився значним, а зниження базової інфляції було повільнішим, ніж прогнозував НБУ.

За результатами альтернативних розрахунків⁵, нижня межа діапазону показників базової інфляції залишалася майже незмінною протягом останніх трьох кварталів. Однак у 2018 році цей діапазон стрімко звужився та зменшилася його асиметричність до офіційного показника базової інфляції. Це свідчить про одноріднішу зміну цін на товари (послуги)-представники, що входять до розрахунку інфляції, під впливом дії спільних чинників, серед яких зростання витрат на оплату праці та вичерпання тимчасових факторів пропозиції, на які монетарна політика має обмежений вплив.

Графік 2.1.2. Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

На базову інфляцію також впливало помірне зниження інфляційних очікувань окремих груп респондентів, зокрема фінансових аналітиків та підприємств. У IV кварталі 2018 року також суттєво поліпшилися інфляційні очікування домогосподарств, у тому числі завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку. Водночас протягом попередніх кварталів інфляційні очікування домогосподарств погіршувалися зокрема через очікування підвищення тарифів на комунальні послуги для населення, у тому числі цін на газ. Більш того, інфляційні очікування усіх груп респондентів залишалися вищими, як порівняно з інфляційними цілями, так і прогнозом інфляції НБУ.

Згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань у IV кварталі 2018 року](#) попри зниження інфляційних очікувань збільшилася кількість підприємств порівняно з

⁵ Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

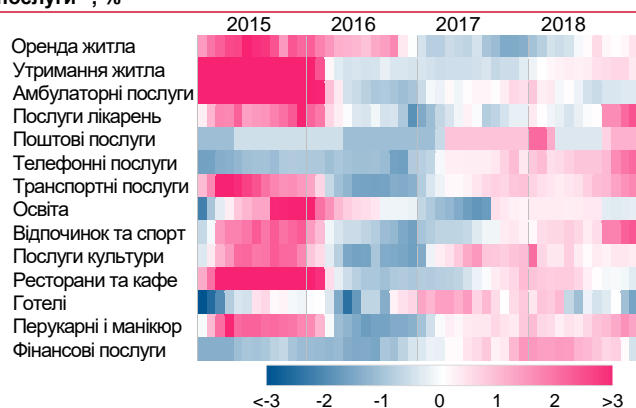
Графік 2.1.3. Основні компоненти БІСЦ, % р/р



* З високим ступенем обробки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.4. Теплова карта* нормалізованих річних змін цін на послуги**, %

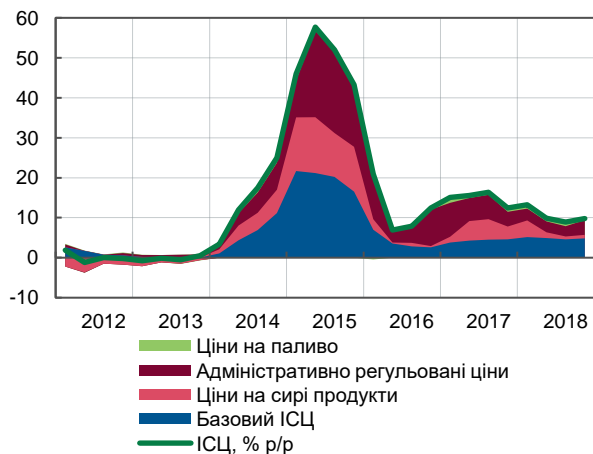


* Графічне представлення даних, у якому окремі значення, що містяться в матриці, представлено у вигляді кольорів від холодного (найнижчі значення) до теплого (найвищі значення). Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

**Дані нормалізовані вираженням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення. З розрахунку середнього значення та стандартного відхилення виключено 2015 рік. Детальніше – stlouisfed.org.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

попереднім роком, які передбачають зростання цін на виробничі ресурси: товари або послуги, які вони купують, та відповідно підвищення цін на власну продукцію.

Унаслідок збільшення виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, а також стійкого споживчого попиту прискорилося зростання цін на послуги, що входять до базової інфляції (до 14.9% р/р). Зокрема, суттєво подорожчали послуги мобільного зв'язку, лікарень, ремонту, утримання будинків та прибудинкових територій, страхування автомобілів, оренди житла.

Натомість темпи зростання цін на непродовольчі товари, які переважно імпортуються, залишилися невисокими (4.1% р/р) завдяки зміцненню курсу гривні до валют країн – ОТП України. Зокрема, нижчими темпами, ніж торік, зростали ціни на автомобілі (3.3% р/р), а телевізори, мобільні телефони та комп'ютерна техніка виявилися навіть дешевшими, ніж рік тому. Темпи зростання цін на одяг та взуття також залишилися низькими (2.0% р/р).

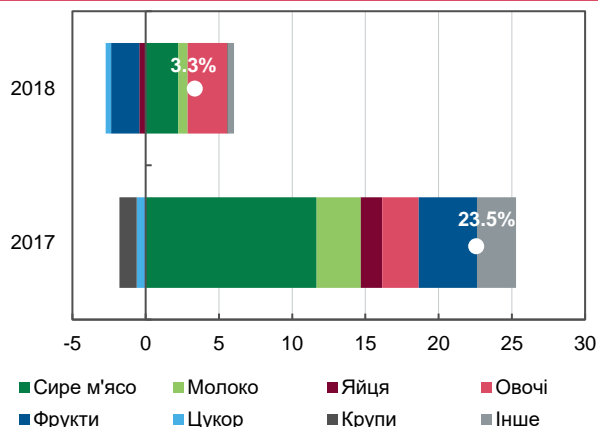
Темпи зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки знизилися (до 9.6% р/р), що мало суттєвий внесок у сповільнення базової інфляції. У першому півріччі 2018 року ціни на цю групу товарів, як і очікувалося, зростали доволі високими темпами через ефекти перенесення стрімкого зростання цін на сирі продукти у 2017 році. Поступове вичерпання дії цього чинника разом зі зниженням світових цін та розширенням пропозиції сирих продуктів, зокрема м'яса, зумовили уповільнення зростання цін на продукти харчування. Крім того, ефекти перенесення від високого урожаю 2018 року матимуть позитивний вплив на показники інфляції в першій половині 2019 року.

У 2018 році уповільнилося зростання цін на м'ясні та молочні продукти (до 11.9% р/р та 10.0% р/р відповідно). Рекордний врожай сояшника разом з нижчими світовими цінами сприяв уповільненню зростання цін на сояшникову олію (до 2.4% р/р). Водночас стримувало уповільнення інфляції оброблених продуктів харчування подорожчання пшеничного борошна та зростання інших виробничих витрат. Як наслідок, темпи зростання цін на хліб та кондитерські вироби залишилися високими (21.5% р/р та 11.8% р/р відповідно), а зростання цін на макаронні вироби навіть прискорилося (до 14.7% р/р).

Небазова інфляція

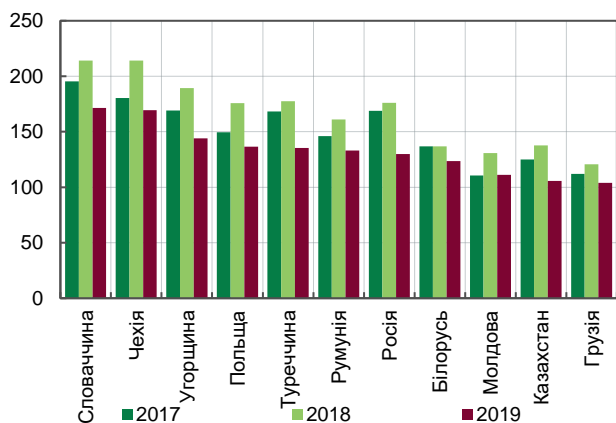
У 2018 році небазова інфляція сповільнилася (до 10.7% р/р порівняно з 19.4% р/р у 2017 році). Це відбулося передусім завдяки суттєвому зменшенню темпів зростання цін на сирі продукти харчування (до 3.3% р/р порівняно з 23.5% р/р роком раніше). Так, знизилися ціни на фрукти (на 17.0% р/р) насамперед завдяки високому урожаю яблук і нижчим цінам на імпортовані банани та цитрусові. Крім того, порівняно з попереднім роком подешевшали яйця (на 9.5% р/р) на тлі відповідних тенденцій на зовнішніх ринках та збільшення виробництва продукції птахівництва в другому півріччі

Графік 2.1.6. Основні складові зміни цін на сирі продукти, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.7. Продовольчий індекс на початок року*, Україна = 100



* Продовольчий індекс (Groceries Index) – співвідношення цін на продукти харчування в магазинах у країні до відповідних цін у Нью-Йорку за останні 12 місяців, перерахований відносно України.

Джерело: numbeo.com, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.8. Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

2018 року. Уповільнилося зростання цін на молоко та м'ясо (до 8.2% р/р та 8.3% р/р відповідно).

Вагомим чинником зниження інфляції продуктів харчування стало певне послаблення впливу від конвергенції роздрібних цін на продукти харчування в Україні до цін країн-сусідів, що було одним з рушіїв інфляційного тиску в Україні в попередні роки. Це стало наслідком як доволі значних темпів зростання цін на ці продукти в Україні в попередні періоди, так і зниження тиску на ціни в країнах-партнерах.

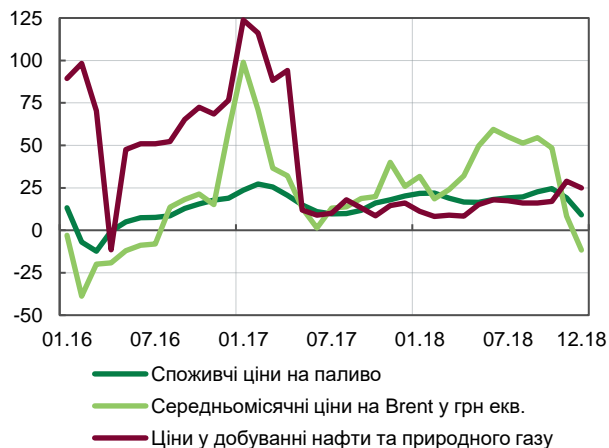
Водночас високими темпами у 2018 році зростали ціни на овочі, які входять до борщового набору (на 73.7% р/р). Така динаміка відображала скорочення їх пропозиції через несприятливі погодні умови і низький урожай овочів у Європі та окремих овочів вітчизняного виробництва. Наприклад, ціни на цибулю зросли втричі, на капусту – вдвічі, а буряк та морква подорожчали на 74.6% р/р та 79.1% р/р відповідно. Крім того, у 2018 році подорожчало борошно (на 20.0% р/р) та крупи манні (на 17.1% р/р) через зростання цін на пшеницю на зовнішніх ринках і дещо нижчу, ніж минулого року, внутрішню пропозицію.

Також у 2018 році дещо знизився тиск на продукти харчування з боку цін виробників. Ціни у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів зростали нижчими темпами (7.0% р/р), ніж у попередньому році. Уповільнилося зростання цін у виробництві м'ясних та молочних продуктів (до 3.5% р/р та 9.8% р/р відповідно). Це відбулося передусім на тлі зниження світових цін та уповільнення зростання закупівельних цін. Додатковим чинником стало розширення імпортової пропозиції. Зокрема скорочення обсягів вітчизняного виробництва свинини було компенсоване зростанням імпорту. Дещо знизилися темпи зростання цін у виробництві хліба та борошняних виробів (до 14.7% р/р). Так зростання виробничих витрат на сировину (переважно через зростання цін на пшеницю), а також на оплату праці та електроенергію, компенсувалося зниженням цін на житнє борошно та вироби з нього. Виробничі та споживчі ціни на цукор знизилися (на 7.2% р/р та 9.3% р/р відповідно) на тлі падіння світових цін, а також через значні запаси цієї продукції. Водночас зростання цін у виробництві напоїв пришвидшилося (до 16.9% р/р).

Зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, пришвидшилося (до 18.0% р/р з 16.1% р/р у 2017 році). Зокрема протягом року було підвищено тарифи:

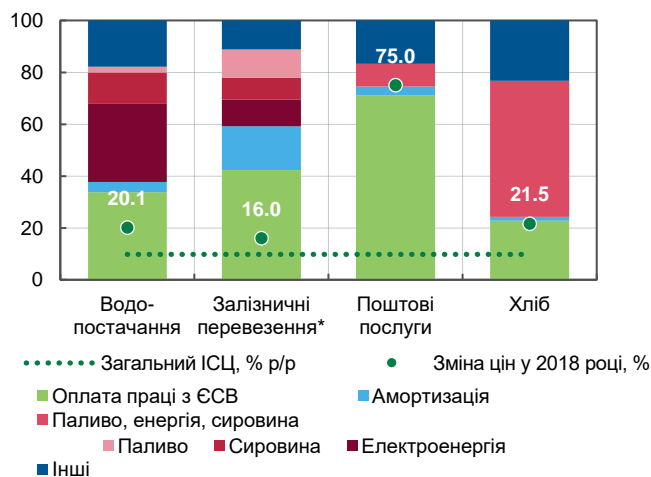
- на природний газ (з 01 листопада 2018 року на 22.9%);
- поштові послуги (двічі – у січні та вересні, загалом на 75%);
- послуги місцевого телефонного зв'язку (тричі – у січні, червні та листопаді, усього на 21.7%);
- на водопостачання та водовідведення.

Графік 2.1.9. Індекси цін на паливо, %



Джерело: ДССУ, Thomson Reuters.

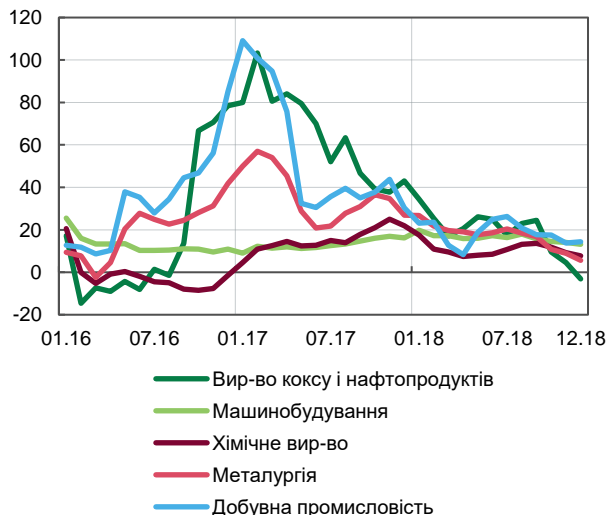
Графік 2.1.10. Структура собівартості у 2017 році, %, та зміна цін на окремі адміністративно регульовані товари і послуги за 2018 рік, % р/р



* Включає пасажирські та вантажні перевезення.

Джерело: фінансова звітність підприємств, НКРЕКП, розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 2.1.11. Ціни в окремих галузях промисловості, % р/р



Джерело: ДССУ.

Значний внесок у зростання цін цієї групи мало підвищення виробничих витрат. Так, у структурі собівартості цих послуг лівову частку займають витрати на оплату праці (в окремих послугах – майже 70%). Крім того, суттєвий вплив на собівартість мало зростання цін на паливо та енергію.

Так, зростання цін на паливо сповільнилося до 9.1% у грудні 2018 році з 20.0% у 2017 році внаслідок розвороту тренду світових цін на нафту з жовтня 2018 року, а також за рахунок зміцнення гривні. Але протягом більшої частини року ціни на паливо зростали високими темпами. Відповідно, протягом 2018 року прискорювалося зростання вартості транспортних послуг. Найбільше зросли ціни на автодорожній пасажирський транспорт (на 30.3% р/р). Також прискорилося зростання цін на залізничні перевезення до 15.9% р/р ([АТ "Укрзалізниця"](#) у 2018 році двічі проводило індексацію тарифів на пасажирські перевезення) та на авіаперельоти (до 17.8% р/р).

Суттєво прискорилося й зростання вартості електроенергії для промислових споживачів (до 29.8% р/р у грудні 2018 року порівняно з 4.0% р/р у грудні попереднього року), яка є вагомою складовою витрат, зокрема у виробництві хліба.

Унаслідок значного підвищення акцизів, ціни на тютюнові вироби зростали високими темпами (на 24.5% р/р), хоча і повільніше, ніж у попередньому році.

Інші виміри інфляції

У 2018 році темпи зростання індексу цін виробників знизилися – до 14.2% р/р порівняно з 16.5% р/р у 2017 році, однак залишалися високими протягом року.

Уповільнення промислової інфляції відбулося передусім унаслідок нижчих темпів зростання в добувній та переробній промисловості на тлі відповідних зовнішніх тенденцій. Так, через зниження світових цін на залізну руду та сталь уповільнилося зростання цін у вітчизняному добуванні металевих руд (до 8.2% р/р) та металургії (до 5.6% р/р).

Зниження світових цін на нафту наприкінці року спричинило падіння цін у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (на 3.1% р/р), а також зниження темпів зростання цін у хімічній промисловості (7.7% р/р). Однак цей фактор ще не позначився на цінах у добуванні сирої нафти та природного газу (зросли на 24.9% р/р у 2018 році). Це пояснюється передусім усе ще високими річними темпами зростання цін на природний газ у світі. Крім того, разом із підвищенням тарифів на природний газ для населення з листопада 2018 року була збільшена вартість реалізації газу державними добувними підприємствами для НАК "Нафтогаз України".

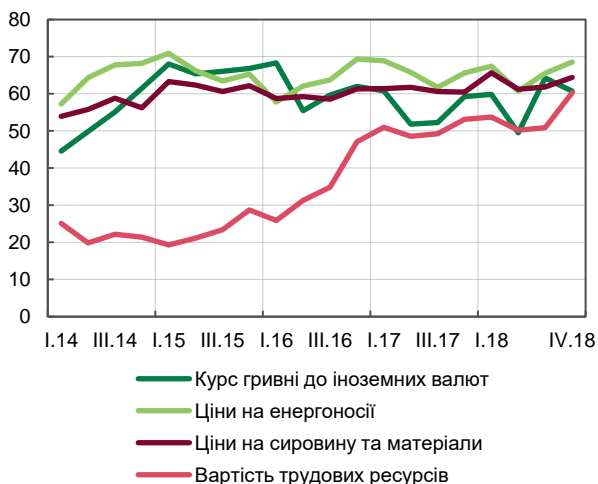
Суттєво уповільнилося зростання цін у виробництві електричного устаткування (13.5% р/р) на тлі сприятливої бази порівняння – роком раніше ціни зростали через дефіцит графітових електродів на світових ринках.

Графік 2.1.12. Ціни в промисловості, % р/р



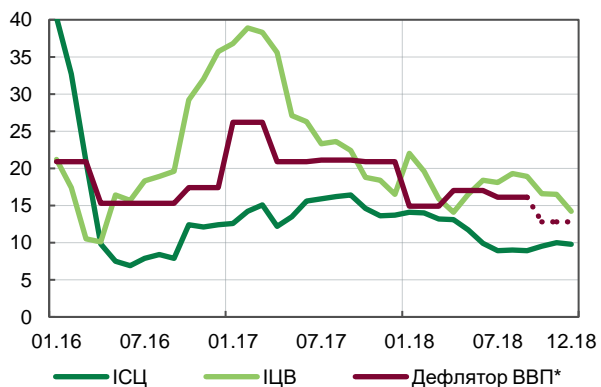
* ДССУ почав публікацію даних щодо динаміки промислових цін на продукцію, що реалізується за межами України, лише з 2018 року.
Джерело: ДССУ.

Графік 2.1.13. Вплив факторів на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги, які продають підприємства



Джерело: НБУ.

Графік 2.1.14. Окремі показники інфляції, % р/р



* Дані за IV квартал 2018 року – за оцінками НБУ.
Джерело: ДССУ.

Основним чинником, що стримував уповільнення промислової інфляції, було збільшення темпів зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (на 29.8% р/р). Протягом року ціни на енергію зростали під впливом:

- підвищення НКРЕКП тарифів на електроенергію для побутових споживачів;
 - підвищення тарифів НАК "Нафтогаз України" на постачання природного газу для промислових споживачів;
 - зниження частки більш дешевої атомної енергії у структурі виробництва електроенергії.
- Натомість стримувало зростання цін в енергетичному секторі здешевлення виробництва електроенергії ТЕС за рахунок зниження темпів зростання вартості вугілля.

Вторинні ефекти від зростання цін у постачанні електроенергії відобразилися також у цінах на інші товари та послуги. Це стосується передусім підприємств з високою часткою електроенергії в собівартості: електротранспорту, комунальних послуг, зокрема водопостачання, хлібопекарської галузі та інших виробництв харчових продуктів тощо. Унаслідок збільшення виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, підвищилися темпи зростання цін на будівельно-монтажні роботи у 2018 році (19.1% р/р).

Зростання тиску з боку виробничих витрат на ціни відповідає результатам [опитувань щодо ділових очікувань підприємств у IV кварталі 2018 року](#). Зокрема респонденти відзначили значне посилення впливу на ціни виробників фактору "вартість трудових ресурсів" на тлі дефіциту кваліфікованих кадрів та зростання реальних заробітних плат. Крім того, посилюється вплив факторів "вартість сировини та матеріалів" та "вартість енергоносіїв" через збільшення витрат на ці компоненти собівартості.

У III кварталі 2018 року показник дефлятора ВВП дещо знизився порівняно як з попереднім роком, так і з попереднім кварталом. Зокрема це відбулося через нижчі темпи зростання цін у сільському господарстві, а також зниження споживчої інфляції. Водночас прискорення зростання вартості будівництва, постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря, фінансової та страхової діяльності підтримувало високі показники дефлятора ВВП. За оцінками НБУ, у IV кварталі 2018 року очікується подальше уповільнення дефлятора ВВП насамперед завдяки зниженню темпів зростання споживчих та промислових цін, а також цін у сільському господарстві.

Вставка 1. Оцінка прогнозу інфляції

Прогноз інфляції в січні 2018 року передбачав, що жорстка монетарна політика зумовить уповільнення інфляції та її наближення до верхньої межі цільового діапазону. Також очікуваним було перевищення цілі НБУ з інфляції на рівні 6% ± 2 в.п. на кінець 2018 року під впливом низки проінфляційних факторів. Зокрема, у 2018 році, передусім у першому півріччі, очікувано значним залишався вплив вторинних ефектів від суттєвого подорожчання сирих продуктів у попередньому році. Це проявлялося у високих темпах зростання цін на продукти з високим ступенем обробки. Крім того, НБУ передбачав, що вагомим чинниками значного інфляційного тиску в 2018 році будуть стрімке зростання світових цін на нафту та невизначеність щодо подальшої співпраці з МВФ. Також НБУ свідомо обрав довший період повернення інфляції до цілі задля мінімізації втрат в економічному зростанні. Таке балансування між необхідністю приведення інфляції до цілі та підтримкою економічного зростання є відображенням гнучкості режиму інфляційного таргетування.

Таблиця 1. Реалізація окремих зовнішніх припущень на 2018 рік, закладених у прогноз НБУ (січень 2018 року)

Показник	Прогноз	Фактичне значення
ЕСРІ на кінець періоду, % р/р	-7.4	-3.8
ЕСРІ у середньому за рік, % р/р	-1.4	8.0
Ціни на нафту Brent, дол. / бар. у середньому за період	62.7	71.4
ІСЦ в Єврозоні, % р/р	1.5	1.7

Таблиця 2. Реалізація прогнозу основних макроекономічних показників на 2018 рік

Показник	Прогноз	Фактичне значення
ІСЦ, % р/р	8.9	9.8
Реальний ВВП, % р/р	3.4	3.3*
Реальні заробітні плати, % р/р	8.8	12.5
Сальдо зведеного бюджету, % до ВВП*	-2.4	-1.9*
РЕОК гривні у середньому за рік, % р/р (+ зміщення)	1.8	5.9

*ВВП за 2018 рік за оцінками НБУ.

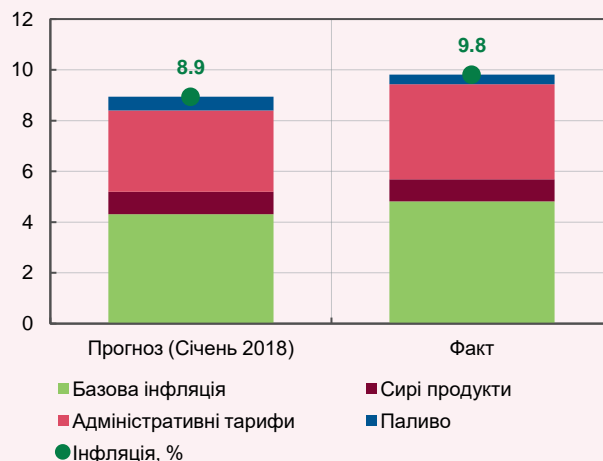
Джерело: розрахунки НБУ.

Водночас попри суттєве сповільнення фактичний рівень інфляції за підсумками 2018 року (9.8%) перевищив прогноз НБУ (8.9%), який було оприлюднено в Інфляційному звіті на початку 2018 року. Основна причина – поява протягом 2018 року нових проінфляційних факторів, які не були передбачені прогнозом.

Так, на відхилення від прогнозу суттєво вплинули значно вищі темпи зростання адміністративно регульованих тарифів і цін, а також показники базової інфляції. Передусім це стало наслідком більшого тиску з боку виробничих витрат, зокрема на оплату праці. У 2018 році реальні заробітні плати зросли на 12.5% порівняно з аналогічним періодом 2017 року, перевищивши прогноз НБУ. Найвідчутніше це позначилося на темпах зростання

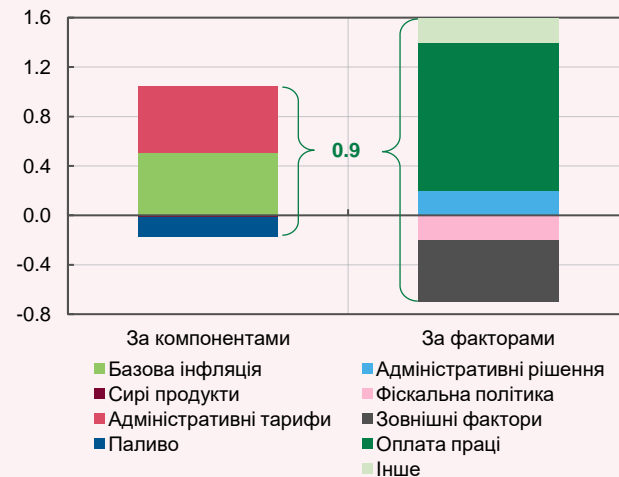
вартості послуг, у собівартості яких витрати на оплату праці становлять значну частку. Так швидшими темпами, ніж прогнозувалося, зросли тарифи на водопостачання та водовідведення, транспортні, поштові та телефонні послуги. Цей фактор також вплинув і на вищі, ніж очікувалося, темпи зростання вартості ринкових послуг та цін на продукти харчування з високим ступенем оброблення, що входять до базової інфляції.

Графік 1. Внески в річну інфляцію 2018 року за компонентами, в.п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2. Похибка прогнозу річної зміни ІСЦ за основними компонентами та факторами, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Протягом більшої частини року спостерігалось підвищення світових цін на нафту, що також позначилося на собівартості товарів та послуг. Натомість в IV кварталі світові ціни на нафту стрімко знизилися. Це допомогло зменшити прямий внесок від зростання цін на паливо у зміну ІСЦ, однак ще не встигло відобразитися через вторинні ефекти у цінах на товари та послуги.

Одним із вагомих факторів відхилення від прогнозу була реалізація відкладених регуляторних рішень щодо

підвищення тарифів навіть у більш повному обсязі, ніж передбачалося. Зокрема попри невизначеність протягом року ціни на природний газ для населення було підвищено з 01 листопада 2018 року (на 22.9%), що було більше, ніж очікував НБУ в січні 2018 року (16.7% р/р).

Натомість стримували зростання цін низка сприятливих зовнішніх чинників. Так, уповільненню зростання цін на сирі продукти харчування в Україні сприяли нижчі світові ціни на продовольчі товари. Вищі зовнішні ціни на товари українського експорту на тлі зміни поведінкових факторів сформували сприятливішу, ніж очікувалося, ситуацію на валютному ринку. На тлі девальвації валют країн партнерів України зміцнився НЕОК гривні та знизилася імпортована інфляція. Також фіскальна політика виявилася дещо стриманішою, а бюджет виконано з меншим дефіцитом, ніж очікував НБУ на початку 2018 року.

Водночас іншими проінфляційними чинниками були невизначеність щодо продовження співпраці з МВФ,

погіршення умов на світових фінансових ринках для країн, ринки яких розвиваються, ескалація напруги в Азовському морі. Їх вплив проявлявся як через підвищену зовнішню вразливість економіки України, так і погіршення настроїв всередині країни, що було одним з чинників високих інфляційних очікувань бізнесу і населення та поступового погіршення ділових очікувань.

У відповідь на посилення таких ризиків НБУ реагував належним чином – підвищував облікову ставку. Однак посилення жорсткості монетарної політики не змогло повністю нівелювати їх дію. Це було зумовлено тим, що монетарна політика впливає на економіку із затримкою – від 9 до 18 місяців. Крім того, значна частина проінфляційних факторів лежали поза межами безпосереднього впливу монетарної політики. Надалі НБУ продовжить спрямовувати свою політику на уповільнення темпів зростання цін та досягнення середньострокової цілі з інфляції в $5\% \pm 1\text{в.п.}$

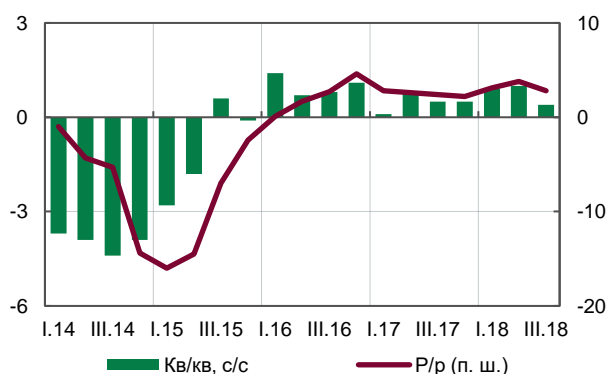
2.2. Попит і випуск

У III кварталі 2018 року зростання реального ВВП уповільнилося (до 2.8% р/р) та практично відповідало оцінкам НБУ, опублікованим в Інфляційному звіті за жовтень 2018 року. Уповільнення зростання ВВП було зумовлене стрімким зниженням темпів зростання ВДВ сільськогосподарського виробництва (через вичерпання ефекту раннього початку збиральної кампанії врожаю ранніх зернових) та сповільненням зростання в промисловості.

Зростання споживання домогосподарств суттєво прискорилося на тлі стійкого приросту реальних наявних доходів, а також високих споживчих настроїв. Завдяки цьому підвищилися темпи зростання споживчих витрат у цілому попри зниження кінцевих споживчих витрат СЗДУ, що насамперед відображало більш жорстку фіскальну політику. Від'ємний внесок чистого експорту в зростання реального ВВП збільшився як у результаті прискорення зростання імпорту, так і зниження експорту товарів та послуг. Серед іншого, слабший експорт позначився на фінансових результатах підприємств. Це, у свою чергу, було одним з чинників подальшого уповільнення темпів зростання інвестицій, адже саме власні кошти підприємств залишалися основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності. Додатково стримували інвестиційну активність напружена ситуація в Азовському морі, невизначеність щодо подальшої співпраці з МВФ та зовнішні ризики.

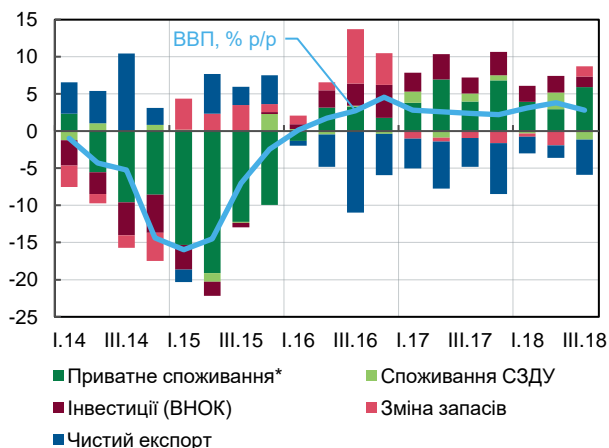
За оцінками НБУ, у IV кварталі 2018 року зростання реального ВВП прискорилося (до 3.3% р/р) переважно на тлі рекордного врожаю пізніх зернових та зернобобових культур. Також високими темпами тривало зростання обороту роздрібною торгівлі, що свідчило про збереження стійкого споживчого попиту. Натомість результати промисловості були стриманими через погіршення кон'юнктури на зовнішніх ринках, продовження ремонтних робіт на окремих підприємствах ГМК і транспортно-логістичні проблеми. Менш сприятливі погодні умови порівняно з попереднім роком позначилися на показниках будівництва та транспорту. У результаті зростання реального ВВП очікується дещо меншим як у IV кварталі 2018 року, так і за підсумками року порівняно з попереднім прогнозом.

Графік 2.2.1. Реальний ВВП, %



Джерело: ДССУ.

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



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

Сукупний попит

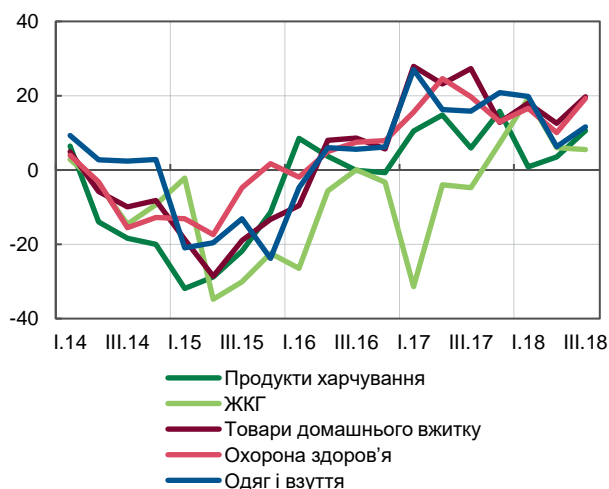
У III кварталі 2018 року зростання реального ВВП уповільнилося до 2.8% р/р. Порівняно з попереднім кварталом ВВП зріс на 0.4% с/с.

Як і в попередні періоди, значну підтримку зростанню реального ВВП надавав споживчий попит. Зокрема, суттєво прискорилося зростання споживання домогосподарств (до 9.7% р/р порівняно з 4.2% р/р у II кварталі). Активізація споживчого попиту населення була зумовлена як зростанням заробітних плат, пенсій, грошових переказів від трудових мігрантів в Україну, так і відносно високими споживчими настроями. Натомість кінцеві споживчі витрати СЗДУ знизилися (на 6.7% р/р порівняно зі зростанням на 11% р/р у попередньому кварталі) на тлі проведення урядом доволі жорсткої фіскальної політики. У цілому зростання кінцевих споживчих витрат прискорилося незначно (лише до 5.8% р/р, з 5.6% р/р у II кварталі).

Високі доходи домогосподарств стимулювали зростання споживчих витрат за усіма цілями. Так, найвищими темпами зростали витрати на товари домашнього вжитку та охорону здоров'я (відповідно, на 19.7% р/р та 19.3% р/р). Суттєво збільшилися витрати на одяг і взуття, продукти харчування, алкоголь та тютюн. Прискорилося зростання витрат на зв'язок, відпочинок і культуру, а на освіту зростання споживчих витрат відновилося. Дещо уповільнилися, хоча залишилися достатньо високими темпи зростання витрат на оплату послуг ЖКГ.

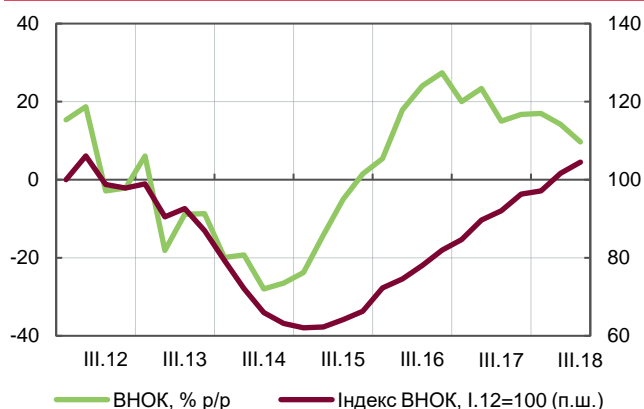
Зростання ВНОК уповільнилося (до 9.7% р/р). Послаблення інвестиційної активності насамперед пояснювалося гіршими фінансовими результатами за 9

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



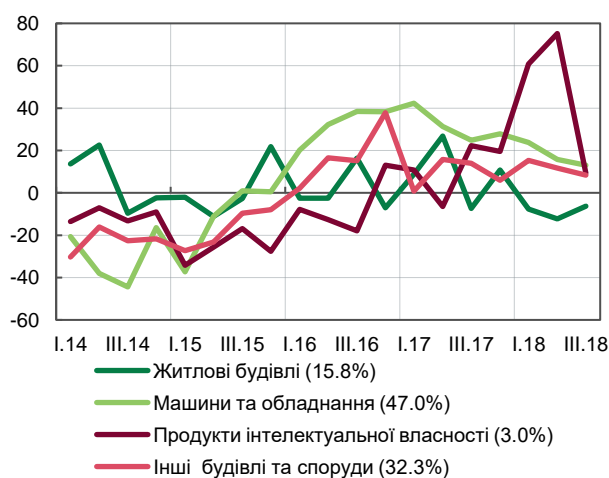
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.4. Індекс ВНОК та зміна ВНОК



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. ВНОК, % р/р (структура за 2017 рік, %)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

місяців 2018 року⁶, зокрема через стримані показники експорту та помірне погіршення ділових очікувань підприємств (ІДО становив 117.2% порівняно з 118.3% у II кварталі 2018 року та 120.6% у I кварталі 2018 року). Останнє передусім пов'язане з ризиками ескалації конфлікту в Азовському морі та розгортанням протистояння у світовій торгівлі, невизначеністю щодо подальшої співпраці з МВФ тощо. Іншим чинником очікуваного уповільнення зростання інвестицій було вичерпання ефекту недоінвестування, яке спостерігалось у кризовий та післякризовий періоди. Так, у 2018 році індекс ВНОК досяг рівня 2012 року. Втім, зростання валового нагромадження в цілому прискорилося до 15.3% р/р через накопичення запасів, що зокрема пов'язано зі швидшим темпом збирання врожаю кукурудзи 2018 року порівняно з попереднім.

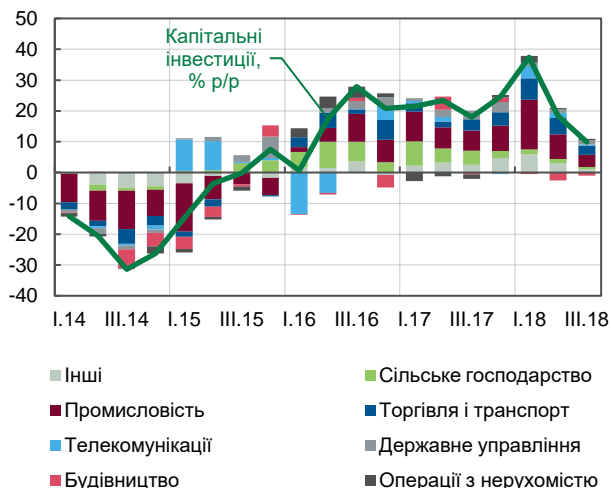
За окремими видами активів помітно уповільнилося зростання ВНОК у продукти інтелектуальної власності (до 9.3% р/р). Основним чинником цього було вичерпання ефекту інвестування у ліцензії 4G-зв'язку, що позначилося також на суттєвому уповільненні зростання капітальних інвестицій у телекомунікаційній галузі. Іншим чинником могло бути також вичерпання ефекту високих обсягів інвестування у програмне забезпечення та комплекси захисту даних, що тривало з другої половини 2017 року (після масштабної вірусної атаки на комп'ютерні мережі в червні 2017 року).

Високим залишилося зростання ВНОК у матеріальні активи, незважаючи на подальше сповільнення. Помітними темпами тривало зростання інвестицій в машини та обладнання (13.0% р/р), а також в інші будівлі та споруди (8.4% р/р). Зокрема це відображало поживлення інвестиційної діяльності підприємств добувної промисловості та окремих видів переробної промисловості. Так у металургії тривали планові капітальні ремонти та будівництва окремих виробничих потужностей (машин безперервного лиття заготовок, установок вдування пилувугільного палива у доменні печі тощо). Великі інвестиційні проекти реалізувала зокрема НАК "Нафтогаз України" (згідно з даними підприємства капітальні інвестиції у придбання основних засобів та нематеріальних активів за III квартал 2018 року зросли у 4.1 раза р/р, а чисті грошові кошти, використані в інвестиційній діяльності, за III квартал 2018 року – у чотири рази р/р). Також тривало зростання капітальних інвестицій АТ "Укрзалізниця" на реконструкцію залізничних колій, придбання локомотивів General Electric, виконання капітального ремонту локомотивів, оновлення пасажирських вагонів.

Крім того, суттєво прискорилися темпи зростання обсягів ВНОК у системи озброєння (у 2.2 рази), що передусім можна пояснити збільшенням у 2018 році фінансування оборони України (на 30.5% р/р). Додатково уповільнилося

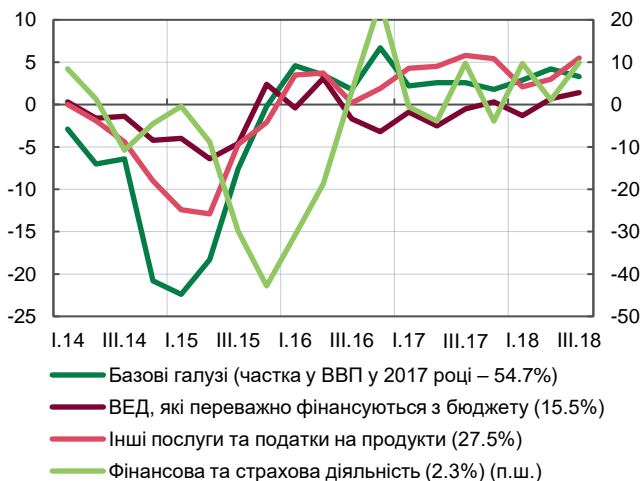
⁶ У січні – вересні 2018 року фінансовий результат (сальдо) до оподаткування великих та середніх підприємств залишився додатним, проте зменшився порівняно з аналогічним періодом попереднього року (на 12.4%); другий квартал поспіль уповільнювалося зростання прибутків (до 2.6% р/р) та прискорювалося зростання збитків (до 29.9% р/р).

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



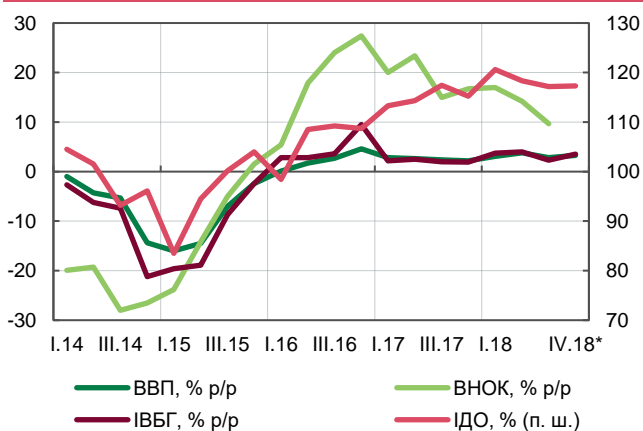
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.7. ВДВ за групами видів діяльності, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.8. ВВП, ІВБГ, ВНОК та ділові очікування підприємств



* У IV кварталі 2018 року: ВВП – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки та опитування НБУ.

падіння ВНОК у житлові будівлі (до 6.3% р/р порівняно із 12.3% у II кварталі 2018 року).

Натомість уповільнення інвестиційної активності спостерігалось у сільському господарстві⁷, оптовій та роздрібній торгівлі, транспорті, а за окремими видами діяльності капітальні інвестиції знизилися (харчова промисловість, хімічне виробництво, виготовлення виробів з деревини, виробництво автотранспортних засобів, наукові дослідження та розробки).

Основним джерелом фінансування інвестиційної діяльності залишалися власні кошти підприємств, хоча на тлі слабких фінансових результатів їх частка дещо зменшилася (до 73.2% за підсумками січня – вересня 2018 року). Традиційно у другій половині року посилюється роль бюджету – частка бюджетних коштів зросла (до 9.7%). Роль інших ресурсів (банківського кредитування, іноземних інвестицій, коштів населення на будівництво житла) залишилися порівняно незначною.

Від’ємний внесок чистого експорту в зростання реального ВВП збільшився до 4.8 в.п. Стієке зростання внутрішнього попиту стимулювало прискорення зростання імпорту (до 5.1% р/р). Натомість експорт товарів та послуг знизився (на 5.2% р/р), зокрема на тлі погіршення зовнішньої кон’юнктури, високої бази порівняння попереднього року та посилення напруженості в Азовському морі.

Валова додана вартість

Уповільнення зростання реального ВВП у III кварталі 2018 року відбулося передусім під впливом погіршення динаміки ВДВ сільського господарства (темпи зростання знизилися до 3.0% р/р порівняно з 19.3% р/р у попередньому кварталі) через вичерпання ефекту раннього початку збирання врожаю ранніх зернових.

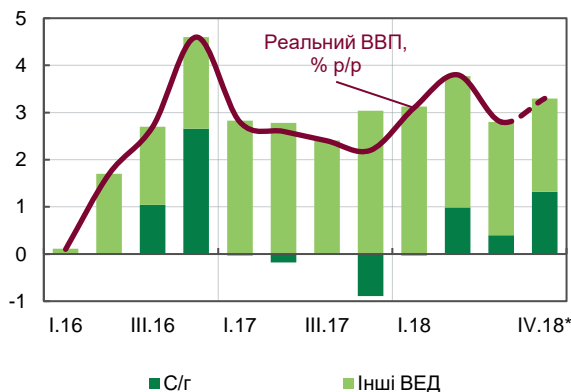
Також уповільнилося зростання ВДВ переробної промисловості (до 1.0% р/р) насамперед на тлі поступового погіршення кон’юнктури на зовнішніх ринках, ремонтних робіт на підприємствах ГМК і транспортно-логістичних проблем, а в постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря ВДВ знизилася (на 1.7% р/р). Натомість прискорилося зростання ВДВ добувної промисловості (до 3.1% р/р) насамперед за рахунок нарощення видобутку вугілля.

Найбільший внесок у зростання ВВП мала ВДВ торгівлі (зросла на 6.2% р/р), що пояснюється розширенням споживчого попиту. Цей же чинник сприяв поліпшенню показників транспорту (ВДВ зросла на 2.7% р/р) та інших секторів послуг. Виняток становила лише сфера охорони здоров’я, де ВДВ знизилася (на 3.3% р/р).

Прискорилося зростання ВДВ фінансової та страхової діяльності (на 9.9% р/р), відображаючи розвиток як

⁷ У III кварталі 2018 року тривало скорочення імпорту техніки сільськогосподарського призначення (майже на 16% р/р) на тлі зниження надходжень валютної виручки від експорту зернових культур у I півріччі 2018 року.

Графік 2.2.9. Внески в зміну реального ВВП, в.п.



* IV квартал 2018 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

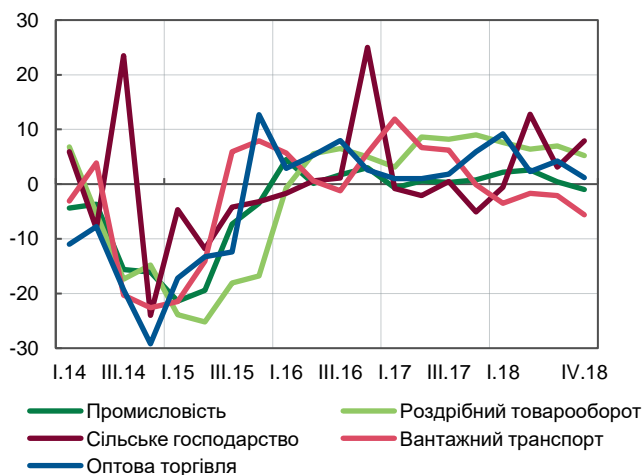
банківського, так і небанківського фінансового сектору, та будівництва (до 8.7% р/р).

Оцінки IV кварталу 2018 року

За оцінками НБУ, у IV кварталі 2018 року темпи зростання реального ВВП прискорилися (до 3.3% р/р). Цьому насамперед сприяли високі темпи зростання сільськогосподарського виробництва переважно за рахунок рослинництва, а саме рекордного врожаю кукурудзи та соняшнику. Крім того, дещо поліпшилися порівняно з попереднім кварталом окремі показники галузі тваринництва.

Високими темпами продовжував зростати роздрібний товарооборот та пасажирооборот, що свідчило про стійке нарощування споживчого попиту, підтримуване значними темпами збільшення реальних заробітних плат.

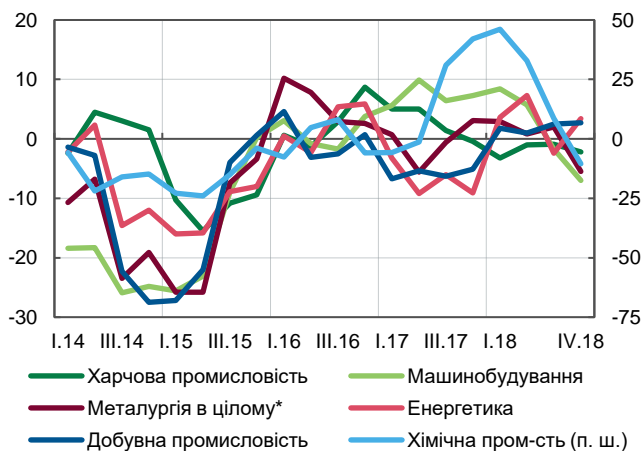
Графік 2.2.10. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р (у середньому за квартал)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Натомість знизилися показники діяльності переробної промисловості на тлі поступового погіршення кон'юнктури на зовнішніх ринках, подальшого проведення ремонтних робіт на підприємствах ГМК і складної ситуації з транспортуванням сировини та готової продукції, у тому числі напружену ситуацію з перевезеннями Азовським морем. Це також позначилося на темпах зростання оптового товарообороту та вантажообороту, які однак підтримувалися: значними обсягами врожаю пізніх зернових та значними обсягами реалізації палива на початку кварталу. Падіння в переробній промисловості було дещо компенсоване незначним поліпшенням показників у добувній промисловості та збільшенням випуску в електро- та газопостачанні на тлі нижчої температури повітря та низької бази порівняння 2017 року. Також погіршилася динаміка ВДВ будівництва, передусім через менш сприятливі погодні умови.

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



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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

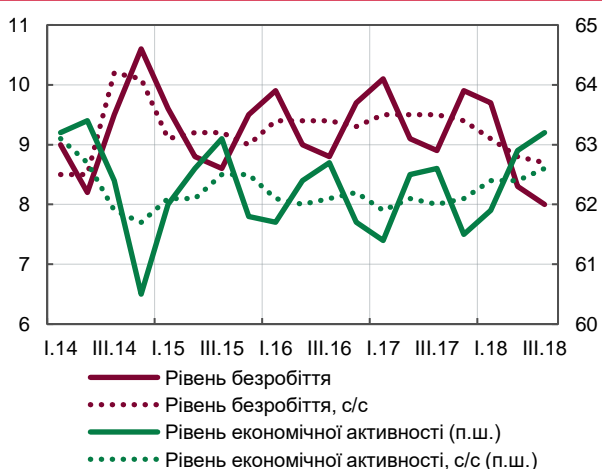
За підсумками 2018 року реальний ВВП, за оцінками НБУ, зріс на 3.3%.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

У III кварталі 2018 року показники економічної активності населення суттєво поліпшилися та практично відновилися до докризового рівня. Так, зміни до пенсійного законодавства та збільшення заробітної плати стимулювали зростання рівня економічної активності (за методологією МОП), який досяг 63.2%, найвищого за останні три роки значення. Завдяки економічному зростанню також підвищився попит на працю. У результаті рівень безробіття зменшився до 8.0% – найнижчого з 2013 року рівня. Попри поліпшення показників зайнятості на ринку праці зберігався тиск з боку трудової міграції та диспропорцій між попитом і пропозицією. Це зокрема підтримувало високі темпи зростання заробітної плати.

У III кварталі 2018 року зростання номінальних доходів населення уповільнилося (до 18.0% р/р). Це відбулося насамперед через зниження соціальних трансфертів в натурі на тлі скорочення кількості субсидіантів та менших обсягів субсидій на оплату послуг ЖКГ. Натомість темпи зростання реальних наявних доходів населення в III кварталі 2018 року дещо прискорилися завдяки уповільненню інфляції.

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

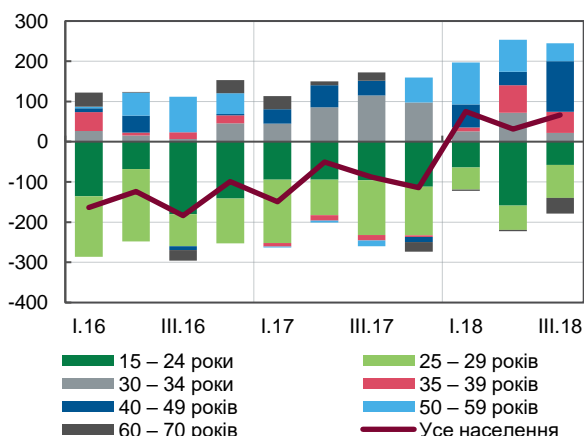


* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ринок праці

У III кварталі 2018 року показники економічної активності населення суттєво поліпшилися завдяки розширенню як пропозиції, так і попиту на працю.

Так, рівень економічної активності населення за методологією МОП досяг найвищого за останні три роки значення – 63.2%, а у с/с вимірі – 62.6%. Вагомим чинником цього були зміни до правил призначення пенсій, запроваджені з початку 2018 року (зокрема збільшення мінімального страхового стажу для призначення пенсії за віком з 15 до 25 років та інші). Як наслідок, упродовж січня – вересня 2018 року зростала економічна активність населення віком 30 – 59 років, найбільшими темпами – людей віком 50 – 59 років. Натомість тривало зниження економічної активності сільського населення. Іншим вагомим чинником зростання економічної активності були стійкі темпи зростання заробітних плат.

Зростання кількості вакансій, зареєстрованих у ДСЗУ у 2018 році, прискорилося до 10.1% р/р, а кількість роботодавців, які шукали працівників через державну службу зайнятості, зросла на 9.8% р/р. Така динаміка відображає як збільшення попиту на працю у зв'язку з економічним зростанням, так і складнощі із заповненням наявних робочих місць. Кількість вакансій збільшувалася для всіх професійних груп та за переважною більшістю видів економічної діяльності.

У результаті поліпшилися показники зайнятості та безробіття: в III кварталі рівень зайнятості зріс до 58.1% (57.0% у с/с вимірі), досягнувши максимуму за останні чотири роки. Рівень безробіття за методологією МОП в III кварталі знизився до 8.0%, в с/с вимірі – до 8.7%, та досяг найнижчого з 2013 року рівня. Переважно це відбулося за рахунок скорочення рівня безробіття серед чоловіків та жителів міст.

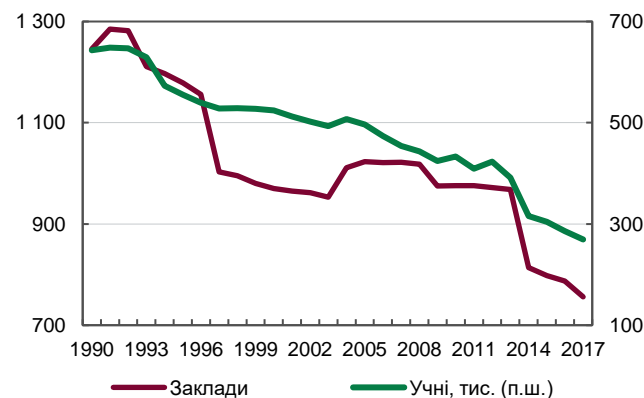
Навантаження безробітних на одне вакантне місце значно зменшилося як через збільшення попиту, так і зменшення кількості безробітних. Цей показник сягнув докризового рівня – 15 безробітних за методологією МОП

Графік 2.3.3. Вакансії ДСЗУ (як частка штатних працівників)* та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців*



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

Графік 2.3.4. Кількість професійно-технічних навчальних закладів в Україні та учнів у них*



* До 2014 року – з урахуванням ТОТ АР Крим, м. Севастополя та частин Донецької та Луганської областей.
Джерело: ДССУ.

Графік 2.3.5. Крива Беверіджа



Джерело: ДССУ, ДСЗУ, розрахунки НБУ.

на одну вакансію в ДСЗУ станом на III квартал 2018 року. Зазначена тенденція спостерігалася за всіма видами економічної діяльності та професійними групами. Найскладніше роботодавцям було залучити кваліфікованих робітників з інструментом: на одне вакантне місце припадав один зареєстрований безробітний (зокрема бракувало швачок, електриків, слюсарів та кухарів). Це пов'язано як з тиском з боку трудової міграції, так і зі зменшенням кількості установ та учнів у закладах професійно-технічної освіти в Україні.

Крім того, на ринку праці зберігалися диспропорції між попитом та пропозицією – кваліфікаційними навичками претендентів на робочі місця та потребами роботодавців. Згідно з дослідженням Світового банку "Навички для сучасної України" 2017 року, 60% роботодавців зазначали, що чинна система освіти не задовольняє їхніх потреб у навичках, і що найбільше студентам бракує практичних навичок. Про збереження диспропорцій на ринку праці на тлі переходу економіки до фази циклічного зростання свідчила й крива Беверіджа.

За результатами опитувань щодо ділових очікувань підприємств у IV кварталі 2018 року, очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців залишилися високими. Хоча респонденти у сільському господарстві та енергетиці очікують зниження кількості працівників у наступні 12 місяців, поліпшилися очікування підприємств транспорту, будівництва, торгівлі та добувної промисловості.

Доходи домогосподарств і заощадження

У III кварталі 2018 року зростання номінальних доходів населення уповільнилося (до 18.0% р/р).

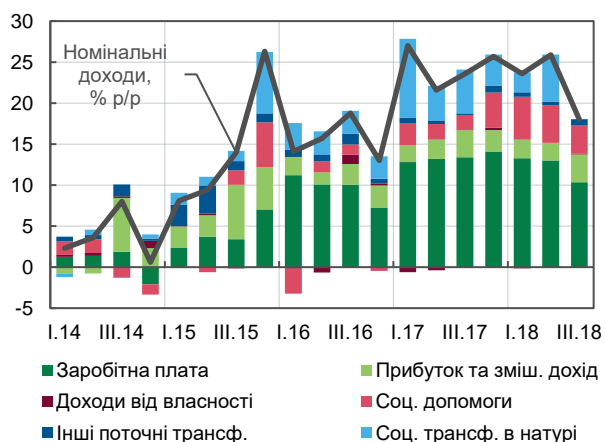
Основним фактором уповільнення зростання доходів було скорочення соціальних трансфертів в натурі (на 0.1% р/р порівняно зі зростанням на 40.5% р/р у II кварталі). Це було викликано зменшенням кількості домогосподарств, що отримують субсидії на оплату послуг ЖКГ (на 58% р/р станом на кінець вересня 2018 року) у зв'язку з кількома чинниками:

- зростанням доходів домогосподарств на тлі стриманих темпів підвищення комунальних тарифів (відтермінування підвищення тарифу на газ на кінець року, перенесення підвищення тарифів на опалення та гарячу воду на 2019 рік);
- зміною критеріїв призначення субсидій та нормативів споживання комунальних послуг⁸;
- верифікацією вже наданих субсидій, яка передбачає перевірку майна та доходів громадян з різних урядових баз даних.

Зростання номінальної заробітної плати (як частини доходів населення) уповільнилося (до 22.9% р/р). Це відбулося через уповільнення зростання зарплати,

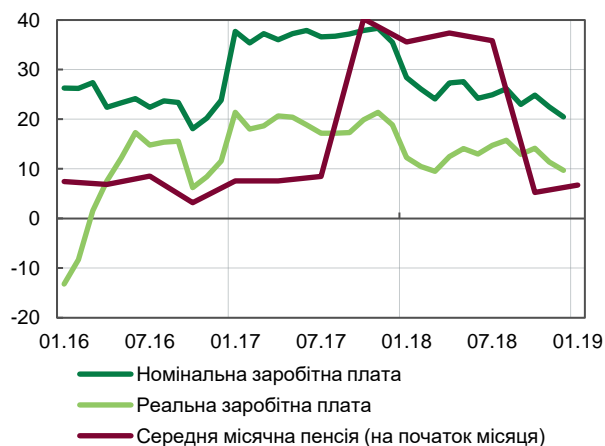
⁸ Постанова КМ від 27.04.2018 №329

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.7. Заробітна плата штатних працівників та середня пенсія, % р/р



Джерело: ДССУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

одержаної як всередині країни (у результаті поступового насичення попиту на працю), так і з-за кордону.

Хоча в номінальному вираженні зростання наявного доходу було дещо стриманішим порівняно з попереднім кварталом, зниження інфляції в III кварталі 2018 року сприяло незначному прискоренню зростання реального наявного доходу (до 10.0% р/р). Це разом із подальшою активізацією банківського кредитування домогосподарств, насамперед на споживчі цілі, підтримувало високе споживання домогосподарств. У результаті попри повернення у 2018 році схильності населення до заощаджень до додатних значень вона залишалася на низькому рівні (у III кварталі становила 0.1% у с/с вимірі).

У IV кварталі 2018 року номінальні доходи продовжували зростати високими темпами, що підтримувалося високими темпами зростання заробітної плати – найбільшого компонента в структурі доходів. Натомість зростання пенсій суттєво уповільнилося під впливом ефектів високої бази порівняння у зв'язку з осучасненням пенсій торік. Це зумовило уповільнення зростання соціальних допомог – другої найбільшої складової номінальних доходів. Зростання соціальних трансфертів в натурі залишалося стриманим через нижчі обсяги субсидій на оплату послуг ЖКГ.

2.4. Фіскальний сектор

Характер фіскальної політики впродовж 2018 року змінювався від м'якої в першому півріччі до жорсткої в другому півріччі з передбачуваним послабленням наприкінці року. За підсумками року сформувався досить суттєвий дефіцит зведеного бюджету (67.8 млрд грн або 1.9% ВВП), при цьому первинний профіцит зберігся. Від'ємне сальдо державного бюджету як відношення до ВВП практично не змінилося порівняно з 2017 роком (1.6% ВВП) та було істотно меншим, ніж затверджений [Законом](#) показник. Натомість уперше з 2010 року місцеві бюджети виконано з дефіцитом (8.5 млрд грн або 0.2% ВВП).

Перехід до жорсткої фіскальної політики в другому півріччі пов'язаний із помірним зростанням доходів упродовж 2018 року. На стан доходів вплинули передусім загальноекономічні фактори – нижчі, ніж очікувалося, темпи зростання імпорту в гривневому еквіваленті та зниження обсягів виробництва підакцизних товарів. Натомість підтримували зростання доходів стійке зростання номінальних заробітних плат та збільшення прибутку прибуткових підприємств, а також більші обсяги перерахувань дивідендів, зокрема від НАК "Нафтогаз України" через ефекти відображення рішення Стокгольмського арбітражу.

Зростання видатків у другому півріччі суттєво сповільнилося порівняно з першим півріччям, попри традиційне нарощування витрат наприкінці року. Уповільнення відбулося за рахунок нижчих видатків на субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ та перерахувань Пенсійному фонду, а також уповільнення зростання витрат на обслуговування боргу.

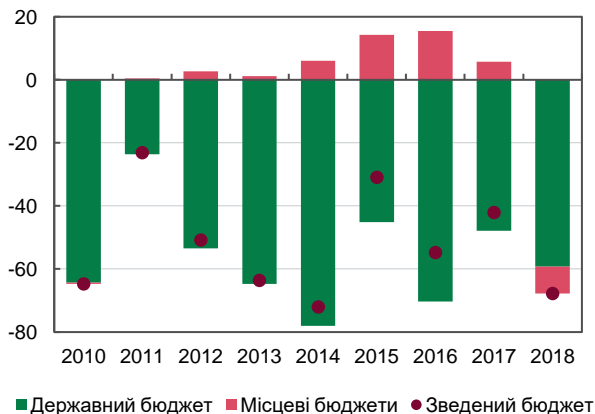
Завдяки додатному первинному сальдо бюджету і зміцненню гривні за підсумками року державний і гарантований державою борг станом на кінець грудня 2018 року зріс на 1.3% з початку року – до 2169 млрд грн, забезпечивши подальше зниження його відношення до ВВП (до 61%).

Графік 2.4.1. Сальдо СЗДУ за різними вимірами, % потенційного ВВП



* Циклічно скориговане первинне сальдо СЗДУ – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. Також з доходів виключено одноразові надходження, наприклад незаплановані кошти від спецконфіскації та ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу.
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Сальдо

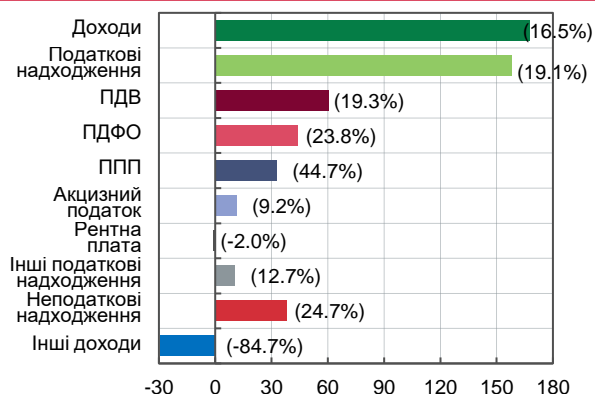
Упродовж 2018 року характер фіскальної політики трансформувалася – від м'якої в першому півріччі до жорсткої в другій половині року. Так дефіцит зведеного бюджету в першому кварталі змінився на профіцит, який утримувався до листопада включно. Однак у результаті суттєвого дефіциту в грудні сформувалося значне від'ємне сальдо зведеного бюджету як у IV кварталі, так і за результатами року (67.8 млрд грн). У цілому за рік фіскальна політика залишилася стриманою, однак її стан суттєво пом'якшився порівняно з попереднім роком.

Доходи

Протягом 2018 року доходи зведеного бюджету зростали помірно, хоча темпи зростання поступово збільшувалися. Основою зростання доходів як у IV кварталі, так у 2018 році в цілому були податкові надходження. Водночас значний внесок мали неподаткові надходження за рахунок несистемних джерел. Зокрема до останніх належать додатково отримані кошти НАК "Нафтогаз України" внаслідок відображення ефектів рішення [Стокгольмського арбітражу](#).

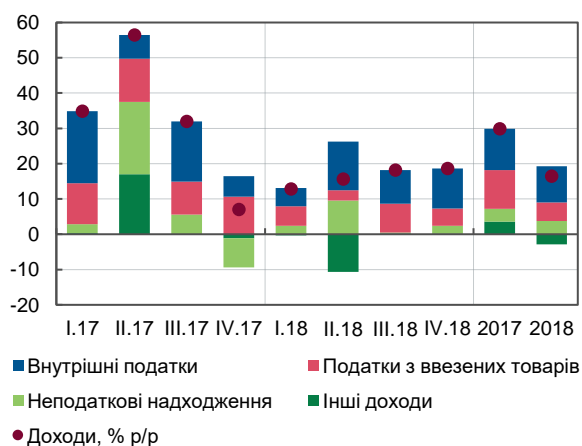
У 2018 році визначальний внесок у зростання податкових надходжень мали внутрішні податки, тоді як у попередньому році – податки з увезених товарів. Так упродовж року високими сталими темпами зростали надходження від податків на доходи фізичних осіб та прибуток підприємств. Перші зростали завдяки високому зростанню заробітних плат, а другі – у результаті збільшення прибутку підприємств. Також у IV кварталі покращилися надходження від рентних платежів. Це зокрема пов'язано з підвищенням у листопаді цін на газ як товар для домогосподарств та підприємств ТКЕ. Водночас протягом року динаміка надходжень від

Графік 2.4.3. Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету у 2018 році, млрд грн (% р/р)



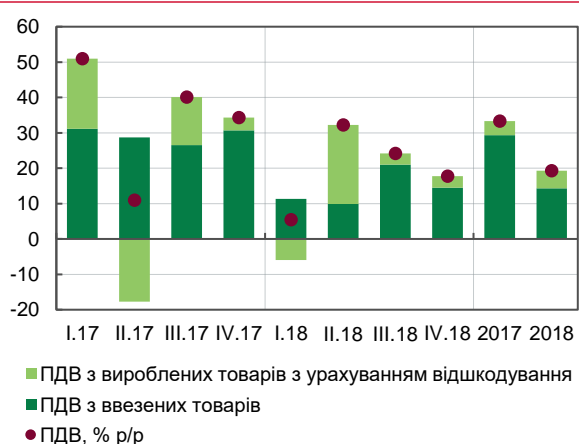
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Внески в річну зміну надходжень від ПДВ, в.п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

рентних платежів вирізнялася значною волатильністю, у тому числі через зміну порядку адміністрування та авансові платежі у грудні 2017 року (4.8 млрд грн). Останнє зумовило нижчі обсяги рентних платежів за підсумками року порівняно з 2017 роком.

У IV кварталі продовжилося сповільнення зростання надходжень від ПДВ. Стримані темпи зростання надходжень від ПДВ з увезених товарів зумовлені уповільненням зростання обсягів імпорту, насамперед природного газу, та міцнішою гривнею. Зростання надходжень від ПДВ з вироблених товарів залишилося практично на рівні попереднього кварталу в тому числі через помірне збільшення відшкодування (на 4.8% у IV кварталі). У цілому ж за 2018 рік надходження від ПДВ зросли стримано, навіть з урахуванням разового чинника – відображення позитивного рішення Стокгольмського арбітражу, коли у II кварталі була сплачена додаткова сума ПДВ.

У IV кварталі стан надходжень від акцизного податку погіршився. Це пов'язано з падінням обсягів виробництва окремих підакцизних товарів, зокрема тютюнових виробів у серпні – жовтні⁹ (на 8.5% р/р) після зростання в червні-липні (на 12.6% р/р). Іншими важливими чинниками були сповільнення імпорту товарів та зміцнення гривні. Це також стало причиною стриманого збільшення надходжень від податків на міжнародну торгівлю. Хоча податки з увезених товарів поступилися темпами зростання внутрішнім податкам, їх внесок у зростання доходів залишився значним як у IV кварталі, так і за рік у цілому.

Неподаткові надходження в IV кварталі передбачувано зросли. Це пов'язано зі зміщенням графіка перерахувань дивідендів за 2017 рік від НАК "Нафтогаз України". На противагу 2017 року, коли весь обсяг дивідендів компанії було разово сплачено в червні, у 2018 році сплату більшої частини дивідендів компанії було перенесено на друге півріччя з найбільшими перерахуваннями у IV кварталі (16.2 млрд грн)¹⁰. Однак за підсумками року неподаткові надходження збільшилися відносно помірно, а інші доходи скоротилися на тлі отриманих у 2017 році значних коштів від конфіскації.

Видатки

У IV кварталі темпи зростання видатків зведеного бюджету залишилися помірними (14.3% р/р), попри незначне прискорення порівняно з попереднім кварталом. Так, серед поточних видатків у IV кварталі прискорилося зростання витрат на використання товарів і послуг, насамперед за рахунок очікуваного збільшення витрат на медикаменти і перев'язувальні матеріали, а також оплати послуг, крім комунальних, та інших витрат. Загалом витрати на товари та послуги зростали чи

⁹ На щомісячній основі акцизний податок з вироблених товарів сплачується в місяці наступному за звітним.

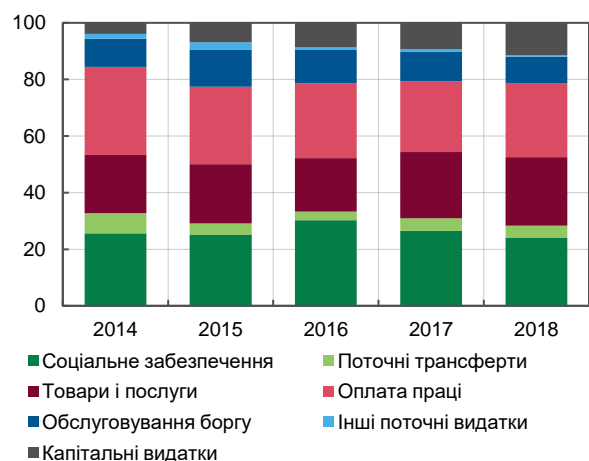
¹⁰ Відповідно до розпоряджень КМУ від 25 квітня 2018 р. № 384-р та від 26 липня 2018 р. № 535-р.

Графік 2.4.6. Видатки зведеного бюджету, млрд грн



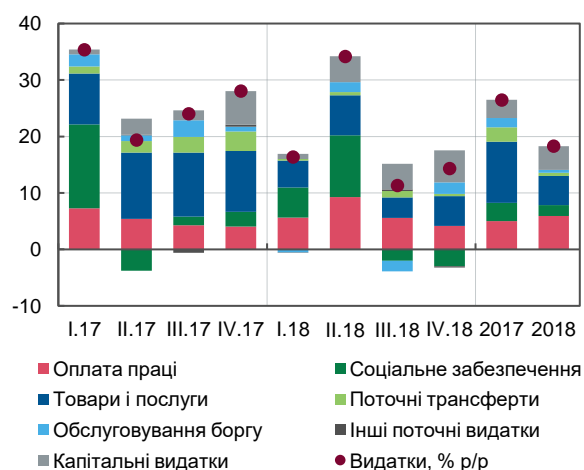
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.7. Структура видатків зведеного бюджету, економічна класифікація, %



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.8. Внески в річну зміну видатків зведеного бюджету, в.п.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

найвищими темпами, а їхня частка в структурі загальних видатків у останні роки поступово збільшується.

Також у IV кварталі очікувано збільшилися видатки на обслуговування боргових зобов'язань, насамперед за рахунок внутрішнього боргу. Зазначене відображало проведений наприкінці 2017 року правочин з ОВДП у портфелі Національного банку, адже основні виплати з обслуговування цих ОВДП здійснюються в травні та листопаді. Однак загалом у 2018 році темпи зростання витрат на обслуговування боргових зобов'язань залишилися низькими, а їхній обсяг був суттєво нижчим за планові показники завдяки міцнішій гривні та сповільненню інфляції, а також більш пізньому, ніж планувалося, розміщенню цінних паперів на зовнішньому ринку та надходженню коштів від МФО.

Високими темпами й надалі зростали витрати на оплату праці. Натомість меншими, ніж минулого року, були витрати на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ (на 21% р/р у IV кварталі). Це передусім пов'язано із суттєвим зниженням кількості субсидіантів (детальніше у розділі 2.3). Крім того, незважаючи на додаткові кошти (10.8 млрд грн), виділені на підтримку Пенсійного фонду, перерахування фонду в IV кварталі були меншими, ніж торік через вплив бази порівняння – у IV кварталі 2017 року суттєво збільшилися обсяги трансфертів Пенсійному фонду в зв'язку з підвищенням пенсійних виплат унаслідок осучаснення пенсій. У цілому за 2018 рік бюджетна підтримка Пенсійному фонду зросла на 12.5%.

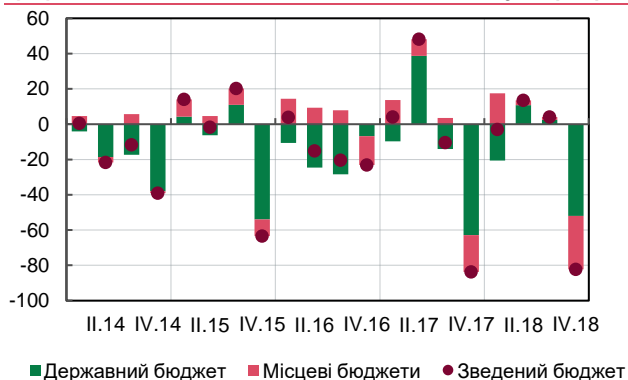
Після суттєвого прискорення зростання витрат на поточні трансферти підприємствам у III кварталі, у IV кварталі вони зросли помірно. Стриманим залишилося зростання цих видатків за підсумками року, що в тому числі може пояснюватися затримками з проведенням тендерних та інших необхідних процедур. Крім цього, скоротилися інші поточні видатки як у IV кварталі, так і за рік у цілому.

Зростання капітальних видатків продовжилося і в IV кварталі. Традиційно ці видатки здійснювалися насамперед за рахунок місцевих бюджетів, зокрема на розвиток інфраструктури. У результаті за підсумками року, попри високу базу порівняння, темпи зростання капітальних видатків навіть прискорилися, їхня частка в загальній структурі видатків зведеного бюджету стійко збільшується.

Фінансування та борг

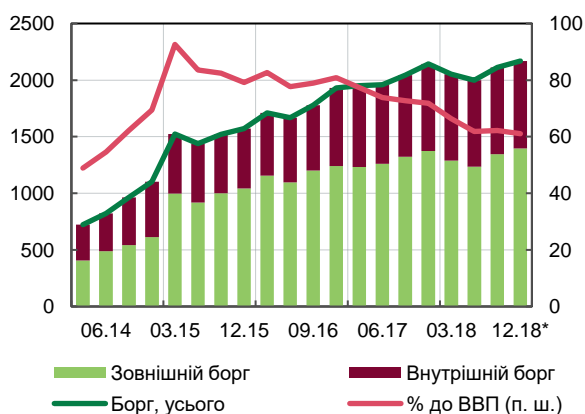
Дефіцит зведеного бюджету як у IV кварталі, так і року в цілому було профінансовано переважно за рахунок боргових джерел. Це пов'язано як із надзвичайно низькими надходженнями від приватизації, так і щільним графіком погашення боргу.

Графік 2.4.9. Показники сальдо зведеного бюджету, млрд грн



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.10. Державний та гарантований державою борг, млрд грн та % ВВП*



* ВВП за 2018 рік – оцінка НБУ.

Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Так, у IV кварталі, на відміну від попередніх кварталів отримано значні кошти від розміщення ОЗДП та співпраці з міжнародними партнерами. Однак системним джерелом фінансування дефіциту залишилися запозичення на внутрішньому ринку – розміщувалися цінні папери, номіновані і в національній, і в іноземній валюті. При цьому лівову частку запозичень на внутрішньому ринку становили короткострокові інструменти. Як і в III кварталі, у IV кварталі залучення перевищили погашення (хоча обсяги останніх були значними).

Беручи до уваги всі боргові операції, проведені протягом року, та зміцнення гривні за результатами року, державний та гарантований державою борг збільшився на 1.3% з початку року – до 2169 млрд грн станом на кінець грудня 2018 року. У результаті, співвідношення боргу і ВВП упродовж року знизилося (до 61% з майже 72% наприкінці 2017 року).

Вставка 2. Основні параметри Державного бюджету України на 2019 рік¹¹

Державний бюджет на 2019 рік розроблено на основі досить консервативного макроекономічного прогнозу. Це проявилось в стриманому зростанні доходів та видатків порівняно з фактичними показниками 2018 року (10.6% та 12.8% відповідно). Однак через вищі темпи зростання видатків порівняно з доходами, дефіцит розшириться порівняно з показниками 2018 року – до 2.3% ВВП, хоча первинне сальдо залишиться додатним. При цьому ключові ризики сконцентровані в частині фінансування. Це стосується не тільки коштів від приватизації, а й запланованих обсягів залучень як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках.

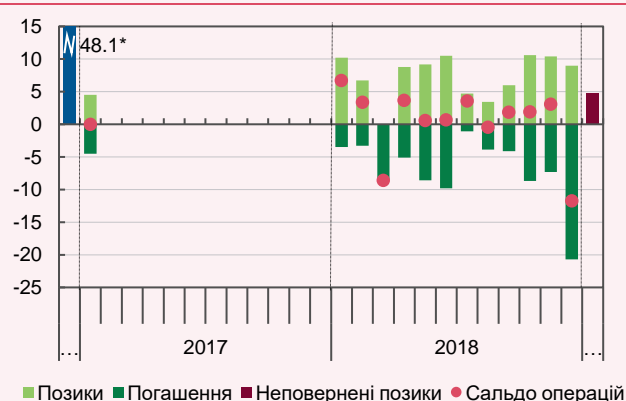
Закон ґрунтується на незначних податкових змінах. Так переглянуто та проіндексовано ставки окремих акцизів, рентної плати й екологічного податку. Істотне зростання надходжень від рентних платежів також відображає ефекти від підвищення цін на газ для побутових споживачів¹², що позначиться і на надходженнях від ПДВ. У цілому податкові надходження збільшаться на 14.2% порівняно з фактичними даними 2018 року. Однак, такі темпи перевищуватимуть зростання номінального ВВП згідно з прогнозом НБУ, що може свідчити про певну оптимістичність очікувань щодо цих надходжень. Передусім це стосується надходжень від ПДВ, які й у 2018 році були нижчими, ніж планувалося. Неподаткові надходження знизяться, що пов'язано передусім із високою базою порівняння фактичних показників у 2018 році.

Досить стримане збільшення видатків пов'язано з скороченням витрат на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ (на 15.9 млрд до 55.1 млрд грн). Після розширення програми субсидювання населення на оплату послуг ЖКГ у 2015 – 2016 роках поступове її скорочення було прогнозованим. Це

відображає зростання доходів домогосподарств, більш помірне підвищення тарифів, поліпшення адресності та більш ощадливе споживання ресурсів населенням. З огляду на розпочатий процес монетизації субсидій законом передбачено 20 млрд грн з загального обсягу на їх виплату в готівковій формі.

У 2019 році збільшено підтримку Пенсійного фонду – на 17.4 млрд грн до 167.5 млрд грн. Це пов'язано як із запланованою індексацією пенсій, так і з напруженим виконанням бюджету Пенсійного фонду у 2018 році. Так протягом року фонд брав позики з ЄКР для покриття розривів ліквідності, залишок непогашених позик становив 4.8 млрд грн на кінець 2018 року.

Графік 1. Позики з ЄКР Пенсійним фондом, млрд грн



* Залишок неповернених позик за попередні періоди.
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

За іншими напрямками видатки також збільшено помірно порівняно з фактичним виконанням у 2018 році. Однак у цілому видатки зростають випереджаючими темпами порівняно з доходами. У результаті плановий дефіцит збільшено – до майже 90 млрд грн. З одного боку, такий обсяг дефіциту – помірний та відповідає вимогам МВФ

Таблиця 1. Параметри державного бюджету

	2018			2019		2018		2019	
	Закон	Факт	% до плану	Закон	% річна зміна	2017	2018	2019	
Доходи	918.0	928.1	1.1	1026.1	17.0	10.6	26.6	26.1	25.9
Податкові надходження, у т. ч.	760.0	753.8	-0.8	860.7	20.2	14.2	21.0	21.2	21.7
ПДФО	91.1	91.7	0.7	106.2	22.3	15.7	2.5	2.6	2.7
ППП	82.3	96.9	17.7	95.5	44.8	-1.4	2.2	2.7	2.4
Рентна плата	46.5	45.3	-2.7	58.3	-7.0	28.8	1.6	1.3	1.5
Акцизний податок	124.1	118.9	-4.2	130.2	9.8	9.6	3.6	3.3	3.3
Податок на додану вартість	384.4	374.5	-2.6	434.8	19.3	16.1	10.5	10.5	11.0
ПДВ з вироблених товарів з урахуванням відшкодування	84.3	79.1	-6.1	94.6	24.7	19.5	2.1	2.2	2.4
ПДВ з увезених товарів	300.1	295.4	-1.6	340.2	17.9	15.2	8.4	8.3	8.6
Неподаткові надходження	145.0	164.7	13.6	155.4	28.1	-5.6	4.3	4.6	3.9
Інші доходи	13.0	9.6	-26.0	10.1	-74.5	4.9	1.3	0.3	0.3
Видатки	991.9	985.8	-0.6	1112.1	17.4	12.8	28.1	27.7	28.0
Кредитування	6.7	1.5	-	4.0	-	-	0.1	0.04	0.1
Сальдо (- дефіцит)	-80.6	-59.2	-	-90.0	-	-	-1.6	-1.7	-2.3

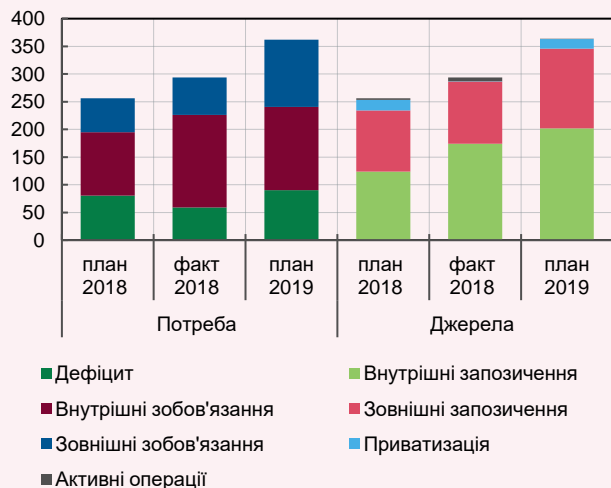
Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

¹¹ Тут і далі Закон України "Про державний бюджет України на 2019 рік".

¹² Одночасно з підвищенням цін на газ для населення підвищують ціну реалізації газу власного видобутку, що прямо впливає на обсяги рентних платежів та ПДВ.

(2.3% ВВП), з іншого – суттєво вищий від фактичного показника 2018 року. Крім того, на 2019 – 2020 роки припадають пікові виплати за зовнішнім державним та гарантованим боргом. А враховуючи значні обсяги розміщень ОВДП у 2018 році, серед яких переважали короткострокові папери, загальні фінансові потреби державного бюджету у 2019 році становитимуть 9.1% ВВП порівняно з 8.3% ВВП у 2018 році.

Графік 2. Фінансова потреба державного бюджету та джерела фінансування, млрд грн



Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки НБУ.

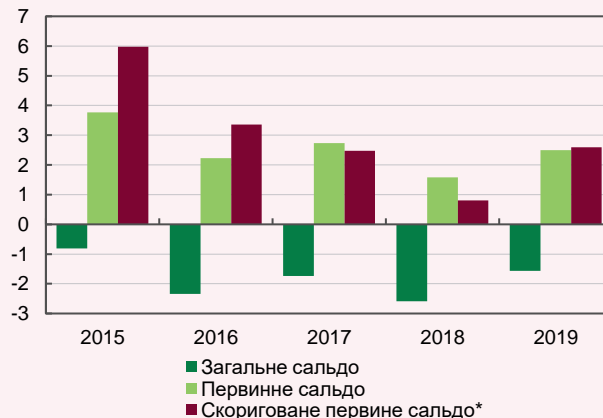
Згідно з законом дефіцит бюджету та боргові зобов'язання в 2019 році планується профінансувати переважно за рахунок внутрішніх та зовнішніх залучень. Зовнішні залучення заплановано на суму понад 5 млрд дол. (у еквіваленті за середнім курсом гривні до долара США, закладеним у бюджет), з яких за загальним фондом – понад 4 млрд дол. Однак за останній рік умови на світових фінансових ринках для країн, ринки яких розвиваються, стали більш жорсткими. Це відобразилося у збільшенні вартості зовнішніх залучень. Крім того, у рік подвійних виборів попит на українські ОЗДП може бути нижчим.

Внутрішні залучення заплановано в сумі 202 млрд грн, що на 15.9% більше від суми фактичних запозичень у 2018

році та перевищує обсяги виплат за внутрішніми зобов'язаннями на 34%. Також у бюджеті традиційно закладено отримання коштів від приватизації (17.1 млрд грн). З огляду на низькі надходження в попередні роки, ризик недоотримання коштів із цього джерела залишається високим. У випадку браку коштів від приватизації та нижчих, ніж заплановано, зовнішніх запозичень замінити їх на внутрішньому ринку може бути складно. Це зумовлено доволі амбітним плановим обсягом внутрішніх запозичень. З огляду на значні ризики, сконцентровані в частині фінансування бюджету, вірогідним є виконання бюджету у 2019 році з меншим, ніж заплановано, дефіцитом.

Відповідно, за прогнозом НБУ, фінансова політика в 2019 році буде дещо жорсткішою порівняно як із запланованими параметрами, так і з попереднім роком. Це стане одним із факторів уповільнення розширення сукупного попиту у 2019 році та послаблення інфляційного тиску.

Графік 3. Сальдо сектору ЗДУ та показник фінансового стану*, % потенційного ВВП



* Фінансовий стан – розраховується як циклічно скориговане первинне сальдо (САРВ) СЗДУ. САРВ – різниця між доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та первинними видатками. Також з доходів виключено одноразові надходження, наприклад незаплановані кошти від спеціальної конфіскації та ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу. Додатне значення означає жорстку фінансову політику, від'ємне – м'яку.

Джерело: ДКСУ, ВРУ, розрахунки та прогноз НБУ.

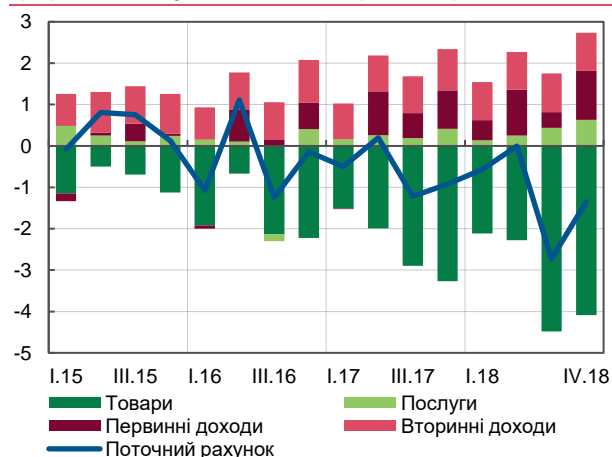
2.5. Платіжний баланс

У IV кварталі 2018 року дефіцит поточного рахунку знизився порівняно з попереднім кварталом до 1.3 млрд дол. Крім очікуваного збільшення профіциту первинних доходів, значний внесок у поліпшення сальдо поточного рахунку мало зниження дефіциту зовнішньої торгівлі насамперед завдяки уповільненню зростання імпорту, як енергетичного, так і споживчого.

У цілому за 2018 рік дефіцит поточного рахунку становив 4.7 млрд дол. (порівняно з 2.4 млрд дол. у 2017 році). Розширення дефіциту зумовлено насамперед збільшенням від'ємного сальдо торгівлі товарами (до 13 млрд дол. порівняно з 9.7 млрд дол. у 2017 році). Сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та подальше освоєння експортерами ринку ЄС були основними чинниками зростання експорту товарів. Проте істотне ускладнення вантажних перевезень в Азовському морі наприкінці року на тлі продовження ремонтів на низці металургійних підприємств послабило позитивний вплив високого врожаю кукурудзи та олійних культур. У результаті експорт товарів зріс помірно (на 9.2% за рік). Імпорт товарів зростав швидше, ніж експорт, підтримуваний стійким внутрішнім попитом та високими цінами на енергоносії впродовж більшої частини року. Крім того, у 2018 році суттєво збільшилися обсяги виплат дивідендів. Водночас грошові перекази збільшилися на 18.7%, стримуючи розширення дефіциту поточного рахунку.

Приплив капіталу за фінансовим рахунком відчутно збільшився як у IV кварталі порівняно з попередніми кварталами, так і за результатами року. У цілому за рік він становив 7.5 млрд дол. та був забезпечений як приватним, так і державним сектором. При цьому роль останнього у формуванні потоків капіталу зросла наприкінці року, насамперед за рахунок розміщення суверенних єврооблігацій та отримання офіційного фінансування. Приплив капіталу до приватного сектору був забезпечений чистими ПІІ та припливом боргового капіталу до реального сектору. Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню офіційного фінансування міжнародні резерви станом на кінець року зросли до 20.8 млрд. дол. або 3.4 місяця майбутнього періоду попри значні виплати за кредитами МВФ.

Графік 2.5.1. Рахунок поточних операцій, млрд дол.



Джерело: НБУ.

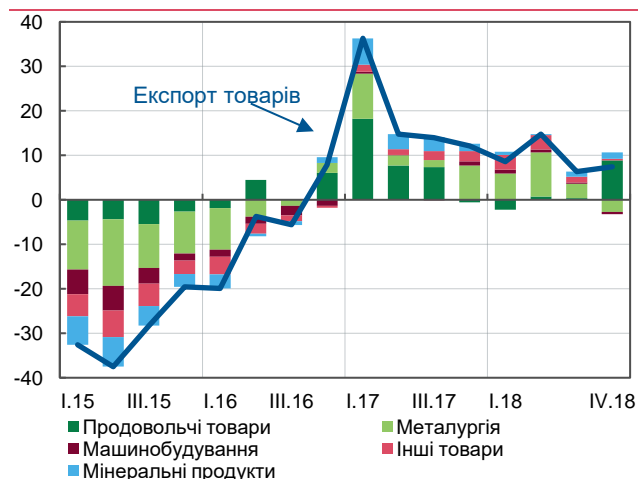
Рахунок поточних операцій

За результатами 2018 року експорт товарів збільшився на 9.2% р/р. У першому півріччі визначальний вплив на динаміку експорту мала металургія завдяки нарощуванню фізичних обсягів поставок та висхідній динаміці світових цін. Натомість у другій половині року на лідируючі позиції вийшов аграрний сектор на тлі високого врожаю окремих сільськогосподарських культур.

Як і очікувалося, у IV кварталі основним драйвером нарощування експорту були продовольчі товари – зростання обсягу їх експорту прискорилося до 20.1% р/р, сягнувши історичного рекорду (5.8 млрд дол.) та забезпечивши половину всього експорту товарів. Так завдяки рекордному врожаю кукурудзи поточного року фізичні обсяги поставок зернових культур сягнули максимального значення за всю історію спостережень (14 млн т). На тлі вищих, ніж минулого року, світових цін це сприяло збільшенню вартісних обсягів їх експорту в 1.5 раза р/р. Крім того, рекордний урожай соняшнику забезпечив відновлення зростання експорту олії та жирів (13.5% р/р). До того ж активна переробка насіння олійних [сприяла закріпленню позицій України](#) як найбільшого постачальника олійної макухи у світі. Її експорт на тлі подальшого зростання світового попиту на органічні корми збільшився в 1.6 раза р/р. Експорт м'яса, насамперед курятини, також зростав високими темпами (24.6% р/р) попри певне сповільнення, зумовлене зниженням експортних цін.

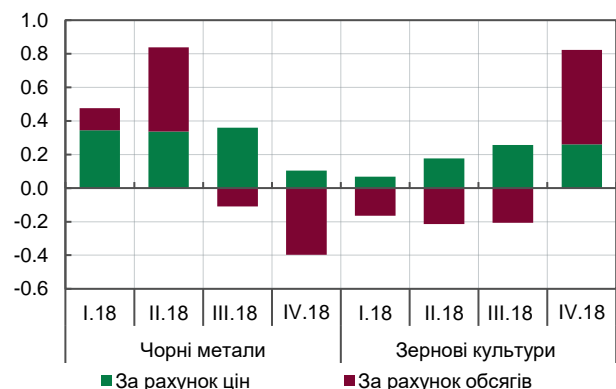
Однак річні темпи зростання експорту товарів у IV кварталі (7.4% р/р) залишалися майже на рівні попереднього кварталу через складну ситуацію у ГМК. Зокрема падіння фізичних обсягів поставок чорних

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



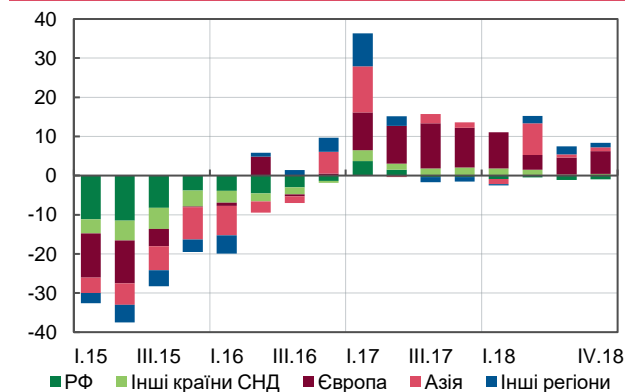
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Абсолютна річна зміна експорту окремих товарів, млрд дол.



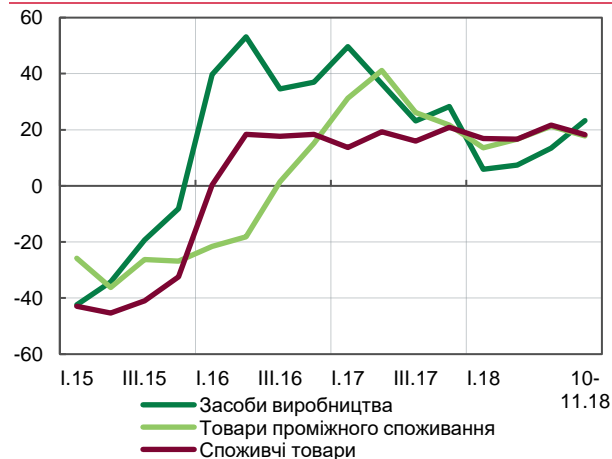
Джерело: НБУ, ДФСУ.

Графік 2.5.4. Внески в річну зміну експорту товарів за регіонами, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, % р/р



Джерело: НБУ.

металів прискорилося внаслідок скорочення металургійного виробництва та істотного ускладнення вантажних перевезень Азовським морем у жовтні-листопаді. На тлі погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури це призвело до зменшення вартісних обсягів експорту металургійної продукції на 10.5% р/р.

Натомість високими темпами зростав експорт залізних руд (20.5% р/р). Крім вивільнених фізичних обсягів руди на тлі послаблення попиту з боку вітчизняного металургійного сектору, це було зумовлено переорієнтацією поставок із ринків країн Азії (зокрема, Китаю) на ринки країн ЄС, де ціни вищі.

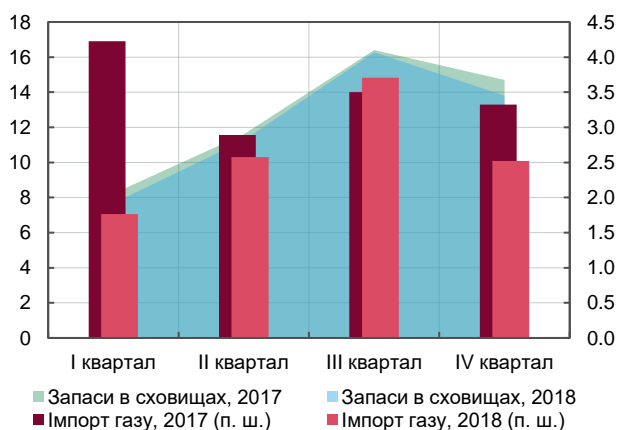
У географічному розрізі зростання експорту у 2018 році було забезпечено торгівлею з країнами Європи. Експорт товарів до цього регіону у 2018 році зріс на 16.1% р/р, а частка цих країн у загальному експорті збільшилася до 38.6%. До того ж Європа була єдиним регіоном, обсяги експорту товарів до якого перевищили рівень 2011 року та впритул наблизилися до найвищого за всю історію спостережень рівня 2008 року. Зростання експорту до країн Азії (на 6.3% р/р) дещо стримувалося переорієнтацією експорту залізних руд, до країн Африки (на 0.1% р/р) – зменшенням обсягів закупівель української пшениці Єгиптом, а до країн СНД (на 0.7%) – скороченням поставок продукції машинобудування до РФ.

Зростання обсягів імпорту товарів (на 14% за рік) перевищувало зростання обсягів експорту. Водночас у IV кварталі його зростання сповільнилося (до 11.5% р/р) за всіма складовими, крім інвестиційного імпорту.

Стійкий споживчий попит був основним драйвером збільшення неенергетичного імпорту протягом 2018 року (13.7% р/р). Проте сприятлива ситуація на валютному ринку наприкінці року призвела до певного послаблення попиту на імпорт та, відповідно, сповільнення його зростання в IV кварталі (до 11.2% р/р). Це знайшло відображення в зниженні річних темпів зростання імпорту продовольчих товарів та промислових виробів (відповідно до 10.7% р/р та 24.1% р/р).

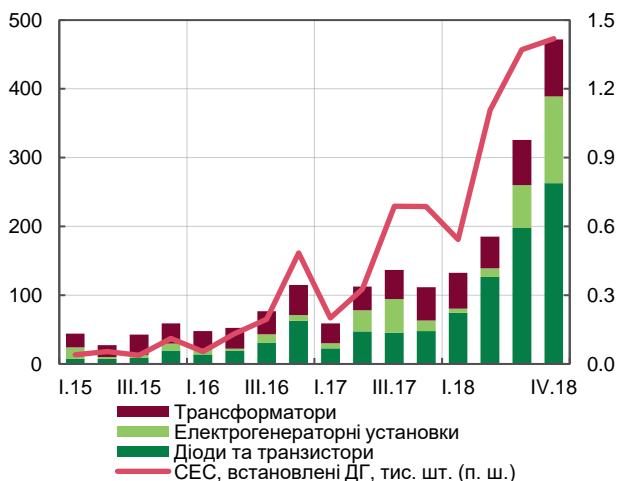
Протягом 2018 року високий рівень енергетичного імпорту був зумовлений стрімким підвищенням світових цін на енергоносії протягом більшої частини року, а його квартальна динаміка визначалася насамперед закупівлями газу. Так наприкінці року скоротилися обсяги імпорту газу, а падіння фізичних обсягів імпорту вугілля прискорилося внаслідок [переорієнтації окремих енергогенеруючих компаній](#) на українське газове

Графік 2.5.6. Імпорт газу, млрд м³



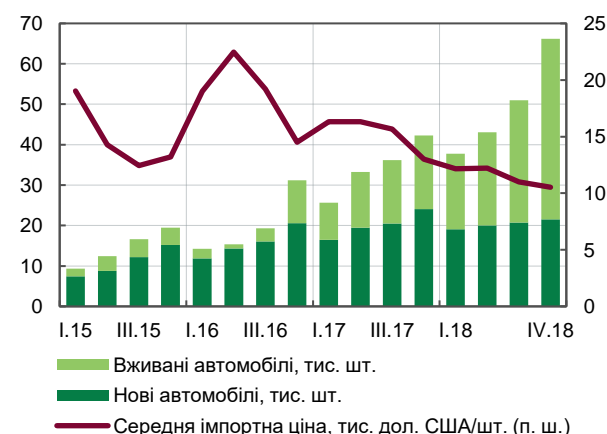
Джерело: НБУ, Укртрансгаз.

Графік 2.5.7. Імпорт окремого обладнання для альтернативної енергетики, млн дол., та СЕС встановлені домогосподарствами



Джерело: ДФСУ, Держенергоєфективності.

Графік 2.5.8. Імпорт легкових автомобілів



Джерело: НБУ, Укравтопром.

вугілля. У результаті зростання енергетичного імпорту в IV кварталі сповільнилося до 12.3% р/р. Водночас зберігалися високі темпи зростання закупівель нафтопродуктів (32.5% р/р) за рахунок як обсягів, спричинених активним проведенням збиральної кампанії, так і цін.

Крім того, у IV кварталі істотно сповільнилося зростання обсягів імпорту хімічної продукції (до 2.2% р/р), що, серед інших причин, зумовлено скороченням обсягів імпорту певних видів сировини через ремонтні роботи на окремих хімічних заводах та [затримками в розмитненні](#) імпорту добрив із Білорусі.

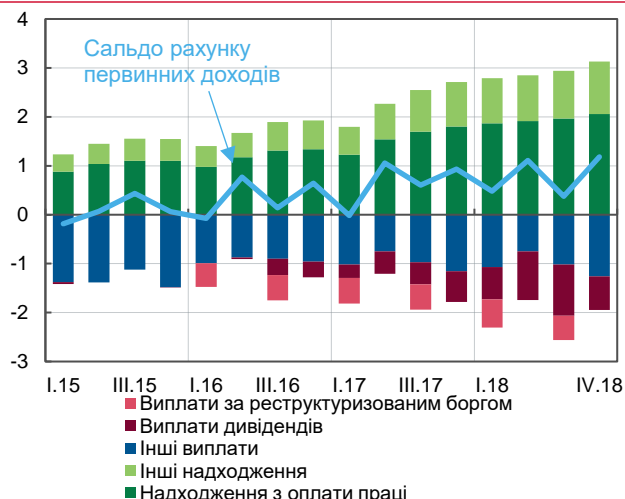
Натомість зростання інвестиційного імпорту прискорювалося протягом року (до 23.2% р/р у IV кварталі 2018 року). Зокрема, істотно прискорилося зростання обсягів імпорту легкових автомобілів (до 26.8% р/р) за рахунок уживаних авто. Це, серед інших причин, зумовлено [легалізацією автомобілів з іноземною реєстрацією](#), значна частина яких відображається в інвестиційному імпорті. Додатковим фактором були поставки до України [локомотивів General Electric](#). Крім того, особливістю зростання інвестиційного імпорту у 2018 році була активізація діяльності з побудови об'єктів альтернативної енергетики (детальніше – у вставці "[Інвестиційний імпорту як фактор розширення дефіциту поточного рахунку](#)").

Високий попит на окрему продукцію машинобудування призвів до зростання частки країн Азії в імпорті товарів (22.4%). Попри незначне зменшення частки (до 40.3%), країни Європи четвертий рік поспіль залишалися основними постачальниками імпоротної продукції. А нарощування закупівель нафтопродуктів із РФ та Білорусі компенсувало скорочення імпорту хімічної продукції з цих країн, у результаті чого частка країн СНД залишалася відносно стабільною (25.1%).

Річні темпи зростання обсягів експорту послуг протягом 2018 року були помірними (10.6% р/р). Це зумовлено насамперед скороченням експорту послуг трубопровідного транспорту через зменшення обсягів транзиту природного газу до європейських країн. Натомість зростання обсягів експорту підтримувалося нарощуванням експорту послуг авіаційного транспорту завдяки [розширенню переліку рейсів](#) іноземних лоукост-компаній (зокрема в IV кварталі) та подальшим збільшенням обсягу наданих нерезидентам ІТ-послуг.

На відміну від експорту, зростання обсягів імпорту послуг протягом року сповільнювалося (до 8% за результатами року, у IV кварталі – до 1.5% р/р). Така динаміка визначалася насамперед уповільненням зростання обсягів імпорту за статтею "подорожі" у другому півріччі

Графік 2.5.9. Рахунок первинних доходів, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.10. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.11 Прямі іноземні інвестиції, млрд дол.



Джерело: НБУ.

через збільшення кількості подорожуючих у відповідному періоді минулого року завдяки запровадженню безвізового режиму з ЄС.

У 2018 році тривало зростання обсягів грошових переказів (на 18.7% р/р до 11 млрд дол.), що забезпечувало розширення профіциту рахунку первинних та вторинних доходів. Однак у другій половині року його річні темпи дещо сповільнилися (зокрема в IV кварталі – до 8.5% р/р), що може відображати певне зниження інтенсивності трудової міграції до окремих країн ЄС (зокрема Польщі) та РФ. Водночас нарощування профіциту рахунку первинних доходів дещо стримувалося істотним зростанням виплат дивідендів (до 3.4 млрд дол. за 2018 рік, або в 1.9 раза р/р).

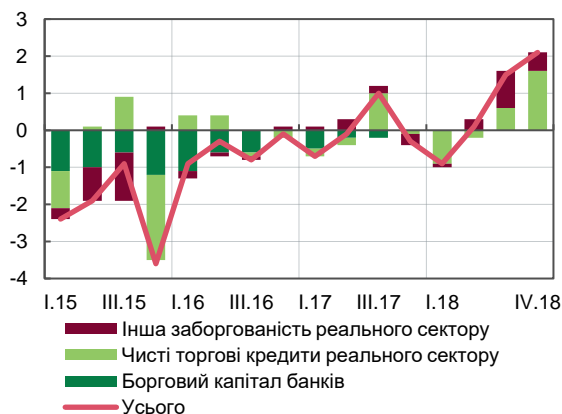
Фінансовий рахунок

Приплив капіталу за фінансовим рахунком (4.6 млрд дол) у IV кварталі суттєво перевищив дефіцит поточного рахунку і був забезпечений надходженнями як приватного, так і державного секторів. За результатами року переважав приплив капіталу приватного сектору, проте наприкінці року значно зросла роль державного сектору. Так успішне розміщення 5-річних та 10-річних єврооблігацій урядом (2 млрд дол.) та отримання кредиту від ЄС та під гарантії Світового банку (1 млрд дол.) були основними чинниками збільшення надходжень державного сектору в IV кварталі 2018 року.

У свою чергу, приплив капіталу до приватного сектору також істотно збільшився порівняно з попередніми періодами та був забезпечений зростанням чистої заборгованості реального сектору та надходженням прямих іноземних інвестицій.

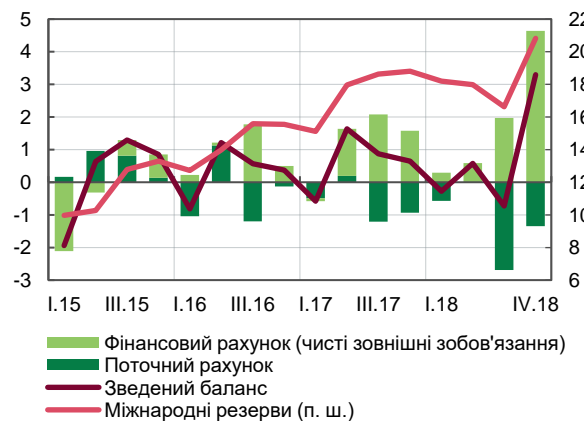
Так у IV кварталі обсяги прямих іноземних інвестицій збільшилися до 0.8 млрд дол. та майже повністю були спрямовані в акціонерний капітал реального сектору. У цілому за рік надходження ПІІ становили 2.5 млрд дол., 60% яких були спрямовані до реального сектору. Значний обсяг інвестицій в акціонерний капітал надійшов підприємствам сільського господарства та оптової й роздрібної торгівлі. Надходження ПІІ до банківського сектору залишилися майже на рівні минулого року.

Графік 2.5.12. Потоки боргового капіталу*, млрд дол.



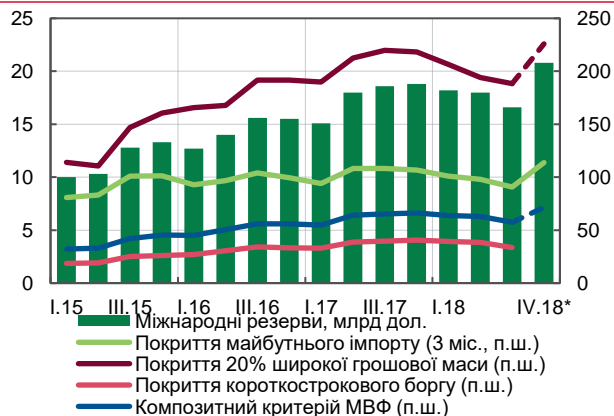
* Додатні значення – приплив капіталу.
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.13. Платіжний баланс, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.14. Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



* Попередня оцінка.
Джерело: розрахунки НБУ.

Водночас істотний дефіцит торгівлі товарами в IV кварталі був профінансований за рахунок торгових кредитів (1 млрд дол. у IV кварталі). Як наслідок, приплив боргового капіталу до приватного сектору в IV кварталі, як і протягом 2018 року, майже повністю був спрямований до реального сектору. Роловер реального сектору за підсумками року становив 105%, перевищивши відповідний показник 2017 року (68%). Боргові операції банківського сектору через вузькі потоки капіталу не мали значного впливу на загальний роловер приватного сектору (106%).

Резервні активи та зовнішня стійкість

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню офіційного фінансування міжнародні резерви зросли до 20.8 млрд дол. станом на кінець року або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду. Загалом за рік валові міжнародні резерви зросли на 2 млрд дол. (11%).

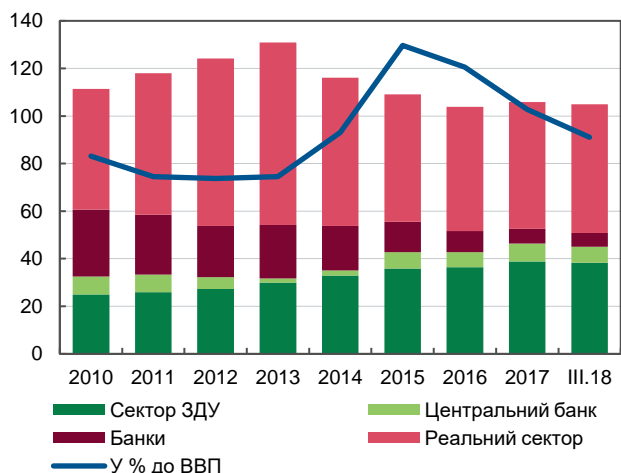
Завдяки цьому в IV кварталі поліпилася низка показників зовнішньої стійкості. Так співвідношення резервів до композитного критерію МВФ за попередніми оцінками становило близько 70%, критерій покриття резервами майбутнього імпорту збільшився до 3.4 місяців (114% від норми), а покриття резервами 20% широкої грошової маси більше, ніж удвічі перевищувало порогове значення.

Проте рівень зовнішньої заборгованості все ще залишається високим, що свідчить про вразливість економіки України до зовнішніх шоків.

Так у III кварталі попри незначне скорочення порівняно з попереднім кварталом, співвідношення валового зовнішнього боргу до ВВП залишалось високим (91.1%). Крім того, протягом IV кварталу державним сектором було залучено міжнародних кредитних коштів на загальну суму 3.7 млрд дол., з яких 1.4 млрд дол. становив транш МВФ у рамках нової програми співпраці, що значно перевищило виплати в цьому періоді. За попередніми оцінками відношення валового зовнішнього боргу до ВВП на кінець року збільшилося.

Також високим залишаються показники короткострокового боргу за залишковим терміном погашення. В абсолютному вимірі протягом III кварталу він збільшився до 49.3 млрд дол. (85% від експорту товарів та послуг) насамперед за рахунок державного сектору. Так зобов'язання уряду, що мають бути погашені протягом наступних 12 місяців, збільшилися на 1.8 млрд дол. до 4.9 млрд дол. за рахунок майбутніх виплат за ОЗДП. Зобов'язання інших секторів не змінилися, або

Графік 2.5.15. Валовий зовнішній борг, млрд дол.



Джерело: НБУ.

змінилися незначно. У результаті співвідношення короткострокового боргу до валового протягом III кварталу збільшилося до 43%, до ВВП – до 39.1%.

Таблиця 2.5.1. Показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів*

%	IV.16	I.17	II.17	III.17	IV.17	I.18	II.18	III.18	IV.18**
Зовнішній борг/ВВП	120.6	115.7	112.4	108.6	102.8	99.2	93.4	91.1	--
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	244.6	230.7	225.3	222.2	214.3	209.2	200.3	198.1	--
Короткостроковий борг/валовий борг	41.7	40.8	40.9	40.6	40.2	40.1	41.1	43.0	--
Короткостроковий борг/ВВП	50.2	47.2	45.9	44.1	41.3	39.8	38.4	39.1	--
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	101.9	94.2	92.1	90.2	86.1	83.9	82.3	85.1	--
Відкритість економіки	105.5	106.5	106.8	104.9	103.6	102.8	101.1	100.6	100.9
Резерви/короткостроковий борг	33.2	32.9	38.6	39.5	40.6	39.4	38.5	33.7	--
Резерви, композитний критерій МВФ	56.1	54.7	64.0	65.2	66.1	63.9	63.0	57.4	≈70.0
Покриття резервами 3 міс. майбутнього імпорту	99.4	94.1	108.3	108.3	106.7	101.1	98.0	90.8	113.8
Покриття резервами 20% широкої грошової маси	191.6	189.8	212.5	219.9	218.3	206.6	194.1	188.4	≈225.0
Поточний рахунок/ВВП, плинний	-1.4	-0.8	-1.7	-1.6	-2.2	-2.2	-2.2	-3.4	-3.6

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

** Попередня оцінка.

Джерело: розрахунки НБУ.

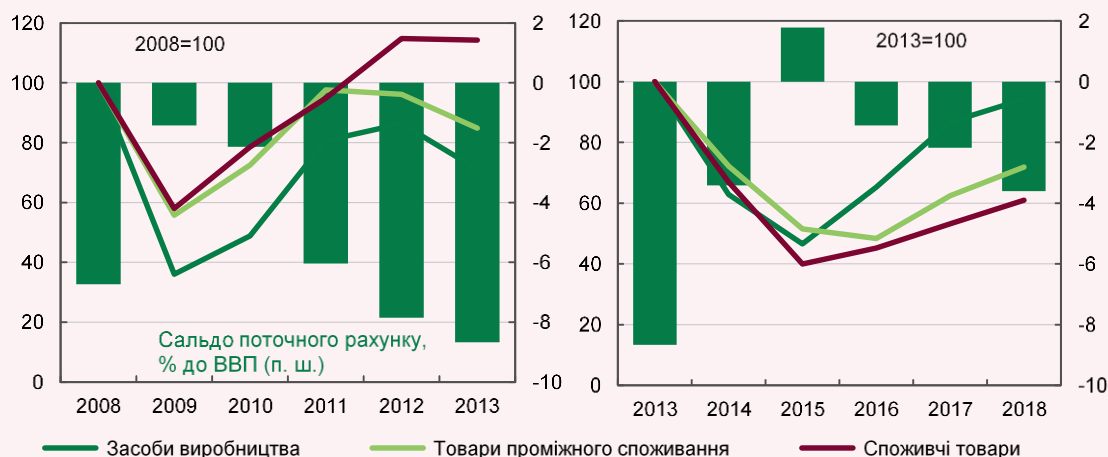
Вставка 3. Інвестиційний імпорт як фактор розширення дефіциту поточного рахунку

В останні кілька роки поступово розширюється дефіцит поточного рахунку. Подібне розширення тривало і після кризи 2008 – 2009 років до рекордно високих значень у 2013 році (8.7% до ВВП). Однак характер розширення дефіциту після кризи 2014 – 2015 років істотно змінився.

Протягом 2008 – 2013 років збільшення дефіциту поточного рахунку відбувалося насамперед під впливом високого споживчого попиту. Його зумовлювали

Натомість після 2014 року основним чинником розширення дефіциту поточного рахунку був передусім інвестиційний попит. Під час кризових 2014 – 2015 років падіння інвестиційного імпорту було меншим, ніж у попередню кризу, за всіма групами. Частково зниження імпорту у 2014 році також відображало зменшення охоплення даних через анексію АР Крим та тимчасову окупацію окремих районів східної України. З 2016 року інвестиційний імпорт зростає вищими темпами порівняно

Графік 1. Імпорт за класифікацією за широкими економічними категоріями та сальдо поточного рахунку

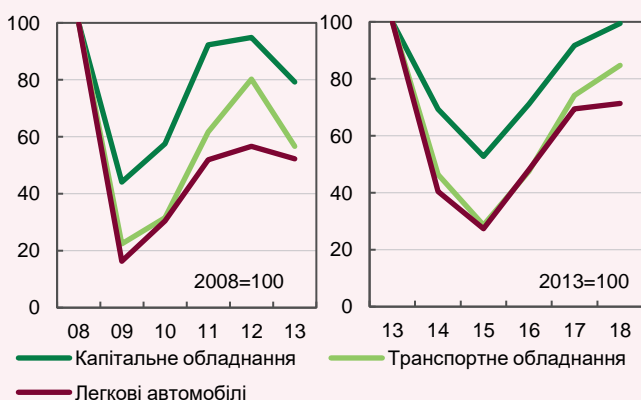


Джерело: НБУ.

проведення соціально-орієнтованої фіскальної політики на тлі циклічного відновлення світової економіки та режиму фіксованого обмінного курсу. У результаті, споживчий імпорт зростає високими темпами та у 2012 – 2013 роках суттєво перевищив докризовий рівень.

Водночас низька продуктивність праці разом із високою енергоємністю економіки зумовила високу імпорتنу складову проміжного споживання. Під час кризи 2008-2009 років інвестиційний імпорт зазнав найглибшого падіння. Більш того, значною мірою відновлення його зростання у 2011 – 2012 роках відображало підготовку до проведення футбольного чемпіонату Євро-2012.

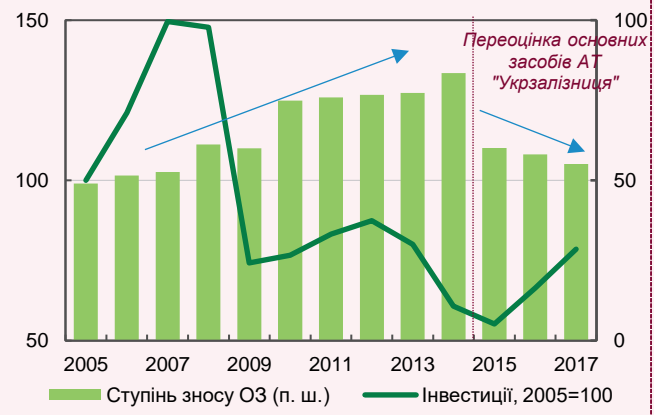
Графік 2. Інвестиційний імпорт, млрд дол.



Джерело: НБУ.

зі споживчим. У його структурі в останні роки зростає частка промислового обладнання та комп'ютерної техніки. Порівняно стійкою залишається частка імпорту техніки сільськогосподарського призначення. Унаслідок високої інвестиційної активності, зокрема з метою оновлення основних засобів, імпорту капітального обладнання за результатами 2018 року на відміну від інших компонентів інвестиційного імпорту досяг рівня докризового 2013 року.

Графік 3. Інвестиції та ступінь зносу основних засобів

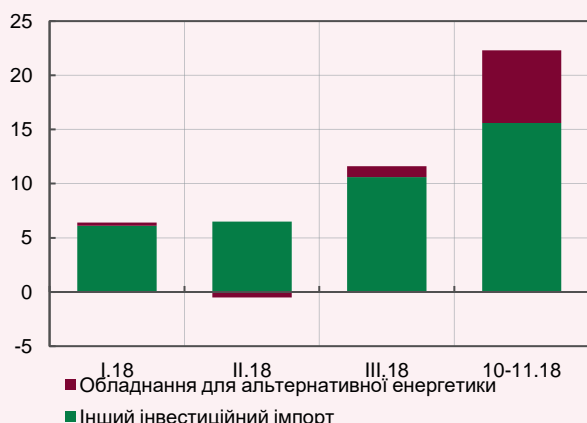


Джерело: НБУ, ДССУ.

У 2018 році одним з основних рушіїв зростання інвестиційного імпорту були закупівлі обладнання для зеленої енергетики. Протягом останніх років в Україні

спостерігається значне підвищення інтересу інвесторів до створення об'єктів "зеленої енергетики" (детальніше – у вставці "[Розвиток зеленої енергетики в Україні](#)", стор. 21 – 22). За [оцінками Держенергоефективності](#), у 2016 – 2018 роках розмір інвестицій у відновлювані джерела енергетики сягнув 1.1 млрд євро. Левова частка інвестицій у такі проекти (близько 0.7 млрд євро) була здійснена у 2018 році. Як результат, обсяги введення в експлуатацію нових потужностей відновлюваної електроенергетики (813 МВт) збільшилися майже втричі порівняно з попереднім роком.

Графік 4. Внески в річну зміну інвестиційного імпорту, в. п.



Джерело: НБУ, ДФСУ.

Реалізація низки великих проектів у сфері альтернативної електроенергетики¹³ разом із активізацією встановлення

сонячних електростанцій домогосподарствами, була підтримана розширенням кредитування. Це у свою чергу спричинило значне підвищення попиту на відповідне імпортне обладнання. Так вартісні обсяги закупівель сонячних батарей зросли більше, ніж у п'ятеро, електрогенераторів – удвічі, трансформаторів – у 1.6 раза р/р. Крім того, попит на комплектні монтажні конструкції міг бути одним із факторів, що підтримував зростання імпорту металургійної продукції (19.2% р/р).

Зростання імпорту обладнання для побудови об'єктів альтернативної енергетики суттєво прискорилося в другому півріччі 2018 року. Така динаміка зумовлена як комерційною привабливістю об'єктів "зеленої енергетики" внаслідок високих ставок "зеленого" тарифу, так і невизначеністю щодо реформування чинної системи державної підтримки "зеленої енергетики" – у 2018 році було розроблено законопроект, що передбачав зміну ціноутворення для енергії з відновлювальних джерел із 01 липня 2019 року¹⁴. Однак у законопроекті, який був прийнятий парламентом у першому читанні наприкінці 2018 року, запровадження нової системи було відтерміновано до 01 січня 2020 року. Більш того, з 01 січня 2019 року імпорту обладнання для об'єктів альтернативної енергетики звільнено від оподаткування ПДВ. Відтак, у 2019 році можна очікувати збереження високої привабливості інвестицій у об'єкти альтернативної енергетики і, як наслідок, – значних темпів зростання імпорту відповідного обладнання.

¹³ [Нікопольська СЕС](#), [Приморська ВЕС](#), [Рубанівська СЕС](#), [СЕС "Яворів-1"](#), [Solar Chernobyl](#)

¹⁴ Проект Закону України "Про внесення змін до деяких законів України щодо забезпечення конкурентних умов виробництва електричної енергії з альтернативних джерел енергії" [№8449 від 07.06.2018 року](#).

2.6. Монетарний сектор та фінансові ринки

У IV кварталі 2018 року Правління НБУ двічі залишало облікову ставку незмінною на рівні 18.0% річних. По-перше, це зумовлено очікуваннями подальшого перенесення попередніх підвищень ключової ставки на вартість ринкових ресурсів. По-друге, в умовах реалізації низки нових позитивних подій інтенсивність проінфляційних ризиків послабилася. Зокрема, значно послабшали ризики для макрофінансової стабільності чому, поміж іншого, сприяло продовження співпраці України з МВФ у рамках нової програми [SBA](#).

Крім того, у IV кварталі 2018 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно сприятливою – пропозиція іноземної валюти від клієнтів банків переважала попит на неї. Нетипову поведінку учасників валютного ринку в IV кварталі 2018 року визначали значні надходження експортної виручки від АПК через рекордний урожай кукурудзи, позитивні новини щодо нової програми з МВФ, стримана фіскальна політика та збереження жорсткої монетарної політики. Завдяки цьому НБУ продовжував поповнювати міжнародні резерви, здійснюючи інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

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



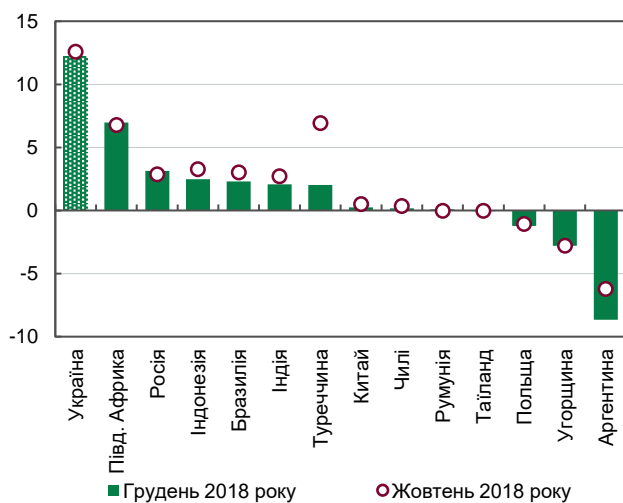
* Середньомісячна ставка за ДС до 14 днів.

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

Дефльована на фактичну річну базу інфляцію.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.2. Дохідність за ДЦП окремих країн, ринки яких розвиваються, у реальному вимірі*, % річних



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

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

Процентні ставки

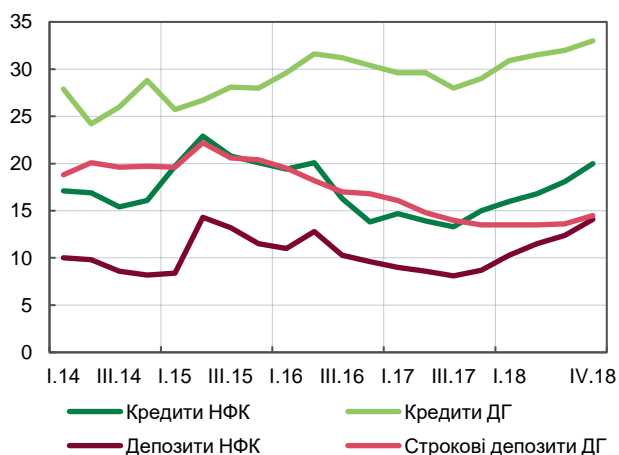
У IV кварталі 2018 року Правління НБУ прийняло рішення залишити облікову ставку на рівні 18.0% річних. Як і очіувалося, попри незмінну ключову ставку, ринкові ставки продовжили відображати попередні її підвищення, хоча кон'юктурні чинники також мали вплив. Крім того, у реальному вимірі облікова ставка дещо зросла та становила 9–10% річних, у тому числі завдяки поступовому зниженню інфляційних очікувань та певному послабленню інфляції наприкінці кварталу. Відповідно в реальному вимірі облікова ставка значно перевищувала нейтральний рівень, який за оцінками НБУ, становить близько 3% річних.

У IV кварталі 2018 року [UIIR](#), який визначено індикатором рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики, впритул наблизився до облікової ставки. Крім трансмісії попередніх підвищень, додатковим чинником було зростання попиту на міжбанківські кредитні ресурси, особливо в період сплати квартальних податкових та інших платежів до бюджету. Проте наприкінці грудня 2018 року UIIR дещо знизився з огляду на розширення ліквідності банківської системи.

Упродовж IV кварталу дохідність однорічних гривневих ОВДП залишалася незмінною. Водночас на ринку переважали угоди з короткостроковими гривневими інструментами. З огляду на значну потребу в залученнях на фінансування фіскальних потреб, їх дохідність підвищилася (до 19–20% річних). У цілому дохідність гривневих інструментів у реальному вимірі залишалася однією з найвищих серед країн, ринки яких розвиваються. Це, серед інших чинників, підтримувало сприятливу ситуацію на валютному ринку, на відміну від країн – ОТП.

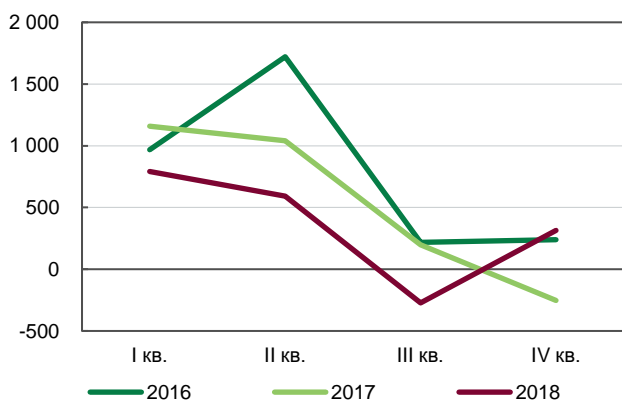
Роздрібні гривневі процентні ставки банків також зросли. Крім трансмісії від попередніх підвищень облікової ставки, їх зростання у IV кварталі 2018 року відображало і вплив кон'юктурних чинників. Так, зростання процентних ставок за кредитами в національній валюті відображало вплив значного попиту на кредитні ресурси як із боку підприємств, так і з боку населення. Вартість кредитів НФК зросла переважно за рахунок кредитів до одного

Графік 2.6.3. Середньозважені процентні ставки в НВ за новими кредитами (без овердрафту) і депозитами, % річних



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.4. Чиста експортна виручка*, млн дол. США



* Перевищення надходжень за експортом товарів та послуг над переказами за імпортом товарів та послуг.

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.5. Індекс РЕОК та НЕОК гривні, 12.2015=1



Джерело: розрахунки НБУ.

місяця, тоді як ДГ – найбільше за кредитами від 1 до 3 місяців. Банки підвищували дохідність гривневих депозитів, насамперед строкових коштів НФК, у тому числі на тлі зростання конкуренції за клієнтів. Також відчутнішим у IV кварталі 2018 року був відгук ставок за строковими депозитами ДГ.

Валютний ринок

У IV кварталі 2018 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно сприятливою – пропозиція іноземної валюти від клієнтів банків переважала попит на неї. Загалом упродовж 2018 року інтенсивність впливу сезонних факторів знизилася, що свідчить про зростаючу зрілість у поведінці учасників валютного ринку, в тому числі його готівкового сегмента.

Нетипову поведінку учасників валютного ринку та динаміки обмінного курсу в IV кварталі 2018 року визначали надходження від експорту рекордного вражаю кукурудзи, позитивні новини щодо нової програми з МВФ та стримана фіскальна політика уряду. Водночас в окремі періоди в умовах посилення впливу поведінкових факторів турбулентність на валютному ринку зростала. Так ескалація конфлікту з РФ в Азовському морі та запровадження воєнного стану в кількох областях спричинили ажіотажний попит наприкінці листопада, який мав тимчасовий характер.

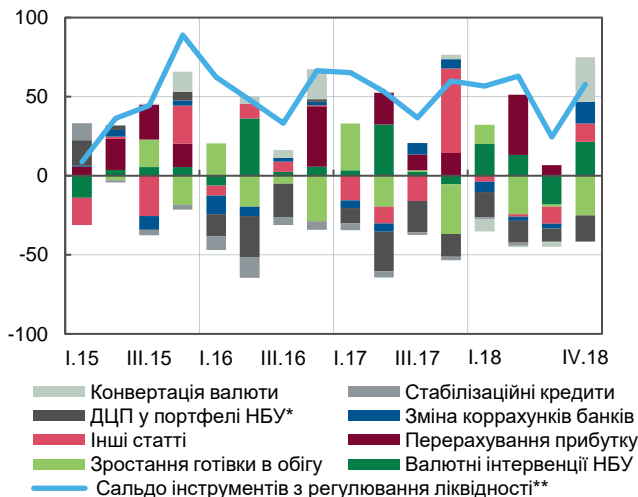
Дії НБУ не перешкоджали впливу ринкових чинників на динаміку курсу гривні. НБУ зберігав присутність на валютному ринку, проводячи операції як із купівлі іноземної валюти, так і з її продажу. В умовах переважно сприятливої ситуації на валютному ринку в IV кварталі 2018 року сальдо операцій НБУ на міжбанківському валютному ринку було додатним і становило 770 млн дол., а за підсумками 2018 року – майже 1.4 млрд дол.

У результаті офіційний обмінний курс гривні у IV кварталі 2018 року до попереднього кварталу та з початку року зміцнився як до долара (відповідно на 2.2% та 1.4%), так і до євро (відповідно на 4.3% та 5.3%). Це, на протиположність послабленню валют більшості країн – ОТП України, зумовило зміцнення гривні до кошика їхніх валют у грудні порівняно із вереснем 2018 року як у номінальному, так і в реальному вимірах (на 1.9% та 5.4%). Станом на кінець року (грудень до грудня попереднього року) НЕОК та РЕОК гривні зміцнилися – відповідно на 6.8% р/р та 13.2%.

Базові гроші і ліквідність

У 2018 році в банківській системі зберігався профіцит ліквідності, який у другому півріччі суттєво зменшився. Це відбулося насамперед через значні обсяги перерахувань податкових та інших платежів до бюджету, а також зростання попиту на готівку. Попри традиційне

Графік 2.6.6. Фактори впливу на ліквідність банківської системи, млрд грн



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

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

Джерело: НБУ.

розширення ліквідності в грудні, за результатами IV кварталу 2018 року середньоденні залишки коштів на депозитних сертифікатах НБУ знизилися (на 30.5% кв/кв). Крім того, про звуження ліквідності банківської системи свідчило також ситуативне збільшення попиту на кредити рефінансування з боку окремих банків у другому півріччі 2018 року. Однак обсяг цих операцій був незначним. Надання кредитів рефінансування центральними банками є стандартною процедурою підтримки ліквідності банків з метою покриття її тимчасових розривів та з огляду на періодичність їх проведення (переважно один раз на два тижні) має короткостроковий вплив на ліквідність банківської системи.

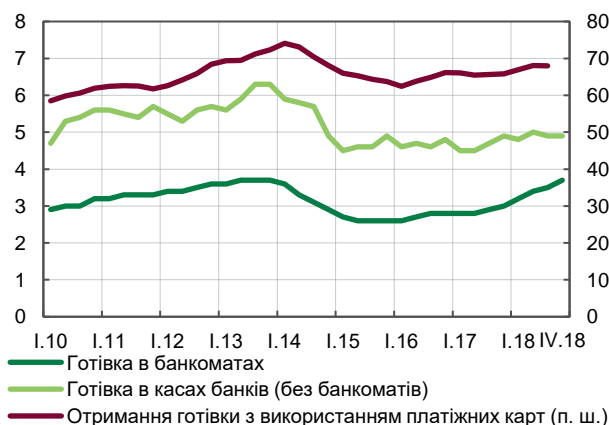
Головним чинником зниження ліквідності у IV кварталі 2018 року стало зростання обсягів готівки (на 25.1 млрд грн, або на 6.7% кв/кв), пік якого традиційно спостерігався в грудні. Крім того, ліквідність абсорбувалася через операції ліквідаторів банків (0.9 млрд грн).

Визначальним джерелом розширення ліквідності банківської системи в цей період були операції уряду, чистий вплив яких оцінено на рівні 22.9 млрд грн¹⁵. З огляду на традиційно активне витрачання бюджетних коштів наприкінці року, вплив цього чинника у грудні суттєво посилювався. Водночас він був значно меншим, ніж рік тому, через обмежені гривневі джерела фінансування. Постачалася ліквідність і через валютний канал. Завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку в IV кварталі 2018 року НБУ здебільшого здійснював операції з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Додатне сальдо цих операцій становило 21.4 млрд грн. Інші фактори значного впливу на ліквідність банківської системи не мали.

Зростання обсягу готівки перевищило зниження коррахунків банків станом на кінець IV кварталу порівняно з III кварталом 2018 року та сприяло збільшенню грошової бази (на 2.7%). У річному вимірі її зростання становило 9.2%.

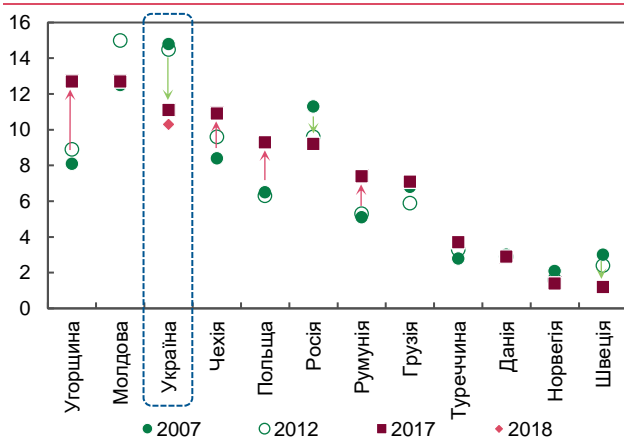
Водночас у цілому за 2018 рік попит на готівку зростав повільніше, ніж номінальні споживчі витрати ДГ, що зумовлено збільшенням популярності безготівкових розрахунків. Проте однією із характерних рис зростаючої популярності платіжних карток стало збільшення готівки в банкоматах банків, а також зростання готівкових операцій з їх використанням. Суттєве збільшення надходжень готівки до банків через операції з поповнення карток зумовлене як більшим поширенням цього методу платежу для оплати товарів та послуг, так і відносно високими комісіями банків за безготівковий переказ/зарахування коштів. Поширення платіжних карток також вплинуло і на зміну структури каналів випуску та вилучення готівки. Зокрема, такі традиційні канали, як видача готівкою зарплати чи банківських вкладів, а також надходження

Графік 2.6.7. Готівка в касах банків/МО, отримання готівки з використанням платіжних карт/кінцеві споживчі витрати ДГ, %



Джерело: НБУ.

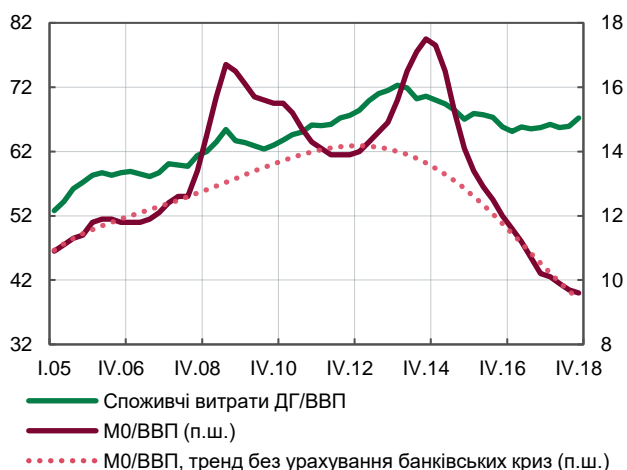
Графік 2.6.8. Співвідношення М0 до ВВП в окремих країнах, %



Джерело: МВФ, ДССУ, оцінки та розрахунки НБУ.

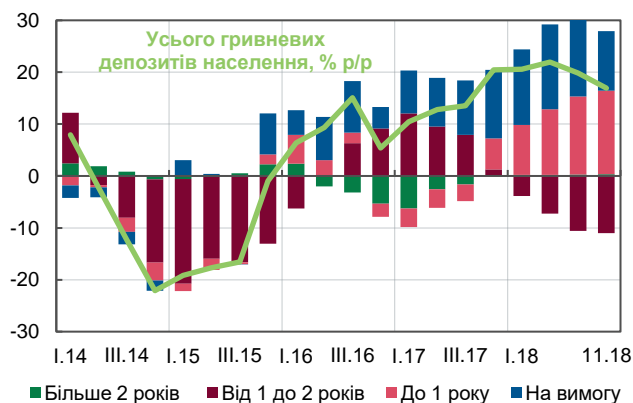
¹⁵ Вплив фіскальних факторів на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі таких головних чинників: чистий продаж урядом валюти НБУ, платежі уряду НБУ за своїми зобов'язаннями, зниження залишків коштів на СКР.

Графік 2.6.9. Співвідношення готівки (M0) та споживчих витрат ДГ до ВВП, % (ковзне річне середнє)



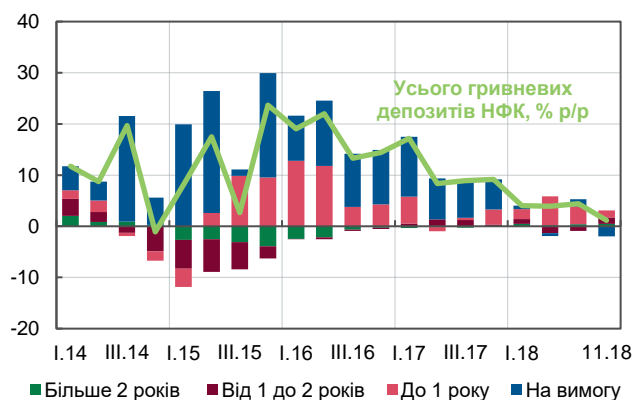
Джерело: ДССУ, прогноз та розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Графік 2.6.11. Річна зміна залишків гривневих депозитів НФК за внесками у розрізі строків погашення, в. п.



Джерело: НБУ.

торговельної виручки, заміщуються готівковими операціями з використанням карток.

Поряд із зростанням популярності безготівкових розрахунків помірно збільшення попиту на готівку зумовлено вщуханням післякризового попиту на неї. У результаті, співвідношення готівки поза банками в Україні наблизилося до рівня сусідніх країн.

Грошова маса та її компоненти¹⁶

Упродовж 2018 року тривав приплив гривневих депозитів до банківської системи, який за результатами листопада дещо сповільнився (до 8.8% р/р). Переважно це було зумовлено впливом фіскальних чинників з огляду на сплату квартальних податкових та інших платежів до бюджету та передусім відображалось в помірному прирості коштів НФК.

Помірні темпи приросту гривневих депозитів НФК у 2018 році зумовлені головним чином слабшими фінансовими результатами підприємств, суттєвим зростанням виплат дивідендів за попередні періоди та стриманою фіскальною політикою. Водночас строкова структура депозитів НФК визначалася процентною політикою банків. Зокрема, утримання ставок за коштами на вимогу практично на незмінному рівні впродовж більшої частини року призвело до їх скорочення, тоді як залишки за строковими депозитами зросли в умовах збільшення процентних ставок. Водночас залишки за депозитами в іноземній валюті (в доларовому еквіваленті) знизилися, головним чином через зростання виплат дивідендів та купівлю валютних ОВДП.

Депозити ДГ в національній валюті й надалі зростали високими темпами (16.9% р/р у листопаді). Цьому, серед іншого, сприяли високі темпи зростання заробітної плати як у реальному, так і в номінальному вимірі. Найбільшим попитом користувалися кошти строком до одного року та на вимогу. Натомість залишки за депозитами в іноземній валюті практично не змінилися (зросли в листопаді на 1.1% р/р). Це пояснюється більшою привабливістю гривневих депозитів та зростанням зацікавленості в альтернативних джерелах інвестування, зокрема ОВДП, через їх вищу дохідність порівняно з дохідністю депозитів. Завдяки зростанню депозитів грошова маса в листопаді 2018 року зросла на 8.8% р/р.

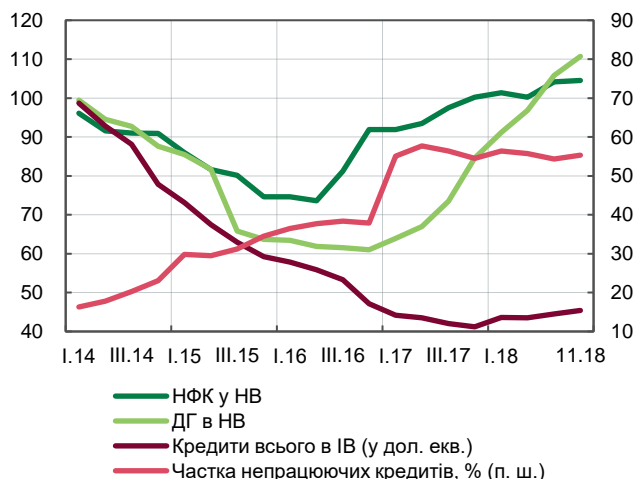
У наступні 12 місяців банки очікують приплив депозитів у банківську систему, а відповідні очікування щодо приросту вкладів населення були найвищими за весь час проведення опитувань (з 2015 року).

Кредити

У 2018 року банки продовжили активно кредитувати НФК та ДГ – на кінець листопада 2018 року кредитний портфель банків зріс у національній валюті на 12.7% р/р, та на 8.3% р/р в іноземній (у доларовому еквіваленті). Помірне сповільнення темпів гривневого кредитування в

¹⁶ Тут і надалі інформація за 11 місяців 2018 року.

Графік 2.6.12. Кредити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

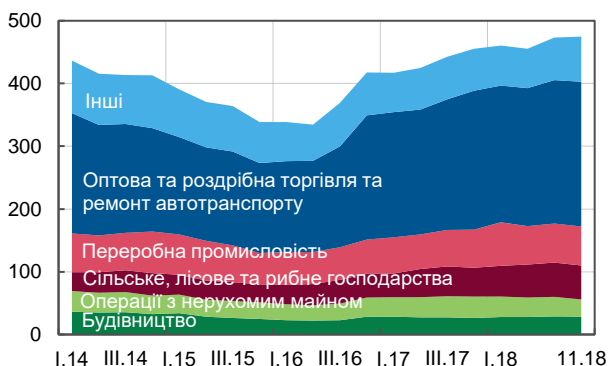
Графік 2.6.13. Річна зміна залишків гривневих кредитів, наданих ДГ, за внесками в розрізі цільового спрямування, в. п.



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

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.14. Гривневі кредити НФК за ВЕД, млрд грн



Джерело: НБУ.

другій половині року, поміж іншого, могло бути спричинене підвищенням окремими банками стандартів кредитування за деякими видами кредитів та групами позичальників, а також високою базою порівняння.

Найактивніше й надалі зростали залишки за кредитами, наданими ДГ (у листопаді на 42.6% р/р). Традиційно це відбувалося за рахунок споживчих кредитів. Швидкими темпами зростали обсяги виданих кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби населення. Найбільшим попитом користувалися кредити строком до п'яти років.

Попит на кредити з боку НФК генерувався потребою в обіговому капіталі та інвестиційними цілями. Лідерами приросту гривневого кредитування були підприємства оптової та роздрібної торгівлі, сільського господарства, а також транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність. Крім того, упродовж 2018 року поступово зростало кредитування в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті пришвидшилося до 10.3% р/р в листопаді). Головними драйверами такого росту були підприємства постачання електроенергії, газу, пари та кондиціонованого повітря, харчової та хімічної промисловості, оптової торгівлі. Серед іншого, це могло бути зумовлено інвестиційним попитом, який значною мірою задовольнявся імпортними товарами, та ціною перевагою валютних кредитів. Попри збереження девальваційних очікувань, вартість таких кредитів залишалася нижчою порівняно із кредитами в національній валюті.

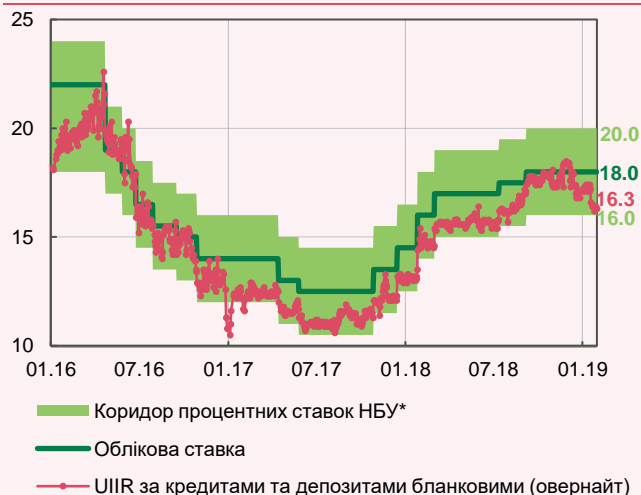
Більш стримані темпи приросту кредитів НФК зумовлені низкою чинників, вирішення яких лежить не в площині банківської системи (захист прав кредиторів, високий обсяг проблемної заборгованості, накопиченої за попередні періоди тощо).

Проте банки й надалі [оптимістично оцінюють перспективи кредитування корпоративного сектору та ДГ](#), прогножуючи зростання кредитного портфеля протягом наступних 12 місяців, а також підвищення якості корпоративних кредитів.

Вставка 4. Реалізація монетарної політики НБУ в умовах нестійкої структурної позиції ліквідності банківської системи

За режиму інфляційного таргетування центральні банки досягають цілей монетарної політики, впливаючи на вартість грошей в економіці. Змінюючи ключову ставку – ставку за основними операціями НБУ з надання або вилучення ліквідності, роль якої в Україні відіграє облікова ставка, – НБУ впливає на короткострокові процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку. Останні, у свою чергу, впливають на зміни процентних ставок за іншими фінансовими активами (державними цінними паперами) та зміни процентних ставок банків за кредитами та депозитами. Відповідно, незалежно від стану структурної позиції ліквідності банківської системи, операційною ціллю НБУ є утримання гривневих міжбанківських ставок (UIRR) на рівні близькому до рівня ключової ставки (наразі 18% річних) у межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу (16% річних за депозитними сертифікатами овернайт та 20% річних за кредитами овернайт).

Графік 1. Процентні ставки НБУ та UIRR, % річних



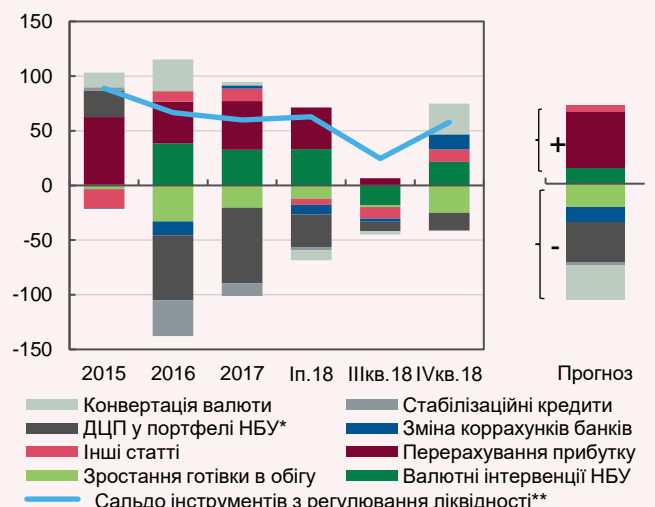
* Верхня межа коридору – процентні ставки за кредитами овернайт НБУ, нижня – за ДС овернайт НБУ.
Джерело: НБУ.

Протягом тривалого часу банківська система України функціонувала в умовах значного структурного профіциту ліквідності. Це є достатньо типовим для країн, ринки яких розвиваються (детальніше – у вставці "Реалізація НБУ монетарної політики в умовах структурного профіциту ліквідності банківської системи" в Інфляційному звіті за липень 2017 року). Під впливом зміни макроекономічних умов, економічного та фінансового розвитку держави структурна позиція ліквідності банківської системи також може змінюватися. Так, наприклад, через світову кризу 2008 року та заходи центральних банків розвинених країн з подолання її наслідків (зокрема застосування програм кількісного пом'якшення), структурний дефіцит ліквідності в банківських системах цих країн змінився на профіцит.

В Україні у 2014 – 2015 роках профіцит ліквідності суттєво розширився за рахунок операцій НБУ з купівлі державних

цінних паперів, у тому числі для виплат ФГВФО коштів вкладникам банків. Натомість у 2016 – 2018 роках ключовим джерелом надходження ліквідності були операції НБУ з купівлі іноземної валюти з метою накопичення міжнародних резервів. Крім того, наприкінці 2018 року вагомим каналом збільшення ліквідності стало використання урядом залишків валютних коштів для фінансування бюджетних витрат.

Графік 2. Фактори впливу на ліквідність банківської системи у 2015–2018 роках, млрд грн, та прогноз на 2019 рік



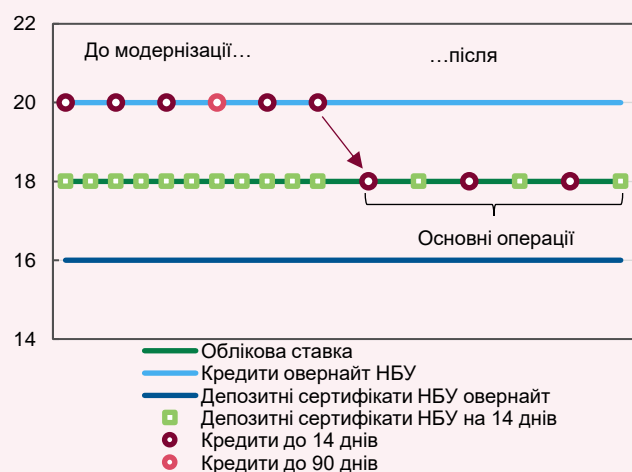
* Різниця між обсягами купівлі ДЦП у портфель НБУ та обсягами погашення ДЦП урядом, включаючи відсоткові платежі.
** Різниця між залишками за ДС та короткостроковими кредитами рефінансування.
Джерело: НБУ.

Водночас протягом другого півріччя 2018 року структурний профіцит відчутно звузився. Це зумовлено збільшенням попиту на готівку з боку населення та бізнесу, що відображало прискорення зростання економіки та сприятливу ситуацію на валютному ринку. Оскільки для забезпечення потреб клієнтів у готівкових коштах банки обмінюють кошти, розміщені на коррахунках у центральному банку на готівку, відбувається звуження ліквідності. Іншим джерелом вилучення ліквідності зокрема були операції з погашення державних цінних паперів у портфелі НБУ. А з огляду на значні виплати за валютними зовнішніми борговими зобов'язаннями у 2019 році та подальше зростання попиту на готівку ймовірно є формування структурного дефіциту ліквідності.

Під час переходу з одного стану в інший позиція ліквідності може бути нестійкою: змінюватися від профіциту до дефіциту та навпаки. За таких умов основні операції НБУ також можуть змінюватися – з вилучення ліквідності (розміщення депозитних сертифікатів строком на 14 днів) на операції з надання ліквідності (кредитів рефінансування). Оскільки ставки за кредитами рефінансування вищі, ніж за депозитними сертифікатами на 14 днів (які були основними операціями НБУ до

11.01.2019), зміна основних операцій за незмінного операційного дизайну зумовила б надмірну волатильність ключової ставки та короткострокових ставок на міжбанківському ринку. Для більш гнучкого реагування на зміни стану ліквідності банківської системи України НБУ з 11 січня 2019 року запровадив [зміни](#) до операційного дизайну монетарної політики. За нового дизайну основними операціями визнаються тендери як з розміщення депозитних сертифікатів строком на 14 днів, так і з рефінансування на цей же строк. Проведення обох операцій за обліковою ставкою даватиме змогу утримувати ринкові ставки на близькому до неї рівні, тобто виконувати операційну ціль НБУ. Обсяг основних операцій не обмежується, що дозволить нівелювати потенційну занепокоєність банків щодо функціонування ринку за структурного дефіциту ліквідності.

Графік 3. Операційний дизайн монетарної політики НБУ



Джерело: НБУ.

Таблиця 1. Операційний дизайн монетарної політики НБУ в умовах нестійкої ліквідної позиції банківської системи

Параметр	Характеристика
Основна операція	Тендери з рефінансування та розміщення депозитних сертифікатів строком до 14 днів проводяться за обліковою ставкою
Періодичність	Один раз на тиждень щоп'ятниці. Основні операції чергуються: в один тиждень проводиться операція з розміщення депозитних сертифікатів, в інший тиждень – операція з рефінансування. Проведення регулярних тендерів із рефінансування на термін до 90 днів припиняється
Обсяг	Без обмеження суми
Операції постійного доступу	Формують коридор процентних ставок овернайт +/- 2 в. п. до облікової ставки – без змін
Операції тонкого налаштування	Позачергові тендери з розміщення депозитних сертифікатів та рефінансування

Джерело: НБУ.

У разі потреби банки, як і раніше, матимуть змогу звертатися до операцій постійного доступу на термін овернайт. Їх параметри залишаються без змін – ± 2 в. п. до облікової ставки. Водночас НБУ припинив проводити

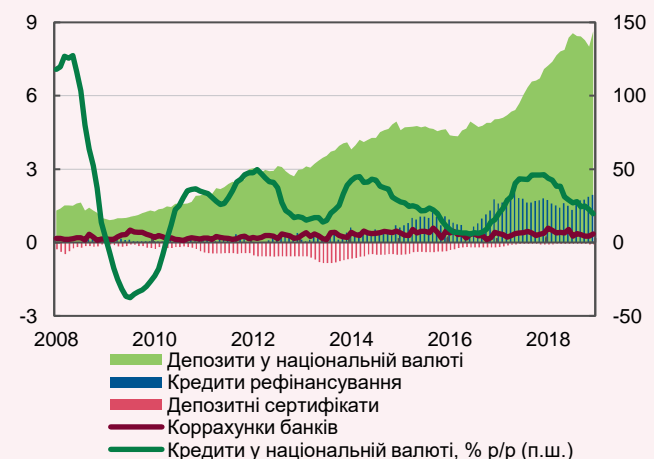
тендери з надання ліквідності до 90 днів у зв'язку із низьким рівнем зацікавленості банків через можливість роловера за іншими операціями.

Змінився й графік проведення операцій з регулювання ліквідності. НБУ відмовився від щотижневих тендерів з рефінансування і розміщення депозитних сертифікатів двічі на тиждень. Основні операції чергуються і проводяться раз на тиждень щоп'ятниці (див. Таблицю 1). Зменшення частоти планових тендерів сприятиме розвитку міжбанківського кредитного ринку за рахунок стимулювання банків здійснювати операції між собою та більш ефективного управління власною ліквідністю. За суттєвого відхилення UIIR від облікової ставки НБУ може проводити операції тонкого налаштування з надання і вилучення ліквідності (позачергові тендери) з метою виконання своєї операційної цілі.

Структурна позиція ліквідності банківської системи не впливає на кредитування банками економіки, оскільки комерційні банки не використовують залишки коштів на коррахунках чи кредити рефінансування для надання кредитів. Індивідуальні рішення банків про надання кредитів ґрунтуються на очікуваній дохідності від цих операцій, які, в свою чергу, залежать від вартості ресурсів у економіці та оцінки ризиків. У цілому ж на обсяги кредитування впливають попит приватного сектору на кредитні ресурси та низка інституційних чинників: стан та зміни законодавчого поля, глибина фінансових ринків та доступність фінансових ресурсів, тощо.

Досвід окремих країн, ринки яких розвиваються, також свідчить, що зміна структурної позиції ліквідності не впливає на обсяги банківського кредитування та економічне зростання. Так у Грузії в період з 2010 до 2013 року чисті вимоги банків до центрального банку зросли, як і кредитна активність. У 2017 році вимоги центрального банку до банків істотно збільшилися за одночасної активізації кредитування банками.

Графік 4. Окремі показники банківської системи Грузії, млрд ларі



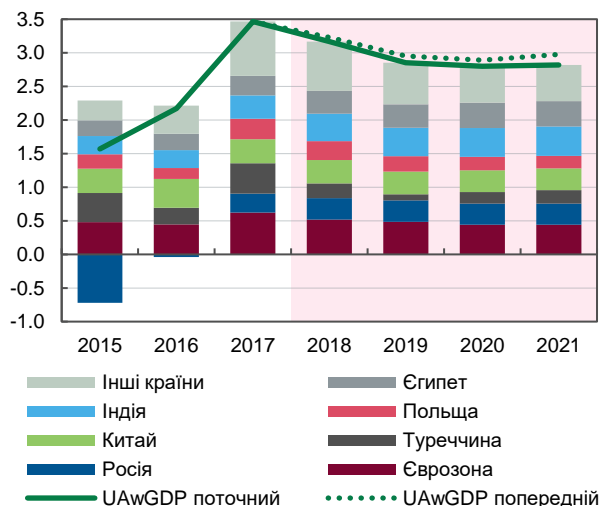
Джерело: Національний банк Грузії.

Частина 3. Макроекономічний прогноз

3.1. Зовнішні припущення прогнозу

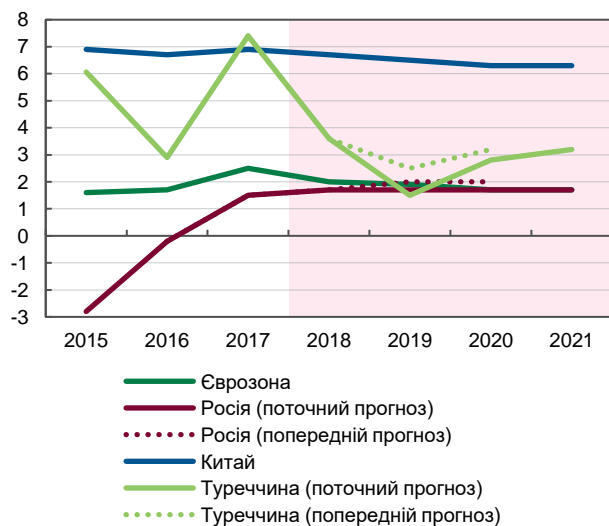
Темпи зростання глобальної економіки у 2019 – 2021 роках поступово уповільнюватимуться внаслідок негативного впливу на обсяги світової торгівлі протекціоністських заходів та слабшого припливу капіталу в країни, ринки яких розвиваються, після низки заходів з нормалізації монетарної політики провідними центральними банками у 2018 році. Так, темпи зростання світової торгівлі сповільняться до 3.6% у 2019 році (з 3.8% у 2018 році) та до 3.5% у 2020 році¹⁷. Як наслідок, зростання цін на світових товарних ринках буде досить млявим.

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



Джерело: оцінка та розрахунки НБУ на основі даних МВФ.

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



Джерело: оцінка НБУ.

Економічне зростання США поступово уповільнюватиметься через вичерпання позитивного ефекту від податкових стимулів та дію протекціоністських заходів. Натомість збільшення інвестицій, підвищення зайнятості та заробітних плат (яке прискорилося в грудні 2018 року) забезпечать збереження темпів зростання вище потенційного рівня. Очікування щодо уповільнення темпів зростання глобальної економіки може спровокувати стриманішу монетарну політику ФРС. Так, наразі фінансові ринки оцінюють, що ставка за федеральними фондами протягом 2019 року не змінюватиметься.

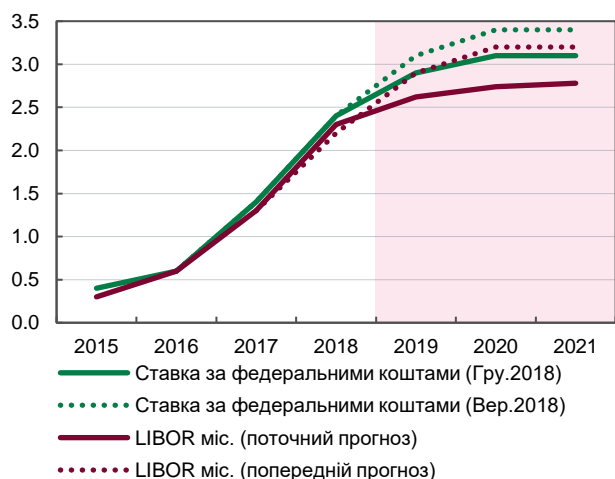
Зростання економіки Єврозони поступово уповільнюватиметься, однак залишатиметься близьким до потенційного рівня. Вагому підтримку надаватиме стимулююча монетарна політика ЄЦБ (попри згортання програми кількісного пом'якшення) та зростання зайнятості. Стримуючим фактором буде уповільнення в окремих найбільших економіках Єврозони, зокрема Італії та Німеччині. Проблеми в Італії залишаються через один з найбільших у Єврозоні рівень боргу – близько 130% ВВП, значна частина якого – перед французькими банками. Проблеми ж у Німеччині більшою мірою пов'язані з торговельним протистоянням між США та Китаєм, що насамперед негативно вплинуло на сектор автомобілебудування. Додатковим фактором стримування економічного зростання Єврозони залишається невизначеність щодо формату Брекзит. За таких умов, попри згортання програми кількісного пом'якшення, ЄЦБ продовжуватиме підтримку економіки за допомогою реінвестування прибутків від цінних паперів, а також утримання на низькому рівні процентної ставки. Очікується, що зміна ключової ставки можлива не раніше початку 2020 року.

Уповільнення зростання в провідних економіках світу на тлі дії торговельних обмежень негативно відобразиться й на фінансових ринках. У результаті інтерес інвесторів до ризикових активів, у тому числі країн, ринки яких розвиваються, залишатиметься слабким. Це, у свою чергу, позначиться на припливі капіталу до цих країн і на уповільненні їх економічної активності.

На економіки країн ЦСЄ, поміж іншого, негативно вплине уповільнення зростання зовнішньої торгівлі, насамперед

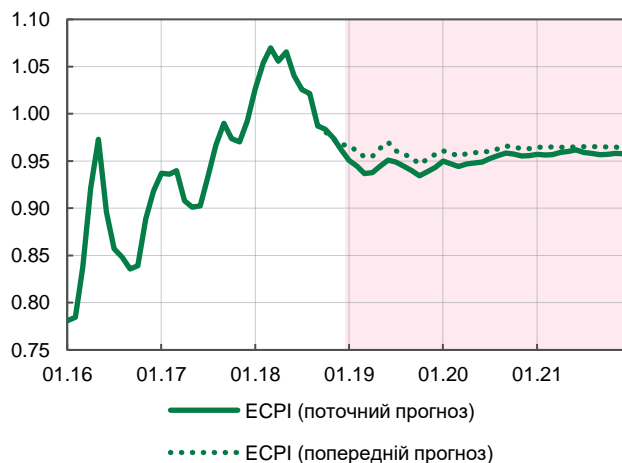
¹⁷ За оцінками Світового банку. Зазначені результати узгоджуються зі знизженими прогнозами СOT щодо глобальної торгівлі на тлі зростання торговельної напруженості та посилення умов кредитування.

Графік 3.1.3. Процентна ставка за федеральними коштами на кінець періоду та LIBOR (у доларах США), %



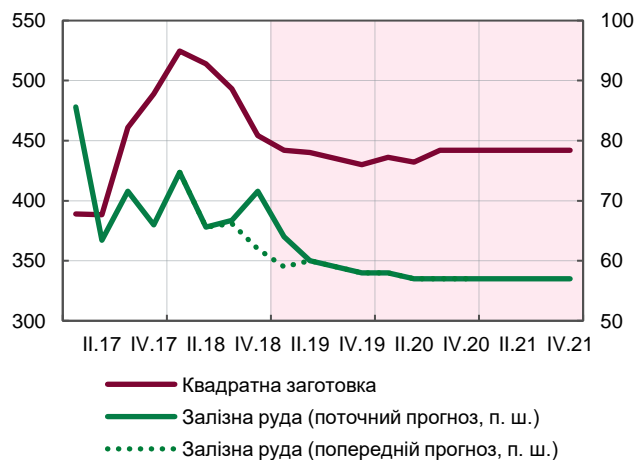
Джерело: ФРС, оцінка НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

з боку основного торговельного партнера – Євросони. Натомість відносно сталий споживчий попит, підтриманий зростанням зайнятості та заробітних плат, а також державне фінансування з фондів ЄС сприятимуть економічному зростанню цих країн. Уповільнення зростання зовнішньої торгівлі буде також стримуючим фактором для економік країн СНД, зокрема РФ, Білорусі та Казахстану.

Економіка Туреччини суттєво уповільниться внаслідок негативного впливу валютної кризи, зростання інфляції та послаблення попиту з боку країн – ОТП.

Країни Азії, зокрема Китай та Індія, залишатимуться лідерами за темпами економічного зростання. І хоча в Китаї очікуються найменші темпи економічної активності за останні 30 років, країна й надалі залишатиметься одним з основних драйверів світової економіки. Підтримку економіці Китаю надаватимуть: податкові стимули через скорочення податків та зборів, дозвіл на додатковий випуск місцевими органами влади спеціальних облігацій для фінансування ключових проєктів, скорочення норм обов'язкового резервування Народним банком Китаю для стимулювання кредитування малого та середнього бізнесу, збільшення обсягів операцій середньострокового кредитування (MLF).

Уповільнення зовнішнього попиту та світової торгівлі призведе до стримування зростання цін. У результаті, світова цінова кон'юнктура для українських експортерів, виражена індексом ЕСПІ, залишатиметься на прогнозованому горизонті близькою до поточної. Зниження рівня ЕСПІ порівняно з попереднім прогнозом пов'язане насамперед з переглядом цін на соняшникову олію в бік зниження через очікуваний суттєвий урожай олійних культур.

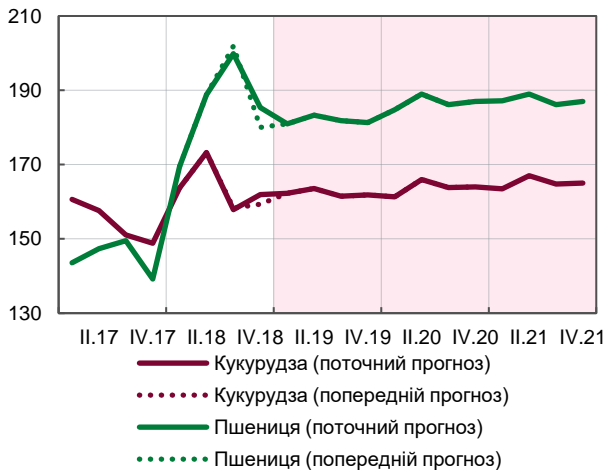
Ціни на сталь на світових ринках залишатимуться близькими до поточних рівнів. Незначне зростання попиту на сталь компенсуватиметься збільшенням пропозиції. Так, у 2019 році темпи зростання попиту на сталь становитимуть 0.7% р/р¹⁸. Водночас, у 2019 – 2020 роках планується введення в експлуатацію нових сталеливарних підприємств сукупною продуктивністю близько 52 млн т/рік (не враховуючи Китай) або більше 3% від сукупного світового виробництва¹⁹. Більше половини нових потужностей буде запущено в країнах Близького Сходу. Серед інших країн очікується нарощення виробничих потужностей в Африці, країнах Південної і Центральної Америки.

Ціни на залізну руду знижуватимуться переважно за рахунок постійного зростання пропозиції (особливо з боку Австралії та Бразилії). Бразильська компанія Vale планує розширити свій найбільший залізрудний комбінат S11D та збільшити його проєктну потужність до 2020 року у чотири рази. Одночасно австралійська компанія Rio Tinto,

¹⁸ За оцінками World Steel Association.

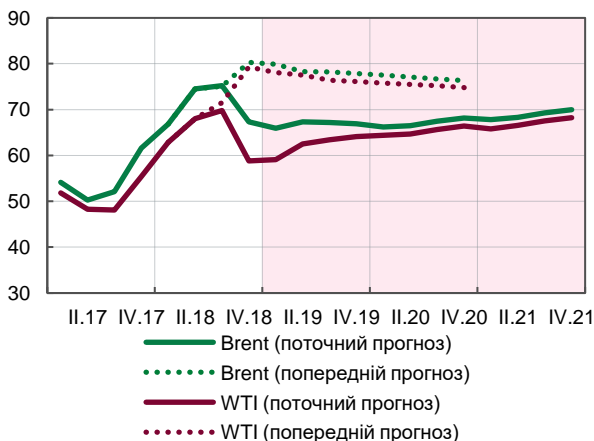
¹⁹ За оцінками OECD.

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



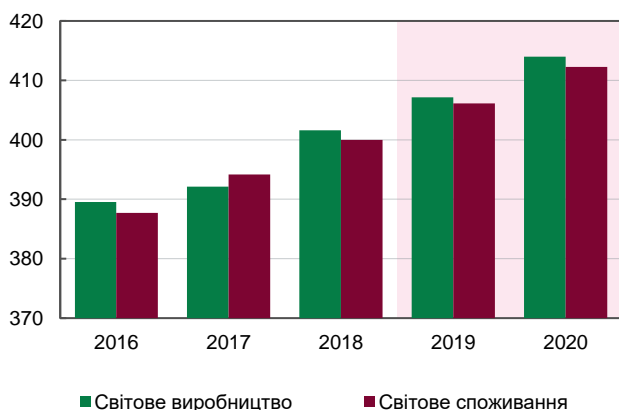
Джерело: оцінка НБУ.

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



Джерело: оцінка НБУ.

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



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

починаючи з 2019 року, запускає розробку родовища (Koodaideri) високоякісної крупнокускової руди, що користується найбільшим попитом. Додатковим фактором зниження цін стане скорочення попиту на руду, особливо з боку Китаю через зменшення державної фінансової підтримки будівельних та інфраструктурних проєктів з 2020 року²⁰.

Світові ціни на зернові поступово підвищуватимуться на прогнозованому горизонті в умовах прискорення зростання світового споживання. Очікується, що світове виробництво пшениці в 2018/19 МР буде нижчим на 3.9% р/р²¹ через значно менший показник у РФ (на 17.6% р/р), ЄС (на 9% р/р), Австралії (на 17.8%), Туреччині (на 9.5% р/р). Частково нівелюватиме зниження врожаю його зростання у США (на 8.3%), Канаді (на 5.1%), Аргентині (на 5.4%), Індії, Ірані та Казахстані. Головною причиною зростання виробництва пшениці в низці країн є розширення зони вирощування, що компенсує більш слабкі врожайності. Як наслідок, за незначного зростання обсягів споживання запаси пшениці скоротяться на 4.4 % р/р у 2018/2019 МР. Водночас світове виробництво кукурудзи у 2018/19 МР зростає на 2.1% р/р, а споживання – на 4.3% р/р до рекордно високого рівня, що перевищить обсяги виробництва. Однак наявність необхідного рівня перехідних запасів дасть змогу компенсувати цю різницю.

На світовому ринку нафти очікується, що впродовж кількох років ціни коливатимуться в діапазоні 60 – 70 дол./бар. Прогнозується, що світовий попит на нафту в 2019 – 2020 роках зростатиме на 1.5 млн бар./добу щорічно²². Водночас зміна обсягів пропозиції нафти на ринку матиме схожу динаміку. Так, суттєве зростання видобутку нафти в США компенсуватиметься стримуванням видобутку в рамках виконання угоди ОПЕК+. Введення нафтових санкцій з боку США проти Ірану компенсуватиметься новими механізмами співпраці з боку ЄС та Китаю, які сумарно імпортують близько 50% іранської нафти. Зокрема, ЄС повідомив про плани створити спеціальну платіжну структуру для роботи з Іраном, Китай використовує торгівлю ф'ючерсами на нафту в китайських юанях.

Крім того, через введення нових правил ІМО²³, з одного боку, очікується зростання попиту на нафтопереробну продукцію високої якості, з іншого – частковий перехід на використання зрідженого природного газу. За таких умов додаткову пропозицію нафти формуватимуть Венесуела та Катар. Так, очікується відновлення поставок нафти з боку Венесуели (до 20 серпня 2019 року – до 1 млн бар./добу), що стане можливим завдяки підписаній угоді між Венесуелою та Китаєм. Катар, після виходу з 01 січня 2019 року з ОПЕК, планує збільшити видобуток нафти на 43% до 1.1 млн бар./добу.

За таких умов динаміка світових цін на основних товарних ринках поступово синхронізується. Асиметрія, що

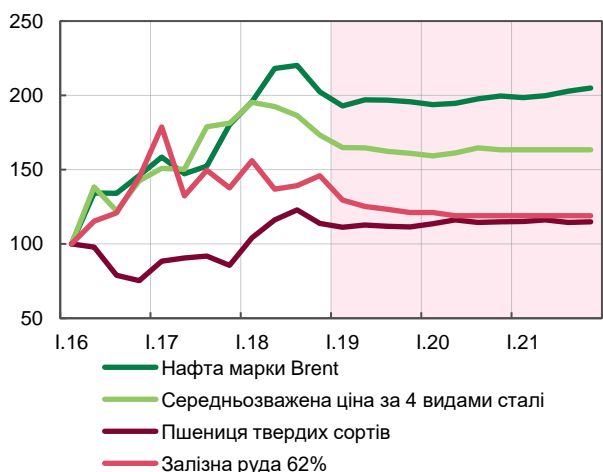
²⁰ За оцінками Fitch Ratings.

²¹ За прогнозом USDA, грудень 2018.

²² U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, січень 2019

²³ IMO (International Maritime Organization) - спеціалізоване агентство ООН з питань безпеки в морській галузі та недопущення забруднення морського середовища судами.

Графік 3.1.9. Індекси світових цін на окремі товари, I кв. 2016 = 100



Джерело: розрахунки НБУ.

спостерігалася протягом останніх років, була здебільшого викликана дією несистемних факторів, які формувалися на окремих ринках. Зокрема, до таких факторів належали: рекордні врожаї зернових, які змінювалися суттєвим зниженням врожайності; стрімке нарощення видобутку залізної руди в умовах зниження її собівартості. Натомість, починаючи з 2019 року очікується, що фундаментальним фактором впливу на всі товарні ринки буде зміна темпів зростання світової економіки та, відповідно, попиту на товари на тлі відносно сталих обсягів пропозиції.

3.2. Інфляційний розвиток

Як і раніше уповільнення споживчої інфляції до верхньої межі цільового діапазону прогнозується на початку 2020 року, а до середньострокового цільового рівня в 5% – наприкінці 2020 року.

Прогноз інфляції на 2019 рік залишається незмінним – 6.3%, проте динаміка її окремих компонентів частково переглянута. Дезінфляційні ефекти зниження світових цін на енергоресурси та зміцнення гривні будуть компенсовані збереженням тиску з боку зростання заробітних плат та більш стрімким підвищенням адміністративно-регульованих тарифів. Головними факторами зниження інфляції на прогнозованому горизонті будуть достатньо жорсткі монетарні умови та стримана фіскальна політика, що зумовлюватимуть уповільнення зростання споживчого попиту та повернення до від’ємного розриву ВВП. Відносно низька курсова волатильність та помірні темпи зростання вартості імпортованих товарів, у тому числі енергоносіїв і харчових продуктів, також стримуватимуть ціни на більшість компонентів споживчого кошика. Послаблюватиметься проінфляційний вплив зростання заробітних плат.

Графік 3.2.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Базова інфляція в 2019 році уповільниться до 5% через жорсткі монетарні умови та стриману фіскальну політику, а також послаблення проінфляційного впливу зростання заробітних плат. Такому сповільненню також сприятимуть вторинні ефекти від зниження інфляції продуктів харчування та палива. Темпи зростання цін на ринкові послуги хоча і уповільнюватимуться за рахунок послаблення тиску з боку заробітних плат, однак все ще забезпечуватимуть найбільший внесок у базову інфляцію.

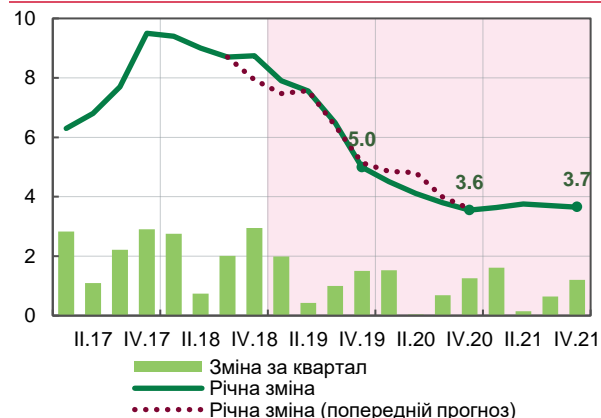
Водночас підвищення цін компонентів базового ІСЦ зі значною імпортованою складовою (одяг і взуття, комп’ютерна та побутова техніка тощо) буде незначним на тлі відносної стабільності НЕОК гривні.

У 2020 – 2021 роках базова інфляція продовжить уповільнюватися та не перевищуватиме 4% під впливом стриманого тиску з боку обмінного курсу, заробітних плат та сукупного попиту (індикатором останнього є збереження від’ємного розриву ВВП на прогнозованому горизонті).

Інфляція сирих продовольчих товарів як у поточному році, так і в середньостроковій перспективі, очікується у межах 3.0 – 3.5% за умов відсутності суттєвих шоків пропозиції, пов’язаних з урожаєм і зміною умов доступу до окремих зовнішніх ринків для українських виробників. Фактором стримування продовольчої інфляції в середньостроковій перспективі залишиться розвиток сільського господарства як результат інвестицій та зростання продуктивності в галузі.

Підвищення адміністративно регульованих цін у 2019 році переглянута до 13.6% (з 11.7% у попередньому прогнозі), що пов’язано з перенесенням підвищення цін на централізоване опалення та гарячу воду основними виробниками теплової енергії на січень поточного року (попередній прогноз враховував їх підвищення у грудні 2018 року). Також передбачається подальше зростання тарифів на газ для населення згідно з меморандумом

Графік 3.2.3. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.4. Ціни на сирі продовольчі товари, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.5. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

МВФ (чергове підвищення планується у II кварталі 2019 року).

Проте основний внесок в адміністративну інфляцію в поточному році очікується від подорожчання тютюнової продукції, що оцінюється в 19%, у зв'язку з оновленим графіком підвищення акцизів, встановленим у законі "Про Державний бюджет України на 2019 рік". У наступні роки темпи зростання цін на тютюн залишатимуться високими, хоч і уповільняться до 12%, що передусім визначатиметься подальшим підвищенням ставок акцизних зборів. Подорожчання алкогольної продукції прогнозується в межах 6 – 9% щорічно на прогнозному горизонті.

Зростання адміністративних цін уповільнюватиметься до 10.3% у 2021 році, проте все ще перевищуватиме рівень зростання цін за іншими компонентами споживчого кошика. Тарифи на газ, що впливають і на тарифи на опалення та гарячу воду, з 2020 року визначатимуться на основі імпортного паритету. Подальше підвищення заробітних плат для працівників комунальної сфери та муніципального транспорту також формуватиме суттєвий внесок у зростання адміністративно регульованих цін на прогнозному горизонті.

Суттєва корекція ціни на нафту в IV кварталі минулого року визначала перегляд прогнозу цін на паливо на українському ринку. Вже в I кварталі 2019 року очікується наближення річної зміни цін на паливо до нуля, що значною мірою визначатиме швидше зниження загальної інфляції порівняно з попереднім прогнозом. Подальше щорічне зростання цін на паливо оцінюється в 4 – 5% за припущення незмінності у акцизній політиці.

3.3. Попит і випуск

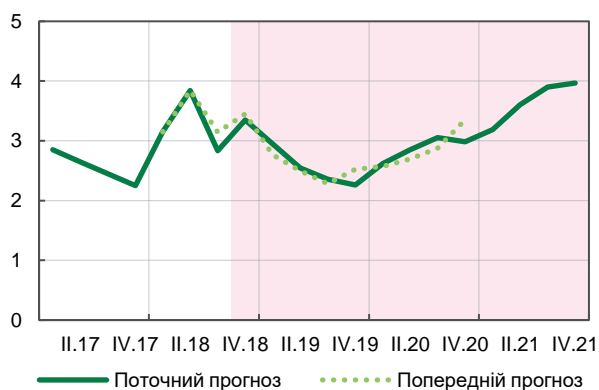
Після зростання економіки у 2018 році на 3.3%, у 2019 році зростання ВВП уповільниться до 2.5%, як прогнозувалося раніше. Основними стримуючими факторами будуть жорстка монетарна політика, необхідна для повернення інфляції до цільового діапазону, та стримана фіскальна політика через необхідність погашення значних обсягів державного боргу. Крім того, очікується зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році, що дав змогу сільському господарству забезпечити суттєвий внесок у зростання ВВП. Додатковим фактором буде поступове уповільнення зростання глобальної економіки та обсягів світової торгівлі, зокрема, через вплив протекціоністських заходів у світі.

Основним драйвером економічної активності залишиться приватне споживання, проте його зростання в поточному році уповільниться до 4.9%, відображаючи відповідне уповільнення зростання реальних доходів населення, зокрема заробітних плат, пенсійних виплат, а також грошових переказів з-за кордону.

Інвестиційна активність суттєво уповільниться, проте продовжить генерувати підвищений попит на інвестиційний імпорт. Відповідно, імпорт в реальному вимірі зростатиме швидше, ніж експорт, навіть на тлі відновлення експортоорієнтованого промислового виробництва та рекордних поставок зернових. Тому внесок чистого експорту у ВВП залишатиметься від'ємним, хоч і дещо зменшиться порівняно з попередніми роками.

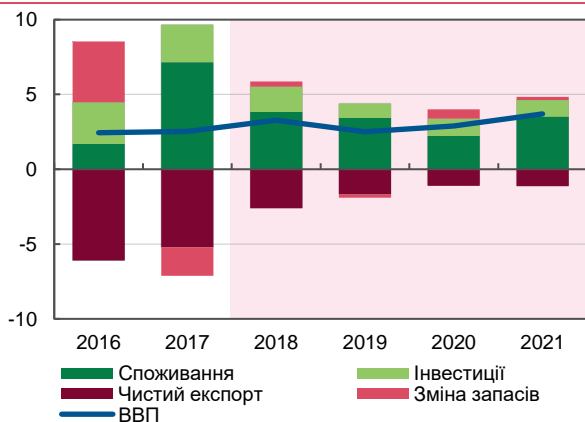
З наступного року зростання реального ВВП почне прискорюватися – до 2.9% та 3.7% у 2020 та 2021 роках відповідно. Цьому сприятимуть поступове пом'якшення монетарної політики, що стимулюватиме внутрішній попит, а також активізація інвестиційної активності на тлі стабілізації політичної ситуації.

Графік 3.3.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



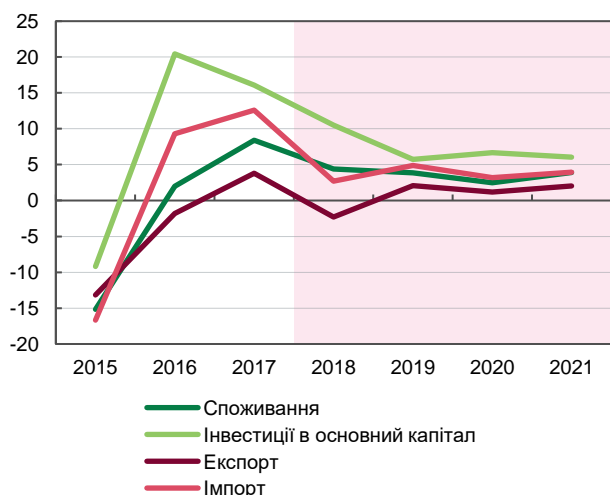
Джерело: розрахунки НБУ.

Основним фактором зростання економіки залишатиметься приватне споживання, однак в поточному році темпи його зростання дещо уповільняться – до 4.9%. Це зумовлюватиметься зниженням темпів зростання реальних зарплат, а також інших доходів населення (зокрема соціальних видатків бюджету та переказів трудових мігрантів). У 2021 році приватне споживання зросте майже на 5% на тлі пом'якшення монетарних умов та відновлення кредитної активності.

Інвестиційна діяльність у 2019 році суттєво уповільниться (до близько 6%) на тлі жорстких монетарних умов, а також нарощування політичної невизначеності під час виборчого циклу. У 2020 – 2021 роках з огляду на пом'якшення монетарної політики і стабілізацію політичної ситуації зростання інвестицій дещо прискориться. Вагомим фактором підвищення рівня інвестицій залишатиметься потреба в модернізації виробництва в експортоорієнтованих галузях для розширення доступу на зовнішні ринки. Зростання капітальних видатків бюджету на оновлення дорожньої інфраструктури також дасть змогу збільшити інвестиції. За такого розвитку інвестиційної діяльності частка валового нагромадження в основний капітал підвищиться до 19% ВВП у 2021 році (з 17% у 2018 році).

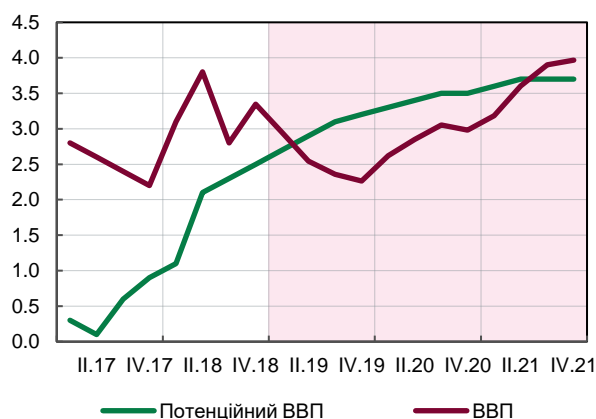
У 2019 році від'ємний внесок чистого експорту у ВВП скорочуватиметься насамперед за рахунок поступового зростання фізичних обсягів експорту. У 2019 році очікується його приріст приблизно на 2%, що передусім визначатиметься високими експортними поставками зернових минулорічного врожаю та нарощуванням поставок продукції металургії. У 2020 – 2021 роках темпи зростання фізичних обсягів експорту залишатимуться

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



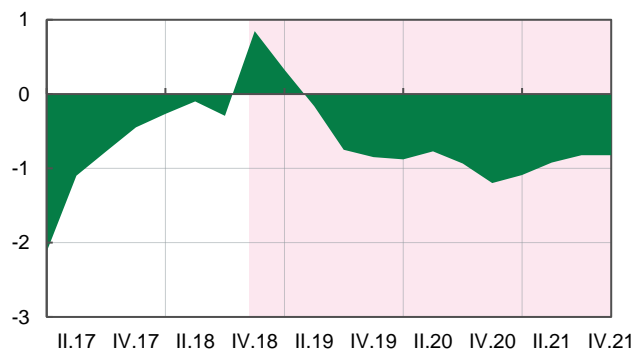
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.3.5. Розрив ВВП, % від потенційного ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

невисокими через менші, ніж в 2019 році, обсяги транзиту газу та експорту зернових.

Фізичні обсяги імпорту в поточному році зростуть майже на 5%, що значною мірою визначатиметься динамікою інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання (вагомий внесок очікується з боку "зеленої енергетики"). Споживчий попит на імпортовану продукцію з боку домогосподарств залишатиметься високим, проте його зростання уповільниться, як і зростання реальних зарплат в умовах стриманої фіскальної політики. У середньостроковій перспективі зростання фізичних обсягів імпорту уповільниться до 3 – 4% щороку на тлі поступового послаблення реального обмінного курсу.

Оцінка факторів потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

Зростання потенційного ВВП продовжить прискорюватися з 2.5% р/р (за оцінками НБУ станом на IV квартал 2018 року) до 3.7% р/р на кінець 2021 року. Підвищення сукупної продуктивності факторів виробництва, яке зумовлене конвергенцією економіки України до економік розвинених країн, залишатиметься ключовим чинником зростання потенційного ВВП.

Демографічні зміни залишатимуться серед основних факторів стримування зростання потенційного ВВП. Водночас НБУ очікує на сповільнення міграційних процесів, що зменшуватиме негативний вплив на темпи зростання потенційного ВВП.

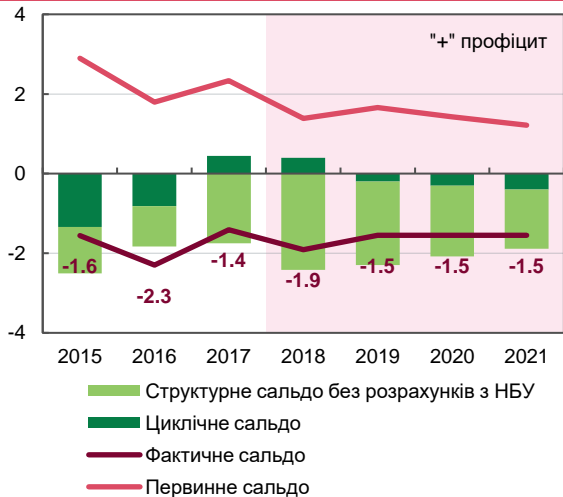
У III кварталі 2018 року від’ємний внесок змін капіталу в зміну потенційного ВВП знизився до нуля внаслідок зростання частки капітальних інвестицій у ВВП у попередніх роках. Надалі очікується, що внесок капіталу в зростання потенційного ВВП буде додатним та поступово збільшуватиметься на прогнозованому горизонті завдяки перевищенню накопичень основного капіталу над рівнем амортизації.

Сприятливі умови торгівлі, пожвавлення споживчого та інвестиційного попиту зумовили закриття від’ємного розриву ВВП у III кварталі 2018 року. А в IV кварталі утворився додатний розрив ВВП (майже 1%) через доходи від високого урожаю зернових та зниження цін на енергоносії. Однак жорстка монетарна політика, уповільнення зовнішнього попиту та менш сприятливі умови торгівлі (порівняно з 2018 роком) призведуть до повернення з II кварталу 2019 року розриву ВВП до від’ємних значень. На всьому прогнозованому горизонті від’ємний розрив випуску коливатиметься на рівні близько 1% від потенційного ВВП.

Фіскальна політика

У поточному році та середньостроковій перспективі прогнозується більш жорстка фіскальна політика, ніж у 2018 році, що стримуватиме як сукупний попит, так й інфляцію. Очікується, що через настання періоду пікових виплат за зовнішнім державним боргом уряд буде

Графік 3.3.6. Зведений бюджет, % ВВП



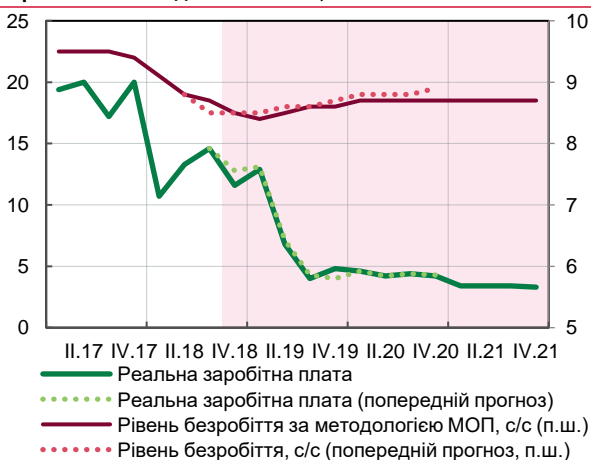
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.3.7. Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.3.8. Реальна заробітна плата, % р/р, та рівень безробіття за методологією МОП, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

обмежений у нарощуванні дефіциту до рівня 1.5% ВВП. Отримання коштів від МВФ та пов'язаного з цим фінансування від інших офіційних кредиторів дасть змогу зберегти доступ до міжнародних ринків капіталу на прогнозованому горизонті та рефінансувати частину боргу.

Податкові доходи зведеного бюджету в 2019 році збільшаться на 11%. Найвищі темпи зростання очікуються від ПДФО через високі темпи підвищення номінальної заробітної плати в економіці. Водночас суттєво зростуть і бюджетні видатки на оплату праці, а загалом зростання державних видатків соціального характеру (разом з пенсійним забезпеченням) становитиме близько 12%, що буде вагомим фактором підтримки внутрішнього споживчого попиту. Капітальні видатки зведеного бюджету на всьому прогнозованому горизонті очікуються близькими до 3.5% ВВП, цьому сприятиме політика уряду з відновлення дорожньої інфраструктури.

Збереження високих темпів зростання номінального ВВП, низька волатильність обмінного курсу та постійний первинний профіцит бюджету (понад 1% ВВП щорічно) дадуть змогу зменшити державний та гарантований державою борг нижче 60% ВВП на прогнозованому горизонті.

Доходи населення та безробіття

Усе ще високий рівень безробіття (8.5 – 8.7% за методологією МОП) на прогнозованому горизонті обумовлюватиметься повільними темпами зростання економіки на тлі жорсткої монетарної та фіскальної політики. Уповільнення міграційних процесів та вирівнювання диспропорцій на ринку праці знижуватимуть тиск на зростання заробітних плат.

Темпи зростання середньої номінальної заробітної плати уповільнюватимуться (з близько 16% у поточному році до 9% у 2021 році) як за рахунок послаблення впливу робочої сили в країні ЄС, так і зниження темпів конвергенції зарплат. Реальні зарплати зростуть на 7% у 2019 році і надалі їх щорічне зростання уповільниться до близько 4%.

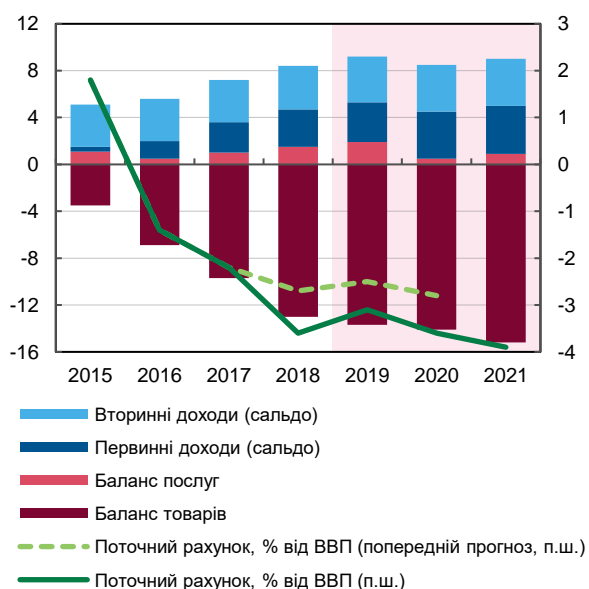
3.4. Платіжний баланс

Після розширення у 2018 році до 3.6% ВВП дефіцит поточного рахунку коливатиметься у межах 3-4% ВВП на прогнозованому горизонті. У 2019 році він звузиться до 3.1% ВВП завдяки рекордному врожаю кукурудзи попереднього року та зниженню цін на енергоносії. У 2020 – 2021 роках дефіцит поточного рахунку дещо розшириться внаслідок скорочення обсягів транзиту газу, вичерпання ефектів рекордного врожаю 2018 року та зростання інвестиційного імпорту після зниження політичної невизначеності. Розширення торговельного дефіциту частково компенсуватиметься збільшенням приватних грошових переказів у результаті зростання доходів трудових мігрантів за кордоном.

Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з МВФ та відповідно відносно сприятливі умови доступу до міжнародних ринків капіталу. Водночас збереження відносно жорсткої монетарної політики сприятиме припливу боргового капіталу, що разом із продовженням надходження ПІІ фінансуватиме дефіцит поточного рахунку. Значні виплати за зовнішнім державним боргом у 2019 – 2021 роках будуть частково рефінансовані за рахунок зовнішніх офіційних залучень та розміщень ОЗДП.

У результаті обсяги міжнародних резервів стабілізуються на поточному рівні (близько 21 млрд дол.) на прогнозованому горизонті.

Графік 3.4.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



Джерело: НБУ.

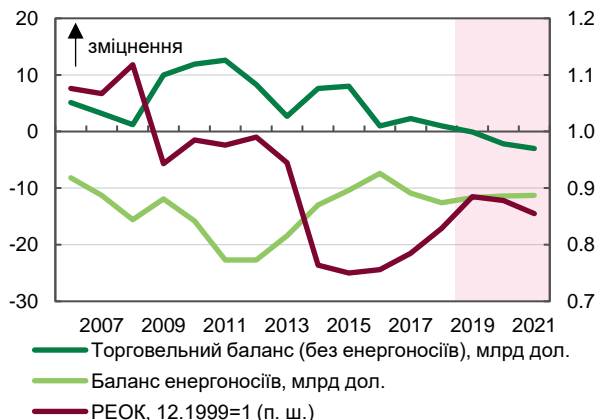
У 2019 році дефіцит поточного рахунку звузиться до 3.1% ВВП (порівняно з 3.6% ВВП у 2018 році) передусім через зниження цін на енергоносії та рекордний урожай кукурудзи 2018 року. У 2020 – 2021 роках зменшення обсягів транзиту газу, вичерпання ефектів врожаю 2018 року на тлі високого інвестиційного імпорту зумовлять незначне розширення дефіциту поточного рахунку, яке не перевищуватиме 4% ВВП.

Зростання експорту в 2019 – 2021 роках забезпечуватиметься передусім збільшенням обсягів поставок продукції металургії, насамперед на азійські ринки. У 2019 році темпи зростання експорту товарів уповільняться до 2% на тлі зниження середньорічних світових цін на сировинні товари. Водночас зростання фізичних обсягів експорту прискориться завдяки рекордному врожаю кукурудзи та зростанню попиту на металургійну продукцію. Зростання експорту машинобудування стримуватиметься запровадженням з боку РФ (з 29 грудня 2018 року) додаткового обмеження на імпорт передусім продукції машинобудування українського виробництва.

У 2020 – 2021 роках зростання експорту товарів прискориться до 3% насамперед завдяки нарощуванню поставок металургійної та машинобудівної продукції внаслідок зростання світового попиту.

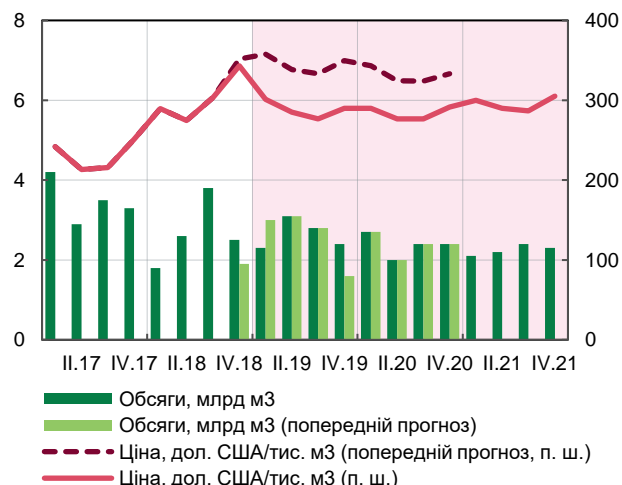
Темпи зростання імпорту товарів у 2019 – 2021 роках уповільняться до 3-4% (порівняно з 14% у 2018 році). У 2019 році енергетичний імпорт скорочуватиметься насамперед через зниження цін на енергоресурси. Подальше скорочення у 2020 – 2021 роках зумовлюватиметься зменшенням обсягів імпортованого газу завдяки нарощуванню обсягів внутрішнього видобутку та подальшому запровадженню енергозберігаючих технологій. Сповільнення зростання неенергетичного імпорту до 5-6% (порівняно з 14% у 2018 році) відбуватиметься внаслідок зниження темпів зростання споживчого попиту на тлі жорсткої фінансової політики. З 2020 року, з одного боку, очікується зменшення інвестицій в альтернативну енергетику, а з

Графік 3.4.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



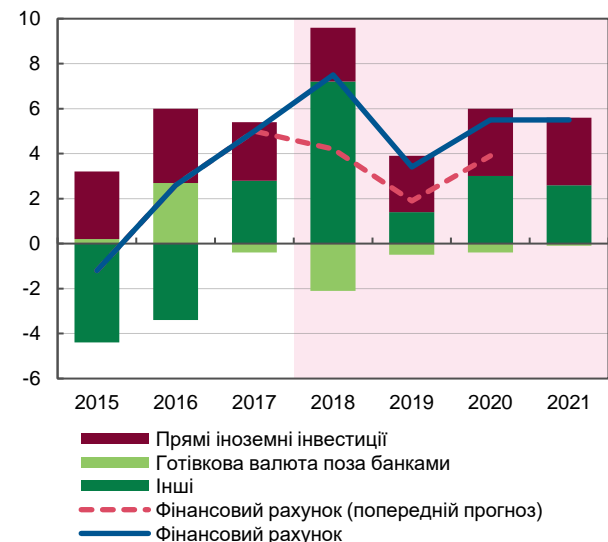
Джерело: НБУ.

Графік 3.4.3. Імпорт газу



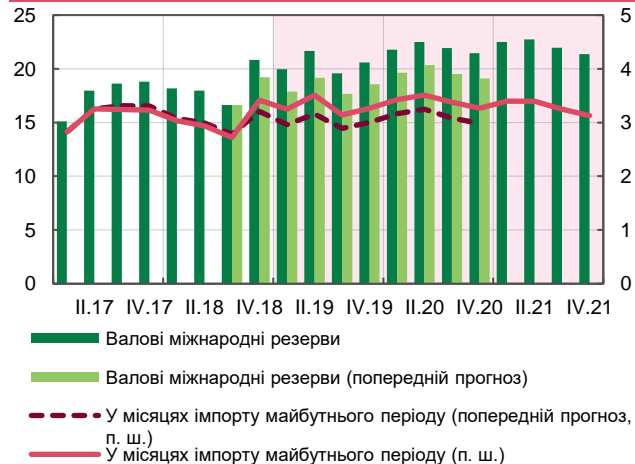
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Графік 3.4.5. Міжнародні резерви



Джерело: НБУ.

іншого – активізація інвестиційної активності після зниження політичних ризиків.

У результаті у 2019 – 2021 роках торговельний баланс без урахування енергоносіїв буде зведено з дефіцитом. Розширення такого дефіциту стримуватиметься поступовою девальвацією РЕОК гривні.

У 2019 році триватиме розширення профіциту торгівлі послугами через подальше зростання експорту транспортних та ІТ-послуг. Проте вже з 2020 року очікується його звуження внаслідок зменшення обсягів транзиту газу майже вдвічі.

У 2019 – 2021 роках темпи зростання грошових переказів від трудових мігрантів сповільняться через зниження інтенсивності міграційних процесів. Зростання переказів майже повністю визначатиметься динамікою доходів трудових мігрантів за кордоном.

На прогнозному горизонті виплати за нарахованими дивідендами залишаться на рівні попереднього року – близько 3 – 3.5 млрд дол. на тлі подальшої лібералізації руху капіталу.

Чисті надходження за фінансовим рахунком у 2019 – 2021 роках забезпечуватимуться приватним сектором. Жорстка монетарна політика та продовження програми співпраці з МВФ (що буде позитивним сигналом для інвесторів) сприятимуть припливу боргового капіталу, насамперед до реального сектору.

Після збільшення готівкової валюти поза банками у 2018 році на 2.1 млрд дол. на прогнозному горизонті очікується значне уповільнення її зростання на тлі високих процентних ставок за депозитами в національній валюті та низької волатильності обмінного курсу.

Надходження до державного сектору від зовнішніх донорів у 2019 – 2021 роках (МВФ – 6.5 млрд дол., ЄС та СБ – по 1.6 млрд дол.) разом із розміщенням ОЗДП на суму 8.5 млрд дол. дадуть змогу рефінансувати більшу частину виплат за зовнішніми зобов'язаннями.

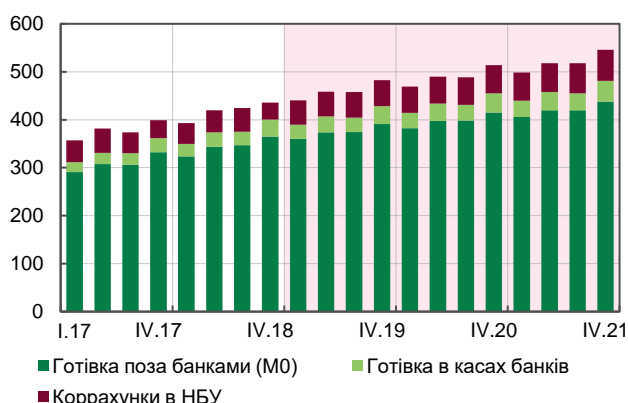
Невеликий дефіцит зведеного платіжного балансу протягом прогнозного періоду буде профінансовано за рахунок чистих надходжень коштів від МВФ. У результаті міжнародні резерви на прогнозному горизонті залишаться на рівні кінця 2018 року (близько 21 млрд дол.). Станом на кінець 2021 року вони покриватимуть 3.1 місяця імпорту майбутнього періоду, та становитимуть близько 70% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів.

3.5. Монетарні умови та фінансові ринки

На прогнозованому горизонті очікується подальше проведення досить жорсткої монетарної політики для забезпечення зниження інфляції до цільового рівня в 2020 році. Водночас за базовим сценарієм така жорсткість буде поступово зменшуватись на тлі послаблення інфляційного тиску.

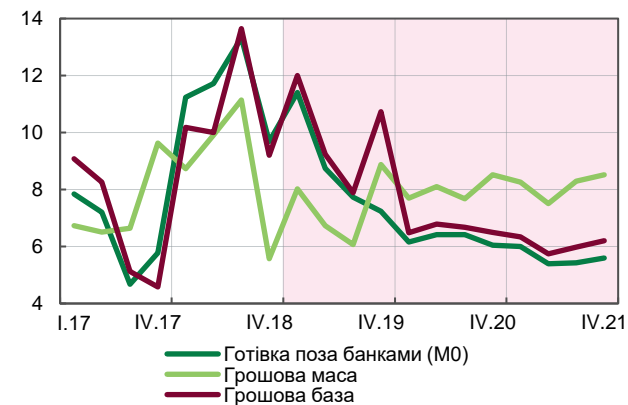
Очікується зниження ліквідності банківської системи, що відобразиться на основних операціях НБУ з регулювання ліквідності. Головними чинниками такого зниження буде здійснення урядом значних виплат за зовнішніми зобов'язаннями упродовж наступних двох років та збільшення готівки в обігу на тлі зростання трансакційного попиту. Це зумовить зростання попиту банків на кредити рефінансування та зменшення обсягу випуску депозитних сертифікатів НБУ. У період переходу з одного стану ліквідності в інший її позиція може бути нестійкою (детальніше у вставці "[Реалізація монетарної політики НБУ в умовах нестійкої структурної позиції ліквідності банківської системи](#)").

Графік 3.5.1. Грошова база (компоненти), млрд грн



Джерело: НБУ.

Графік 3.5.2. Монетарні показники, % р/р



Джерело: НБУ.

Графік 3.5.3. Індекс РЕОКУ гривні, IV.16=1



Джерело: НБУ.

Незважаючи на розвиток безготівкових розрахунків, попит на готівку підтримується підвищенням реальних доходів населення та рівня цін. Очікується збільшення готівки в касах банків з огляду на поширення використання платіжних карток та відповідно збільшення необхідних для цього готівкових коштів у банкоматах. Разом зі зростанням коррахунків банків це призведе до приросту грошової бази на рівні 11% у 2019 році та понад 6% у 2020 та 2021 роках.

У 2019 році передбачається продовження припливу депозитів у національній валюті за рахунок досить високих реальних процентних ставок. Очікується, що темпи приросту депозитів (9-10%) будуть вищими, ніж готівки (6-7%). У результаті очікується приріст грошової маси на прогнозованому горизонті на рівні близько 9%. Відновлення кредитної активності банків також буде підтримувати приріст грошової маси. Однак зростання кредитів буде стриманим через усе ще високі ризики інституційного характеру та значну частку проблемної заборгованості.

Очікується звуження ліквідності банківської системи протягом кількох наступних років. Це зумовлено значними виплатами уряду за зовнішніми зобов'язаннями та зростанням готівки в обігу. Зміна ліквідності значною мірою залежатиме також від джерел надходження коштів уряду для виплати боргу. У період переходу з одного стану в інший позиція ліквідності може бути нестійкою. За таких умов спрямованість основних операцій НБУ з регулювання ліквідності (її надання або вилучення) визначатиметься структурною позицією ліквідності банківської системи. У подальшому її рівень залежатиме від попиту на готівку, впливу фіскальних чинників та операцій НБУ на валютному ринку.

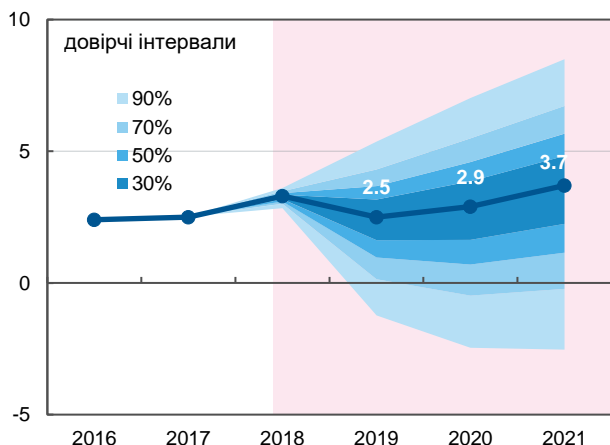
Зниження інфляційного тиску супроводжуватиметься поступовим пом'якшенням монетарних умов, що в свою чергу сприятиме послабленню РЕОК гривні у 2020-2021 роках. Ключова ставка в реальному вираженні знижуватиметься з поточного (9-10%) до нейтрального рівня (близько 3%)²⁴ у середньостроковій перспективі.

²⁴ Груй А., Лепушинський В., Ніколайчук С. Нейтральна реальна відсоткова ставка в умовах малої відкритої економіки: застосування для України // Вісник Національного банку України, № 243, 1/2018. <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=69524810>

3.6. Ризики прогнозу

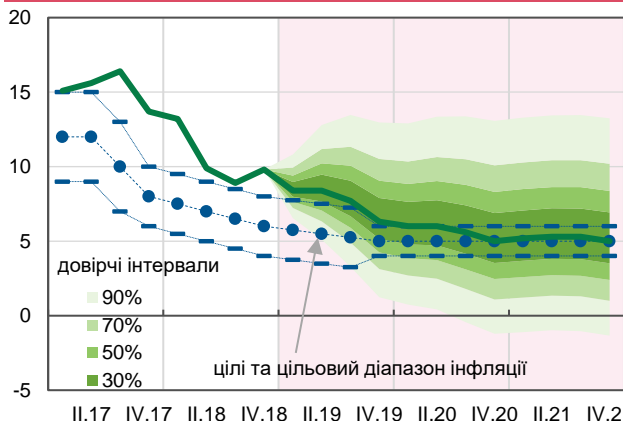
Основні ризики для базового сценарію макроекономічного прогнозу лежать у площині погіршення інфляційних очікувань на тлі розгортання нового політичного циклу та турбулентного зовнішнього середовища.

Графік 3.6.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ

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

Ризики погіршення девальваційних та інфляційних очікувань генеруються традиційним посиленням невизначеності в рік проведення виборів. Таким чином, залежно від перебігу подій на політичній арені можуть погіршитися інфляційні очікування економічних агентів та з'явитися потреба у відповідній реакції монетарної політики.

Імовірність реалізації ризику більш стрімкого уповільнення світової економіки дедалі зростає. Посилення геополітичних конфліктів та збільшення протекціоністських заходів на тлі очікуваного делевериджу економіки Китаю виступають стримуючим фактором зростання зовнішньої торгівлі та зниження цін на світових товарних ринках. Крім того, останнім часом посилюються ризики суттєвого уповільнення економічної активності в країнах ЄС, насамперед у найбільших економіках – Німеччині, Італії, Франції. Вагомими факторами цього стали: складнощі із запровадженням нових екологічних стандартів у автомобілебудуванні на тлі погіршення умов зовнішньої торгівлі в Німеччині, політична турбулентність в умовах високого боргового навантаження в Італії та протестів "жовтих жилетів" у Франції. Додатковим фактором є невизначеність щодо реалізації виходу Великобританії з ЄС. У результаті зростають ризики погіршення зовнішніх умов для України, що обумовлюватиме, з одного боку, зниження валютних надходжень у країну, а з іншого – уповільнення зростання внутрішньої економіки. Відповідь монетарної політики залежатиме від балансу між ефектами послаблення валюти та охолодження економічної активності.

Знову посилюються ризики, пов'язані з російською агресією проти України. Хоча ситуація з доступом до азовських портів нормалізувалась, ризики ускладнення перевезень Азовським морем залишаються високими.

Також залишається значна невизначеність щодо обсягів транзиту газу через Україну з 2020 року внаслідок будівництва обхідних газопроводів до Європи.

Абревіатури та скорочення

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

Макроекономічний прогноз (Січень 2019)

Показники	2015				2016				2017				2018				2019				2020				2021							
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4				
Реальний сектор, %/р, якщо не зазначено інше	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Номинальний ВВП, млрд грн	1 989	2 385	2 984	700	807	994	1 051	3 553	3 540	797	902	1 105	1 160	3 965	3 950	875	989	1 211	1 261	4 336	4 320	953	1 081	1 327	1 383	4 744						
Реальний ВВП	-9.8	2.4	2.5	3.1	3.8	2.8	3.3	3.3	3.4	2.9	2.5	2.4	2.3	2.5	2.5	2.6	2.9	3.1	3.0	2.9	2.9	3.2	3.6	3.9	4.0	3.7						
Дефіцит ВВП	38.9	17.1	22.1	14.9	17.0	16.1	13.3	15.3	14.8	10.5	9.0	8.0	8.0	8.9	8.9	7.0	6.5	6.0	5.5	6.3	6.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5						
ІСЦ (середнє за період)	48.7	13.9	14.4	-	-	-	-	10.9	10.9	-	-	-	-	8.1	8.8	-	-	-	-	5.7	5.6	-	-	-	-	5.2						
ІЦР (середнє за період)	36.0	20.5	26.4	-	-	-	-	17.4	18.1	-	-	-	-	9.6	12.5	-	-	-	-	7.3	7.8	-	-	-	-	7.8						
ІСЦ (на кінець періоду)	43.3	12.4	13.7	13.2	9.9	8.9	9.8	9.8	10.1	8.4	8.4	7.7	6.3	6.3	6.3	6.0	6.0	5.6	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.3	5.0	5.0						
Базова інфляція	34.7	5.8	9.5	9.4	9.0	8.7	8.7	8.7	7.9	7.9	7.6	6.5	5.0	5.0	5.1	4.5	4.1	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.7						
Небазова інфляція	49.7	17.5	19.4	17.9	10.3	8.8	10.7	10.7	13.0	9.1	9.8	9.3	8.1	8.1	7.9	8.1	8.7	8.0	7.0	7.0	6.9	7.2	7.3	7.3	6.9	6.9						
Сирі товари	40.7	1.2	23.5	23.3	5.2	0.8	3.3	3.3	4.9	1.2	3.0	3.1	3.4	3.4	4.0	3.9	5.5	4.6	3.0	3.0	3.1	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0						
Адміністративно регульовані ціни	64.4	34.6	16.1	13.6	13.2	13.5	18.0	18.0	18.4	18.0	18.0	17.7	13.6	13.6	11.7	12.7	12.7	11.8	11.1	11.1	10.8	11.0	10.6	10.6	10.3	10.3						
ІЦВ (на кінець періоду)	25.4	35.7	16.5	15.9	18.4	18.9	14.2	14.2	17.2	11.9	10.5	7.6	8.2	8.2	8.7	6.6	7.3	7.2	7.6	7.6	8.2	7.6	8.0	8.0	7.3	7.3						
Фіскальний сектор																																
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн	-30.9	-54.8	-42.1	-	-	-	-	-67.8	-69.1	-	-	-	-	-61.4	-58.3	-	-	-	-	-67.2	-64.5	-	-	-	-	-73.5						
% ВВП	-1.6	-2.3	-1.4	-	-	-	-	-1.9	-2.0	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-1.5	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5						
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн	-17.0	-50.3	-38.4	-	-	-	-	-72.8	-69.3	-	-	-	-	-59.6	-57.3	-	-	-	-	-63.7	-63.8	-	-	-	-	-70.9						
% ВВП	-0.9	-2.1	-1.3	-	-	-	-	-2.0	-2.0	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-1.5						
Платіжний баланс (за аналітичною формою НБУ)																																
Поточний рахунок, млрд дол	1.6	-1.3	-2.4	-0.6	0.0	-2.7	-1.3	-4.7	-3.4	-1.0	-1.0	-1.8	-0.7	-4.5	-3.5	-1.7	-1.3	-1.7	-1.0	-5.6	-4.2	-1.4	-1.3	-1.9	-1.5	-6.2						
Фінансовий рахунок, млрд дол	1.2	-2.6	-5.0	-0.3	-0.6	-2.0	-4.6	-7.5	-4.2	-0.7	-1.9	-0.3	-0.5	-3.4	-1.9	-2.5	-2.0	-0.6	-0.5	-5.5	-3.9	-2.1	-1.6	-0.7	-1.1	-5.5						
Зведений баланс, млрд дол	0.8	1.3	2.6	-0.3	0.6	-0.7	3.3	2.9	0.8	-0.4	1.0	-1.5	-0.2	-1.1	-1.6	0.7	0.7	-1.0	-0.5	-0.1	-0.4	0.7	0.2	-1.2	-0.5	-0.7						
Валові резерви, млрд дол	13.3	15.5	18.8	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	19.2	20.0	21.7	19.6	20.6	20.6	18.6	21.8	22.5	21.9	21.4	21.4	19.1	22.5	22.7	21.9	21.4	21.4						
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.0	3.0	3.2	3.0	2.9	2.7	3.4	3.4	3.2	3.2	3.5	3.1	3.3	3.3	3.0	3.4	3.5	3.4	3.3	3.3	3.0	3.4	3.4	3.2	3.1	3.1						
Експорт товарів, річна зміна (%)	-29.9	-5.3	18.3	8.6	14.8	6.3	7.4	9.2	10.3	4.0	-0.4	2.6	0.5	1.6	-1.0	-0.7	0.6	5.9	6.3	3.1	4.4	3.9	3.8	4.0	2.0	3.4						
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-32.6	4.2	21.9	12.8	14.7	17.4	11.5	14.0	12.1	10.2	7.5	-2.0	-3.4	2.5	2.0	2.9	0.7	3.6	5.2	3.1	2.6	2.7	4.3	4.9	5.5	4.4						
Монетарні рахунки (зміна з початку року, %)																																
Грошова база, %	0.8	13.6	4.6	-1.5	5.2	6.3	9.2	9.2	12.2	1.1	5.3	5.1	10.7	10.7	6.9	-2.8	1.5	1.2	6.5	6.5	6.0	-3.0	0.8	0.7	6.2	6.2						
Грошова маса, %	3.9	10.9	9.6	-3.3	0.3	3.4	5.6	5.6	9.6	-1.1	1.4	3.8	8.9	8.9	8.7	-2.1	0.7	2.7	8.5	8.5	8.3	-2.4	-0.2	2.5	8.5	8.5						
Швидкість обертання (на кінець року, разів)	2.0	2.2	2.5	-	-	-	-	2.8	2.7	-	-	-	-	2.9	2.7	-	-	-	-	2.9	2.8	-	-	-	-	2.9						