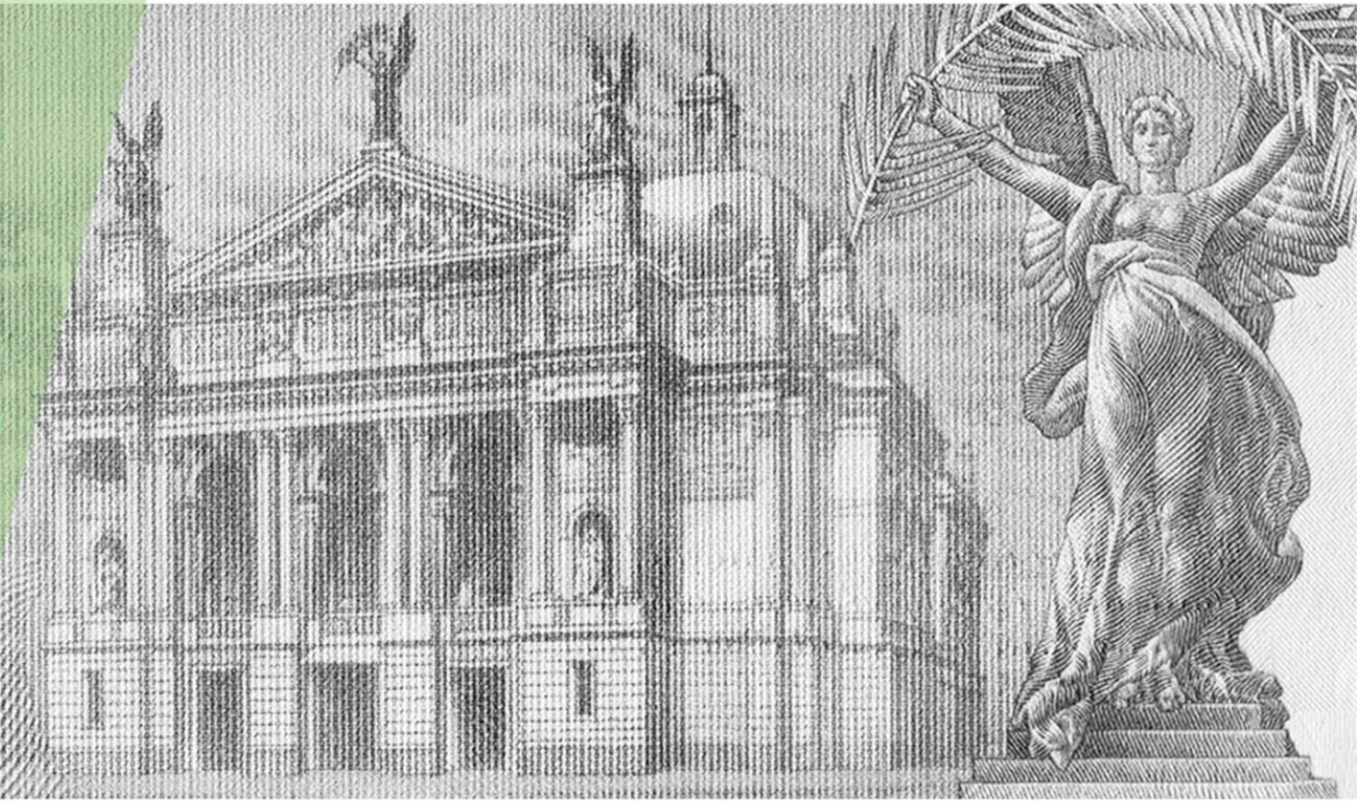




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Січень 2020 року



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

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

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

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

Рішення щодо облікової ставки Правління НБУ приймає вісім разів на рік відповідно до опублікованого заздалегідь графіка. На засіданнях у січні, квітні, липні та жовтні рішення приймаються на підставі нового макроекономічного прогнозу. На інших чотирьох засіданнях (у березні, червні, вересні та грудні) – на підставі оцінки ризиків та невизначеності з урахуванням нової інформації про внутрішні та зовнішньоекономічні події, яка з'явилася після останнього прогнозу.

Рішення щодо облікової ставки оголошується на прес-брифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління з питань монетарної політики. Через тиждень після цього в Інфляційному звіті публікується детальний макроекономічний аналіз і прогноз, на підставі якого приймаються рішення щодо облікової ставки. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-й день після ухвалення рішення. На відміну від прес-релізів щодо рішень із монетарної політики, які відображають консенсусну позицію Правління Національного банку, "Підсумки дискусії" містять знеособлену позицію всіх членів КМП щодо необхідного монетарного рішення та відповідну аргументацію, причому не лише більшості членів, а й альтернативні думки.

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 – 31 січня 2020 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 30 січня 2020 року схвалені на засіданні Правління НБУ з питань монетарної політики¹.

З попередніми випусками Інфляційного звіту, презентацією до Інфляційного звіту, прогнозом основних макроекономічних показників, а також часовими рядами та даними таблиць і графіків Інфляційного звіту можна ознайомитися за посиланням: <https://bank.gov.ua/monetary/report>.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 30 січня 2020 року № 77-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	10
2.1. Інфляційний розвиток	10
Вставка 1. Оцінка прогнозу інфляції	13
2.2. Попит і випуск	15
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	18
2.4. Фіскальний сектор	21
Вставка 2. Державний бюджет України у 2020 році	23
2.5. Платіжний баланс	25
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	28
Вставка 3. Публікація прогнозу облікової ставки: вплив на форвардні ставки	31
Додаток. Макроекономічні ефекти зміцнення гривні.	33
Частина 3. Економіка України: прогноз	38
3.1. Інфляційний розвиток	38
3.2. Попит і випуск	40
Вставка 4. Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики	43
3.3. Платіжний баланс	45
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	47
Вставка 5. Переоцінка нейтральної процентної ставки	48
3.5. Ризики прогнозу	49
Вставка 6. Ризики для світової економіки через поширення коронавірусу	51
Абревіатури та скорочення	53

Головне

Інфляційний тиск знижувався завдяки послідовній монетарній політиці

У 2019 році споживча інфляція сповільнилася до 4.1% (з 9.8% у 2018 році) – найнижчого рівня за останні шість років. НБУ досягнув середньострокової інфляційної цілі $5\% \pm 1$ в. п., яку декларував із 2015 року. Зазначене зумовлювалося зниженням фундаментального інфляційного тиску, що знайшло відображення у сповільненні базової інфляції (до 3.9% р/р). Зниження інфляції до цілі у 2019 році відбулося насамперед завдяки послідовній монетарній політиці НБУ, спрямованій на досягнення цінової стабільності, у поєднанні з виваженою фіскальною політикою.

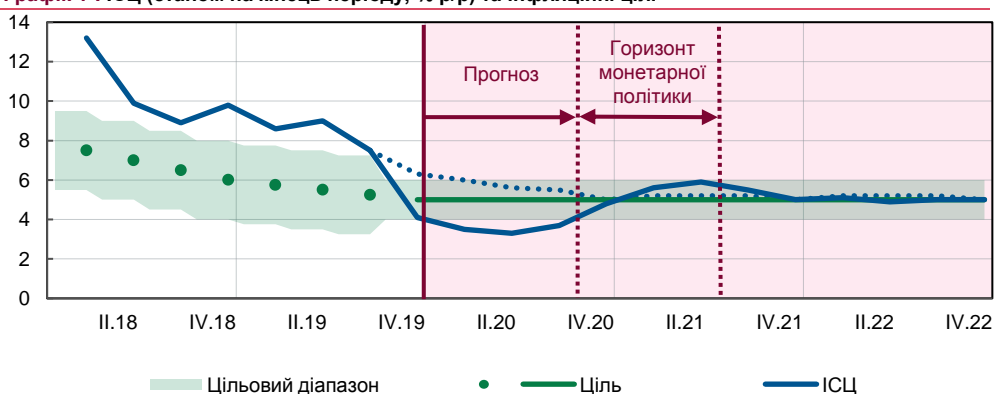
Вирішальний вплив на стрімке сповільнення інфляції мало зміцнення курсу гривні завдяки профіциту іноземної валюти на ринку, який утримувався впродовж переважної частини минулого року. У свою чергу, розширення пропозиції валюти було зумовлено високими обсягами продажів валютної виручки експортерами і жвавим інтересом іноземних інвесторів до гривневих облігацій уряду. На тлі тривалого збереження макроекономічної стабільності за привабливої дохідності портфель ОВДП в національній валюті у власності нерезидентів збільшився на 4.3 млрд дол. протягом 2019 року. З іншого боку, зростання продуктивності економіки, насамперед у сільському господарстві та, як наслідок, черговий рекордний урожай зернових та олійних культур забезпечили високі експортні надходження. Сприяло зростанню профіциту валюти в Україні і поліпшення умов торгівлі завдяки більш глибокому падінню світових цін імпорту порівняно із цінами на експортні товари.

Крім курсового, чинниками послаблення інфляції були поліпшення інфляційних очікувань, здешевлення палива та послаблення тиску з боку пропозиції продуктів харчування й адміністративної складової інфляції. Попри це, залишався тиск із боку споживчого попиту і швидкого зростання заробітних плат, про що свідчило лише помірне сповільнення зростання вартості послуг.

Споживча інфляція повернеться в межі цільового діапазону наприкінці 2020 року і надалі утримуватиметься на рівні 5%

Уповільнення інфляції, за попередніми оцінками НБУ, тривало й у січні. Споживча інфляція більшу частину 2020 року перебуватиме нижче цільового діапазону $5\% \pm 1$ в. п. У IV кварталі вона прискориться і становитиме 4.8% у грудні та, відповідно, повернеться в цільовий діапазон.

Графік 1². ІСЦ (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційні цілі



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ефекти від зміцнення курсу гривні у 2019 році й надалі відобразатимуться на вартості імпортованих товарів і товарів із високою часткою імпорту в собівартості, а також сприятимуть зниженню інфляційних очікувань. Фундаментальний інфляційний тиск залишатиметься слабким: триватиме сповільнення базової інфляції (до 3.5% на кінець 2020 року). Збереження відносно невисоких цін на енергоносії на світових ринках стримуватиме подорожчання палива на внутрішньому ринку. Продовольча інфляція за відсутності шоків пропозиції буде незначною завдяки очікуваному підвищенню

² Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

врожайності овочів та фруктів. Дещо вищими будуть лише темпи зростання адміністративно-регульованих цін, насамперед через подальше приведення акцизів на тютюнові вироби до європейських рівнів. Утім, рішення уряду, спрямовані на зниження тарифів у сфері ЖКГ на тлі низької вартості енергоносіїв, стримуватимуть адміністративну інфляцію.

У 2021–2022 роках інфляція внаслідок пом'якшення монетарної політики перебуватиме на рівні середньострокової цілі $5\% \pm 1$ в. п. Збереженню стабільно низьких темпів інфляції й надалі сприятимуть:

- виважена фіскальна політика;
- відносно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках;
- підвищення продуктивності української економіки.

У 2019 році українська економіка зростала стійкими темпами

У 2019 році зростання реального ВВП, за оцінками НБУ, становило 3.3% р/р, практично на рівні 2018 року. Вагомими чинниками цього були поживлення приватного споживання на тлі підвищення зарплат, пенсій та поліпшення споживчих настроїв, а також високі темпи зростання інвестицій. У свою чергу, це позначилося на зростанні торгівлі, транспорту, будівництва та низки секторів послуг. Черговий рекордний урожай зернових та олійних культур був вагомим драйвером зростання ВВП та експорту. За результатами року слабкими були показники промисловості через вплив несприятливої зовнішньої цінової кон'юнктури, послаблення цінової конкурентоспроможності на тлі зміцнення РЕОК та теплої погоди. Зростання економіки у 2019 році сприяло збільшенню попиту на робочу силу, що привело до скорочення безробіття та підвищення зайнятості.

У 2019 році дефіцит поточного рахунку істотно звузився (до 0.7% ВВП). Значною мірою цьому сприяло отримання НАК "Нафтогаз" компенсації від ПАТ "Газпром" відповідно до рішення Стокгольмського арбітражу. Однак і без урахування цих коштів дефіцит поточного рахунку звузився завдяки меншому дефіциту зовнішньої торгівлі товарами, стійкому зростанню експорту послуг, меншим обсягам репатріації дивідендів. Завдяки припливу капіталу, забезпеченому державним сектором, та збільшенню залучень реального сектору у другій половині року, валові резерви зросли до найвищого рівня з кінця 2012 року (25.3 млрд дол. станом на кінець 2019 року або 3.8 місяці майбутнього імпорту).

Зростання економіки України поступово прискорюватиметься до 4% у 2021–2022 роках

Економічне зростання у 2020 році прискориться до 3.5% у 2020 році та 4% – у наступні роки. Цьому сприятиме пом'якшення монетарної політики. Високий рівень приватного споживання та інвестицій залишатиметься основним рушієм економічного зростання. Водночас внесок чистого експорту у ВВП й надалі буде від'ємним через значну потребу реального сектору економіки в інвестиційному імпорті.

Досить високі темпи зростання реальних доходів населення зумовлять подальше скорочення розриву в заробітних платах порівняно із сусідніми країнами. Це й надалі підвищуватиме зацікавленість українців у працевлаштуванні в Україні, а не за кордоном.

Фіскальна політика на прогнозованому горизонті буде близькою до нейтральної і не створюватиме тиску на інфляцію та економічне зростання. Дефіцит СЗДУ щороку зберігатиметься на рівні близько 2% ВВП та значною мірою фінансуватиметься за рахунок випуску урядом цінних паперів у національній валюті, на які й надалі зберігатиметься попит нерезидентів. Державний та гарантований державою борг на всьому прогнозованому періоді знижуватиметься відносно ВВП (нижче 50%) завдяки триваючому зростанню економіки, низькій волатильності обмінного курсу та збереженню додатного первинного сальдо бюджету. Валютна структура державного боргу поліпшуватиметься.

Дефіцит поточного рахунку у 2020–2022 роках, як і раніше, перебуватиме у прийнятних межах

У найближчі роки очікується поживлення економічної активності та світової торгівлі на тлі укладення торговельної угоди між США та Китаєм. Це підтримуватиме ціни на світових товарних ринках для українських експортерів. У 2020–2022 роках дефіцит поточного

рахунку коливатиметься на рівні 3–4%. Розширення дефіциту буде пов'язано з високими обсягами інвестиційного імпорту і зниженням надходжень від транзиту газу. Водночас це буде компенсовано суттєвішими надходженнями капіталу до приватного сектору завдяки поліпшенню інвестиційного клімату.

Національний банк прискорює пом'якшення монетарної політики, щоб забезпечити інфляцію на рівні цілі 5% та підтримати стійке економічне зростання

З огляду на істотніше зниження інфляційного тиску на горизонті дії монетарної політики та незмінний баланс ризиків Правління НБУ пришвидшило темпи зниження облікової ставки: у IV кварталі 2019 року Правління НБУ двічі знизило облікову ставку загалом на 300 б. п. – до 13.5% та ще на 250 б. п. у січні 2020 року. Зниження ключової ставки та очікування її подальшого зниження сприяли зниженню дохідності ОВДП та більшості гривневих ставок для клієнтів банків.

Завдяки швидкому поліпшенню макроекономічної ситуації в країні НБУ прогнозує більш рішучіше зниження облікової ставки, ніж очікував раніше. З огляду на низькоінфляційне середовище у 2020 році та з метою підтримки економічного зростання облікова ставка може бути знижена до 7% на кінець 2020 року. Надалі вона залишатиметься на цьому рівні за умов стабілізації інфляції близько цілі 5%. Саме на рівні 7% НБУ оцінює новий нейтральний рівень облікової ставки. Найстрімкіше зниження облікової ставки очікується впродовж першої половини поточного року. Це вплине на зниження вартості кредитів для бізнесу та населення і стимулюватиме ділову активність. З іншого боку, суттєвіше зниження облікової ставки створило б ризики виходу інфляції за верхню межу цільового діапазону у 2021 році.

РЕОК гривні у 2020–2022 роках буде відносно стабільним на тлі низького інфляційного тиску та пом'якшення монетарної політики.

Основним припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з МВФ у рамках нової програми

Підписання нової програми з МВФ у найближчі місяці очікується після схвалення ВРУ необхідних законопроектів. Завдяки новій програмі з МВФ, залученням офіційного фінансування та сталому інтересу нерезидентів до ОВДП триватиме щорічне зростання міжнародних резервів України, попри період пікових виплат за зовнішнім державним боргом. У 2020 році вони перевищать 29 млрд дол. США і продовжать збільшуватися у 2021–2022 роках.

Відтермінування укладення нової програми співпраці з МВФ – ключовий ризик прогнозу

Крім того, зберігаються ризики для макрофінансової стабільності насамперед унаслідок рішень українських судів щодо відповідальності та зобов'язань еквласників неплатоспроможних банків перед державою.

Актуальними є також інші ризики:

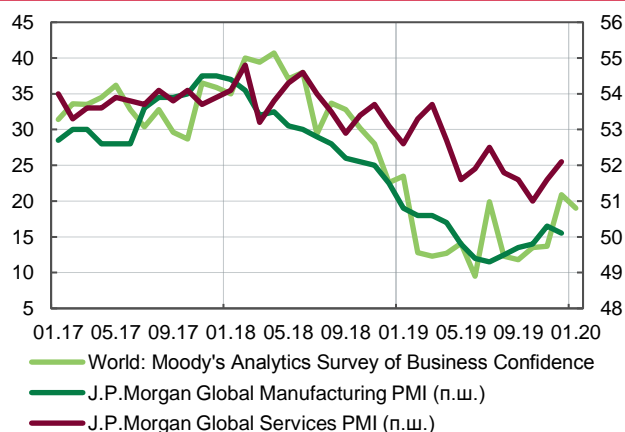
- подальшого охолодження світової економіки та погіршення умов торгівлі, у тому числі через поширення коронавірусу;
- ескалації військового конфлікту на сході країни та нових торговельних обмежень з боку РФ;
- зниження врожаю зернових і плодоовочевих культур в Україні внаслідок несприятливих погодних умов;
- збільшення волатильності світових цін на продукти харчування з огляду на глобальні зміни клімату;
- зменшення обсягів припливу іноземного капіталу.

Реалізація цих ризиків (як внутрішнього, так і зовнішнього походження) може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу в умовах необхідності здійснення пікових боргових виплат. У результаті зниження ключової ставки до 7% відбуватиметься повільніше, ніж це передбачено базовим сценарієм. Натомість у разі прискореної реалізації реформ та суттєвого припливу інвестицій облікова ставка може знижуватися пришвидшеним темпом.

Частина 1. Зовнішнє середовище

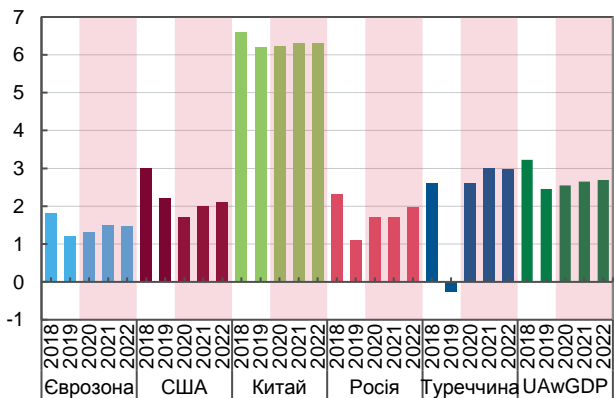
- Наприкінці 2019 року з'явилися ознаки поживлення економічної активності та світової торгівлі. Основними причинами були активізація торговельних переговорів між США і Китаєм та очікування підписання торговельної угоди між країнами.
- Оптимістичні очікування учасників ринку підтримали ціни на світових товарних ринках. На тлі м'яких глобальних фінансових умов зберігався інтерес інвесторів до фінансових активів країн, ринки яких розвиваються.
- У найближчі роки очікується поступове прискорення зростання світової економіки завдяки послабленню торговельних війн та сприятливим фінансовим умовам. Однак у цілому зростання залишатиметься помірним.

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



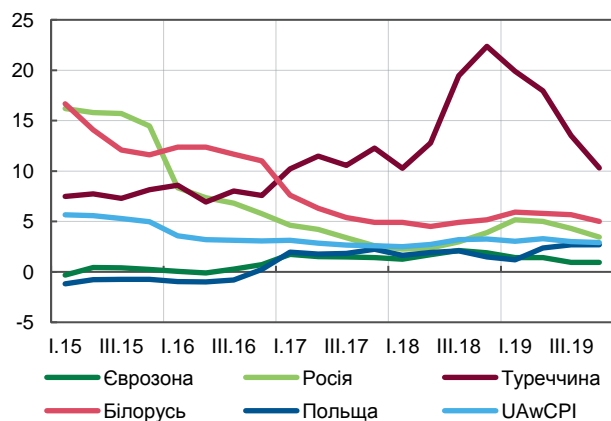
Джерело: IHS Markit, Moody's.

Графік 1.2. Реальний ВВП окремих країн та UAWGDP, %, р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Графік 1.3. Індекс споживчих цін окремих країн та середньозважений показник ІСЦ країн – ОТП України (UAWCPI), % р/р



Джерело: Національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

Економіки країн – торговельних партнерів поступово прискорюватимуться

У жовтні 2019 року США призупинили введення додаткових мит проти китайського імпорту, що призвело до часткового відновлення купівлі Китаєм американської сільськогосподарської продукції як крок у відповідь. Активізація переговорного процесу та заяви високопосадовців двох країн уселили оптимізм щодо можливого підписання торговельної угоди між США та Китаєм, яке реалізувалося на початку 2020 року. Як наслідок, [індикатор рівня ділової довіри](#) в світі зростає. Підвищення Global Composite PMI також свідчило про ознаки поживлення світової економіки.

На прогностичному горизонті світова економіка поступово прискорюватиметься завдяки відновленню Єврозони та низки країн ЕМ (Туреччини, Індії, Росії). Сталим залишатиметься зростання в країнах ЦСЄ. Крім послаблення торговельного протистояння зростання підтримуватимуть сприятливі фінансові умови завдяки м'якій монетарній політиці провідних центральних банків. Однак у цілому темпи зростання світової економіки залишатимуться стриманими внаслідок збереження протекціоністських заходів, попри підписання угоди між США та Китаєм.

Зростання економіки США в III кварталі 2019 року очікувано сповільнилося. Уперше за останні три роки знизилася внутрішня приватна інвестиція, але зростання підтримував стабільний рівень споживання на тлі низького безробіття. Сприятливі фінансові умови та стійкий ринок праці забезпечать збереження зростання економіки темпами близькими до зростання потенційного ВВП.

Темпи зростання економіки Єврозони залишалися на рівні попереднього кварталу. Попри відносно стабільне зростання у сфері послуг, слабкість світової торгівлі та триваючий спад в автомобілебудуванні й надалі позначалися на сповільненні промислового виробництва. Як наслідок, інфляція залишалася нижче цілі. На прогностичному горизонті очікується, що економіка Єврозони поступово відновлюватиметься завдяки стимулюючій монетарній та фінансовій політиці.

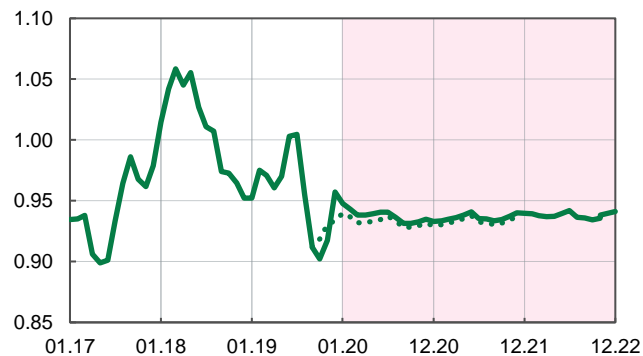
Більшість країн ЕМ – ОТП України проявили макроекономічну стійкість до геоелектронічних змін. Зокрема, економіки країн ЦСЄ зростали сталими

Графік 1.4³. Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал



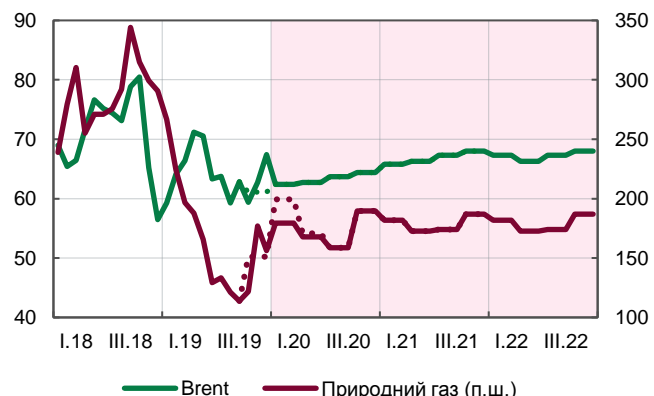
* Steel Billet Exp FOB Ukraine та China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port).
Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.5. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСРІ), 12.2004=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 1.6. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./тис. м³)



Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

темпами, у тому числі завдяки державним соціальним заходам та інвестиціям. Ці самі чинники сприятимуть їхньому зростанню й надалі.

Ціни на товари українського експорту будуть близькими до поточних, імпорту – стримано зростатимуть

Неочікувана заява президента США на початку серпня 2019 року про введення додаткових мит на китайську продукцію та їх фактичне запровадження на початку вересня призвели до різкого зниження світової торговельної активності. Падіння попиту спричинило стрімке зниження цін на більшості світових товарних ринків. Особливо чутливим до такого розвитку подій виявився ринок металургійної продукції з огляду на високу пропозицію. Як наслідок, у вересні-жовтні падіння цін на сталеві напівфабрикати поглибилося до 18–20% р/р. Водночас наприкінці року ціни скоригувалися завдяки новим урядовим заходам Китаю зі стимулювання економіки та прогресу в торговельних переговорах зі США. Поступове відновлення світової економіки стимулюватиме збільшення попиту на сталь та, відповідно, підтримуватиме ціни. Додатковим фактором буде порівняно висока ціна на залізну руду, насамперед високої якості, незважаючи на очікуваний низхідний тренд. Останнє пояснюється поступовим розширенням пропозиції залізної руди завдяки введенню в дію нових потужностей в Австралії, відновленням робіт у Бразилії та введенням в експлуатацію гігантського родовища в Гвінеї.

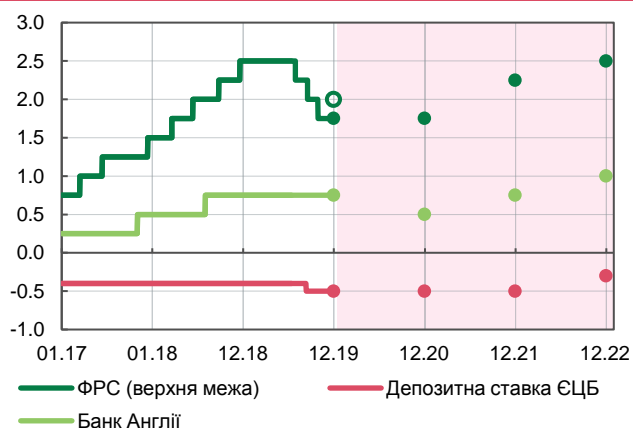
Ціни на зернові, зокрема пшеницю та кукурудзу, залишалися на порівняно низькому рівні через високі врожаї. Наприкінці року вони помірно зростали внаслідок підвищення попиту з боку окремих країн Близького Сходу та Нової Зеландії, а також анонсованого урядом Аргентини подальшого підвищення мит на експорт зернових. Рекордний світовий урожай пшениці у 2019/2020 МР, попри погіршення ситуації в Австралії, тиснутиме на ціни не лише в поточному МР, а й у наступному через значні перехідні запаси. На тлі високого попиту ціни будуть близькими до поточних рівнів. Натомість пропозиція кукурудзи зростатиме нижчими темпами, насамперед із боку США та Мексики, що підтримуватиме ціни на цей вид зернових.

У цілому в 2019 році ціни на товари, що переважають в українському експорті були нижчими, ніж рік тому та залишатимуться близькими до поточного рівня й на прогнозованому горизонті.

У IV кварталі 2019 року світові ціни на енергоносії, зокрема нафту і природний газ зростали на очікуваннях активізації попиту завдяки можливій угоді між США та Китаєм. Додатковими факторами були подовження угоди ОПЕК+ та сезонні температурні коливання. У наступні періоди ціни на нафту зростатимуть через поступове збільшення попиту та виконання угоди ОПЕК+. Однак зростання залишатиметься помірним через нарощування

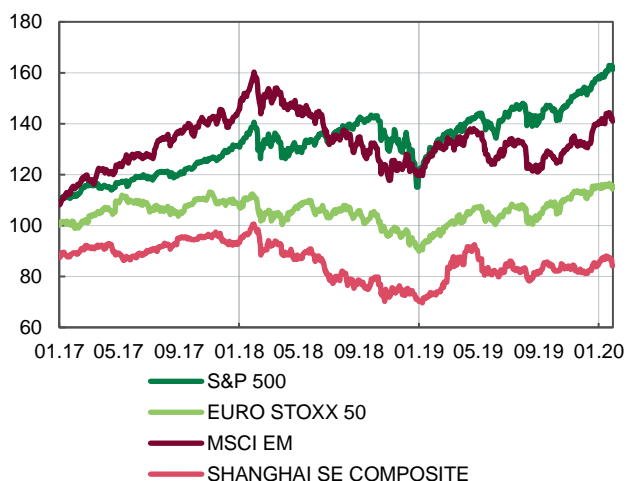
³ Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Графік 1.7. Ключові процентні ставки провідних центральних банків та депозитна ставка ЄЦБ*, %



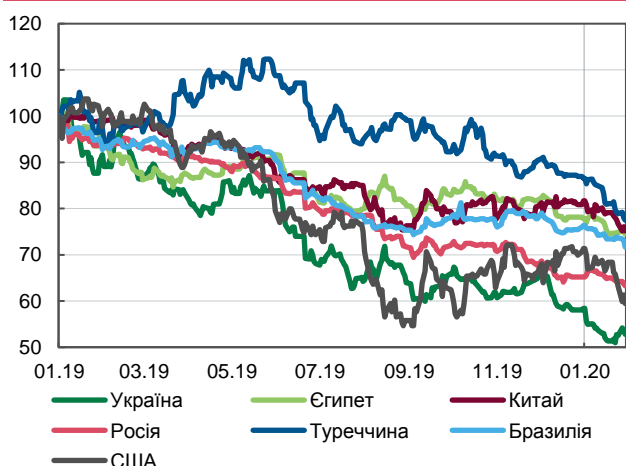
* Маркери із заливкою – поточний прогноз, без заливки – попередній.
Джерело: Офіційні сторінки центральних банків, прогноз НБУ.

Графік 1.8. Індекси світового фондового ринку, 01.01.2016 = 100



Джерело: Refinitiv Datastream.

Графік 1.9. J.P.Morgan EMBI+, 01.01.2019=100



Джерело: Bloomberg.

обсягів виробництва США. Динаміка цін на природний газ на I півріччя 2020 року була скоригована у бік зниження, оскільки завдяки досягнутим домовленостям між Україною та Росією не реалізувався ризик припинення транзиту російського газу українською територією. Надалі ціни рухатимуться зі слабким висхідним трендом попри очікуване нарощування видобутку США та Росією. Зростання цін підтримуватиме більш прискорене порівняно з нафтою розширення світового попиту на газ як екологічніший вид палива.

Глобальні фінансові умови залишатимуться сприятливими для ЄМ

Загальний оптимізм щодо укладення торговельної угоди між США та Китаєм на тлі пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками, зокрема ФРС та ЄЦБ, підтримували інтерес інвесторів до активів ЄМ. ФРС у жовтні втретє поспіль знизила ставку за федеральними фондами на тлі стриманого інфляційного тиску та сповільнення світової економіки. ЄЦБ з 01 листопада 2019 року відновив викуп цінних паперів у рамках програми кількісного пом'якшення на невизначений термін у щомісячних обсягах 20 млрд євро.

За таких умов окремі центральні банки ЄМ також пом'якшували свою політику. З огляду на послаблення інфляційного тиску і темпів економічного зростання знижували свої базові ставки центральні банки Росії, Білорусі, Туреччини, Чилі, Мексики, Бразилії.

У IV кварталі 2019 року тривало зниження премії за ризик для суверенних позичальників. Водночас рівень дохідності суверенних облігацій залишався привабливим, сприяючи значному припливу капіталу до активів ЄМ. Причому на ринок вийшли навіть країни з одними з найвищих ризиків, зокрема, Ліван, Еквадор та Коста Ріка. Як наслідок, борг ЄМ установив новий рекорд – 71.4 трлн дол. або 220% ВВП (за попередньою оцінкою IIF), а його частка в глобальному боргу сягнула 28.5%.

Початок 2020 року уразив світ кількома значними геополітичними та соціальними подіями: загостренням ситуації на Близькому Сході та стрімким поширенням нетипової пневмонії (коронавірусу) в Китаї, а надалі й у світі загалом. Останнє спровокувало тимчасову паніку на фондових ринках через можливе більш суттєве уповільнення економічної активності в Китаї. Однак наразі, окрім стрімкого зниження китайських фондових індексів, активи інших ЄМ проявляють певну стійкість, а інтерес інвесторів до них зберігається (детальніше у вставці 6 "Ризики для світової економіки через поширення коронавірусу" на стор. 51).

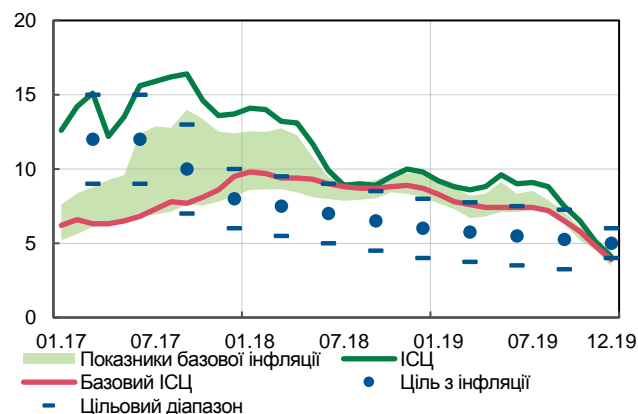
Монетарна політика провідних центральних банків на прогнозному горизонті залишатиметься м'якою через відносну слабкість макроекономічного середовища. Нормалізація монетарної політики ФРС та ЄЦБ очікується не раніше 2021 року. Завдяки цьому фінансові умови для країн ЄМ залишатимуться сприятливими.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

- Споживча інфляція у 2019 році сповільнилася до 4.1% і досягла найнижчого значення з квітня 2014 року. У результаті за підсумками минулого року НБУ досягнув середньострокової інфляційної цілі 5% ± 1 в. п.
- Основними чинниками сповільнення зростання ІСЦ стали зміцнення курсу гривні, зниження світових цін на енергоносії та послаблення тиску з боку пропозиції продуктів харчування й адміністративної складової інфляції.

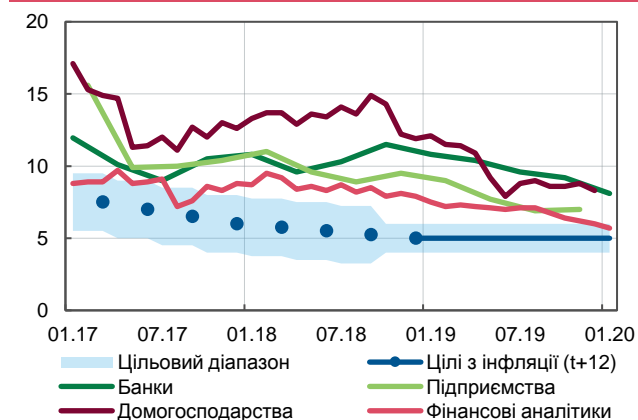
Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд*, % р/р



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

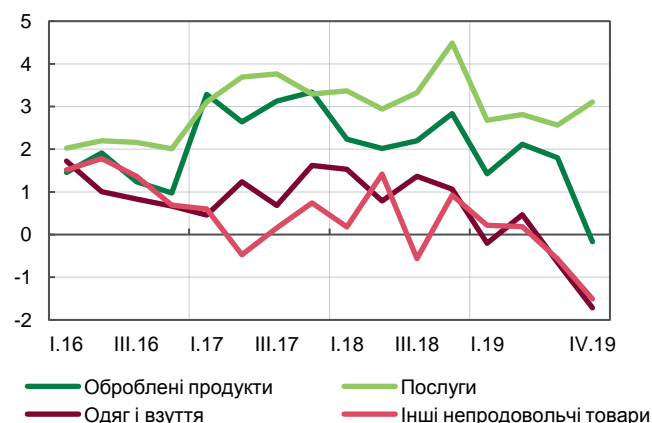
Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

⁴ За результатами опитувань щодо ділових очікувань у IV кварталі 2019 року вплив фактора "курс гривні до іноземних валют" на оцінку підприємств рівня зміни цін на споживчі товари та послуги суттєво послабився (до 46.6% з 79.3% у IV кварталі 2018 року).

Фундаментальний інфляційний тиск послабився насамперед завдяки зміцненню курсу гривні

Споживча інфляція увійшла в цільовий діапазон 5% ± 1 в. п. у листопаді 2019 року, а в грудні впритул наблизилася до його нижньої межі. Базова інфляція також сповільнилася (до 3.9% р/р). Зниження інфляції до цілі у 2019 році стало можливим насамперед завдяки послідовній монетарній політиці НБУ, спрямованій на досягнення цінової стабільності, у поєднанні з виваженою фінансовою політикою.

Суттєвому сповільненню зростання споживчих цін сприяло зміцнення обмінного курсу гривні. У результаті в IV кварталі 2019 року знизилася ціна на непродовольчі товари (на 2.2% р/р у грудні), які представлені переважно імпортованою продукцією або мають високу частку імпорту в собівартості (детальніше про вплив ревальвації на ціни – у додатку "Макроекономічні ефекти зміцнення гривні" на стор. 33).

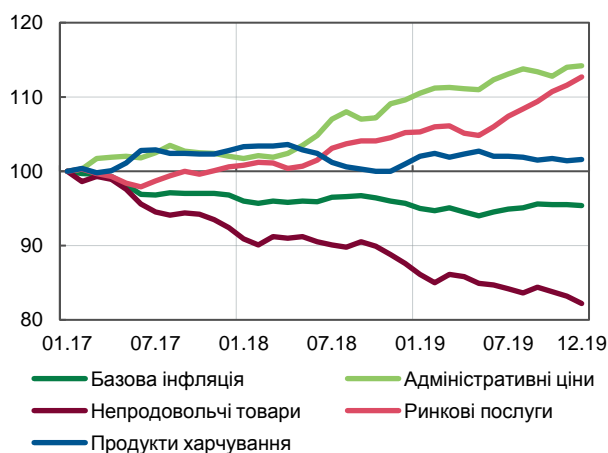
Уповільненню базової інфляції сприяло також поліпшення інфляційних очікувань. Вони знизилася за всіма групами респондентів, а інфляційні очікування фінансових аналітиків уже відповідають верхній межі цільового діапазону НБУ.

Стійкий споживчий попит і збільшення витрат на оплату праці стримували сповільнення інфляції

Високі темпи зростання заробітних плат залишалися вагомим чинником зростання цін як із боку виробничих витрат, так і з боку споживчого попиту. Поряд зі значним зниженням впливу курсового чинника на споживчі ціни⁴, опитані підприємства зазначили збільшення впливу на зміну власних цін фактора "вартість трудових ресурсів". Також, за оцінками підприємств у IV кварталі посилювався вплив фактора "попит на вашу продукцію", чому сприяло зростання доходів населення.

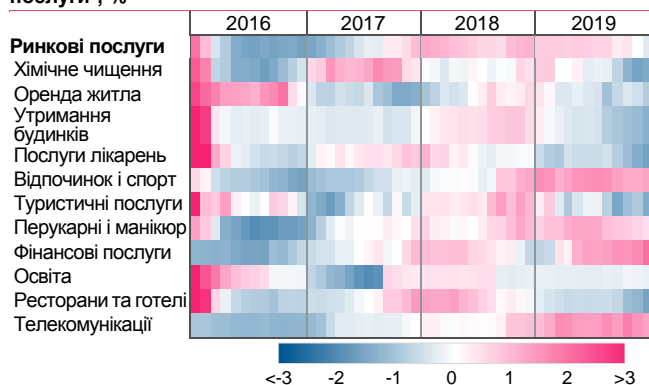
Про тиск з боку стійкого зростання споживання та збільшення виробничих витрат свідчило помірне сповільнення зростання вартості ринкових та адміністративно регульованих послуг. Темпи зростання цін на ці компоненти були істотно вищими порівняно з іншими складовими. Зокрема, все ще зростали двознаковими темпами ціни на ринкові послуги (11.6% р/р у грудні). Серед них найвищими темпами зростали вартість послуг

Графік 2.1.4. Компоненти інфляції, дефльовані на ІСЦ, 01.2017 = 100



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



* Холодний блакитний колір означає, що ціни на відповідний вид послуг зростали нижчими темпами порівняно з нормалізованим середнім, теплий червоний – вищими. Дані нормалізовані вирахуванням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення, без урахування 2015 року. Детальніше stlouisfed.org.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.1.6. Ціни на сирі продукти, продукти з високим ступенем оброблення, у харчовій промисловості та с/г, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

мобільного зв'язку, кабельного телебачення, нотаріусів, перукарень, фінансових та страхових послуг. З метою приведення тарифів до економічно обґрунтованого рівня підвищувалася також вартість адміністративно регульованих послуг, серед яких – проїзд у приміському поїзді, дошкільна освіта, місцевий телефонний зв'язок, поштові послуги. Крім того, дещо прискорилося зростання тарифів на послуги пошти і зв'язку для підприємств (до 18.7% у IV кварталі).

У IV кварталі 2019 року істотно знизився тиск на ціни з боку факторів пропозиції

Темпи зростання цін на сирі продукти харчування стрімко знизилися (до 3.9% р/р у грудні). На сповільнення інфляції на сирі продукти найбільшою мірою вплинули овочі, ціни на які знизилися на 0.8% р/р (порівняно зі зростанням на 28% р/р у вересні). Зокрема, завдяки гарному врожаю більшості овочів та порівняно теплій погоді в листопаді-грудні знизилися ціни на капусту, моркву, цибулю, помідори, баклажани, перець, буряк, сповільнилося зростання цін на картоплю.

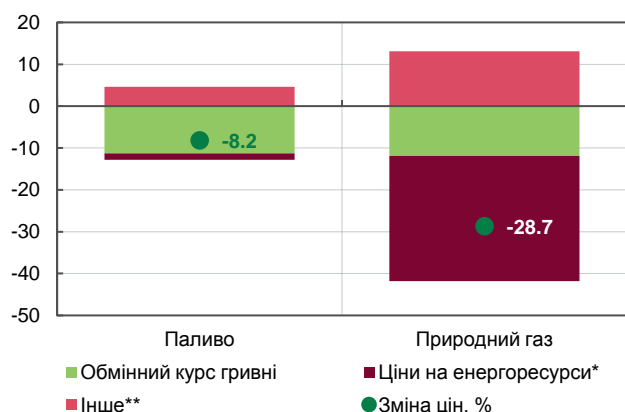
Завдяки високому врожаю зернових ціни на продукцію рослинництва, що реалізується підприємствами, були нижчими, ніж рік тому (на 14.5% р/р у листопаді). У результаті знизилися ціни на окремі крупи та борошно. Останнє разом зі зниженням вартості енергоресурсів зумовило сповільнення зростання виробничих та роздрібних цін на хліб. Падіння вартості кормів, посилення конкуренції на зовнішніх ринках та нарощування внутрішнього виробництва призвели до зниження цін на продукцію птахівництва. Темпи подорожчання молочної продукції також знизилися, але ціни на неї були вищими, ніж у сусідніх країнах. Подальше зниження цін на молочну продукцію стримувалося поглибленням падіння обсягів вітчизняного виробництва молока.

Зниження інфляційного тиску підтримувалося також падінням світових цін на сировину та енергоносії

Темпи падіння цін на паливо в річному вимірі залишилися на рівні попереднього кварталу (8.2%). Вичерпання ефекту від зниження світових цін на нафту було компенсоване подальшим зміцненням гривні та зменшенням внеску торговельної націнки та інших витрат.

Натомість відчутно поглибилося падіння вартості природного газу для населення і для промисловості (відповідно на 28.7% р/р та 36–37% р/р у грудні). Зниження світових цін на природний газ у річному вимірі залишалося основною причиною такої динаміки, підсилене впливом зміцнення гривні. Відповідно, тривало зниження цін і у вітчизняному добуванні сирої нафти та природного газу. Зниження цін на вуглеводні (як вітчизняні, так і імпортовані) позначилося на наступних ланках виробництва – поглибилося падіння цін у хімічній промисловості та у виробництві коксу і нафтопродуктів.

Графік 2.1.7. Розподіл внесків у річну зміну вартості енергоносіїв (у грудні 2019 року), в. п.

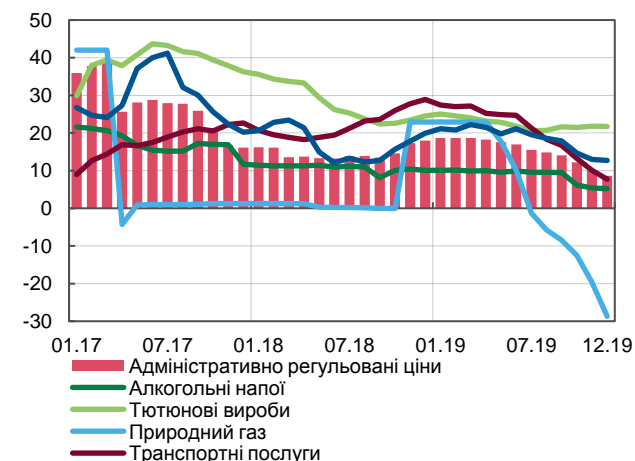


* Для палива використано світові ціни на нафту, а для природного газу – імпортні ціни за даними ДФС з лагами 1 місяць.

** Для палива "інше" включає торговельну націнку, логістичні та адміністративні витрати. Для природного газу "інше" переважно відповідає обмеженням ціни на газ за PSO, що діяли з 01.11.2018 до 01.04.2019.

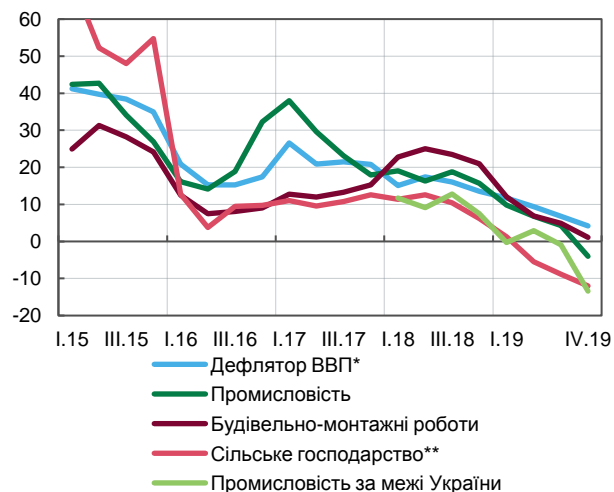
Джерело: оцінки та розрахунки НБУ, ДССУ, НАК "Нафтогаз", ДФС, Мінекономрозвитку, Refinitiv Datastream.

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



Джерело: ДССУ.

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



* Дані за IV квартал 2019 року – за оцінками НБУ.

** Дані за IV квартал 2019 року – у середньому за жовтень-листопад 2019 року.

Джерело: ДССУ.

Послабився тиск на ціни й з боку вартості електроенергії в промисловості за рахунок зниження цін на ринку "на добу наперед" та внутрішньодобовому ринку з липня 2019 року (загалом знизилася на 24.8% у грудні порівняно з липнем, коли було введено новий ринок електроенергії). Це пояснюється посиленням конкуренції та профіцитом потужностей на тлі теплої погоди. Тарифи на електроенергію для населення залишалися незмінними з початку року, у тому числі через уведення в дію спеціальні зобов'язання щодо обов'язкового продажу частини виробленої електроенергії АЕС та ГЕС, які діятимуть до 31 грудня 2020 року.

Темпи зростання більшості інших адміністративно регульованих цін і тарифів знижувалися (алкогольні напої, гаряче та холодне водопостачання, каналізація, опалення тощо). Винятком стали ціни на тютюнові вироби, темпи зростання яких залишалися високими через підвищення акцизів та зниження вітчизняної пропозиції.

Відображаючи світові тенденції цін на енергоресурси і товари українського експорту та зміцнення гривні, поглибилося падіння цін на продукцію промисловості, яка реалізується за межі України (до 14.4% р/р). Знизилася ціни на продукцію ГМК, що реалізується на внутрішньому ринку. Крім того, згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань послабився вплив факторів "вартість сировини, матеріалів" та "вартість енергоносіїв" на ціни реалізації товарів та послуг підприємств. У цілому промислові ціни знизилася на 7.4% р/р.

Ураховуючи послаблення інфляційного тиску в більшості інших секторів економіки, НБУ очікує подальшого сповільнення зростання дефлятора ВВП у IV кварталі 2019 року.

Вставка 1. Оцінка прогнозу інфляції

Макроекономічним прогнозом НБУ в січні 2019 року передбачалося, що жорстка монетарна політика сприятиме сповільненню споживчої інфляції. Утім під впливом низки проінфляційних факторів прогнозувалося, що інфляція весь рік перебуватиме вище цільового діапазону, сповільнившись до 6.3% р/р у грудні 2019 року. Фактична інфляція до серпня включно трохи перевищувала траєкторію, передбачену січневим прогнозом НБУ. Однак наприкінці року інфляція сповільнилася стрімкіше, ніж прогнозувалося. Крім очікуваного вичерпання проінфляційних факторів у IV кварталі 2019 року, у другому півріччі реалізувалася низка потужних за своєю дією чинників, які сприяли зниженню інфляції, – рекордний урожай зернових та олійних, переоцінка сприйняття зовнішніми інвесторами ризиків інвестування в Україну, що зумовило суттєвий приплив боргового капіталу як до державного, так і до приватного секторів, поглиблення падіння світових цін на енергоносії. У результаті, інфляція досягла цілі 5% вже в листопаді 2019 року, а за підсумками року (з показником 4.1% р/р) впритул наблизилася до нижньої межі цільового діапазону 5% ± 1 в. п.

Під час розробки макроекономічного прогнозу на початку 2019 року НБУ схилився до консервативних припущень. Так, закладалася значно вища премія за ризик на тлі політичної невизначеності в рік подвійних виборів. Це зокрема відображалось в досить високих інфляційних та девальваційних очікуваннях. Також НБУ очікував дещо нижчі врожаї зернових та олійних культур після рекордних показників 2018 року. З боку зовнішнього середовища припускалася вища інфляція в країнах – ОТП та вищі ціни на енергоносії – нафту і природний газ (таблиця 1). Крім того, на початку року вже відчувався тиск з боку нижчої пропозиції окремих сирих продуктів через їх нижчий урожай (яблука, овочі борщового набору тощо), що, серед інших чинників, було однією з причин перевищення фактичними показниками інфляції траєкторії січневого прогнозу протягом лютого – серпня 2019 року (графік 1).

Таблиця 1. Реалізація окремих припущень на 2019 рік, закладених у прогноз НБУ (січень 2019 року)

Показник	Прогноз	Фактичне значення
Ціни на нафту Brent, дол./бар. у середньому за період	66.8	64.2
Ціна імпортованого природного газу, дол./1000 м ³ у середньому за період	287	195
ІСЦ в Єврозоні, % р/р	1.7	1.3
Премія за ризик для України*, %	7.6	5.7
Урожай зернових, млн т	66	75.1
Урожай соняшнику, млн т	13	15.3
Зростання реальної заробітної плати, % р/р	7.0	9.8
НЕОК гривні в середньому за рік, % р/р (+ зміцнення)	1.8	10.8
Зміна тарифів на електроенергію для населення, % р/р	25.0	0

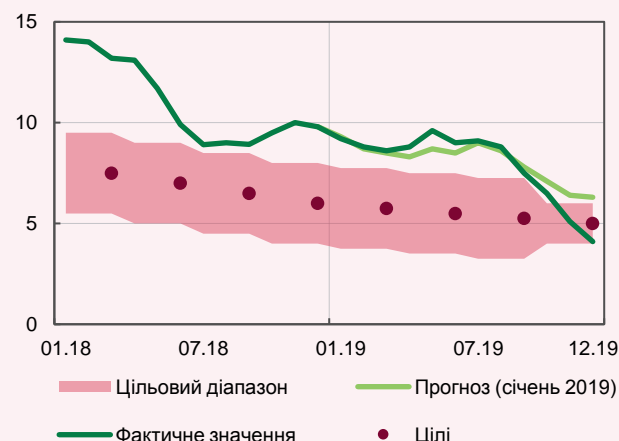
* Розраховується як різниця між середньою дохідністю українських єврооблігацій та дохідністю десятирічних казначейських облігацій уряду США.

Джерело: розрахунки НБУ.

Натомість протягом року, особливо в другому півріччі, реалізувалася низка дезінфляційних факторів. По-перше, Україна вчергове збирала рекордні врожаї зернових та олійних, що підтримало темпи зростання експорту,

незважаючи на несприятливу зовнішню цінову кон'юнктуру. По-друге, істотно знизилися світові ціни на енергоносії, передусім природний газ. Ціни на нього на європейському ринку різко знизилися через нарощування пропозиції з боку США та Росії, теплу зиму 2018/2019 року та інші фактори (детальніше у вставці 1 "Механізм ціноутворення на європейському ринку газу та зв'язок з цінами на нафту" в [Інфляційному звіті за жовтень 2019 року](#) на стор. 10).

Графік 1. Траєкторія інфляції згідно з прогнозом НБУ за січень 2019 року та фактична динаміка споживчої інфляції

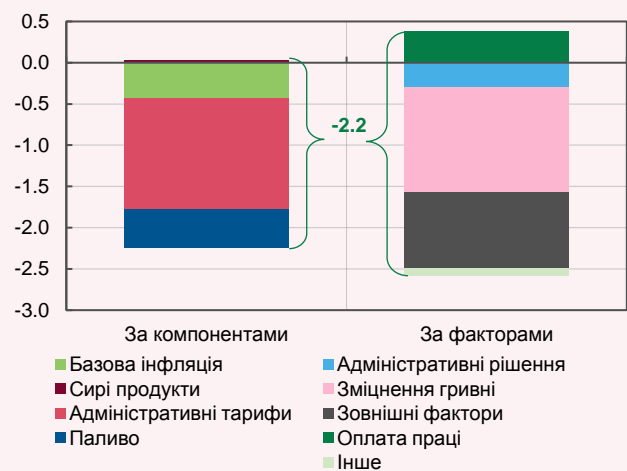


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

По-третє, на тлі тривалої макроекономічної стабільності зовнішні інвестори суттєво переглянули сприйняття ризиків інвестування в українські цінні папери (як державні, так і приватні), незважаючи на рік подвійних виборів та значні обсяги виплат за зовнішніми зобов'язаннями. Це проявилось в зниженні премії за ризик для суверенних єврооблігацій України, підвищенні суверенних рейтингів, а також значних залученнях боргового капіталу приватним сектором у другому півріччі (детальніше у розділі 2.5. "Платіжний баланс" на стор. 25). З огляду на привабливу дохідність гривневих цінних паперів на тлі недоінвестованості країни порівняно з іншими ЕМ, пом'якшення світових фінансових умов та спрощення доступу до українського ринку цінних паперів це призвело до різкого підвищення інтересу іноземних інвесторів до гривневих фінансових інструментів. Разом усі ці чинники значною мірою посприяли потраплянню

інфляції в цільовий діапазон на квартал раніше, ніж очікував НБУ на початку минулого року.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Фактична інфляція станом на кінець року відхилилася від прогнозу НБУ за січень 2019 року на 2.2 в. п. Зміцнення обмінного курсу гривні сприяло більш суттєвому сповільненню базового ІСЦ, передусім за рахунок зниження цін на непродовольчі товари та продукти харчування з високим ступенем обробки, які представлені переважно імпортованою продукцією або мають високу частку імпорту в собівартості.

Зниження світових цін на енергоносії разом зі зміцненням курсу гривні та [зміною підходів до розрахунку тарифів для домогосподарств](#) призвели до зниження тарифів на газ для населення (на 28.7% р/р у грудні, тоді як на початку року НБУ очікував зростання на 15.2% р/р). У результаті, внесок цього фактора (разом із тарифами на централізоване опалення та гарячу воду) у відхилення від

прогнозу становив -1 в. п. Ще -0.2 в. п. відхилення від прогнозу пояснюється збереженням тарифів на електроенергію для населення незмінними. У результаті темпи зростання адміністративно регульованих цін виявилися на 5 в. п. нижчими, ніж прогнозувалося в січні 2019 року.

Нижчі, ніж передбачав НБУ, світові ціни на нафту і міцніший курс гривні забезпечили від'ємний внесок у відхилення від прогнозу й цін на паливо (-0.5 в. п.).

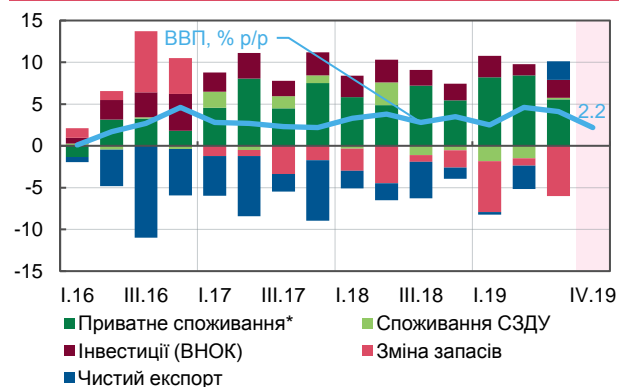
Натомість, як і очікував НБУ, основним проінфляційним чинником залишався тиск із боку зростання заробітних плат і стійкого споживчого попиту. Внесок цього фактора виявився навіть більшим за прогноз, що проявилось передусім у вищих темпах зростання вартості послуг.

НБУ утримувався від стрімкого послаблення монетарної політики на початку 2019 року через значні ризики для економіки України (геополітичні, відкладення співпраці з МВФ, внутрішньополітичні – через рік подвійних виборів, ризики, пов'язані з рішеннями українських судів щодо відповідальності та зобов'язань експласників неплатоспроможних банків перед державою тощо). Однак у квітні 2019 року, незважаючи на все ще вищу фактичну інфляцію порівняно з прогнозними показниками НБУ оголосив про початок циклу зниження ключової ставки, а в IV кварталі знижував її навіть швидше, ніж було передбачено в прогнозі. Оскільки монетарна політика впливає на економіку із затримкою 9–18 місяців (детальніше у вставці 4 "Квартальна прогнозна модель для прийняття рішень з монетарної політики" на стор. 43), це не змогло повністю нівелювати дезінфляційні чинники до кінця року, тож їхній вплив збережеться й у 2020 році. НБУ і надалі спрямовуватиме свою політику на утримання інфляції близько цілі 5%.

2.2. Попит і випуск

- У 2019 році українська економіка зростала стійкими темпами насамперед за рахунок поживлення приватного споживання та високих темпів зростання інвестицій. Це позначилося на зростанні торгівлі, транспорту, будівництва та низки секторів послуг.
- Черговий рекордний урожай зернових та олійних культур був вагомим чинником зростання ВДВ сільського господарства та нарощування експорту в II та III кварталах.
- В IV кварталі зростання сповільнилося через статистичний ефект від швидших темпів збирання врожаю в попередні періоди та слабкі результати промисловості.

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



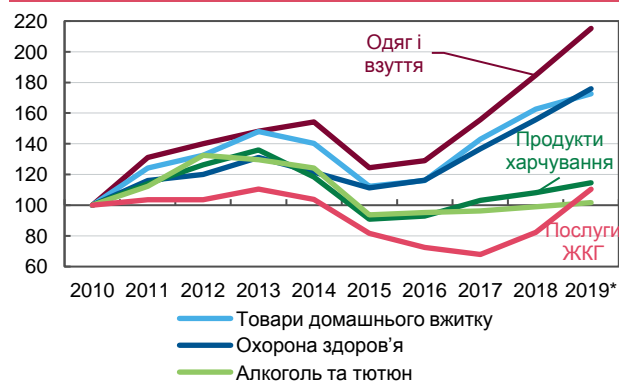
* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.2. Випереджаючі індикатори приватного споживання



* Розраховано як суму нових та вживаних авто. Джерело: ДССУ, Укравтопром, оцінки НБУ.

Графік 2.2.3. Реальні кінцеві споживчі витрати домашніх господарств, 2010=100



* У 2019 році розраховано за даними січня - вересня. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Українська економіка зростала стійкими темпами завдяки поживленню приватного споживання та...

У 2019 році зростання реального ВВП, за оцінками НБУ, становило 3.3% р/р, тобто залишилось практично на рівні 2018 року. За категоріями кінцевого використання найбільший додатний внесок у зростання ВВП мало приватне споживання, зростання якого за січень – вересень 2019 року прискорилося до 10.3% р/р (порівняно з 8.9% р/р за відповідний період попереднього року)⁵. Про подальше прискорення приватного споживання в IV кварталі свідчили наявні індикатори, зокрема істотне зростання доходів населення (детальніше у розділі 2.3 "Ринок робочої сили та доходи домогосподарств" на стор. 18) та високі споживчі настрої⁶.

Зростали витрати домогосподарств як на першочергові потреби (продукти харчування), так і на товари та послуги, схильність до споживання яких збільшується зі зростанням доходів (одяг і взуття, відпочинок і культура, ресторани і готелі тощо). Збільшилися й витрати на зв'язок завдяки розширенню мережі покриття мобільного зв'язку 4G. Стабільно високими темпами зростали витрати на охорону здоров'я, що пов'язано в тому числі з трансформацією державної системи охорони здоров'я та поширенням приватних медичних закладів. Відображаючи поживлення приватного споживання, вагомий внесок у зростання реального ВВП у 2019 році мали торгівля і транспорт, а також низка секторів послуг – охорона здоров'я, інформація та телекомунікації.

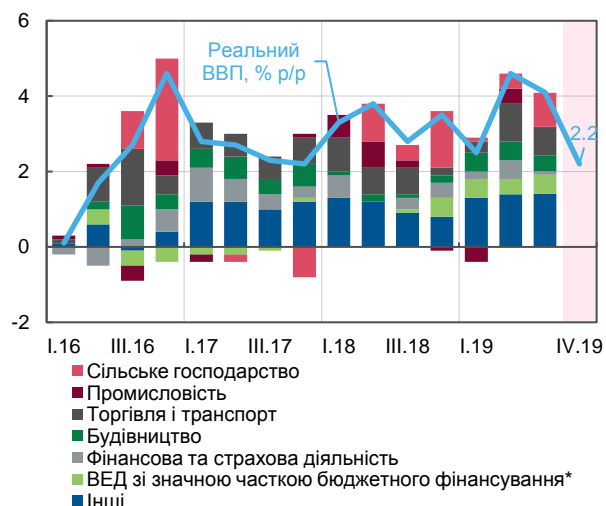
Характерна особливість 2019 року – запровадження з початку року монетизації субсидій, що теж стало чинником зростання споживчих витрат домогосподарств⁷ та спричинило помітне збільшення частки їхніх витрат на послуги ЖКГ. З іншого боку, це зумовило скорочення споживчих витрат СЗДУ в першій половині року (насамперед індивідуальних споживчих витрат). Підтримували державне споживання колективні витрати бюджету (на духовний та фізичний розвиток, оборону та забезпечення громадського порядку, економічну діяльність тощо).

⁵ Кумулятивна зміна обсягів приватного споживання з початку року – розрахунки НБУ.

⁶ За даними Info Sapiens, у середньому за 2019 рік індекс споживчих настроїв сягнув максимального рівня за останні 6 років.

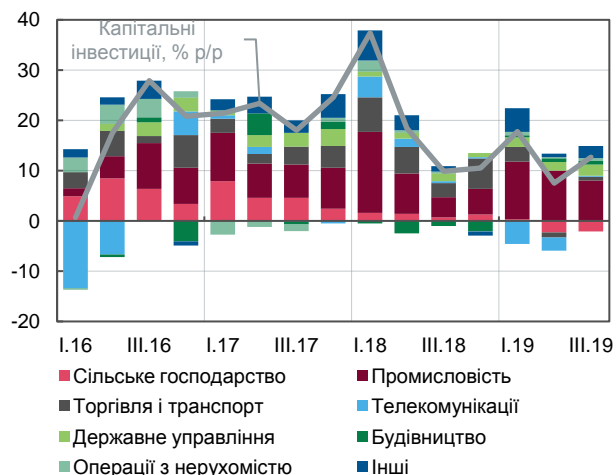
⁷ Монетизація субсидій передбачає врахування трансфертів у грошовій формі як споживчих витрат домогосподарств, а не СЗДУ.

Графік 2.2.4. Внески видів діяльності в річну зміну ВВП, в. п.



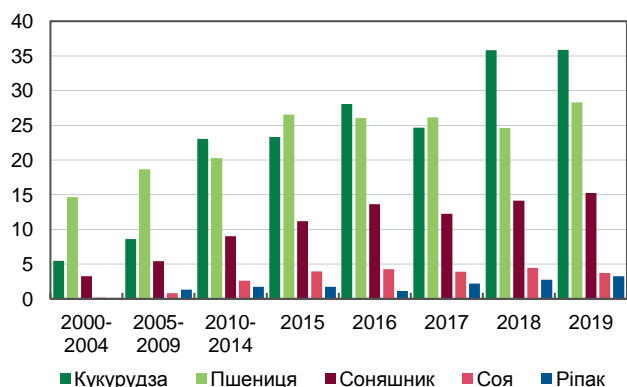
* Включає професійну, наукову і технічну діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; державне управління й оборону, обов'язкове соціальне страхування; освіту; охорону здоров'я та надання соціальної допомоги; мистецтво, спорт. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.6. Обсяги виробництва зернових та олійних культур за роками, млн т*



*З 2000 р. до 2014 р. – у середньому за період. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

... порівняно високим темпам зростання інвестицій

Зростання інвестицій у 2019 році підтримувалося високими діловими очікуваннями⁸, поліпшенням фінансових результатів підприємств, а також прискоренням реалізації проєктів ВДЕ⁹, у тому числі завдяки податковим стимулам. Крім будівництва об'єктів ВДЕ, а також масової модернізації промислових підприємств, у 2019 році реалізовувалися проєкти торгівлі (будівництво торговельних центрів), розвитку інфраструктури (будівництво та ремонти доріг), охорони здоров'я, сфери громадського харчування. Високий інвестиційний попит зумовив збереження значних темпів зростання ВДВ будівництва.

Власні кошти підприємств залишалися ключовим джерелом фінансування інвестиційної діяльності. За січень – вересень 2019 року прибуток великих та середніх підприємств до оподаткування збільшився на 28.9% р/р, тоді як збитковість підприємств зменшилася (на 28.3% р/р). Серед інших чинників, такі результати стали наслідком здешевлення сировини та комплектуючих як унаслідок зниження світових цін на сировину, так і зміцнення гривні. Тому поліпшення фінансових результатів демонстрували насамперед види діяльності зі значною часткою імпорту в проміжному споживанні – хімічна, харчова промисловість, машинобудування, ІТ та інші сектори послуг (детальніше у додатку "Макроекономічні ефекти зміцнення гривні" на стор. 33). Значним був приріст прибутку фінансової та страхової діяльності внаслідок помітного збільшення комісійних доходів банківської системи. Це зумовило поліпшення результатів фінансової та страхової діяльності, а також підтримувало зростання ВВП у 2019 році.

Перерозподіл збору врожаю упродовж року став одним з основних чинників сповільнення економічного зростання в IV кварталі

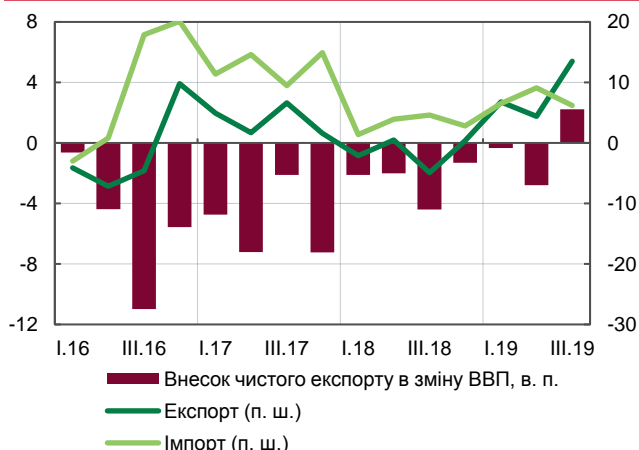
Завдяки зростанню продуктивності в рослинництві в останні роки, що відобразилося у високій, а за окремими культурами – рекордній урожайності, та більшим площею посівів Україна зібрала чергові рекордні врожаї зернових (75.1 млн т) та олійних культур. Утім, у 2019 році врожай було зібрано переважно в II та III кварталах, що зумовило стрімке зростання ВДВ сільського господарства у цей період та його очікуваний спад у IV кварталі. Це і було вагомими чинниками високих темпів зростання ВВП у II–III кварталах та сповільнення його зростання у IV кварталі.

Активний експорт продукції сільського господарства зумовив зростання фізичних обсягів експорту, що в III кварталі привело до формування додатного внеску чистого експорту в зростання ВВП, уперше за останні чотири роки. У цілому за рік, за оцінкою НБУ, від'ємний

⁸ У середньому за 2019 рік ІДО становив 116.2%.

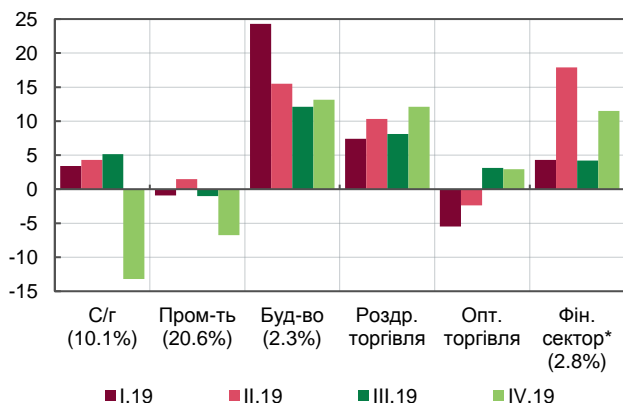
⁹ За 9 місяців 2019 року введено в експлуатацію 2432.2 МВт генеруючих потужностей ВЕС та СЕС, що в 6 разів перевищує потужність, введено у експлуатацію за аналогічний період 2018 року.

Графік 2.2.7. Фізичні обсяги експорту й імпорту товарів та послуг, % р/р, та внесок чистого експорту в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

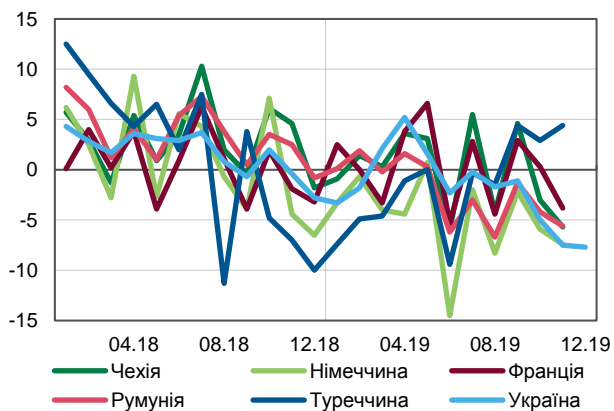
Графік 2.2.8. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р у середньому за квартал, (частка у ВВП у 2018 році, %)



* ВДВ фінансового сектору, IV.19 – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.9. Динаміка індексу промислового виробництва окремих країн, % р/р



Джерело: Евростат, ДССУ.

внесок чистого експорту суттєво зменшився порівняно з попереднім роком.

Слабкі результати промисловості в IV кварталі – наслідок одночасного впливу несприятливої зовнішньої цінової кон'юнктури, зміцнення гривні і теплої погоди

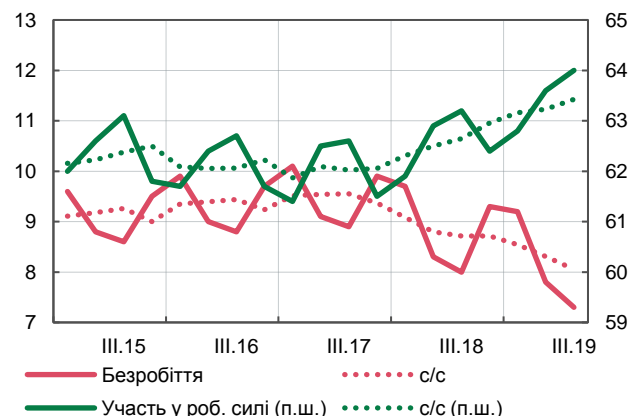
Поглиблення падіння промислового виробництва наприкінці року поряд зі статистичним ефектом швидших темпів збирання врожаїв у попередньому кварталі були основними причинами сповільнення зростання ВВП у IV кварталі. У свою чергу, погіршення ситуації в промисловості значною мірою пов'язано з несприятливою зовнішньою кон'юнктурою: світові ціни на сталь досягли дна у вересні-жовтні, а ціни на руду відновили зниження із серпня 2019 року. Додатково посилення торговельних війн у світі у січні – вересні 2019 року зумовило зменшення зовнішнього попиту. У результаті падіння промислового виробництва спостерігалось не лише в Україні, а й зокрема в країнах ЄС.

Як наслідок низка великих українських підприємств, зокрема металургійних, використала цей час для проведення ремонтів. Скорочення попиту на продукцію суміжних видів діяльності, енергоресурси, руди, продукцію машинобудування поглибило негативний вплив на промислове виробництво в цілому. Додатковим чинником падіння ВДВ енергетичного сектору стала порівняно тепла погода. У свою чергу, падіння обсягів виробництва машинобудування підсилювалося торговельними обмеженнями з боку Російської Федерації, уведеними наприкінці 2018 року, а виробництва продукції харчової промисловості – нижчим урожаєм окремих овочів та фруктів. Спад у промисловості контрастував із високими темпами зростання будівництва, торгівлі та секторів послуг (у тому числі фінансової та страхової діяльності), які й виступили основними драйверами зростання економіки у 2019 році.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

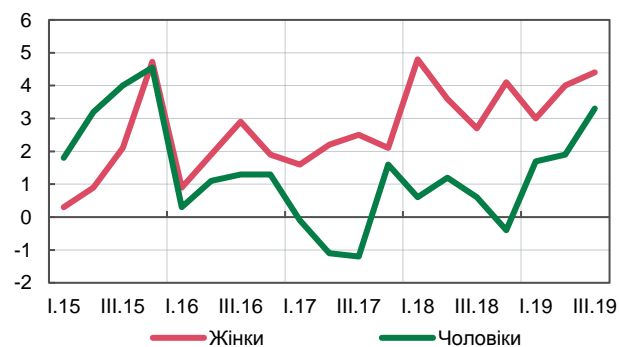
- Зростання економіки у 2019 році сприяло збільшенню попиту на робочу силу. Завдяки цьому, попри зростання її пропозиції, рівень безробіття знизився, а кількість зайнятого населення зросла.
- Доходи населення зростали значними темпами за рахунок зростання як пенсій, так і заробітних плат. Зростання останніх було викликано браком робочої сили внаслідок трудової міграції та професійних диспропорцій.

Графік 2.3.1. Рівень безробіття за МОП* та рівень участі в робочій силі, %**



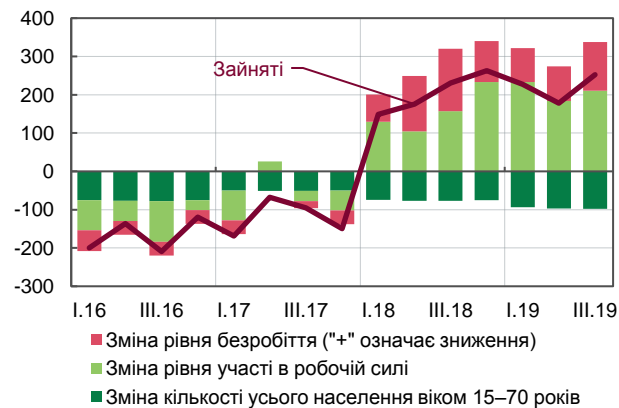
* У % до робочої сили віком 15–70 років.
 ** У % до всього населення віком 15–70 років.
 Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Зміна рівня участі в робочій силі віком 50–59 років порівняно з відповідним кварталом попереднього року, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Декомпозиція зміни кількості зайнятого населення віком 15–70 років, тис. осіб р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

У 2019 році тривало розширення пропозиції робочої сили, попри негативний демографічний тренд

За 9 місяців 2019 року кількість населення віком 15–70 років скоротилася на 0.6% р/р унаслідок природного скорочення населення (перевищення смертності над народжуваністю). Натомість участь у робочій силі продовжувала зростати під впливом сталого й тривалого збільшення заробітних плат і подальшого відображення змін до пенсійного законодавства з початку 2018 року¹⁰. Це відбувалося серед обох статей як у селах, так і в містах, найбільше – серед осіб вікової групи 50–59 років. У результаті чисельність робочої сили зростала.

Зростання економіки у 2019 році сприяло збільшенню зайнятості та зниженню рівня безробіття, ...

Попит на робочу силу залишався високим, що було результатом як зростання економіки, так і складнощів із заповненням наявних вакансій. Так, зростала кількість вакансій ДСЗУ в бюджетному секторі (державному управлінні, освіті та медицині), транспорті і сільському господарстві, у тому числі відображаючи позитивні очікування роботодавців щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців протягом I–III кварталів (згідно з результатами [опитувань щодо ділових очікувань](#)). У підсумку кількість зайнятого населення у 2019 році зростала, а рівень безробіття й надалі знижувався.

У IV кварталі очікування підприємств щодо майбутніх змін кількості працівників погіршилися переважно через спад у промисловості. Натомість продовжуватимуть збільшувати кількість працівників сфера торгівлі та будівництво.

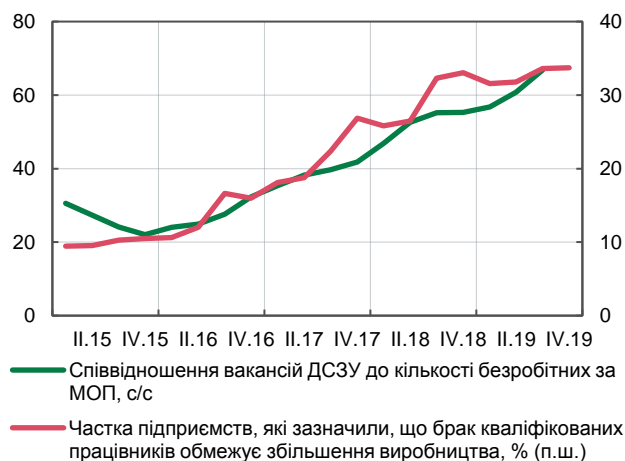
...однак диспропорції на ринку праці залишалися значними, що тиснуло на зростання зарплат

У 2019 році реальна заробітна плата штатних працівників зросла на 9.8% р/р, що й надалі суттєво перевищувало темпи зростання продуктивності праці.

Одним з основних факторів зростання заробітної плати залишався значний брак робочої сили (детальніше у вставці 3 "Фактори зміни заробітної плати" в [Інфляційному звіті за жовтень 2019 року](#) на стор. 22). Згідно з результатами опитувань підприємств, третина підприємств зазначала брак робочої сили серед найзначніших факторів, що обмежують їхню спроможність збільшувати виробництво. Це найбільше значення за останні роки. Брак працівників відчувався в

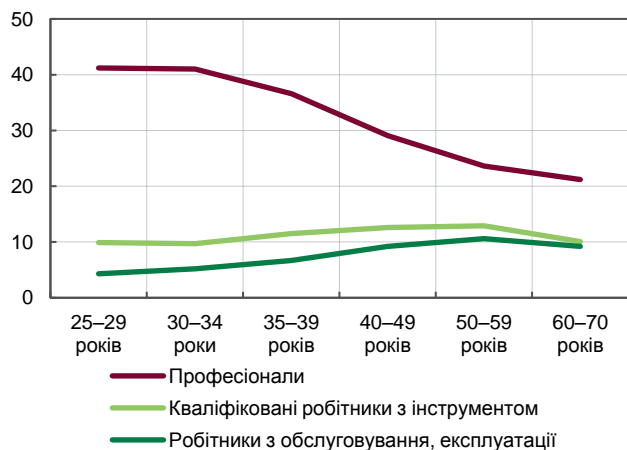
¹⁰ Зокрема було збільшено мінімальний страховий стаж для призначення пенсії за віком, який щороку до 2028 року збільшується на 1 рік (детальніше у вставці "Основні параметри пенсійної реформи" в [Інфляційному звіті за жовтень 2017 року](#) на стор. 27).

Графік 2.3.4. Індикатори диспропорцій на ринку праці



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

Графік 2.3.5. Розподіл населення за віковими групами та окремими групами професій згідно з дипломом у 2018 році, % населення відповідної вікової групи



Джерело: обстеження робочої сили (мікродані ДССУ), розрахунки НБУ.

Графік 2.3.6. Відношення кількості нових резюме до нових вакансій work.ua у 2019 році в окремих видах діяльності



Джерело: work.ua, розрахунки НБУ.

¹¹ З 2015 по 2018 рік кількість професійно-технічних закладів освіти скоротилася з 798 до 736, а учнів у них у розрахунку на 1 тис. населення – з 71 до 60.

¹² Згідно з визначенням Євростату особи з надлишковою освітою – ті, хто має вищу освіту, але працює за професією, що не потребує такої (зокрема працівники торгівлі, кваліфіковані робітники, представники найпростіших професій тощо).

усіх базових видах діяльності, найгостріше – у будівництві та в переробній промисловості.

Проблема браку робочої сили в Україні, у свою чергу, мала дві причини. Перша – значна кількість українців, що виїхали працювати за кордон (у Польщу, Чехію, Росію) через вищу заробітну плату. Так, у 2019 році кількість українських трудових мігрантів у Польщі [оцінювалася](#) у майже в 1 млн осіб. Значна частка трудових мігрантів – представники дефіцитних нині робітничих професій.

Другою причиною є диспропорції між попитом і пропозицією робочої сили в розрізі професій та видів діяльності. Так, через низьку зацікавленість молоді в отриманні робітничих професій, про що свідчить у тому числі скорочення кількості учнів та професійно-технічних закладів освіти¹¹, виникає дефіцит працівників робітничих спеціальностей через природне вивільнення працівників старшого покоління. Згідно з даними обстеження робочої сили ДССУ у 2018 році серед осіб із професійно-технічною освітою частка молоді (осіб у віці 15–34 роки) становила 26% порівняно з часткою 41% осіб старшого віку (50–70 років).

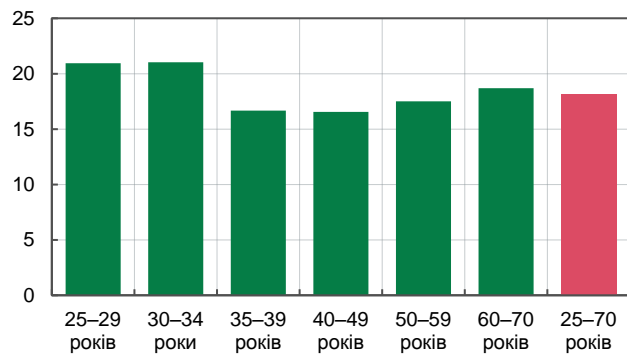
Нестачу окремих фахівців на ринку ілюструє показник відношення кількості нових резюме до нових вакансій. За даними work.ua, у сфері обслуговування та робочих спеціальностей на одну вакансію припадало менше одного резюме. Незважаючи на [зростання зайнятості в ІТ-секторі на 20%](#) у 2019 році на одне резюме припадало трохи більше однієї вакансії. Натомість на ринку праці був надлишок кандидатів у сфері юриспруденції, освіти, секретаріату. Схожі тенденції демонстрували й дані ДСЗУ щодо відношення кількості зареєстрованих безробітних до кількості вакансій у розрізі професій.

Частково диспропорції на ринку праці пояснюються також невідповідністю між одержаною освітою і потребами роботодавців. Так, молоді люди нині переважно зацікавлені в отриманні вищої освіти, тоді як ринок праці найбільше потребує заповнення робочих місць, для яких не потрібен високий освітньо-кваліфікаційний рівень. Відповідно, серед молоді частка осіб із надлишковою освітою¹² вища, ніж серед інших вікових груп. Як свідчить дослідження для країн ОЕСР ([McGowan, Andrews, 2015](#)), високий рівень надлишкової освіти знижує продуктивність праці в економіці.

Номінальні доходи населення зростали високими темпами завдяки оплаті праці в Україні та пенсіям

У I–III кварталах 2019 року номінальні доходи населення зросли на 15% р/р. Зростання було значним, хоча й нижчим, ніж рік тому (24% р/р). Цього досягнуто завдяки високим темпам підвищення оплати праці, одержаної в Україні, внаслідок збільшення як середньої заробітної плати, так і кількості зайнятих. Зростання оплати праці

Графік 2.3.7. Частка зайнятих із надлишковою освітою у 2018 році, %



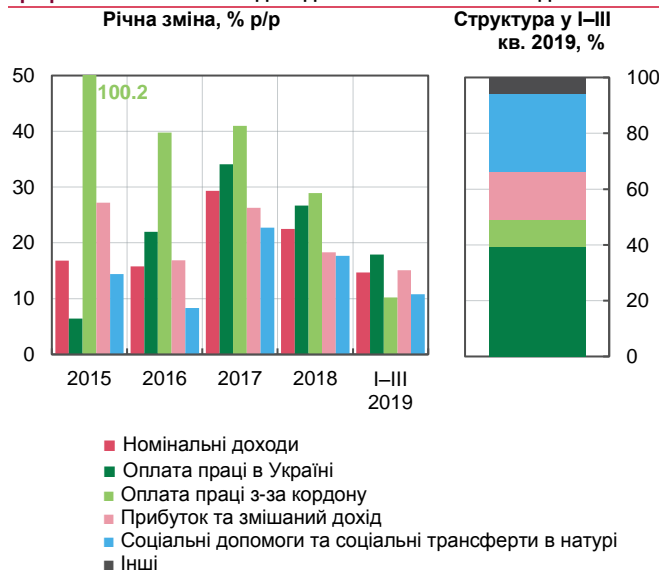
Джерело: обстеження робочої сили (мікродані ДССУ), розрахунки НБУ.

з-за кордону сповільнилося через послаблення інтенсивності трудової міграції та зміцнення гривні.

Значний внесок у зростання доходів мали соціальні допомоги та соціальні трансферти в натурі. З одного боку, обсяги субсидій продовжили скорочуватися з огляду на зростання інших доходів населення на тлі помірному зростання тарифів на комунальні послуги та навіть здешевлення газу. З іншого боку, високими темпами зростали пенсії завдяки:

- підвищенню прожиткового мінімуму для осіб, які втратили працездатність (на цьому рівні встановлено мінімальний розмір пенсії за віком);
- підвищенню мінімальної заробітної плати (на рівні 40% якої встановлюється мінімальна пенсія за віком осіб, які відпрацювали повний страховий стаж);
- [індексації пенсій](#);
- [доплат до пенсій у березні та квітні](#) особам, які мають повний страховий стаж і невелику пенсію, а також [підвищенню пенсій цим громадянам з липня](#);
- [підвищенню пенсій окремим категоріям отримувачів](#).

Графік 2.3.8. Номінальні доходи населення та їх складові



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

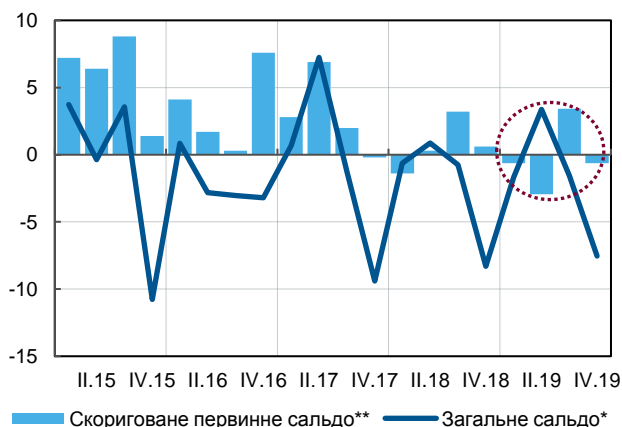
Стійкими високими темпами упродовж року зростали прибуток та змішаний дохід. Це завдячувало загальному поживленню економічної активності в Україні, передусім збільшенню обсягів реалізації в сільському господарстві та роздрібній торгівлі.

У 2019 році реальні наявні доходи населення зросли як через збільшення номінальних доходів, так і внаслідок сповільнення інфляції. Однак ще вищими темпами зростали споживчі витрати. Частково це було викликано збільшенням споживчого кредитування.

2.4. Фіскальний сектор

- У 2019 році фіскальна політика порівняно з попереднім роком дещо пом'якшилася, але була загалом нейтральною для економіки.
- Виважена фіскальна політика разом з ефектом від зміцнення гривні зумовили подальше зниження відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП майже до 50%.
- Протягом року уряд надавав перевагу залученням у гривні, що сприяло поліпшенню валютної структури боргу.

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



*Загальне сальдо (% ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок, наданих Пенсійному фонду з ЄКР.
 **Циклічно скориговане первинне сальдо (% потенційного ВВП) – різниця між сезонно скоригованими доходами, у структурі яких податкові надходження коригуються на циклічні зміни ВВП, та сезонно скоригованими первинними видатками. Також із доходів виключено одноразові надходження, наприклад, незаплановані кошти від спецконфіскації та ефекти від рішення Стокгольмського арбітражу, а також понадпланові кошти, перераховані Національним банком України. Від'ємне значення цього показника означає м'яку фіскальну політику.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Сальдо зведеного бюджету за факторами, % ВВП



*Інші фактори переважно включають одноразові за своєю природою надходження.
 ** Скориговане первинне сальдо та циклічна складова – дивися вище.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Фіскальна політика у 2019 році пом'якшилася порівняно з попереднім роком

За підсумками 2019 року зведений бюджет виконано з дефіцитом (84.3 млрд грн), лівову частку якого традиційно сформовано в IV кварталі. Порівняно з попереднім роком дефіцит відносно ВВП практично не змінився та був меншим за критерій МВФ. За оцінкою НБУ, у цілому за рік фіскальна політика була нейтральною до економіки, однак її вплив відрізнявся в першому та другому півріччях.

У першому півріччі фіскальна політика мала помірно стимулюючий вплив на економіку через підтримку як приватного споживання, так і інвестиційної діяльності. Зберігалися відносно високі темпи зростання видатків порівняно зі стриманим збором податків. Профінансувати видатки та навіть сформувані профіцит зведеного бюджету дали змогу надходження з кількох джерел, які, однак, мали разовий характер. Зокрема, [НБУ достроково та в більших обсягах, ніж попередньо планувалося](#), перерахував частину свого прибутку до розподілу. У другому півріччі слабке виконання податкових надходжень було компенсоване посиленням дисципліни проведення видатків, а наприкінці року – також окремими ситуативними неподатковими надходженнями. Попри в цілому стриманий характер, фіскальна політика була дещо м'якшою, ніж у відповідний період попереднього року.

Великою мірою стриманість фіскальної політики зумовлена значними потребами на обслуговування боргу. Попри їх поступове зниження, у тому числі в 2019 році завдяки економії у зв'язку зі зміцненням гривні та зниженням інфляції, ці видатки становили 3% ВВП. Фактично в останні роки саме ці видатки зумовлювали формування від'ємного сальдо зведеного бюджету.

Доходи зросли помірно через низку дискреційних рішень та зміну макроекономічних умов

Зростання доходів зведеного бюджету протягом року сповільнювалося та за підсумками 2019 року становило помірні 8.9% р/р, що зумовлено:

- наданням не передбачених у процесі складання бюджету пільг під час ввезення обладнання для об'єктів ВДЕ, [щомісячні втрати від яких оцінюються МФУ у сумі 0.8 млрд грн](#);
- надолужуванням відшкодування ПДВ за попередній рік у січні 2019 року (обсяг відшкодування цього місяця більш як на 7.5 млрд грн перевищував

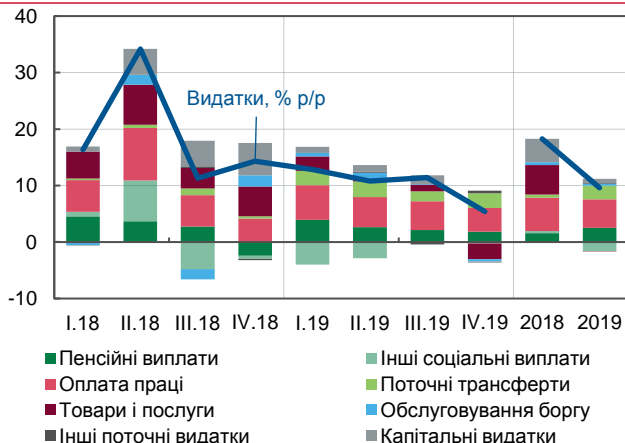
Графік 2.4.3. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.



*Розмитнення транспортних засобів, ввезених на митну територію України та поміщених у митні режими транзиту або тимчасового ввезення (згідно із Законом України від 08.11.2018 "Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо оподаткування акцизним податком легкових транспортних засобів").

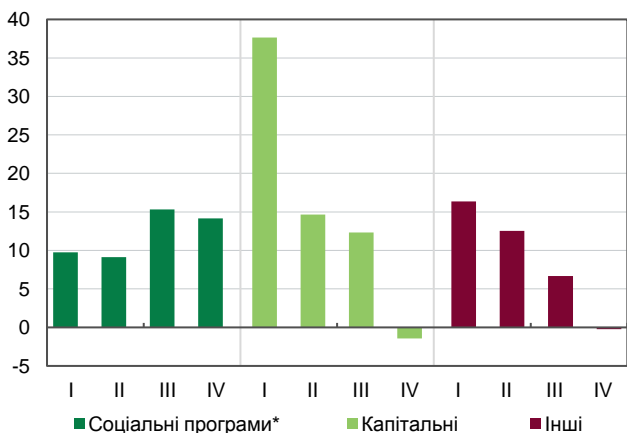
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.5. Темпи зростання видатків зведеного бюджету за окремими напрямками, % р/р



*Видатки на оплату праці з нарахуваннями та соціальне забезпечення.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

середньомісячні показники в наступні одинадцять місяців року);

- зміною підходів до імпорту природного газу – [закупівля його в режимі "митного складу"](#);
- невизначеністю законодавчого поля для виробників та дистриб'юторів тютюнових виробів, що істотно позначилося на обсягах виробництва останніх та, відповідно, надходженнях акцизного податку;
- суттєвою зміною макроекономічних умов порівняно з припущеннями, на яких розроблявся бюджет.

Нижчі обсяги імпорту і міцніший, ніж передбачалося, курс гривні позначилися на надходженнях від податків на міжнародну торгівлю та ПДВ із ввезених товарів. Утім, за оцінками НБУ, міцнішим обмінним курсом гривні пояснювалося близько половини загального обсягу недовиконання плану податкових надходжень (детальніше у додатку "Макроекономічні ефекти зміцнення курсу гривні" на стор. 33). Крім того, падіння світових цін на енергоносії, передусім природний газ, спричинило зниження й внутрішніх цін на природний газ, що разом зі зниженням обсягів видобутку газу зумовило виконання рентних платежів на нижчому рівні, ніж очікувалося.

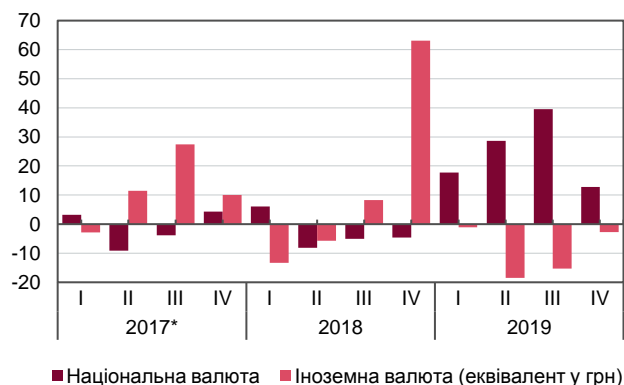
Натомість зростання обсягів податкових надходжень підтримувалося сталими надходженнями від ПДФО та податку на прибуток підприємств завдяки високим темпам зростання заробітних плат і поліпшенню фінансових результатів підприємств. Також вагомими для зростання доходів у цілому стали тимчасові та ситуативні фактори. Крім перерахувань НБУ, джерелами таких надходжень були кошти від розмитнення транспортних засобів із європейською реєстрацією та [дострокова сплата дивідендів НАК "Нафтогаз України"](#).

Видатки бюджету пріоритетно спрямовувалися на соціальні програми, але протягом більшої частини року підтримувалися й капітальні видатки

Пріоритетними напрямками фінансування у 2019 році залишалися соціально спрямовані програми. Так, сталими темпами зростали видатки на оплату праці, зокрема за рахунок грошового забезпечення військовослужбовців. Значними темпами зростали витрати на виплату пенсій та допомог, відображаючи планові збільшення прожиткового мінімуму та індексацію пенсійних виплат, а також збільшення пенсійних виплат окремим категоріям пенсіонерів. Порівняно високі темпи зростання витрат на соціальні програми збереглися навіть попри від'ємний внесок витрат на пільги та субсидії населенню на оплату ЖКП. Останні зменшилися завдяки теплій зимі (як на початку, так і наприкінці року) та вищим доходам населення на тлі помірних темпів зростання, а наприкінці року – зниження тарифів на послуги ЖКП.

Протягом більшої частини року високими темпами зростали витрати на капітальні проєкти. Наприкінці року посилення контролю за витратами з огляду на слабке виконання доходів та необхідність накопичення коштів для майбутніх виплат за державними борговими

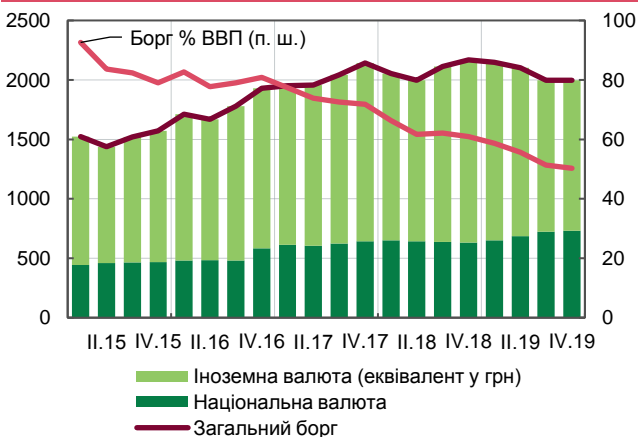
Графік 2.4.6. Чисті залучення державного бюджету, млрд грн



*Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків.

Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.7. Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення*), млрд грн та % ВВП**



*За відсутності розгорнутої інформації щодо боргу в розрізі валют погашення станом на 30.09.2015 та 30.09.2016, валютну структуру апроксимовано на основі даних за 31.08.2015 та 31.10.2016 відповідно.

**ВВП за 2019 рік – оцінка НБУ.

Джерело: МФУ, ДКСУ, розрахунки НБУ.

зобов'язаннями позначилося саме на капітальних та витратах на закупівлю товарів і послуг, які за підсумками кварталу знизилися в річному вимірі. Водночас одним із чинників скорочення цих витрат стало й зміцнення гривні. Останній чинник разом із нижчою інфляцією та виваженою в цілому фіскальною політикою були ключовими факторами помірної зростання витрат на обслуговування боргу. Загалом порівняно з початковими плановими показниками бюджету на 2019 рік фактичні витрати на обслуговування боргу виявилися майже на 26 млрд грн меншими. У результаті, на відміну від попередніх років, коли зростання видатків зведеного бюджету зазвичай прискорюється, у IV кварталі 2019 року темпи зростання відчутно зменшилися, а в цілому за рік – були помірними.

Боргове навантаження зменшилося

Основним джерелом фінансування у 2019 році залишалися запозичення. Кошти від розміщення ОЗДП та міжнародних партнерів отримано переважно в першому півріччі, а надходження від приватизації були незначними. Системним джерелом фінансування залишилися залучення на внутрішньому ринку. Протягом року уряд розміщував ОВДП як у гривні, так і в іноземній валюті, однак валютні зобов'язання поступово заміщувалися на боргові інструменти в національній валюті – обсяг залучень ОВДП в іноземній валюті був меншим порівняно з виплатами. Переорієнтація на запозичення в національній валюті та зміцнення гривні зумовили поліпшення валютної структури боргу – частка гривневого боргу станом на кінець 2019 року зросла (до 36.7% з 29.1% станом на кінець 2018 року).

Тривало зниження відношення загального боргу до ВВП – за оцінками НБУ, майже до 50%. Крім виваженої фіскальної політики та зростання економіки, вагомим чинником істотного поліпшення ключових характеристик боргу стало зміцнення гривні. За оцінками НБУ, внесок зміцнення обмінного курсу гривні у зниження відношення боргу до ВВП у 2019 році порівняно з 2018 роком становив більше половини.

Вставка 2. Державний бюджет України у 2020 році

[Державний бюджет на 2020 рік](#) ухвалено з дефіцитом 96 млрд грн або 2.2% ВВП, що практично не відрізняється від фактичного показника 2019 року та відповідає зобов'язанням перед МВФ. З огляду на розвиток макроекономічної ситуації наприкінці 2019 року, припущення, закладені у бюджет 2020 року, зокрема щодо споживчої інфляції, обмінного курсу, обсягів реалізації підакцизних товарів, виглядають дещо оптимістичними. Водночас пов'язані з цим ризики наповнення бюджету можуть бути значною мірою компенсовані вищими перерахуваннями від НАК "Нафтогаз України".

Затвердженими параметрами бюджету 2020 року передбачається доволі помірний приріст як доходів, так і видатків бюджету (орієнтовно на 10% порівняно з фактичними значеннями 2019 року), а розмір дефіциту у відношенні до ВВП практично не змінюється та відповідає зобов'язанням перед МВФ. Однак виконання плану щодо частини доходів видається напруженим. Утім, існують і потенційно суттєві компенсатори.

Стримане зростання доходів у 2020 році пояснюється меншими неподатковими надходженнями порівняно з фактичними значеннями 2019 року. Це пов'язано із запланованим зниженням нормативу відрахувань частини чистого прибутку та дивідендів державних підприємств, а також меншим обсягом перерахувань частини прибутку НБУ.

Натомість зростання податкових надходжень (на 15.9%) оцінюється як досить амбітне. Це пов'язано з ризиками макроекономічного прогнозу, на якому ґрунтується бюджет, з огляду на міцнішу гривню та низьку інфляцію у 2020 році. Перше формує ризики наповнення бюджету за податками з увезених товарів (частка яких у загальних доходах сягає 40%), друге – відхилення від плану внутрішніх податків. Крім того, у 2020 році буде відсутнім таке джерело додаткових податкових надходжень як кошти від розмитнення транспортних засобів, що були ввезені в Україну та поміщені в митні режими транзиту або тимчасового ввезення¹³.

Попри планове¹⁴ збільшення акцизного податку на тютюнові вироби та розширення його бази оподаткування, запланований обсяг надходжень від цього податку видається оптимістичним з огляду на подальше скорочення у 2019 році обсягів споживання та виробництва тютюнових виробів. Також у зоні ризику виконання надходжень від рентної плати внаслідок можливого несправдження припущень щодо ціни імпортованого газу та обсягів внутрішнього видобування газу.

Водночас потужним компенсатором потенційно нижчих, ніж заплановано, податкових надходжень можуть бути понадпланові перерахування від НАК "Нафтогаз України" (як у вигляді податкових, так і дивідендних платежів). Джерело додаткових доходів – виплата наприкінці 2019 року компенсації ПАТ "Газпром" на виконання рішення Стокгольмського арбітражу.

Крім того, вірогідно через економію на обслуговуванні валютного боргу та витратах на закупівлю товарів і послуг (за рахунок імпорту) унаслідок міцнішого курсу видатки

зростатимуть повільніше, ніж заплановано. Також, урахувавши зниження вартості природного газу та пов'язаних із нею тарифів на опалювання і гарячу воду, порівняно із припущеннями, існує ймовірність економії за видатками на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ.

У 2020 році, як і торік, здійснюватимуться значні виплати за борговими зобов'язаннями. За оцінками НБУ, потреба лише у валютних коштах на виплату боргових зобов'язань з урахуванням обслуговування валютного боргу перевищує 9 млрд дол. США. Однак у співвідношенні до ВВП (за прогнозом НБУ) загальна фінансова потреба державного бюджету у 2020 році, пов'язана з борговими операціями (погашення та обслуговування), дещо зменшиться (до 9.9% порівняно з 11.7% у 2019 році).

Дефіцит і боргові зобов'язання традиційно планується профінансувати переважно за рахунок залучень. Попри значні заплановані зовнішні залучення, очікується подальше зниження співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП та поліпшення його валютної структури в бік збільшення гривневої частки. У цілому, за оцінкою НБУ, фіскальна політика в 2020 році залишатиметься близькою до нейтральної (детальніше у розділі 3.2 "Попит і випуск" на стор. 40). Водночас разова природа компенсаторів, що давали змогу втримувати помірний дефіцит бюджету в 2018–2020 роках, актуалізує необхідність розробки середньострокового бюджету на основі консервативних підходів та збалансованих ризиків.

Таблиця 1. Основні параметри державного бюджету, млрд грн

	2019			2020		2019 2020		2019 2020	
	Закон	Факт	% до Закону	Закон	% річна зміна	% ВВП (за оцінкою та прогнозом НБУ)			
Доходи	1007.3	998.3	-0.9	1095.6	7.6	9.7	25.1	25.5	
Податкові надходження, у т. ч.									
ПДФО	106.2	110.0	3.6	129.4	19.9	17.7	2.8	3.0	
ППП	95.5	107.1	12.1	118.9	10.5	11.0	2.7	2.8	
Рентна плата	58.3	46.7	-19.8	55.3	3.3	18.4	1.2	1.3	
Акцизний податок	130.2	123.4	-5.3	141.0	3.8	14.3	3.1	3.3	
Акцизний податок з вироблених товарів	85.9	69.9	-18.7	87.8	-1.8	25.7	1.8	2.0	
Податок на додану вартість	415.8	378.7	-8.9	446.3	1.1	17.9	9.5	10.4	
ПДВ з вироблених товарів з урахуванням відшкодування	94.6	88.9	-6.0	96.8	12.4	8.8	2.2	2.3	
ПДВ з ввезених товарів	321.2	289.8	-9.8	349.5	-1.9	20.6	7.3	8.1	
Неподаткові надходження та інші доходи	166.7	198.5	19.1	169.0	13.9	-14.8	5.0	3.9	
Видатки (включно кредитування)	1098.4	1076.3	-2.0	1191.9	9.0	10.7	27.1	27.8	
Сальдо (- дефіцит)	-91.1	-78.0	-	-96.3	-	-	-2.0	-2.2	

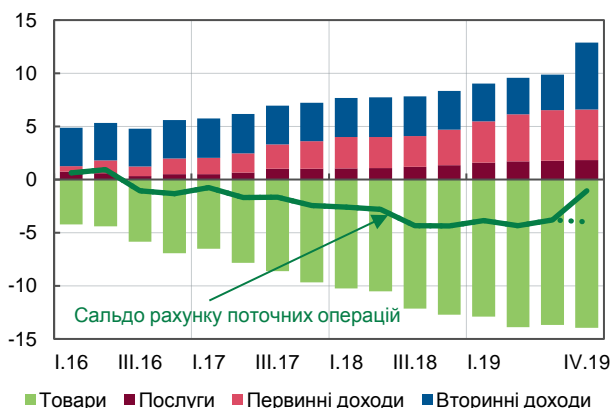
¹³ У 2019 році ці надходження становили 7.1 млрд грн. Без їх урахування зростання податкових надходжень у 2020 році збільшується до 16.9% р/р.

¹⁴ Акцизний податок на сигарети з фільтром та без фільтра щороку планово підвищується відповідно до зобов'язань із гармонізації до рівня ЄС.

2.5. Платіжний баланс

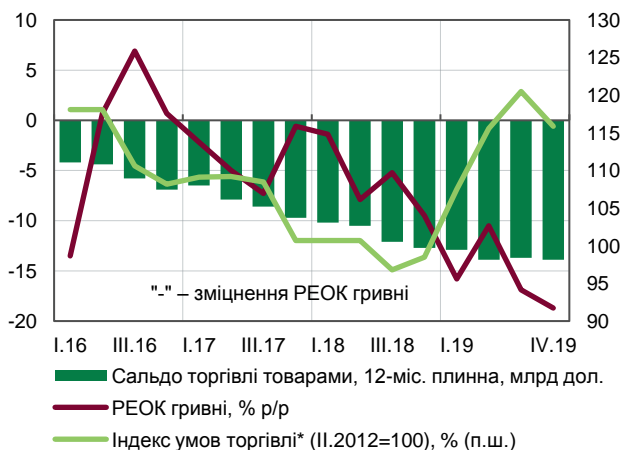
- У 2019 році дефіцит поточного рахунку істотно зрився за рахунок як фундаментальних, так і разових факторів.
- Попри зміцнення гривні та найбільші за останні п'ять років обсяги закупівель газу, дефіцит торгівлі товарами в абсолютному вимірі розширився лише незначно завдяки кращим умовам торгівлі та зростанню продуктивності економіки, а відносно ВВП – знизився.
- Валові резерви зросли до найвищого рівня з кінця 2012 року завдяки припливу капіталу в державний та реальний (у другій половині року) сектори.

Графік 2.5.1. Сальдо рахунку поточних операцій, 12-місячна плинна, млрд дол.



Пунктиром – без урахування надходжень від ПАТ "Газпром".
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Сальдо торгівлі товарами, РЕОК гривні та індекс умов торгівлі сировинними товарами



* Індекс умов торгівлі сировинними товарами – це індикатор, що розраховується МВФ з метою відображення умов торгівлі основними сировинними товарами на світовому ринку. Детальніше [у Базі даних щодо умов торгівлі сировинними товарами МВФ](#).
Джерело: МВФ, розрахунки НБУ.

Дефіцит поточного рахунку істотно зрився

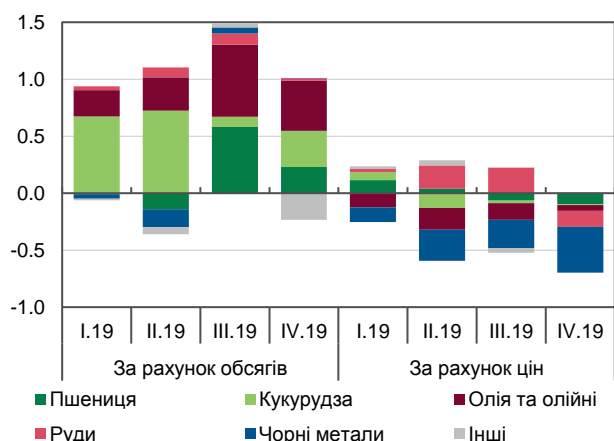
Різде зривання дефіциту поточного рахунку наприкінці 2019 року стало відображенням значної за обсягом, однак разової операції – [надходження компенсації](#) від ПАТ "Газпром" на виконання рішення Стокгольмського арбітражу. У цілому ця операція мала нейтральний вплив на платіжний баланс та відповідно на резерви: надходження за поточним рахунком були збалансовані зміною активів Центрального банку та банківської системи за фінансовим рахунком.

Від'ємне сальдо поточного рахунку зменшилося й без урахування зазначеної операції. Цьому сприяли подальше збільшення надходжень з оплати праці з-за кордону, нижчі обсяги виплат дивідендів та розширення профіциту торгівлі послугами. Дефіцит торгівлі товарами в абсолютному вимірі за вирахуванням тимчасового ефекту розмитнення раніше ввезених автомобілів з іноземною реєстрацією лише незначно перевищив минулорічний рівень попри значні закупівлі енергоносіїв та високий внутрішній попит. А відносно ВВП він зрився, що спостерігалось вперше в післякризові періоди. Стимували розширення дефіциту поліпшення умов торгівлі сировинними товарами та зростання продуктивності економіки, передусім аграрного сектору.

Експорт товарів зростає за рахунок рекордних поставок агропродукції

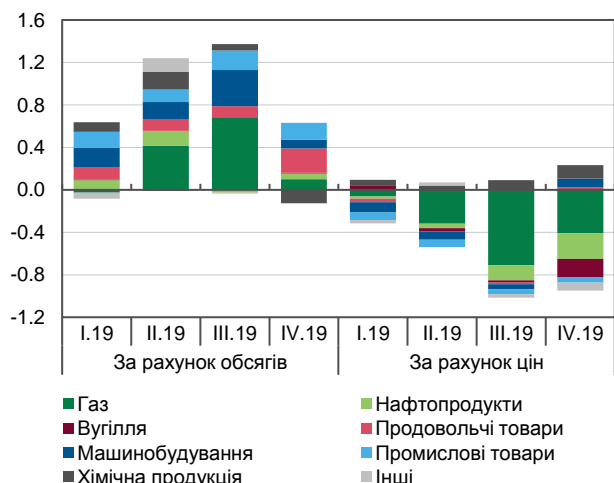
Експорт товарів за рік збільшився на 6.4% передусім завдяки підвищенню продуктивності аграрного сектору, яке переважило погіршення цінової кон'юнктури для експортерів. Високі врожаї сільськогосподарських культур 2018–2019 років забезпечили рекордні поставки цілої низки товарів (зернових та олійних культур, соняшникової олії, олійних макух), що підтримали динамічне зростання експорту продовольчих товарів. Уповільнення зростання в IV кварталі зумовлене високою базою порівняння попереднього року – урожаєм кукурудзи, хоч і значний, залишився на рівні минулого року. Додатковим фактором нарощування експорту продовольчих товарів став підвищений попит на них з боку Китаю, зумовлений його торговельним протистоянням з США. У результаті вперше в історії Китай став найбільшою країною – торговельним партнером України, випередивши Росію, Німеччину та Польщу.

Графік 2.5.3. Абсолютна річна зміна обсягів та цін експорту за окремими* товарами, млрд дол.



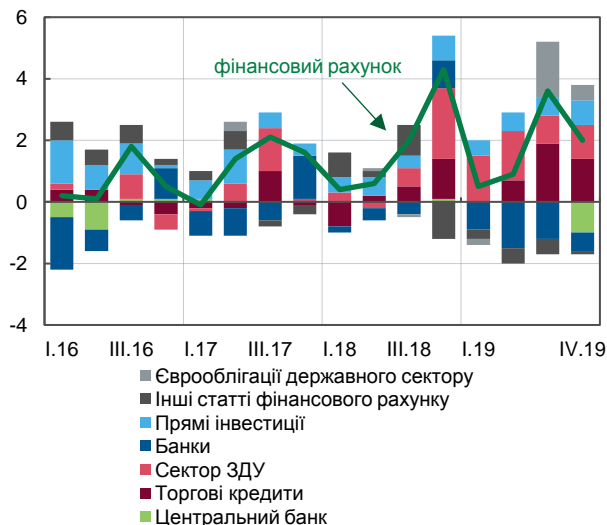
* 78% в експорті товарів.
Джерело: ДФСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.4. Абсолютна річна зміна обсягів та цін імпорту за окремими* товарами, млрд дол.



* 52% в імпорті товарів.
Джерело: ДФСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.5. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Погіршення цінової кон'юнктури для українського експорту у 2019 році найвідчутніше позначилося на експорті металургійної продукції: зменшилися як фізичні, так і вартісні його обсяги. Водночас у IV кварталі 2019 року саме ціновий фактор був визначальним у зниженні вартісних обсягів експорту чорних металів. У свою чергу вартісні обсяги експорту продукції хімічної промисловості знизилися передусім під впливом зниження цін на енергоносії, які є основною складовою проміжного споживання галузі.

Натомість за рік збільшився експорт залізних руд завдяки різкому зростанню світових цін на них у першій половині року. Проте зі зниженням цін наприкінці року зменшилися й обсяги експортних поставок.

Третій рік поспіль зростає експорт української продукції машинобудування. У другій половині року визначальним чинником прискорення його зростання було [скасування антидемпінгового мита](#) на поставки вагонів та комплектуючих до них до країн Митного союзу.

Зростання імпорту стримувалося істотним зниженням цін на енергоносії

Істотне падіння цін на енергоносії призвело до зниження вартісних обсягів енергетичного імпорту за 2019 рік попри найбільші за останні п'ять років обсяги закупівель газу. Крім того, нижчі світові ціни на енергетичні ресурси відобразилися на вартості продукції хімічної промисловості, зумовивши сповільнення зростання її імпорту в другій половині року. Загалом через більш глибоке падіння світових цін на товари, що превалюють в українському імпорті, порівняно з цінами на експортні товари умови торгівлі для України в цілому поліпшилися.

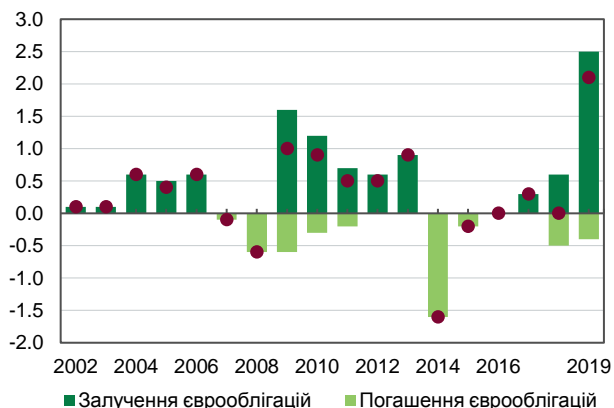
Натомість неенергетичний імпорт протягом року зростає стійкими темпами, підтримуваний високим інвестиційним та споживчим попитом. Зокрема у 2019 році тривало [істотне збільшення інвестицій](#) у будівництво об'єктів ВДЕ, що призвело до нарощування імпорту електричного устаткування. Високими темпами зростає імпорт нових та вживаних легкових автомобілів, за результатами року сягнувши рекордних значень. Вагомими чинниками такої динаміки були зниження акцизів на ввезення легкових автомобілів, зростання доходів населення, покращення фінансових результатів підприємств та зміцнення гривні. У цілому за рік інвестиційний імпорт збільшився на 12% р/р.

Водночас, попри зміцнення гривні та стійкий внутрішній попит, імпорт товарів споживчого призначення, як і в попередньому році, зростає стабільними темпами (20% р/р) протягом усього року.

Приплив капіталу забезпечували як державний, так і реальний сектори

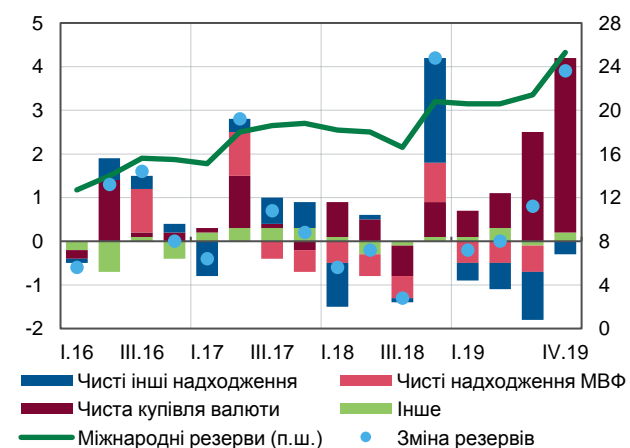
Упродовж 2019 року за фінансовим рахунком спостерігався приплив капіталу, насамперед боргового. Високий попит нерезидентів на гривневі ОВДП

Графік 2.5.6. Чисті залучення єврооблігацій реального сектору, млрд дол.



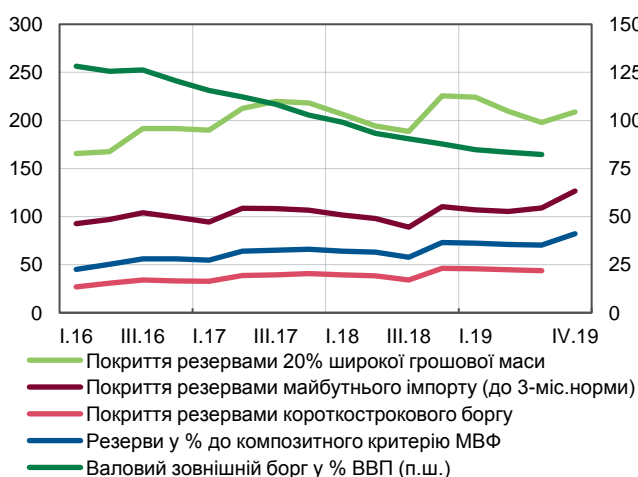
Джерело: НБУ.

Графік 2.5.7. Валові міжнародні резерви та їх зміна, млрд дол.



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.5.8. Окремі показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

забезпечував надходження капіталу до державного сектору. Так за рік портфель ОВДП у національній валюті у власності нерезидентів збільшився на 4.3 млрд дол. У другій половині року суттєво посилилася й роль реального сектору – низка українських компаній після тривалої перерви вийшла на ринок боргового капіталу. Так [АТ "Укрзалізниця"](#), [НАК "Нафтогаз"](#) та [ПРАТ "МХП"](#) випустили єврооблігації. У результаті ролі реального сектору у 2019 році збільшився до 146%. Крім того, у другій половині року зросли обсяги заборгованості за торговими кредитами.

Чистий приплив ПІІ у 2019 році становив 2.5 млрд дол. Надходження ПІІ в Україну становили 3.2 млрд дол., а з України інвестовано 0.7 млрд дол. Проте до цих обсягів входять операції з переоформлення банками боргу в статутний капітал та проведення операції з продажу Vodafone, частина якої через особливості укладення угоди в статистиці 2019 року відобразилася як інвестиції з України. Без урахування операції з продажу Vodafone обсяг надходжень ПІІ у реальний сектор становив 2.4 млрд дол., що на 60% більше, ніж у 2018 році (1.5 млрд дол.). Основними галузями – реципієнтами прямих іноземних інвестицій залишалися оптова та роздрібна торгівля та операції з нерухомістю, суттєво зросли інвестиції в добувну промисловість наприкінці року.

Попри значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями показники зовнішньої стійкості поліпшуються

Профіцит зведеного платіжного балансу сприяв істотному нарощуванню міжнародних резервів, особливо наприкінці року. Резерви сягнули семирічного максимуму – 25.3 млрд дол. станом на кінець року або 3.8 місяці майбутнього імпорту. Зростання відбулося за рахунок чистих міжнародних резервів, що посилює зовнішню позицію України. Крім того, рівень резервів перевищив 80% композитного критерію МВФ.

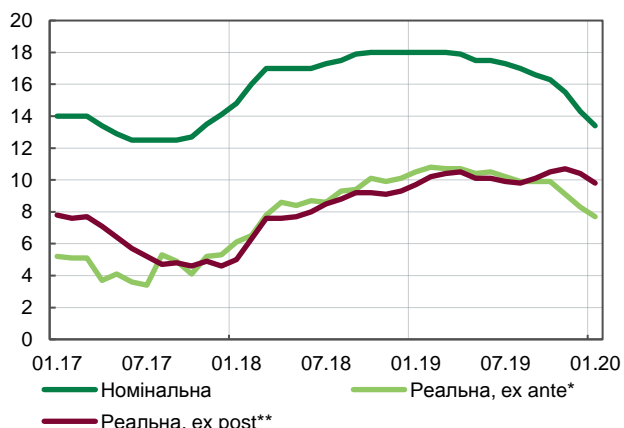
Також за оцінкою НБУ знизилася співвідношення зовнішнього боргу до ВВП попри збільшення валового зовнішнього боргу в абсолютному вимірі.

Покращення показників адекватності резервів та зниження співвідношення боргу до ВВП (навіть без урахування пом'якшуючих факторів, наприклад, низьку вірогідність погашення частини простроченої заборгованості реального сектору – детальніше у вставці 4 "Валовий зовнішній борг України: останні тенденції" в [Інфляційному звіті за липень 2019 року](#) на стор. 33) сприяли поліпшенню сприйняття України зовнішніми інвесторами попри пікові виплати за зовнішніми зобов'язаннями у 2020 році. Це відобразилося на підвищенні рейтингів країни, на істотному зниженні премії за ризик (за рік EMBI spread для України знизився на близько 350 б. п.) та вартості залучень.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- У IV кварталі 2019 року та на початку 2020 року Правління НБУ пришвидшило темпи зниження облікової ставки з огляду на суттєвіше послаблення інфляційного тиску на горизонті дії монетарної політики.
- Зниження ключової ставки та очікування її подальшого зниження сприяли зменшенню вартості гривневих міжбанківських ресурсів, доходності ОВДП та більшості ставок для клієнтів банків.
- На валютному ринку зберігався ревальваційний тренд завдяки надлишковій пропозиції іноземної валюти, яка утримувалася упродовж тривалого часу. Це дало змогу НБУ й надалі поповнювати міжнародні резерви.

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



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

** Дефльована на фактичну річну базову інфляцію.

Джерело: розрахунки НБУ.

Прискорене зниження облікової ставки наприкінці 2019 року сприяло її зниженню і в реальному вимірі

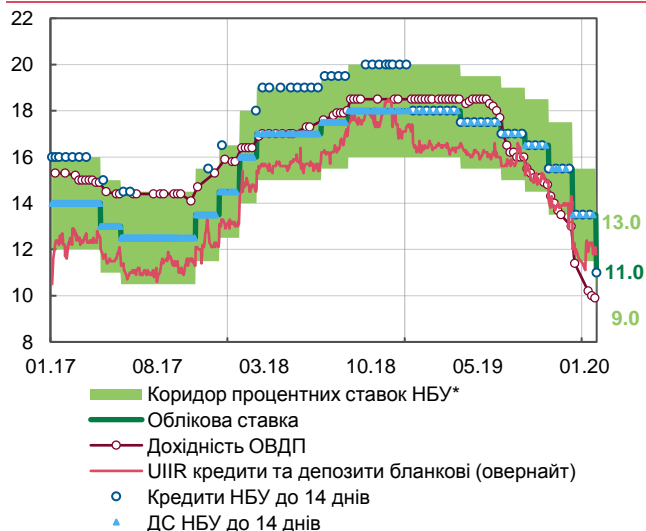
У IV кварталі 2019 року Правління НБУ двічі знизило облікову ставку загалом на 300 б. п. – до 13.5% та ще на 250 б. п. до 11.0% у січні 2020 року. Пришвидшене зниження облікової ставки, порівняно з жовтневим макроекономічним прогнозом, зумовлювалося суттєвішим зниженням інфляційного тиску на горизонті дії монетарної політики (за оцінками НБУ – 9–18 місяців, детальніше у вставці 4 "Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики" на стор. 43). Таке зниження стало можливим завдяки значному зміцненню курсу гривні наприкінці 2019 року, вплив якого на ціни ще не повністю реалізувався. Додатковим чинником пом'якшення політики наприкінці 2019 року стало узгодження на робочому рівні нової трирічної програми співпраці з МВФ.

Завдяки планомірному зниженню облікової ставки, яке НБУ розпочав ще у квітні 2019 року, реальні монетарні умови поступово пом'якшуються, незважаючи на подальше покращення інфляційних очікувань та зниження інфляційного тиску. Проте реальна ключова ставка все ще залишається суттєво вище нейтрального рівня (детальніше у вставці 5 "Переоцінка нейтральної процентної ставки" на стор. 48). З одного боку, більш суттєве зниження облікової ставки створило б ризики виходу інфляції за верхню межу цільового діапазону у 2021 році. Також необхідно враховувати, що інфляційні очікування, які, попри зниження за всіма групами респондентів (графік 2.1.2), ще не достатньо заякорені – вони суттєво перевищують верхню межу цільового діапазону – 6% (за винятком фінансових аналітиків). З іншого боку, з огляду на низькоінфляційне середовище у 2020 році та з метою утримання інфляції на рівні цілі 5%, а також підтримки економічного зростання, облікова ставка може стрімко знижуватися (графік 3.4.1).

Вартість гривневих ресурсів в економіці також знижувалася

Динаміка UIR¹⁵ у IV кварталі 2019 року та на початку 2020 року й надалі тісно корелювала із обліковою ставкою, коливаючись біля нижньої межі в коридорі ставок НБУ за інструментами постійного доступу. Тяжіння UIR до нижньої межі коридору зумовлювалося значним профіцитом ліквідності (визначеного як сума коштів на коррахунках банків та в ДС НБУ), який у IV кварталі 2019 року збільшився. Визначальним джерелом розширення ліквідності банківської системи залишалися

Графік 2.6.2. Процентні ставки НБУ, UIR та доходність однорічних ОВДП на первинному ринку, %

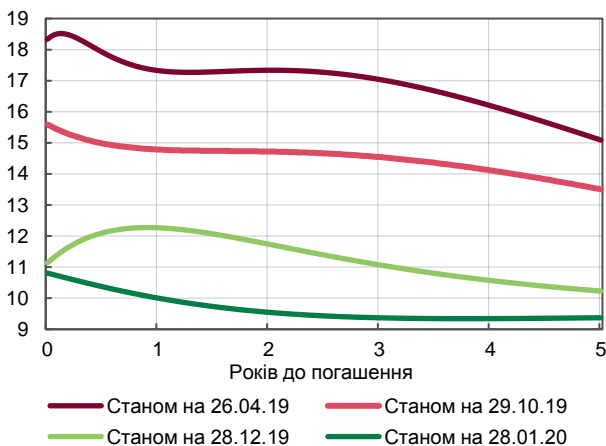


* Верхня межа – процентні ставки за кредитами овернайт НБУ, нижня – за ДС овернайт НБУ.

Джерело: НБУ.

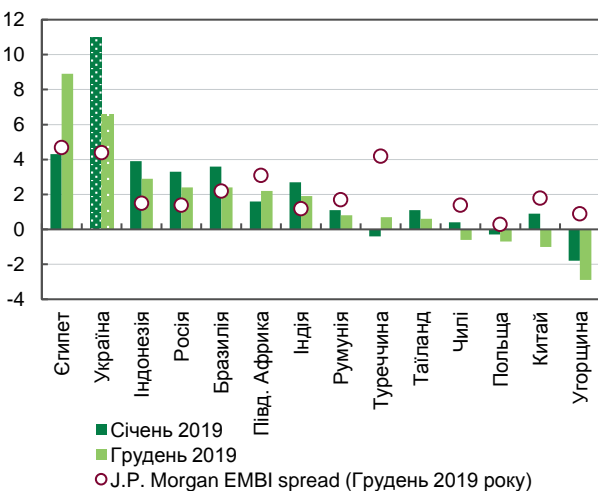
¹⁵ Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики.

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



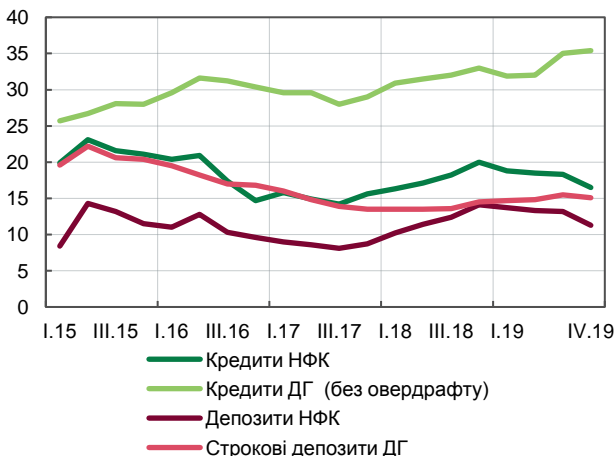
* Спот-ставки з безперервним нарахуванням доходу, побудовані з використанням параметричної моделі Свенссона. Джерело: НБУ.

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



* Різниця середньомісячної дохідності трирічних облігацій уряду на первинному ринку та прогнозу інфляції (на кінець 2019 та 2020 років відповідно). Джерело: DeKaBank, Refinitiv Datastream, Bloomberg, прогноз та розрахунки НБУ.

Графік 2.6.5. Середньозважені процентні ставки в НВ за новими кредитами і депозитами, %



Джерело: НБУ.

валютні інтервенції НБУ, обсяг яких у IV кварталі 2019 року суттєво зріс. Також традиційно для кінця року додатний внесок у збільшення ліквідності мали операції уряду. Однак за підсумками 2019 року вони разом із зростанням обсягів готівки стали основними факторами, які стримували зростання ліквідності у 2019 році.

У IV кварталі 2019 року дохідності гривневих ОВДП продовжували стрімко знижуватися за всіма строками обігу. Крім зниження ключової ставки протягом цього періоду та очікування її зниження в майбутньому (детальніше у вставці 3 "Публікація прогнозу облікової ставки: вплив на форвардні ставки" на стор. 31), це зумовлено також обмеженою пропозицією цінних паперів урядом за одночасного збереження значного зовнішнього попиту на них. Останній підтримувався привабливою дохідністю українських гривневих ОВДП порівняно з іншими країнами, зокрема на середньострокову перспективу. У результаті частка гривневих паперів у портфелі нерезидентів із терміном до погашення понад рік зросла до 86% на кінець грудня, а питома вага ОВДП понад 2 роки – до 64%.

Знизилася і більшість гривневих ставок для клієнтів банків. У IV кварталі 2019 року значно пришвидшилися темпи зниження середньозважених процентних ставок за кредитами та депозитами для НФК. Ставки банків для ДГ були більш інертними через вплив кон'юнктурних та структурних чинників, які стримували дію трансмісійного механізму. Слабший відгук ставок за депозитами ДГ на зменшення інших ринкових ставок пояснюється конкуренцією банків з приватним українським капіталом за ресурси, у тому числі з ОВДП, та порівняно негнучкими ціновими стратегіями державних банків. Останні фактично "диктують" умови іншим банкам на ринку роздрібних депозитів (детальніше в Розділі 3.3 "Ризики високої частки державного капіталу в банківському секторі" у [Звіті про фінансову стабільність за грудень 2019 року](#) на стор. 31). Збереження високого попиту на споживчі кредити призвело до незначного збільшення вартості гривневих кредитів ДГ.

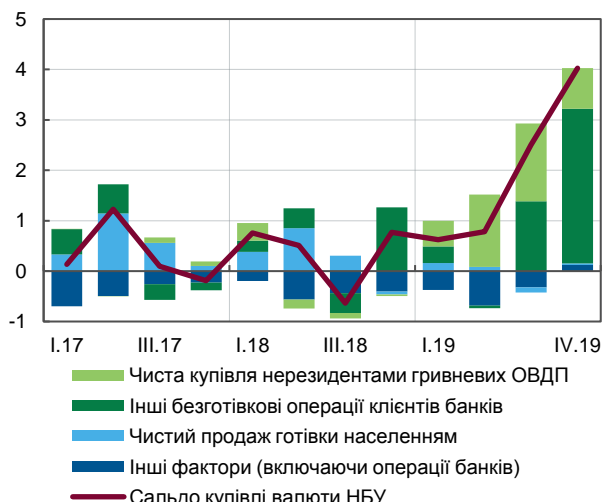
У грудні НБУ [змінив вимоги до обов'язкових резервів банків](#), зокрема встановив нульову ставку резервування для гривневих коштів. Нові підходи до формування обов'язкових резервів, які набувають чинності з 10 березня 2020 року, передусім покликані знизити доларизацію банківських вкладів. Це також надасть додатковий імпульс здешевленню гривневих кредитних ресурсів.

На валютному ринку протягом 2019 року ревальваційний тиск посилювався через надлишкову пропозицію іноземної валюти

Офіційний обмінний курс гривні до долара ревальвував на 14.5% за рік. НЕОК та РЕОК гривні зміцнилися дещо сильніше (на 18.3% р/р та 19.1% р/р відповідно на кінець 2019 року) в умовах помірного послаблення більшості валют країн – ОТП до долара США та все ще вищої інфляції в Україні порівняно з країнами-партнерами.

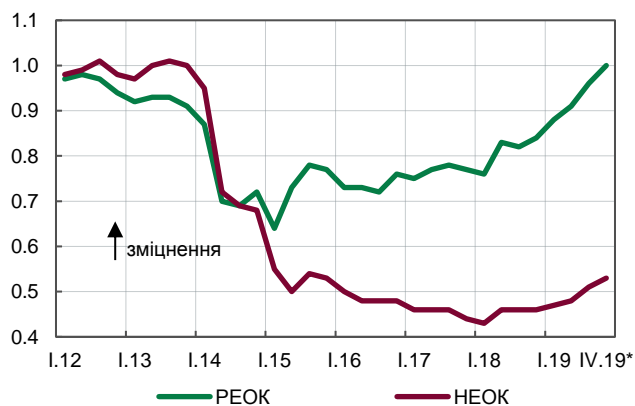
Гривня зміцнювалася через переважання пропозиції іноземної валюти над попитом на неї завдяки

Графік 2.6.6. Фактори формування інтервенцій НБУ, млрд дол.



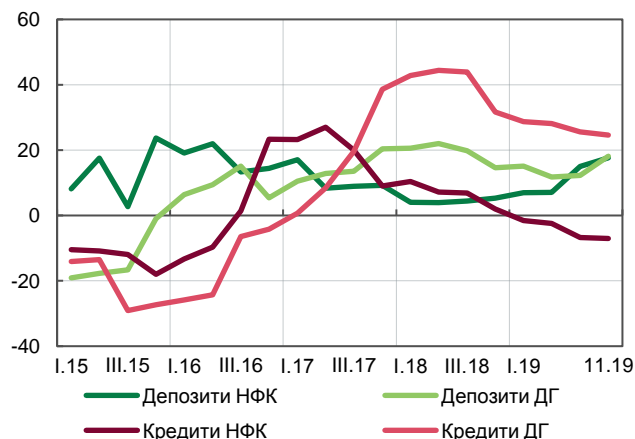
Джерело: розрахунки НБУ.

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



* За попередніми розрахунками.
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.8. Депозити та кредити в НВ, % р/р



Джерело: НБУ.

надходженням від традиційно експорто-орієнтованих галузей (АПК, металургія, гірничо-добувна промисловість) за одночасних порівняно стриманих платежів за імпорт, а також значному припливу боргового капіталу, як державного, так і приватного. Це зберігало умови для подальшого поповнення міжнародних резервів НБУ¹⁶ та поступової лібералізації валютного ринку.

Зокрема в IV кварталі 2019 року [скасовано обмеження на купівлю фізичними особами іноземної валюти](#) та банківських металів, а також вимогу щодо подання документів, що підтверджують підстави для купівлі безготівкової іноземної валюти; [збільшено е-ліміти](#) для деяких операцій з переказу коштів. Загалом протягом 2019 року НБУ скасував більше тридцяти валютних обмежень.

Додатне сальдо операцій НБУ на МБВР у IV кварталі 2019 року становило 4 млрд дол., з початку року – 7.9 млрд дол. Приплив коштів від нерезидентів для інвестицій у гривневі ОВДП пояснював лише п'яту частину обсягу інтервенцій НБУ в IV кварталі та близько половини – у цілому за рік.

Гривневі депозити та споживчі кредити й надалі зростали високими темпами

У IV кварталі 2019 року тривало зростання гривневих депозитів у банківській системі, річні темпи якого за результатами листопада значно пришвидшилися (до 16.9% р/р). Високі темпи приросту депозитів ДГ відображали стійке зростання заробітних плат і привабливість депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні та уповільнення інфляції. Приріст депозитів НФК забезпечувався поліпшенням фінансових результатів підприємств. Ці самі чинники разом із надходженням коштів за розміщені єврооблігації окремими підприємствами зумовили пришвидшення зростання залишків за депозитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті).

Високими темпами й надалі зростали гривневі кредити ДГ, передусім на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Значний попит на такі кредити підтримувався поліпшенням споживчих настроїв, у тому числі через зростання доходів, та послабленням банками стандартів схвалення кредитних заявок. Натомість кредитування НФК залишалося млявим. Це зумовлено як існуванням структурних обмежень (значна частка непрацюючих активів), що стримує активізацію банківського кредитування, так і значними залученнями коштів на зовнішніх ринках у другому півріччі низкою компаній реального сектору. Також на динаміці обсягів кредитів й надалі відображалися ефекти від виключення зі звітності інформації банків, щодо яких розпочалася процедура ліквідації, та від погашення та списання банками раніше зарезервованих активів.

¹⁶ НБУ в грудні [прийняв рішення](#) про чергове у 2019 році збільшення щоденних планових обсягів купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (з 30 до 50 млн дол.).

Вставка 3. Публікація прогнозу облікової ставки: вплив на форвардні ставки

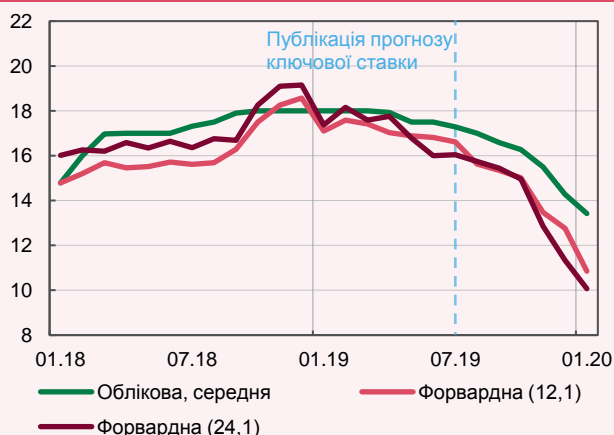
Очікування учасників ринку щодо динаміки процентних ставок відіграють значну роль у трансмісії монетарної політики. Розрахункові форвардні ставки свідчать, що протягом 2019 року очікування учасників ринку щодо процентних ставок були достатньо інерційними – фактично реагували лише на поточну зміну облікової ставки НБУ. Ситуація змінилася після публікації НБУ свого прогнозу облікової ставки. Пов’язане з цим зменшення невизначеності сприяло зниженню очікувань учасників ринку, особливо на середньострокову перспективу.

Основний інструмент монетарної політики НБУ – облікова ставка – безпосередньо впливає лише на поточні короткострокові ставки. Але для ефективного впливу монетарних рішень на економіку важливими є очікування та довгострокові ставки. Саме вони формують вартість капіталу та мають найбільше значення на розвиток реального сектору, впливаючи на рішення щодо залучення позик та здійснення інвестицій.

Явно вираженого показника, на підставі якого можна судити про очікування учасників ринку щодо майбутньої траєкторії ставок, наразі немає через практично відсутній ринок форвардних контрактів. У цій вставці очікування учасників грошового ринку щодо ставок розраховано на основі кривої дохідності гривневих ОВДП (графік 2.6.3) за припущення про відсутність арбітражу¹⁷.

На початку 2019 року розрахункові форвардні ставки (графік 1) знижувалися, але помірно. Більш того, вони практично не відрізнялися від поточної облікової ставки навіть після оголошення НБУ про початок циклу пом’якшення монетарної політики та зниження ставок. Високі середньострокові форвардні ставки (16%–17% у червні) свідчили про переоціненість учасниками ринку майбутньої жорсткості монетарної політики.

Графік 1. Облікова ставка НБУ та форвардні ставки¹⁷, %



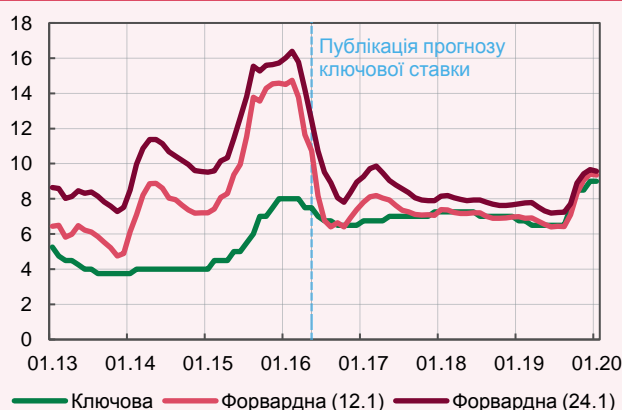
Джерело: розрахунки НБУ.

Вбачаючи значний потенціал подальшого зниження ставок, у липні 2019 року НБУ розпочав публікацію свого прогнозу ключової ставки. Як і очікувалося, у відповідь на зменшення невизначеності щодо майбутньої монетарної політики учасники ринку адаптували свої очікування й

щодо майбутньої вартості фінансових ресурсів. Це також підтверджується й результатами опитувань фінансових аналітиків. У червні 2019 року вони очікували, що облікова ставка через рік знизиться до 14.5%, тоді як у серпні – до 13.0%, на 1.5 в. п. менше. Водночас зниження ключової ставки в липні було всього 0.5 в. п.

Зниження ринкових очікувань після публікації прогнозу ставки було прогнозованим з огляду на позитивний міжнародний досвід (детальніше у вставці "Публікація прогнозу облікової ставки" в [Інфляційному звіті за липень 2019 року](#) на стор. 47). Наприклад, у Грузії саме публікація прогнозу ключової ставки в травні 2016 року дала змогу наблизити форвардні ставки впритул до ключової (графік 2).

Графік 2. Ключова та форвардні ставки в Грузії, %

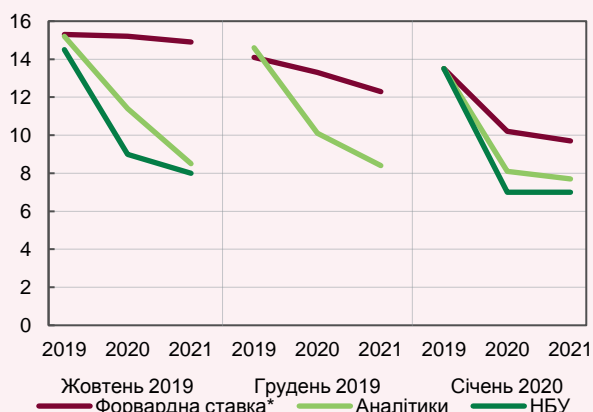


Джерело: Національний банк Грузії, розрахунки НБУ.

Крім публікації прогнозу НБУ щодо ключової ставки зниженню форвардних ставок у 2019 році також сприяло посилення інтересу нерезидентів до гривневих ОВДП. Згідно з економетричними дослідженнями ([Ebeke and Lu, 2014](#)) участь нерезидентів у місцевому ринку облігацій зазвичай зумовлює зниження рівня ставок, однак може посилити їх волатильність. Водночас волатильність ставок суттєво зменшується у випадках підтримки макроекономічної стабільності, проведення збалансованої фіскальної політики та зваженого управління державним боргом, у тому числі спрямованого на збільшення його строкowości та залучення внутрішніх інвесторів.

¹⁷ Форвардна ставка (x,y) означає дохідність фінансового інструменту строком у місяців через x місяців. Наприклад, форвардна ставка (12,1) строком 1 місяць через 12 місяців – це дохідність форвардного контракту, за якої інвестору байдуже, інвестувати відразу на 13 місяців за спот-ставкою (0,13) чи інвестувати на рік за спот-ставкою (0,12), а через рік ще на місяць за форвардною ставкою (12,1).

Графік 3. Форвардні ставки, очікування фінансових аналітиків та прогноз НБУ щодо облікової ставки, на кінець періоду, %



* Розрахункова форвардна ставка на строк 1 місяць на основі кривої дохідності за гривневими ОВДП.

Джерело: розрахунки НБУ.

Попри суттєве зниження, форвардні ставки в Україні станом на січень 2020 року залишалися вищими

порівняно з очікуваннями фінансових аналітиків щодо облікової ставки та прогнозом НБУ (графік 3). Крім очікувань короткострокових ставок, складовою форвардних ставок є також строкова премія (Horváth et al., 2014). Її зростання зі строком зумовлено як природним збільшенням невизначеності у часі, так і практично відсутнім ринком фінансових інструментів, крім ОВДП.

Стійке економічне зростання, передбачувана та низька інфляція, розвиток фінансового ринку сприятимуть подальшому зниженню довгострокових ставок. Зокрема, послідовна монетарна політика забезпечить зниження волатильності інфляції навколо цілі 5%, очікування якої є складовою довгострокових ставок. Реалізація Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року сприятиме поглибленню фінансового ринку, зростанню його ліквідності та розширенню бази інвесторів. У свою чергу, це забезпечить ефективніше управління процентним ризиком, що знизить вартість випуску як державного, так і приватного боргу.

Додаток. Макроекономічні ефекти зміцнення гривні.

У 2019 році гривня суттєво зміцнилася як до долара США, так і до кошика валют країн – ОТП (детальніше у розділі 2.6 "Монетарні умови та фінансові ринки" на стор. 28). Ревальвація гривні за винятком сезонних коливань та коротких післякризових епізодів корекції курсу у минулому є для України порівняно новим явищем. Як і будь-яке інше явище, і не лише в економіці, його наслідки не можна охарактеризувати виключно позитивно чи негативно.

Досвід інших країн, які успішно низили інфляцію після запровадження режиму інфляційного таргетування та проходили період зміцнення їх валют, свідчить, що негативні наслідки посилення валюти за послідовної макроекономічної політики є переважно короткостроковими. В той же час переваги є довгостроковими та сприятливими для стійкого економічного зростання.

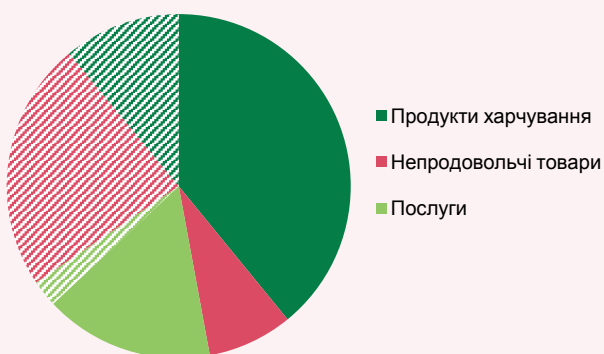
З одного боку, зміцнення гривні стало основним чинником зниження інфляції до цільового рівня $5\% \pm 1$ в. п. (детальніше у вставці 1 "Оцінка прогнозу інфляції" на стор. 13). У свою чергу, саме стійка і низька інфляція є необхідною передумовою довгострокового зростання, адже закладає необхідне підґрунтя для бізнес-планування та нарощення заощаджень. З іншого боку, зміцнення гривні пояснює зниження доходів експортерів у гривневому еквіваленті та призвело до втрат доходів для бюджету, однак такі наслідки також не є однозначними.

Посилення національної валюти забезпечило зменшення вартості імпортованої сировини та головне – інвестиційного імпорту, і це відбувалося без погіршення зовнішньоторговельної позиції України. Покращилася й конкурентоздатність українських компаній у залученні робочої сили, що важливо з огляду на значні обсяги трудової міграції. Ревальвація гривні разом із виваженою фіскальною політикою було одним з чинників стрімкого зниження відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП. Цей показник впливає на сприйняття ризиків зовнішніми інвесторами та формування суверенних рейтингів. Тож зниження цього відношення також сприяло припливу зовнішніх портфельних інвестицій, що, у свою чергу, дало змогу понизити вартість обслуговування нового боргу та поліпшити його валютну структуру.

Ревальвація гривні сприяла стрімкому сповільненню споживчої інфляції, яка досягла цілі 5%, попри суттєвий тиск з боку споживчого попиту

Найбільший вплив зміна обмінного курсу має на товари, які імпортуються, або на вітчизняні товари та послуги, для яких використовується імпортована сировина чи комплектуючі. Так, згідно з оцінками НБУ, частка таких товарів та послуг становить більше третини в загальному споживчому наборі.

Графік 1. Частка імпортованих товарів* у структурі споживчого набору ІСЦ за 9 місяців 2019 року**, %



* Заштриховані області відповідають частці імпортованих товарів і послуг.

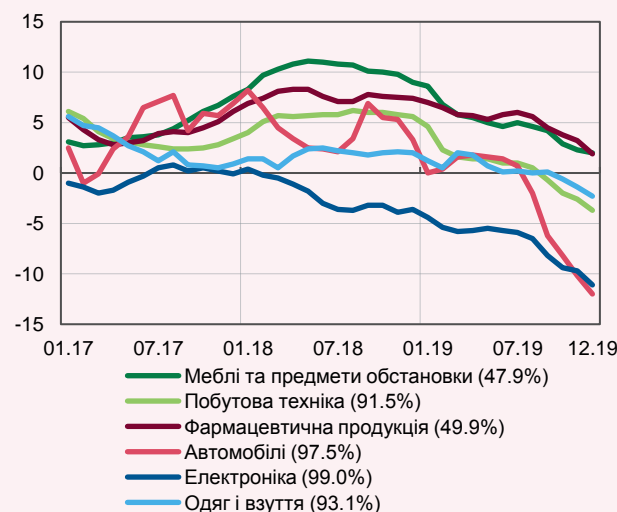
** Для продовольчих та непродовольчих товарів використано дані ДССУ щодо товарної структури роздрібного товарообороту підприємств і дані ДФС щодо імпорту окремих товарів у першому півріччі 2019 року, а для послуг – дані таблиць "Витрати – випуск" щодо частки імпорту в кінцевих споживчих витратах за видами економічної діяльності за 2017 рік.

Джерело: ДССУ, ДФС, розрахунки НБУ

Наприклад, згідно з даними ДССУ, у вітчизняній роздрібній мережі частка продажу взуття, виробленого поза межами України, за 9 місяців 2019 року сягала майже 95%, одягу – 92%. Тож не дивно, що ціни за цією групою знизилися – на 2.3% р/р у грудні (графік 2). Інша

група товарів – предмети тривалого вжитку (автомобілі, меблі, побутова техніка тощо), які на внутрішньому ринку також переважно представлені імпортом. Згідно з даними ДССУ, ціни на цю групу товарів у грудні 2019 року також були на 2.1% нижчими, ніж рік тому, а окремі з них, такі як ціни на автомобілі та електроніку, знизилися на 11–12% р/р.

Графік 2. Зміна цін на окремі непродовольчі товари, % р/р (у дужках – частки їх імпорту в обсягах реалізації на внутрішньому ринку за 9 місяців 2019 року, %)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ

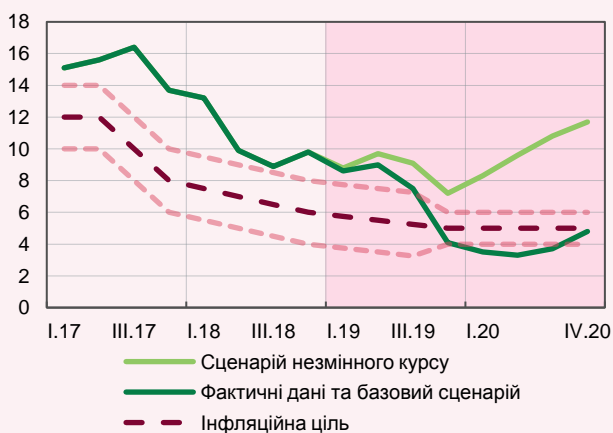
У 2019 році значно подешевшали енергоресурси. Хоча здешевлення природного газу передусім можна пояснити суттєвим зниженням цін на європейському ринку, ревальвація національної валюти суттєво посилила цей ефект (графік 2.1.7). Зміцнення гривні мало подвійний ефект на ціни на пальне – знизилася вартість нафтопродуктів у гривневому еквіваленті та зменшилася

частка податків у структурі ціни (акцизи на пальне встановлені в євро).

Через визначальну дію внутрішніх чинників ревальвація гривні меншою мірою впливає на ціни продуктів харчування та вартість послуг. Так, ціни на перші передусім залежать від урожаю сільськогосподарських культур в Україні, а лівовою складовою собівартості інших є витрати на оплату праці. Водночас ціни на частину товарів та послуг і цих категорій суттєво реагують на зміну обмінного курсу. За рік подешевшали рис, оливкова олія, оселедці, сухофрукти, які значною мірою представлені імпортом. Сповільнилося зростання цін на послуги кінотеатрів, інтернету, стоматологічні послуги, оренду житла, туристичні послуги (вартість останніх двох послуг тісно корелює з обмінним курсом).

Загалом згідно із симуляціями на основі квартальної прогнозує моделі (детальніше у вставці 4 "Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики" на стор. 43), у випадку фіксації обмінного курсу гривні з квітня 2019 року на рівні 27 грн за дол. інфляція на кінець року все ще суттєво перевищувала б цільовий діапазон (графік 3) не лише наприкінці 2019 року, а й у 2020 році.

Графік 3. Симуляція динаміки інфляції у 2019–2020 роках за умови фіксації курсу гривні з квітня 2019 року на рівні 27 грн/дол.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ

За такого сценарію реальний ВВП зростав би швидше, але всього на 0.1 в. п. та 0.3 в. п. у 2019 та 2020 роках через тимчасові переваги для експортного сектору. Однак переваги для зростання швидко б вичерпалися, а в довгостроковому періоді економіка зазнала б втрат. Вища за цільові показники інфляція та зміна поведінки центрального банку не дала б змоги закріпити інфляційні очікування. Унаслідок цього ключова ставка довше залишалася б на високих рівнях, що завадило б зниженню кредитних ставок. Короткострокові переваги у вигляді цінової конкурентоспроможності вичерпалися б через вищу інфляцію та зміцнення РЕОК.

Зміцнення курсу гривні відповідає стану економіки

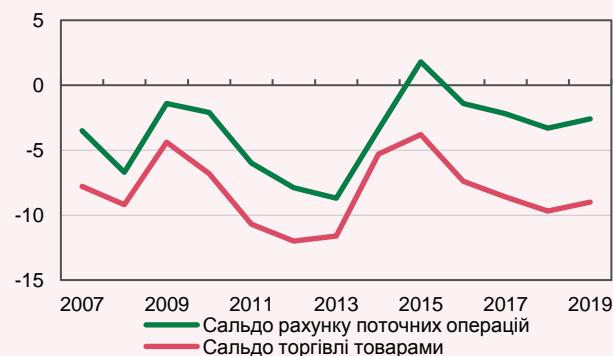
Позиція внутрішньої економіки по відношенню до зовнішнього світу відображається в платіжному балансі країни. Якщо країна імпортує більше товарів та послуг порівняно з відповідними обсягами експорту, то виникає дефіцит зовнішньої торгівлі. У результаті, попри додатне

кумулятивне сальдо операцій за первинними та вторинними доходами (зокрема включають трудові перекази, виплати за дивідендами зовнішнім інвесторам, платежі з обслуговування боргу), формується дефіцит поточного рахунку, який потрібно фінансувати. Останнє можливе кількома способами – за рахунок зовнішніх боргових та інвестиційних ресурсів (операції за фінансовим рахунком платіжного балансу) або міжнародних резервів країни.

Відповідно, високі значення дефіциту поточного рахунку розглядаються як негативне явище. Це пов'язано з тим, що в окремих випадках суттєвий дефіцит поточного рахунку може свідчити про прорахунки макроекономічної політики, наприклад, штучну фіксацію обмінного курсу на завищеному рівні. Накопичення дисбалансів рано чи пізно вимагає корекції. Це відбувається або шляхом коригування макроекономічної політики, або призводить до розвитку кризових явищ, в останньому Україна за останні 10 років встигла двічі пересвідчитися на власному досвіді. Відповідно, зміцнення курсу гривні, яке негативно впливає на цінову конкурентоспроможність експортерів та, навпаки, здешевлює імпорт, породжує побоювання щодо послаблення зовнішньої позиції України.

Однак згідно з фактичними даними у 2019 році дефіцит поточного рахунку навіть без урахування надходження компенсації від ПАТ "Газпром" звузився і продовжував залишатися в прийнятних межах (3–4% ВВП). Експорт та імпорт товарів зростали практично співставними темпами (6.4% та 7.1% відповідно), а дефіцит торгівлі товарами незначно перевищив показники минулого року в доларовому еквіваленті, а відносно ВВП також звузився (графік 4).

Графік 4. Сальдо рахунку поточних операцій та зовнішньої торгівлі товарами України, % ВВП*



* до 2009 року – дані за КПБ5, у 2019 році – без урахування надходження компенсації від ПАТ "Газпром".

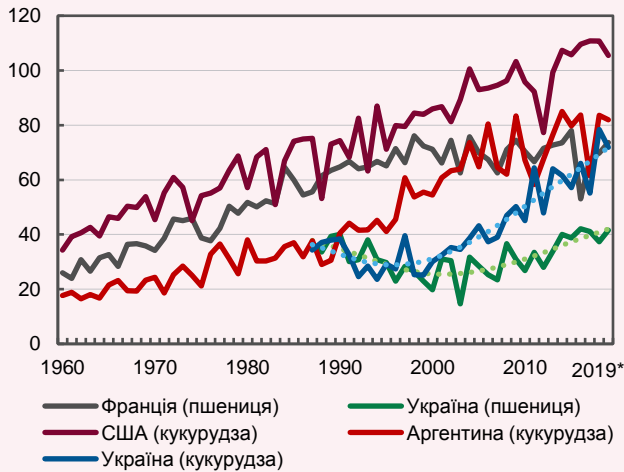
Джерело: НБУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

Безумовно, істотне зниження цін на енергоносії в поточному році сприяло зменшенню вартісних обсягів закупівель газу та нафтопродуктів, які становлять значну частину нашого імпорту. Але й ціни на основні товари українського експорту (зернові, чорні метали) теж знижувалися, тоді як експорт зростав за рахунок нарощування фізичних обсягів, зокрема завдяки збільшенню продуктивності економіки.

Найбільш помітно зростала продуктивність сільськогосподарського виробництва, насамперед

рослинництва. Так, протягом 2011–2019 років порівняно з 2001–2010 роками середня урожайність пшениці зросла на 33%, кукурудзи – на 56%, наблизивши Україну до світових лідерів з виробництва цих культур (графік 5).

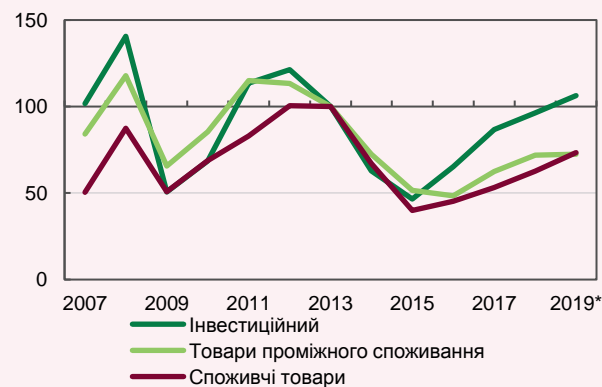
Графік 5. Урожайність пшениці та кукурудзи в окремих країнах, ц/га



Джерело: USDA, ДССУ, розрахунки НБУ.

Головними чинниками збільшення урожайності були раціональне застосування добрив; застосування більш продуктивних, стійких до несприятливих природно-кліматичних умов і хвороб сортів та гібридів зернових культур; значні інвестиції у закупівлю сільськогосподарської техніки упродовж 2016–2017 років. Тож рекордні врожаї зернових 2018–2019 років не є виключно результатом сприятливих погодних умов. Це дає підстави вважати ці врожаї сталим джерелом експорту та валютних надходжень у країну.

Графік 6. Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, 2013=100



* Екстраполяція на рік на основі даних за січень – листопад.
Джерело: розрахунки НБУ.

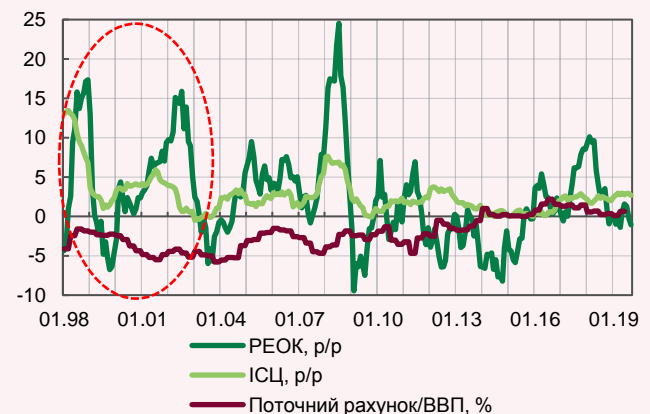
Зміцнення курсу гривні не призвело й до прискорення зростання споживчого імпорту, як це було в передкризові 2008 та 2011–2012 роки. Протягом 2019 року його темпи зростання залишалися на рівні близько 20% р/р. Інвестиційний імпорт також зростав порівняно високими темпами (біля 15% упродовж перших трьох кварталів, дещо сповільнившись у жовтні-листопаді на тлі збільшення бази порівняння через нарощення обсягів імпорту обладнання для ВДЕ наприкінці 2018 року).

Досвід країн-сусідів свідчить, що періоди ревальвації можливі без погіршення зовнішніх рахунків

Згідно з економічною літературою одним з чинників зміцнення обмінного курсу є зростання продуктивності в економіці (ефект Балаша-Самуельсона, наприклад, [Gregorio and Wolf, 1994](#)). Зростання продуктивності, у свою чергу, стає наслідком наближення цін та заробітних плат між країнами, що торгують, структурних чи технологічних змін.

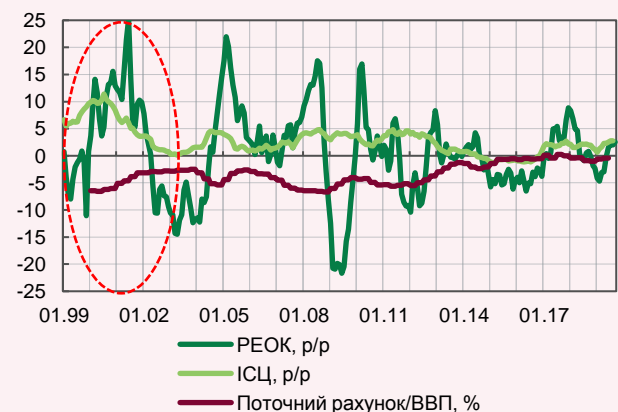
Так, у Чехії та Польщі також був доволі тривалий період ревальвації після запровадження інфляційного таргетування. Новий монетарний режим став більш зрозумілим та прозорим як для внутрішніх суб'єктів господарювання, так і іноземних інвесторів, що сприяло нарощенню інвестицій та оновленню технологічних процесів. Додатковим фактором зростання стала чітка стратегія подальшого розвитку країни. Вона включала покрокове проведення структурних реформ у сфері ціноутворення, податків, інституційної спроможності органів влади, зокрема центрального банку, зменшення боргового навантаження тощо. У більш тривалій перспективі все це призвело до збільшення потенціалу для експорту та звуження дефіциту поточного рахунку цих країн (графіки 7 та 8).

Графік 7. Чехія: РЕОК, ІСЦ та поточний рахунок до ВВП (за ковзний рік)



Джерело: IFS МВФ.

Графік 8. Польща: РЕОК, ІСЦ та поточний рахунок до ВВП (за ковзний рік)

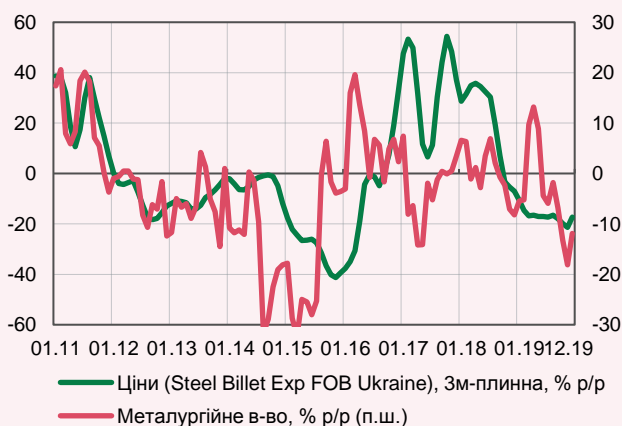


Джерело: IFS МВФ.

Втрати експортерів від ревальвації гривні були значно нижчими порівняно з втратами від погіршення зовнішньої кон'юнктури

В українській промисловості домінує ГМК (сукупна частка металургії, добувної промисловості та виробництва коксу разом складає майже третину промисловості¹⁸). Однак, попри те, що Україна входить у ТОП-15 найбільших виробників сталі, українські експортери не впливають на світове ціноутворення (є price-taker). Ураховуючи сировинну орієнтованість цих видів діяльності та відомий факт, що сировинні ціни є більш волатильними порівняно з цінами на товари з високою доданою вартістю, показники діяльності цього сектору також демонструють значну волатильність.

Графік 9. Темпи зростання металургійного виробництва в Україні та зовнішні ціни на сталеві напівфабрикати українського виробництва

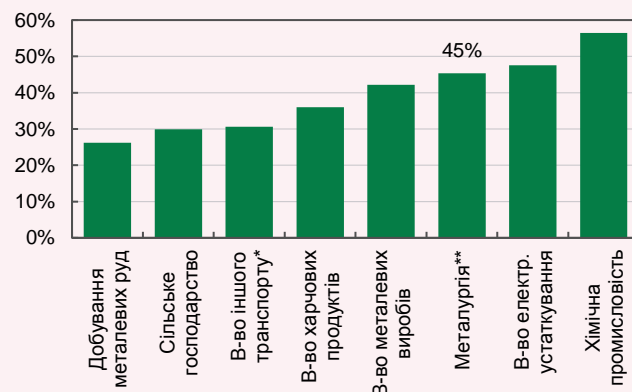


Джерело: ДССУ, Refinitiv Datastream.

Слабкі результати металургійної промисловості мали основний внесок у зниження промислового виробництва у 2019 році. У свою чергу, на стан металургії визначальний вплив мало погіршення зовнішньої кон'юнктури. Ціни на різні види сталі знизилися в середньому за 2019 рік на 15–20%, зокрема експортні ціни на українські метали знизилися в середньому на 60–70 дол. США за тону порівняно з попереднім роком. Ураховуючи поквартальну динаміку як цін, так і обсягів відвантажень чорних металів на експорт, зниження експорту українських металургів за рахунок падіння світових цін у 2019 році становило більше 1 млрд дол.

Зміцнення гривні лише підсилило цей ефект. Так, за припущення про утримання обмінного курсу на рівні 27 грн/дол. з квітня 2019 року, "втрати" експортної виручки в гривневому еквіваленті становили 9.3 млрд грн. Однак у виробництві металургійної продукції використовуються сировина та комплектуючі (проміжне споживання), значна частка яких імпортується, а також продукція інших видів діяльності, для виробництва якої також був використаний імпорт (графік 10). Тож від здешевлення імпорту (з урахуванням вторинних ефектів), було зекономлено 4.2 млрд грн. Відповідно, чисті втрати від зміцнення курсу були в кілька разів меншими порівняно з втратами від зниження цін.

Графік 10. Імпортна складова експорту окремих видів економічної діяльності у 2017 році (уключаючи вторинні ефекти), %

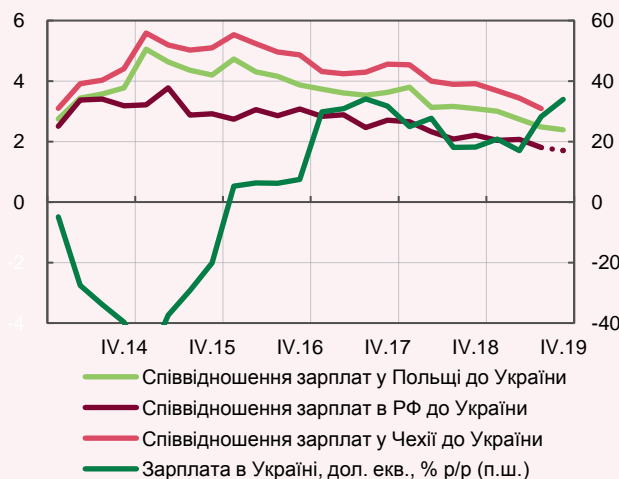


* У тому числі виробництво вагонів та комплектуючих до них.
** Охоплює виробництво базових чорних та кольорових металів.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ревальвація позитивно впливає на конкурентоздатність українських компаній у залученні робочої сили

Протягом останніх кількох років на ринку праці спостерігається дефіцит працівників робочих спеціальностей, що серед інших чинників зумовлено міграційними процесами. Згідно з [результатами соціологічних опитувань](#), саме вища оплата праці за кордоном – головна причина виїзду українських трудових мігрантів. Чим вищим є співвідношення зарплат за кордоном до зарплат в Україні, то більша зацікавленість у роботі за кордоном. В останні роки це співвідношення скорочувалося через зростання зарплат в Україні (графік 11). У 2019 році ефект цього чинника посилюється завдяки зміцненню гривні.

Графік 11. Відношення середніх нетто заробітних плат до України та зростання зарплати в Україні



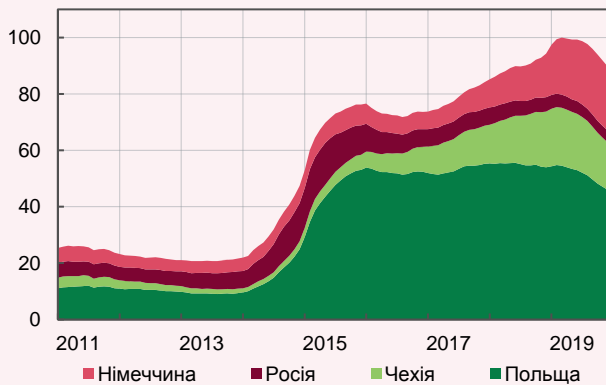
* Пунктиром зазначене середнє за жовтень – листопад.
Джерело: статистичні агенції та центральні банки відповідних країн, ОЕСР.

Як наслідок, протягом року знижувалася зацікавленість українців у роботі за кордоном за винятком пошуку роботи в Німеччині (графік 12). Останнє зумовлено пом'якшенням умов працевлаштування для працівників,

¹⁸ Розрахунки на основі обсягів реалізації відповідних видів промислової діяльності у 2019 році.

які не є громадянами ЄС, яке буде запроваджено в березні 2020 року. Водночас, попри таке пом'якшення та збільшення зацікавленості українців у пошуку роботи в Німеччині, ми оцінюємо ризик інтенсифікації міграції до цієї країни як помірний, оскільки ключові бар'єри для працевлаштування зберігаються – необхідність довести кваліфікацію і знання мови.

Графік 12. Індекс міграційних настроїв (12-місячна плінна)*



* Індекс розраховано на основі даних Google Trends із запитів про пошук роботи з території України. Запити вводяться українською, російською та відповідними мовами країн (наприклад, польською "praca w Polsce"). За 100 пунктів встановлено останній максимум запитів (березень 2019 року).

Джерело: Google Trends, розрахунки НБУ.

Вплив ревальвації гривні на бюджетну сферу неоднозначний – доходи з імпорту нижчі, але є економія на валютних видатках та вигоди від поліпшення сприйняття ризиків інвесторами

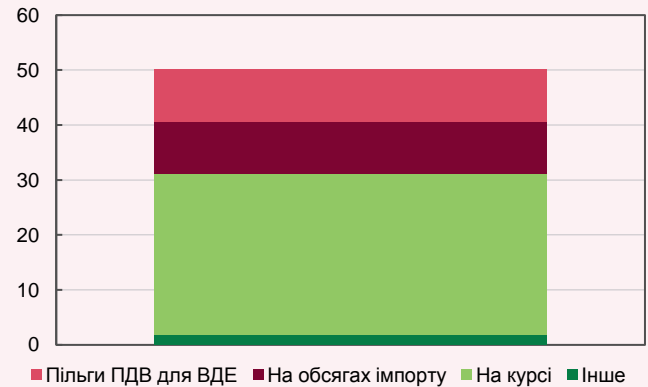
Зміцнення гривні дійсно негативно позначається на надходженнях до бюджету, оскільки частка податків, пов'язаних з імпортом, сягає майже 40% від загальних доходів державного бюджету. За оцінками НБУ, зміцнення гривні пояснює лише близько половини недовиконання плану податкових надходжень (графік 13). Решта зумовлена:

- несправдженням інших макроекономічних припущень та прогнозів, на яких ґрунтувався бюджет – падіння обсягів виробництва підакцизних товарів (тютюнових виробів), обсягів видобутку газу, нижча ціна на імпортований природний газ та нижчі темпи зростання імпорту;
- уведенням пільг з ПДВ для імпорту обладнання ВДЕ, які не були враховані під час розроблення бюджету на 2019 рік; погашенням залишку з невідшкодованого за попередній рік ПДВ на початку року; імпортом газу в режимі "митного складу".

З іншого боку, через міцніший фактичний обмінний курс порівняно із закладеним у бюджет виникає економія на боргових валютних виплатах та витратах бюджету на імпортовані товари та послуги (наприклад, на закупівлі

лікві). У результаті, "чисті" втрати державного бюджету (за вирахуванням зазначеної економії на боргових виплатах та витратах) у 2019 році становили близько 23 млрд грн або 2.3% доходів державного бюджету.

Графік 13. Оцінка факторів невиконання плану податкових надходжень загального фонду державного бюджету у 2019 році, млрд грн



Джерело: ДКСУ, ДФСУ, розрахунки НБУ.

Зміцнення гривні мало й позитивні наслідки для бюджетного сектору. Разом із виваженою фіскальною політикою воно сприяло швидшому зниженню державного та гарантованого державою боргу до ВВП (графік 14). Цей показник впливає на сприйняття ризиків зовнішніми інвесторами та формування суверенних рейтингів. Це сприяло припливу зовнішніх портфельних інвестицій до державного сектору, що, у свою чергу, дало змогу знизити вартість обслуговування гривневого державного боргу, подовжити його строковість та поліпшити валютну структуру. Також завдяки поліпшенню сприйняття інвесторами та м'яким фінансовим умовам рекордними у 2019 році були зовнішні боргові залучення реального сектору (графік 2.5.6.).

Графік 14. Співвідношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП за різними сценаріями курсу гривні до долара США



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Частина 3. Економіка України: прогноз¹⁹

3.1. Інфляційний розвиток

- Фундаментальний інфляційний тиск у 2020 році буде слабким внаслідок продовження дії ефектів від зміцнення обмінного курсу гривні в 2019 році, тому більшу частину поточного року інфляція перебуватиме нижче цільового діапазону 5% ± 1 в. п.
- Завдяки пом'якшенню монетарної політики та високому внутрішньому попиту інфляція повернеться в межі цільового діапазону наприкінці 2020 року (4.8%) та залишатиметься близько цілі 5% у наступні роки.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.2. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

На початку 2020 року триватиме сповільнення інфляції, однак наприкінці року вона повернеться в межі цільового діапазону і надалі залишатиметься близько цілі 5%

Зміцнення обмінного курсу гривні, яке спостерігалось протягом минулого року, сприятиме продовженню дезінфляційного тренду на початку поточного року, насамперед через канал імпортованої інфляції, а також завдяки зниженню інфляційних очікувань. Зростання пропозиції продовольчих товарів, а також рішення щодо встановлення окремих тарифів на послуги ЖКГ додатково сприятимуть стримуванню інфляції в поточному році.

В умовах зниження інфляційного тиску НБУ продовжуватиме пом'якшувати монетарну політику. Це поверне інфляцію в цільовий діапазон 5% ± 1 в. п. вже до кінця поточного року (4.8%). А надалі інфляція коливатиметься навколо середньострокової цілі 5%. Збереженню стабільно низьких темпів інфляції сприятимуть виважена фінансова політика, відносно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках та підвищення продуктивності української економіки.

Фундаментальний інфляційний тиск знизиться, що дасть змогу НБУ пом'якшувати монетарні умови

У 2020 році продовжиться зниження фундаментального інфляційного тиску на тлі міцного реального обмінного курсу гривні та поліпшення інфляційних очікувань. Найсуттєвіше це позначиться на цінах на одяг і взуття, товари тривалого використання і товари з високою часткою імпорту в собівартості. Водночас вартість ринкових послуг, де вага витрат на оплату праці є найбільшою, залишиться основним фактором зростання БІСЦ через збереження високих темпів підвищення заробітних плат в економіці.

Пом'якшення монетарних умов наблизить базову інфляцію до близько 4% у 2021–2022 роках. Додатково цьому сприятиме подальше зростання реальних доходів населення. Натомість імпортована інфляція на прогнозованому періоді залишатиметься низькою внаслідок стабільно низької інфляції в країнах – ОТП та зниженню волатильності обмінного курсу.

¹⁹ Якщо не позначено інше – пунктирна лінія на графіках означає попередній прогноз.

Графік 3.1.3. Ціни на сирі продовольчі товари, %



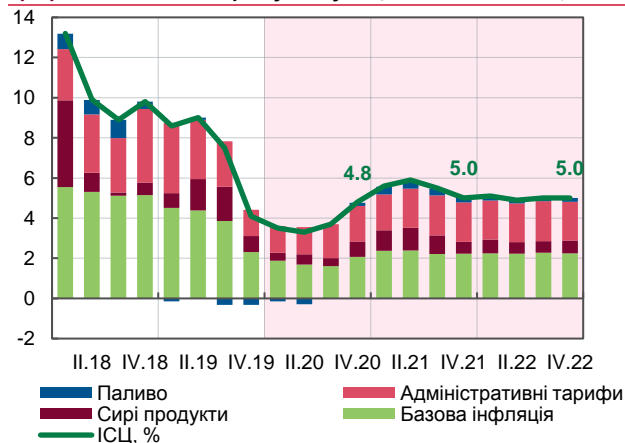
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.4. Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.5. Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Продовольча інфляція залишатиметься низькою завдяки поліпшенню врожайності плодово-овочевих культур

Інфляція групи сирих продуктів продовжить знижуватися у першому півріччі поточного року незважаючи на все ще високу волатильність цін окремих продовольчих товарів. Це відбуватиметься завдяки вичерпанню шоків пропозиції, що виникли торік унаслідок погіршення урожаїв окремих видів продовольчої продукції. Відповідно за підсумками 2020 року і наступних років вона становитиме 3–4% щороку за умови відсутності значних шоків пропозиції на внутрішньому та світових ринках. Основним фактором стримування інфляції сирих продуктів буде зростання пропозиції продовольства завдяки підвищенню продуктивності в сільському господарстві та відносно стабільним світовим цінам. Проте помірне зростання цін підтримуватиметься подальшим підвищенням номінальних та реальних доходів домогосподарств.

Адміністративна інфляція на прогнозованому горизонті перебуватиме в межах 9–10% щороку

У першому півріччі поточного року вона знизиться до 7% р/р через нижчі, ніж у відповідному періоді минулого року, тарифи на газ та опалення для населення. Цьому сприятимуть низькі ціни на газ на європейських спотових ринках. Надалі очікується збереження залежності цін на газ на внутрішньому ринку від цін імпортного паритету, що визначатиме сезонні коливання ціни природного газу для населення. Подорожчання інших комунальних послуг визначатиметься значною мірою зростанням заробітних плат працівників комунальної сфери.

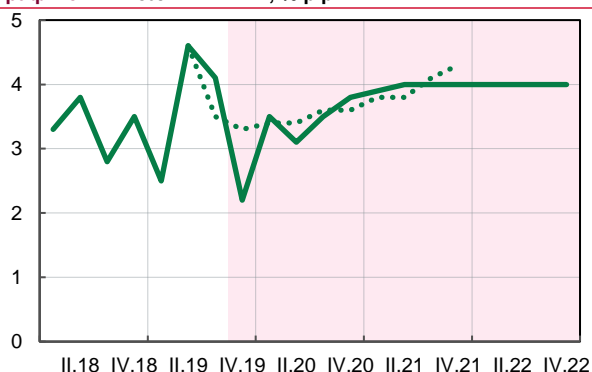
Найбільший внесок в адміністративну інфляцію зумовлюватиметься подальшим підвищенням ставок акцизів на тютюнову продукцію, що передбачено Податковим кодексом. Унаслідок цього тютюнові вироби дорожчатимуть щороку на 13–15%.

Ціни на паливо в 2020 році зростуть лише на 3.9% завдяки відносно стабільній ціні на нафту на світових ринках та помірній волатильності обмінного курсу гривні. Це стримуватиме загальну інфляцію, у тому числі через вплив на собівартість інших її компонент. Надалі щорічне зростання цін на паливо буде близьким до загального рівня інфляції.

3.2. Попит і випуск

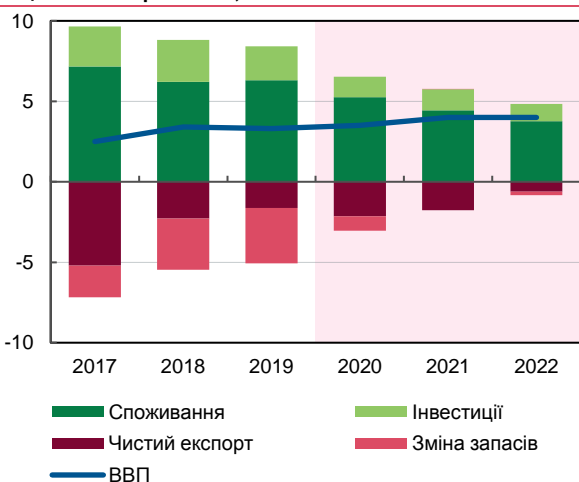
- Економічне зростання в 2020 році прискориться до 3.5% (з 3.3% у 2019 році), а в наступні роки становитиме 4% через пом'якшення монетарних умов, поліпшення інвестиційного клімату та впровадження структурних реформ.
- Темпи зростання приватного споживання та інвестицій залишатимуться високими на тлі подальшого зростання доходів населення та підвищення доступності кредитування.
- Внесок чистого експорту у ВВП залишатиметься від'ємним через потребу реального сектору економіки в інвестиційному імпорті та активний споживчий попит.

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Економічне зростання прискорюватиметься до 4% у наступних роках

Високі обсяги минулорічного врожаю зернових та соняшнику підтримуватимуть експорт у першому півріччі 2020 року, та разом із ростом приватного споживання стимулюватимуть прискорення зростання ВВП до 3.5%. Зниження експортних цін на металургійну продукцію стримуватиме економічне зростання у 2020 році. Зміцнення РЕОК, що відбулося у 2019 році, також тимчасово знижуватиме цінову конкурентоздатність українських експортерів, які потребуватимуть адаптації до нових макроекономічних умов. Водночас зниження виробничих витрат на тлі нижчої інфляції поступово нівелюватиме ефекти зміцнення курсу.

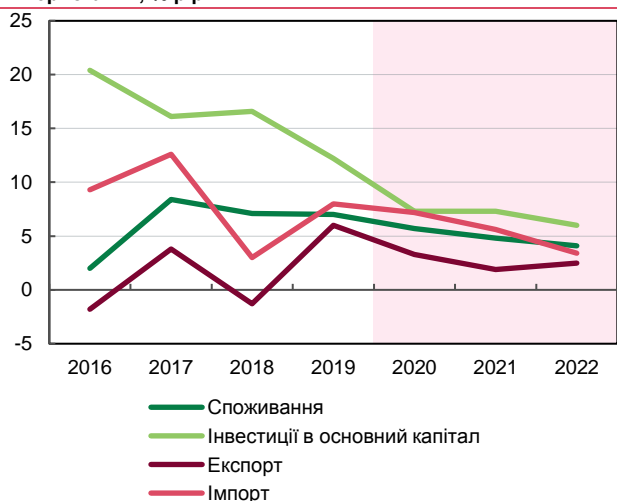
Завдяки пом'якшенню монетарної політики, структурним реформам та поліпшенню інвестиційного клімату зростання економіки прискориться до потенційного рівня – 4% у 2021–2022 роках.

Економічне зростання на прогнозованому горизонті значною мірою визначатиметься ростом приватного споживання, що становитиме близько 7% у 2020 році з уповільненням до 5% у 2022 році. Основним чинником цього залишиться продовження зростання реальних заробітних плат високими темпами як через підвищення продуктивності праці, так і через збереження дефіциту кваліфікованої робочої сили на тлі диспропорцій на ринку праці. Суттєве пом'якшення монетарних умов додатково стимулюватиме зростання кредитної активності та споживання.

Інвестиції продовжать зростати найвищими темпами (6–7%) з усіх компонентів ВВП унаслідок потреби в модернізації виробництв, оновлення транспортної інфраструктури, а також інвестицій у відновлювальну енергетику. Упровадження ринку землі створить додаткові стимули для інвестицій у сільське господарство та пов'язані з ним види виробництв. Підтриманню інвестиційної активності також сприятиме нарощування кредитування бізнесу через пом'якшення монетарної політики та поліпшення інвестиційної привабливості країни.

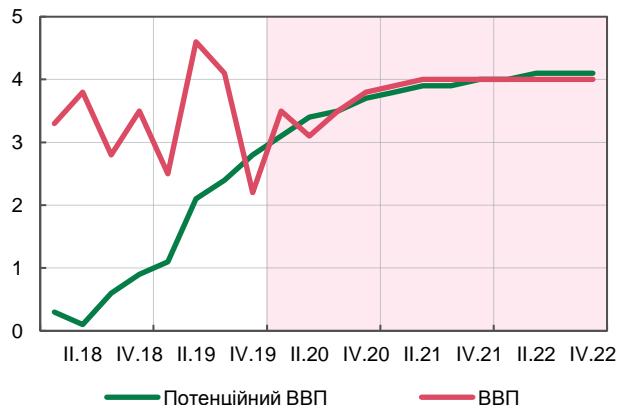
Висока потреба в інвестиційному імпорті та помірні темпи нарощування експорту визначатимуть збереження від'ємного внеску чистого експорту у ВВП.

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



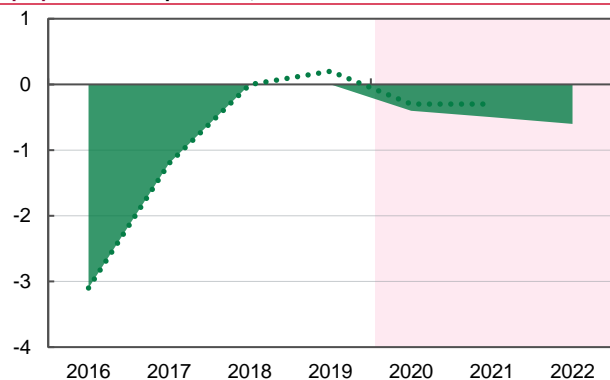
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

Графік 3.2.5. Розрив ВВП, % від потенційного



Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

У 2020 році зростання фізичних обсягів експорту уповільниться до 3.3% передусім через менш сприятливі для українських експортерів умови торгівлі, слабкий зовнішній попит на залізну руду та металургійну продукцію, а також скорочення обсягів транзиту газу. Факторами, що стимулюватимуть експорт, залишатимуться високі врожаї зернових, а також збільшення поставок іншої продовольчої продукції.

Ключовим фактором уповільнення темпів зростання імпорту у 2020 році до 7.2% (з 8% у попередньому році за оцінками НБУ) буде скорочення імпорту газу через його високі запаси в сховищах. Водночас збережеться значна потреба в інвестиційному та споживчому імпорті через продовження зростання реальних доходів населення на тлі міцного РЕОК гривні. У подальшому темпи зростання імпорту затухатимуть разом з уповільненням зростання приватного споживання та вичерпанням ефектів від ревальвації гривні.

Порівняно з попереднім Інфляційним звітом прогноз зростання ВВП не змінився, проте переглянуті його окремі компоненти. Зокрема через більш стрімке пом'якшення монетарної політики в 2020 році та вищі, ніж раніше прогнозувалося, темпи росту реальних доходів домогосподарств підвищено прогноз зростання приватного споживання та інвестиційної діяльності. Прогноз імпорту підвищено з огляду на вищий попит.

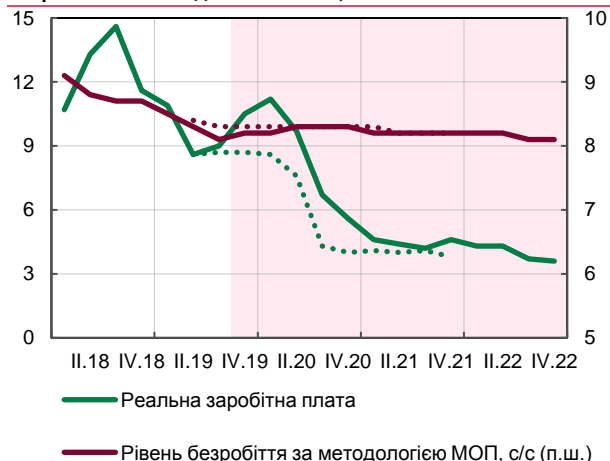
Розрив ВВП буде близьким до нуля

У 2020 році темпи зростання потенційного ВВП прискоряться до 4% і надалі залишаться на цьому рівні. Додатні внески капіталу та загальної продуктивності факторів виробництва на прогнозованому горизонті визначатимуться заміщенням застарілого обладнання більш технологічним. Продуктивність економіки зростатиме внаслідок конвергенції до рівня більш розвинутих економік сусідніх країн.

Поступово вичерпуватиметься ефект впливу пенсійної реформи, проведеної в 2018 році, яка забезпечувала додатні внески робочої сили до потенційного ВВП. Природне скорочення населення, а також збереження структурних дисбалансів на ринку праці внаслідок дефіциту працівників робітничих професій, зумовляватимуть від'ємні внески робочої сили у 2021–2022 роках.

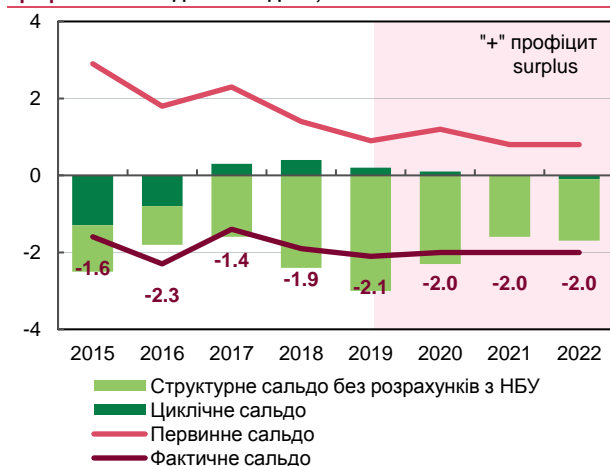
Розрив потенційного ВВП на прогнозованому горизонті зберігатиметься незначним. Приплив портфельних іноземних інвестицій зумовляватиме дещо міцніший за рівноважний обмінний курс гривні, що разом із незначним погіршенням умов торгівлі в 2020 році обумовляватимуть від'ємні значення розриву ВВП.

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



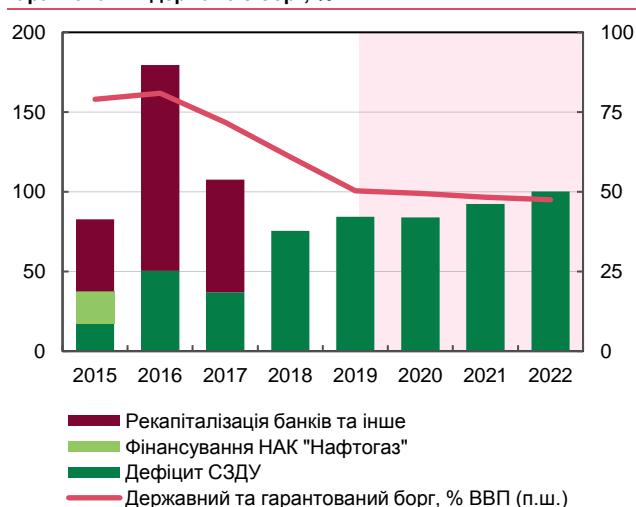
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.2.7. Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: МВФ, ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

Темпи зростання реальних доходів населення залишаться високими

На тлі диспропорцій на ринку праці (у тому числі через проблеми надлишкової освіти працівників) та, відповідно, підвищеного попиту на робочу силу номінальні заробітні плати в Україні зростатимуть високими темпами з поступовим уповільненням у середньостроковій перспективі. Разом з низькоінфляційним середовищем це визначатиме збереження значних темпів зростання реальних заробітних плат: 8% у 2020 році з подальшим уповільненням.

Унаслідок цього розрив у заробітних платах в Україні та сусідніх країнах поступово скорочуватиметься, що сприятиме зниженню стимулів до трудової міграції закордон та поступовому вирівнюванню диспропорцій на місцевому ринку праці.

Рівень безробіття стабілізується на рівні близько 8% (за методологією МОП). Суттєве зростання заробітних плат в економіці, а також необхідність набуття робочого стажу для отримання пенсій формуватимуть додаткові стимули до працевлаштування.

Фіскальна політика на прогностичному горизонті буде близькою до нейтральної та не створюватиме тиску на інфляцію

Дефіцит СЗДУ щороку зберігатиметься на рівні близько 2% ВВП та значною мірою фінансуватиметься за рахунок випуску урядом цінних паперів у національній валюті, на які і надалі зберігатиметься значний попит нерезидентів.

За умови незмінності податкової політики зростання доходів СЗДУ на прогностичному періоді уповільниться до 6–8% на рік. Насамперед це стане результатом низькоінфляційного середовища. Найбільшими темпами з усіх податкових доходів зростатимуть надходження від ПДФО завдяки суттєвому росту номінальної заробітної плати в економіці.

Видатки соціального спрямування зростатимуть найвищими темпами з усіх видатків бюджету й надалі. Водночас темпи зростання капітальних видатків уповільняться, що буде одним з чинників сповільнення інвестиційної діяльності та державного споживання.

Державний та гарантований державою борг протягом всього прогностичного періоду знижуватиметься відносно ВВП (нижче 50% ВВП) завдяки продовженню зростання економіки, низькій волатильності обмінного курсу та збереженню додатного первинного сальдо бюджету. Валютна структура державного боргу покращуватиметься: частка боргу, номінована в іноземній валюті, поступово знижуватиметься за рахунок збільшення гривневих запозичень на внутрішньому ринку.

Вставка 4. Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики²⁰

Рішення з монетарної політики спираються на баченні НБУ щодо майбутнього стану економіки України. Таке бачення створюють макроекономічні прогнози, які відображають вплив поточних рішень на подальший економічний розвиток. НБУ застосовує Квартальну прогнозну модель (КПМ) для макроекономічного прогнозування та аналітичної підтримки рішень з монетарної політики. Вона є незамінною частиною модельного інструментарію з моменту переходу до інфляційного таргетування у 2015 році. У цій вставці описано основні складові та властивості моделі.

Для чого потрібна модель

Модель створює організаційні лаштунки (operational framework) для зв'язного аналізу економічних даних та побудови макроекономічного прогнозу. По-перше, КПМ використовується для середньострокового прогнозування. Вона здатна враховувати результати допоміжних розрахунків та експертних суджень. По-друге, вона описує економічні взаємозв'язки, зокрема вплив монетарної політики на економіку та інфляцію. Таким чином, модель уможливує аналіз різних варіантів політики. Нарешті, модельні симуляції дозволяють будувати альтернативні прогнозні сценарії, тобто досліджувати ризики базового прогнозу, їх можливі наслідки та необхідну реакцію монетарної політики.

Опис моделі

КПМ – це напівструктурна модель малої відкритої економіки з раціональними очікуваннями. У своїх рівняннях вона відображає базові закони економічної теорії, а також статистичні тенденції у спостережних даних. Такі характеристики роблять модель чудовим інструментом для побудови зв'язної економічної розповіді та зручною у практичному використанні для потреб монетарної політики.

КПМ належить до широкого класу моделей свого типу, які успішно використовуються центральними банками багатьох країн світу та міжнародними організаціями. Такі моделі часто називають моделями розривів, оскільки вони виражають реальні змінні (наприклад, ВВП) у розривах (розрив ВВП), тобто відхиленнях від їх стійких довгострокових рівнів (потенційний ВВП). Модель у використанні НБУ має стандартну структуру, але також володіє рисами, що відображають специфіку української економіки. Серед них – необхідність зниження інфляції, неоднорідні зміни цін споживчого набору, недосконала довіра до монетарної політики, висока відкритість економіки та доларизація.

Порівняно з попередньою версією моделі (див. [Петрик та Ніколайчук, 2006](#)) важливими розширеннями сучасної версії є роль ринку праці, модифікація непокритого паритету процентних ставок, оцінки нейтральної процентної ставки та більший вплив світових сировинних ринків.

Монетарна політика у КПМ впливає на реальні змінні в короткостроковій перспективі, тобто на прогнозованому

горизонті до трьох років. Однак у довгостроковій перспективі економіка завжди наближається до свого сталого рівня зростання, коли змінні знаходяться на природних рівнях, наприклад потенційний ВВП чи природний рівень безробіття. Монетарна політика не впливає на динаміку природних рівнів, і таким чином, є нейтральною в довгостроковій перспективі.

Складові моделі

Чотирима головними складовими частинами моделі є:

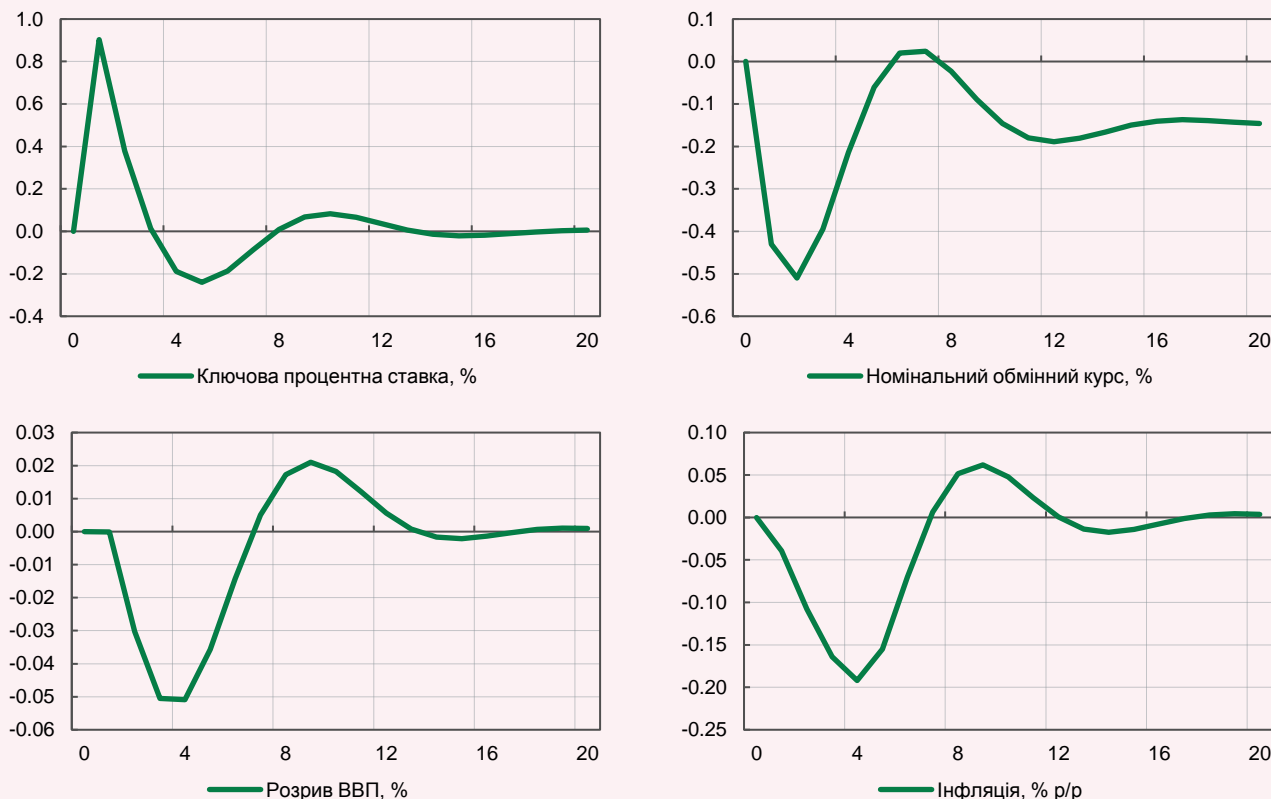
- *сукупний попит* (модифікована крива інвестицій-заощадження) – КПМ ураховує низку факторів, наприклад реальні процентні ставки, обмінний курс та умови зовнішньої торгівлі, які впливають на чистий експорт, споживчий та інвестиційний попит, а також державне споживання;
- *споживча інфляція* (крива Філіпса з раціональними очікуваннями) – у КПМ окремо представлені чотири основні компоненти інфляції: базова, адміністративно регульована, інфляція палива та сирих продовольчих товарів. Через різну природу, вони по-різному абсорбують вплив факторів попиту, пропозиції та мають різну імпортовану складову;
- *номінальний обмінний курс гривні до долара* (гібридний непокритий паритет процентних ставок) – динаміка обмінного курсу залежить від різниці дохідностей фінансових інструментів у гривні та у валюті, також ураховує премію за суверенний ризик, валютні інтервенції НБУ та умови зовнішньої торгівлі України;
- *функція реакції монетарної політики* (правило Тейлора з раціональними очікуваннями) – ключова процентна ставка у КПМ реагує на очікуване відхилення інфляції від цілі та розрив ВВП. За умови конфліктуючих цілей пріоритет надається стабілізації інфляції. Ринкові процентні ставки в економіці залежать від ключової ставки.

Трансмісійний механізм монетарної політики

КПМ моделює вплив монетарної політики на економіку через такі основні канали: процентних ставок, обмінного курсу та інфляційних очікувань. По-перше, процентні ставки скеровують рішення економічних агентів щодо інвестицій та заощаджень, таким чином визначаючи внутрішній попит. По-друге, процентні ставки впливають на обмінний курс, а він – на імпортовану складову інфляції. Крім того, обмінний курс має вплив на зовнішній попит, оскільки визначає відносні ціни імпорту та

²⁰ Повний опис сучасної макроекономічної моделі представлено в Робочих матеріалах [Груя та Вдовиченка \(2019\)](#).

Графік 1. Функції відгуку на шок монетарної політики



Джерело: Груй та Вдовиченко (2019).

експорту. Сукупний попит тисне на ціни. КПМ також в явному вигляді враховує інфляційні очікування. По-третє, довіра до монетарної політики дає змогу "заякорити" очікування на рівні інфляційної цілі та посилює вплив процентних ставок.

Дослідити властивості моделі дають змогу так звані функції відгуку, тобто симуляції реакцій основних макроекономічних змінних на економічні збурення, або ж шоки. Наприклад, шок монетарної політики моделюється як неочікуване зростання ключової процентної ставки. Центральний банк швидко усвідомлює відхилення від правила політики та повертається до нього через квартал. Ця симуляція демонструє так званий трансмісійний механізм монетарної політики. На початку симуляції всі змінні розташовані на рівноважних рівнях. Графіки зображують їх відхилення. Вища процентна ставка приводить до зміцнення обмінного курсу та

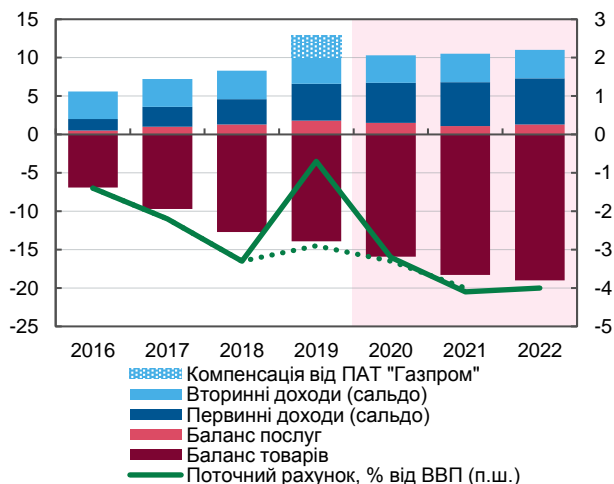
стимує сукупний попит. Як результат, нижчий попит та міцніший курс зумовлюють уповільнення інфляції. Від'ємний розрив ВВП та нижча за ціль інфляція змушують монетарну політику пом'якшитись, тож процентна ставка знижується. Після цього монетарна політика нормалізується. Функції відгуку демонструють, що реакція економіки на шок монетарної політики розтягнута в часі. Найвищий вплив на інфляцію досягається на горизонті монетарної політики у 3–6 кварталів.

КПМ у використанні НБУ час від часу зазнає змін, які враховують результати нових економічних досліджень чи зміни в експертному баченні економічного розвитку України. Крім того, трансмісійний механізм монетарної політики розвивається, оскільки економіка адаптується до нового режиму монетарної політики та відновлюється після кризи 2014–2015 років.

3.3. Платіжний баланс

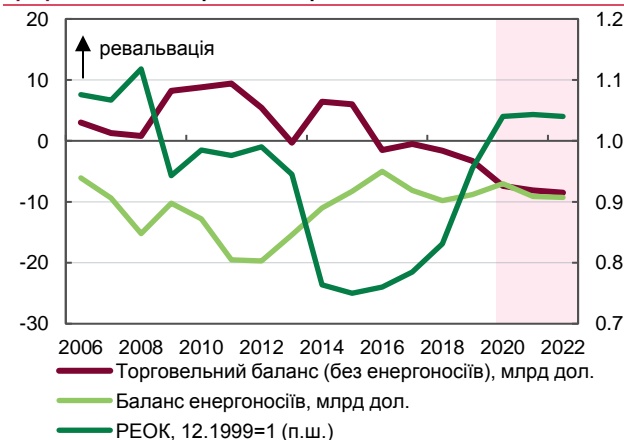
- У 2020–2022 роках дефіцит поточного рахунку розшириться, що буде пов'язано, зокрема, з високими обсягами інвестиційного та споживчого імпорту та зниженням обсягів транзиту газу, однак залишатиметься в прийнятних межах (за оцінками НБУ – 3-4% ВВП).
- Це компенсуватиметься суттєвішими надходженнями капіталу до приватного сектору на тлі поліпшення інвестиційного клімату.
- Завдяки програмі співпраці з МВФ, офіційним залученням та збереженню інтересу нерезидентів до ОВДП міжнародні резерви досягнуть 100% від композитного критерію МВФ їх адекватності.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол



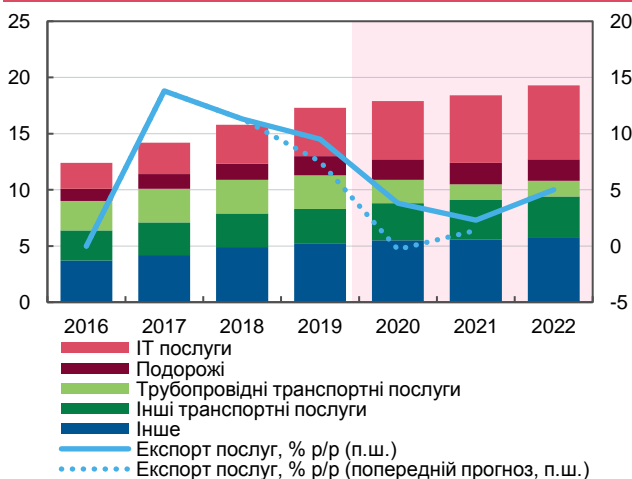
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.3.3. Експорт послуг, млрд дол



Джерело: розрахунки НБУ.

Дефіцит поточного рахунку залишатиметься в прийнятних межах у 2020–2022 роках

Після звуження в 2019 році дефіцит поточного рахунку розшириться та коливатиметься на рівні 3–4% ВВП в 2020–2022 роках. Це зумовлюватиметься пожаттям інвестиційного попиту на тлі зростання економічної активності, а також збільшенням споживчого попиту внаслідок зростання реальних доходів населення.

Очікується уповільнення темпів росту експорту з 6% р/р у 2019 році до 2% р/р у 2022 році унаслідок зниження цін на залізну руду та, відповідно, обсягів її поставок, а також слабкого попиту та низьких цін на чорні метали. Частково це компенсуватиметься зростанням цін на зернові та олійні. Також експорт підтримуватиметься нарощенням поставок харчової продукції, продукції вагонобудування до сусідніх країн, а також високою урожайністю сільськогосподарських культур.

Імпорт товарів також уповільнюватиметься з 7% у 2019 році до 3% у 2022 році. У 2020 році скорочуватиметься енергетична складова імпорту, а у 2021–2022 роках – неенергетична. У 2020 році очікується тимчасове зниження обсягів імпорту газу до 5 млрд м³ (порівняно з 14.4 млрд м³ у 2019 році) через високий рівень його запасів у сховищах. У подальші роки очікується відновлення закупівель газу до 9 млрд м³ на рік.

У 2020 році темпи зростання неенергетичного імпорту залишатимуться на рівні попереднього року (12%). Збільшення купівельної спроможності населення стимулюватиме подальше зростання споживчого імпорту, насамперед, продовольчих товарів, автомобілів та побутової техніки. Міцний РЕОК гривні, та відповідне здешевлення імпорту інвестиційних товарів на тлі необхідності модернізації основних фондів сприятиме збільшенню попиту на інвестиційний імпорт. У 2021–2022 роках темпи зростання неенергетичного імпорту уповільняться до 3–4% на тлі вичерпання ефектів від ревальвації та уповільнення зростання реальних доходів населення. Водночас інвестиційний попит залишатиметься стійким.

Темпи зростання експорту послуг у 2020–2022 роках уповільняться через очікуване зниження обсягів транзиту природного газу. Водночас продовжиться зростання сектору ІТ послуг завдяки збереженню відносно високих заробітних плат в галузі. Імпорт послуг зростатиме,

Графік 3.3.4. Імпорт газу



Джерело: розрахунки НБУ.

передусім, завдяки збільшенню послуг з транспортування та подорожей.

Профіцит рахунку первинних та вторинних доходів розширюватиметься на всьому прогностичному горизонті завдяки подальшому зростанню грошових переказів від трудових мігрантів. Це відбуватиметься за рахунок збільшення заробітних плат в країнах-реципієнтах трудових мігрантів. Водночас кількість трудових мігрантів не змінюватиметься через подальшу конвергенцію заробітних плат в Україні до рівня країн Східної Європи.

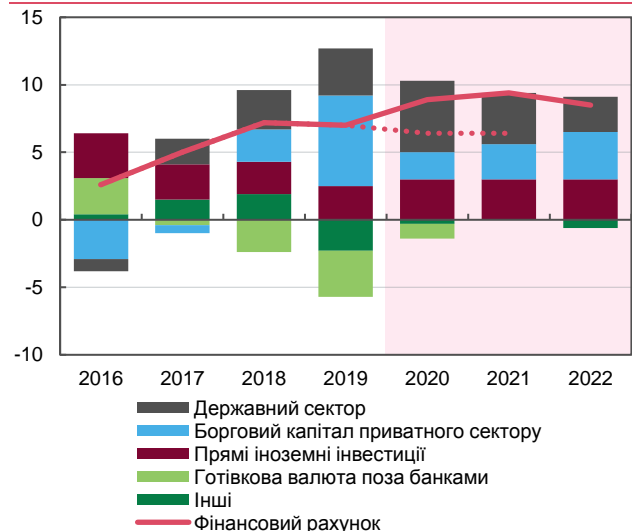
Чисті залучення за фінансовим рахунком дадуть змогу профінансувати дефіцит поточного рахунку

На початку 2020 року очікується нова програма співпраці з МВФ, що дасть змогу отримати пов'язане офіційне фінансування, стане позитивним сигналом для ділової спільноти та поліпшить умови запозичень на міжнародних ринках. Це також сприятиме збереженню попиту нерезидентів на гривневій ОВДП.

Зростатиме й приплив капіталу до приватного сектору завдяки подальшому поліпшенню сприйняття України зовнішніми інвесторами. Водночас очікується зниження попиту населення на іноземну готівкову валюту на тлі низьких інфляційних очікувань та адаптації до вільного курсоутворення.

Профіцит зведеного платіжного балансу разом з залученнями від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви на прогностичному горизонті попри період пікових виплат за зовнішнім державним боргом. Завдяки цьому вже в 2021 році буде досягнуто 100% від композитного критерію МВФ адекватності резервів, а на кінець 2022 року вони зростуть до 32 млрд дол.

Графік 3.3.5. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання та операції з капіталом, млрд дол

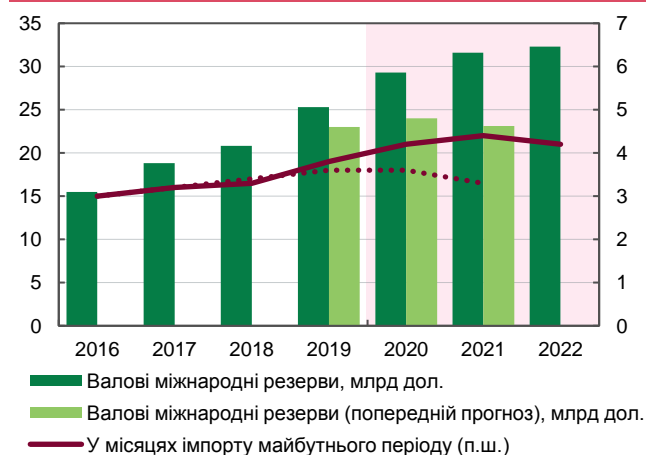


Джерело: розрахунки НБУ.

Прогноз дефіциту поточного рахунку на 2020 рік порівняно з прогнозом, опублікованим у жовтні, майже не змінився, але був переглянутий у бік розширення на 2021 рік. Дефіцит товарного балансу в 2020–2021 роках збільшиться через зростання споживчого та інвестиційного імпорту внаслідок ефекту від міцнішого обмінного курсу. Водночас були переглянуті в бік підвищення обсяги транзиту газу та грошових переказів від трудових мігрантів.

Головним фактором перегляду прогнозу є збільшення залучень за фінансовим рахунком завдяки поліпшенню сприйняття інвесторами України. Зростання припливу капіталу очікується в більшому обсязі як до приватного сектору так і до державного – унаслідок підвищення інтересу нерезидентів до гривневих ОВДП.

Графік 3.3.6. Міжнародні резерви

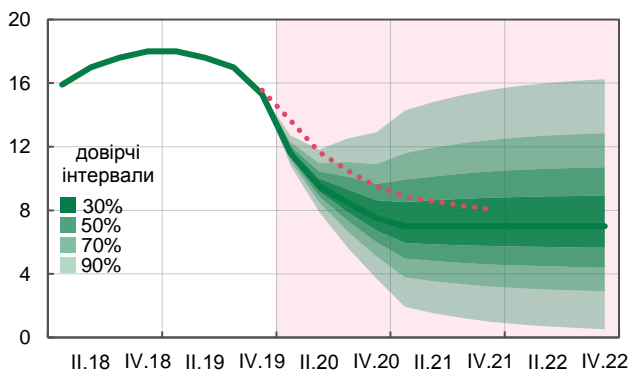


Джерело: розрахунки НБУ.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

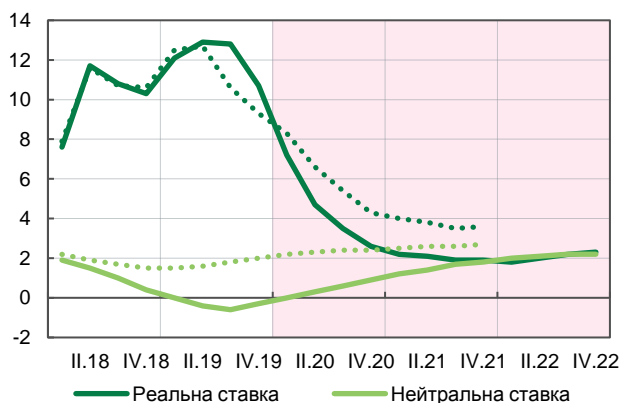
- Подальше зниження облікової ставки впродовж 2020 року до нейтрального рівня 7% забезпечить пом'якшення монетарних умов та підтримуватиме інфляцію близько до цілі 5%.
- РЕОК гривні у 2020–2022 роках буде відносно стабільним на тлі низького інфляційного тиску та пом'якшення монетарної політики.
- Значний профіцит ліквідності банківської системи підтримуватиметься купівлею валюти НБУ для поповнення міжнародних резервів, у тому числі внаслідок збереження попиту нерезидентів на гривневі ОВДП.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

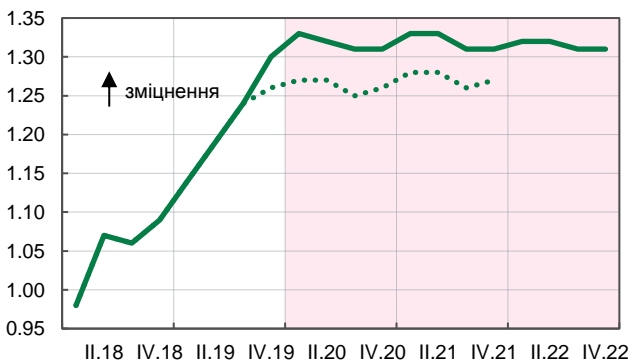
Графік 3.4.2. Реальна процентна ставка*, %



* Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі КПМ.

Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 3.4.3. Індекс РЕОК гривні, IV.2017=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Зниження облікової ставки сприятиме поверненню інфляції до цілі, активізації кредитування і прискоренню економічного зростання

Пом'якшення монетарної політики відбуватиметься стрімкіше, ніж очіувалося раніше – передбачається зниження облікової ставки до 7% на кінець 2020 року. Найстрімкіше зниження облікової ставки очікується впродовж першої половини 2020 року. Це дасть змогу повернути інфляцію до цільового рівня 5%. Також це з лагом вплине на подальше зниження вартості кредитів для бізнесу та населення й стимулюватиме ділову активність.

Завдяки зниженню вартості кредитних ресурсів та зменшенню інфляційного тиску очікується поступове відновлення кредитної активності банків. Водночас активізація кредитування стане можливою за умов ужиття заходів щодо подолання високих ризиків інституційного характеру та зниження частки проблемної заборгованості, що передбачено [Стратегією розвитку фінансового сектору до 2025 року](#).

Оцінку нейтрального рівня реальної процентної ставки знижено до 2% у реальному вимірі внаслідок підвищення оцінки рівноважного зміцнення реального обмінного курсу гривні (детальніше у вставці 5 "Переоцінка нейтральної процентної ставки" на стор. 48). Таким чином номінальна нейтральна ставка у середньостроковій перспективі оцінюється на рівні 7%, до якого буде прямувати облікова ставка.

Пом'якшення монетарної політики сприятиме зниженню ревальваційного тиску, а утримання інфляції на цільовому рівні зумовить стабілізацію РЕОК гривні у 2020–2022 роках після його стрімкого зміцнення в 2016–2019 роках. Очікується збереження суттєвого профіциту ліквідності банківської системи, який формуватиметься головним чином унаслідок купівлі НБУ валюти для поповнення міжнародних резервів. Це частково компенсуватиметься зростанням готівки в обігу та купівлею валюти урядом для здійснення виплат за зовнішнім боргом.

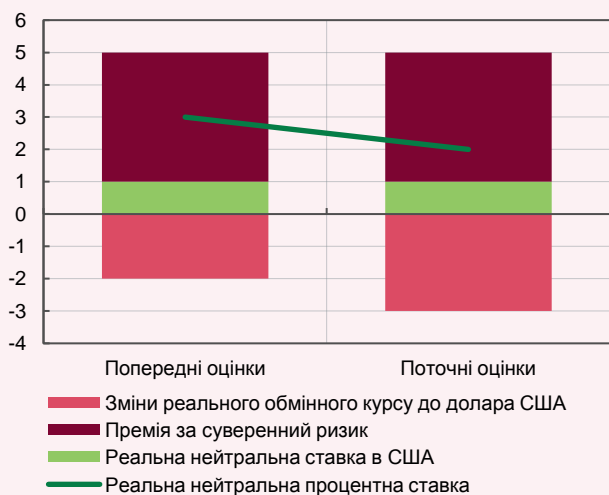
Вставка 5. Переоцінка нейтральної процентної ставки

Монетарна політика мусить бути жорсткою задля зниження інфляції до цілі та м'якою задля її стимулювання. З'ясувати, де закінчується жорстка політика та починається м'яка дозволяють розрахунки так званої нейтральної процентної ставки. Нейтральна ставка не є безпосередньо спостережуваною величиною. Натомість вона повинна бути оцінена з певною невизначеністю. Її розрахунки в НБУ відбуваються за допомогою КПМ (детальніше у вставці 4 "Квартальна прогнозна модель для аналітичної підтримки рішень з монетарної політики" на стор. 43). Оцінки середньострокової номінальної нейтральної ставки в Україні переглянуті з 8% до 7% річних. Зміну спричинило підвищення оцінок рівноважного зміцнення реального обмінного курсу гривні.

Нейтральна ставка не є безпосередньо спостережуваною величиною. Водночас це дуже важливий показник для аналізу та прогнозування, оскільки саме до нейтрального рівня прямує облікова ставка на прогнозованому горизонті. У середньостроковій перспективі ефекти поточних економічних шоків вичерплюються, а інфляція є на цільовому рівні.

Нейтральна ставка оцінюється за допомогою КПМ та ґрунтується на непокритому паритеті процентних ставок. Мала відкрита економіка може фінансувати високе споживання та інвестиції за рахунок притоку іноземного капіталу. Тож нейтральна вартість грошей в Україні залежить від інвестиційної привабливості. Нейтральна процентна ставка зростатиме разом з премією за суверенний ризик України та зі світовою альтернативною вартістю капіталу – нейтральною ставкою в США.

Графік 1. Реальна нейтральна процентна ставка в Україні та фактори її формування



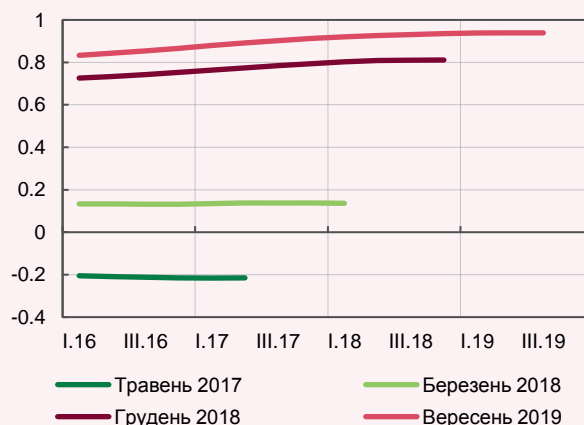
Джерело: НБУ.

Крім того, нейтральна ставка в Україні включає курсову складову, тож знижуватиметься зі швидшою ревальвацією реального обмінного курсу. За її умов інвестор отримує додатковий дохід від зростання вартості вітчизняних активів. Реальна ревальвація (через зміцнення номінального обмінного курсу та/або вищу інфляцію) дає змогу інвестору погодитися на нижчу відсоткову ставку в національній валюті. Детально методологію описано в статті [Груя та ін. \(2018\)](#).

Оцінки середньострокової номінальної нейтральної процентної ставки в Україні переглянуті з 8% до 7% річних. Інфляційна ціль залишається на рівні 5%, тож ця зміна була зумовлена зниженням середньострокової реальної процентної ставки з 3% до 2%. Останнє відображає підвищення на 1 в. п. оцінок рівноважного зміцнення реального обмінного курсу гривні.

Темпи рівноважного зміцнення реального обмінного курсу гривні до долара США переглянуто з 2% до 3% річних. Такий перегляд пов'язаний із оновленими оцінками історичної траєкторії рівноважного курсу (тренд у КПМ). За оновленими розрахунками, реальний обмінний курс був недооцінений у 2017–2018 роках. Водночас структурні характеристики економіки України узгоджуються з міцнішим рівноважним курсом та зі швидшим його зміцненням на прогнозованому горизонті.

Графік 2. Зміни оцінок реальної нейтральної ставки в США



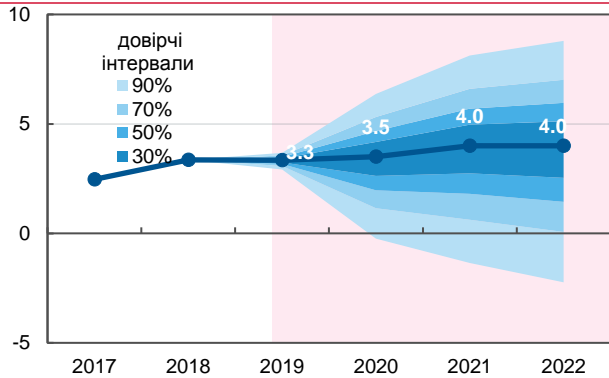
Джерело: Федеральний резервний банк Нью-Йорка, Федеральний резервний банк Сан-Франциско.

Оцінки нейтральної процентної ставки регулярно оновлюються з урахуванням нових даних. Це може призвести до суттєвого перегляду розрахунків. Зокрема, оцінки реальної нейтральної ставки в Україні враховують величину відповідної ставки в США, яку розраховує ФРБ Нью-Йорка за методологією [Laubach and Williams \(2003\)](#). Опубліковані оцінки реальної нейтральної ставки в США зазнавали значних змін протягом останніх років.

3.5. Ризики прогнозу

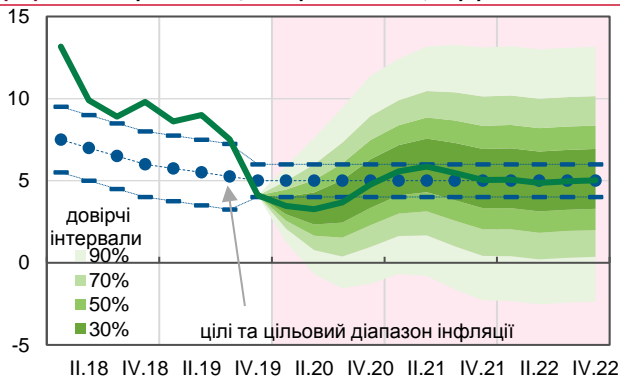
- Ключовим ризиком для реалізації окресленого прогнозу є відтермінування укладання нової програми співпраці з МВФ та посилення загроз для макрофінансової стабільності. Останнє – насамперед унаслідок рішень українських судів щодо відповідальності та зобов'язань еквівалентів неплатоспроможних банків перед державою.
- Реалізація цих ризиків може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу в умовах необхідності здійснення пікових боргових виплат.

Графік 3.5.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Основним зовнішнім ризиком убагацьється подальше уповільнення росту світової економіки (у тому числі через поширення коронавірусу, детальніше у вставці 6 "Ризики для світової економіки через поширення коронавірусу" на стор. 51), та відповідне погіршення умов торгівлі для українських виробників. Незважаючи на позитивні новини щодо згасання торговельних суперечок між США і Китаєм, що розглядалися як основні стримуючі фактори для світової економіки, посилюються ризики уповільнення економік для решти світу, пов'язані з переорієнтацією китайського попиту на американські товари. За такого сценарію світовий попит на українську продукцію суттєво скоротиться, а його негативний вплив на платіжний баланс посилиться зниженням цін на сировинні товари. Відповідно НБУ вдасться до більш жорсткої монетарної політики для усунення надлишкового інфляційного тиску, що може виникнути через послаблення обмінного курсу гривні на тлі зменшення пропозиції валюти від експортерів.

Сценарій суттєвого зниження врожаю зернових (та плодовоовочевих культур) в Україні через несприятливі погодні умови (з можливим поширенням на весь Чорноморський регіон) генерує проінфляційні ризики та ризики уповільнення економічного зростання. За умов реалізації такого ризику темпи зростання ВВП уповільняться через зниження випуску сільського господарства. Зростання експортних цін певною мірою компенсує зниження фізичних обсягів експорту зернових. Втім, зниження експортних надходжень супроводжуватиметься девальваційним тиском на обмінний курс гривні та, відповідно, інфляцію. Крім того, оскільки країни Чорноморського регіону є маркет-мейкерами на глобальному ринку зерна, то відповідний шок пропозиції буде генерувати інфляційний тиск в Україні через зростання світових цін на продовольство. Інфляція в країні зростатиме через продовольчу складову та імпортовану інфляцію. Реакція монетарної політики відобразатиме баланс між потребою в зниженні інфляційного тиску та мінімізацією втрат економічного зростання.

Зберігаються ризики ескалації військового конфлікту на сході країни та нових торговельних обмежень з боку Росії. Ризики військового характеру можуть суттєво погіршити інвестиційну привабливість країни та очікування всіх економічних агентів. На противагу прогрес у відновленні української влади на тимчасово непідконтрольних територіях призведе до значного поліпшення інвестиційного клімату та зниження премії за ризик для країни.

		Ймовірність настання ризику		
		Низька <15%	Середня 15%–25%	Висока 25%–50%
Ступінь впливу на базовий сценарій	Слабкий	Зростання волатильності світових цін на продовольство	Зменшення припливу іноземного капіталу	
	Помірний		Зниження врожаю зернових Стагнація світової економіки	
	Сильний	Ескалація військового конфлікту	Гальмування співпраці з МВФ	

Зростання волатильності світових цін на продовольство в умовах кліматичних змін (та природних аномалій/катаклізмів в окремих регіонах світу) може відобразитися і на ціноутворенні на локальному ринку. Через значну частку продуктів харчування в структурі ІСЦ це може викликати тимчасові (в рамках декількох кварталів), проте суттєві відхилення загальної інфляції від цілі. Реакція монетарної політики обумовлюватиметься силою шоку пропозиції та його потенційним впливом на погіршення очікувань.

Зберігаються ризики як зменшення, так і зростання припливу іноземного капіталу внаслідок зміни сприйняття України інвесторами. Зокрема, це може бути пов'язано з прискоренням або навпаки затримкою реалізації анонсованих урядом реформ. Це позначиться на потенціалі економічного зростання як в 2020 році, так і в середньостроковій перспективі, а також на перспективах подальшої співпраці з МВФ.

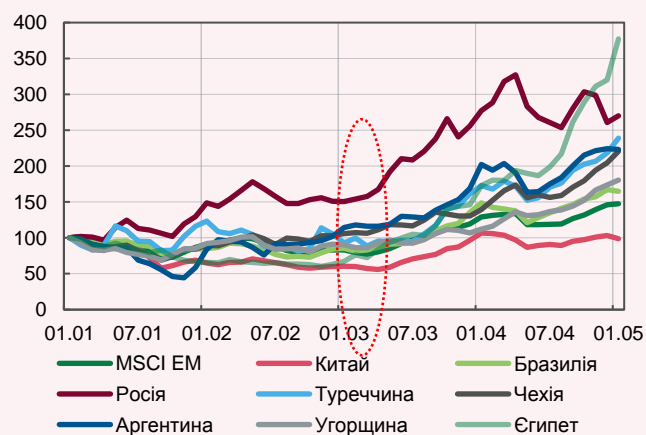
Вставка 6. Ризики для світової економіки через поширення коронавірусу

На початку року світ сколихнуло стрімке поширення нетипової пневмонії, спричиненої коронавірусом. Віруси, близькі за характеристиками до нинішнього, зустрічалися й раніше (у 2003, 2012 та 2015 роках). Попри це, швидке поширення та безпрецедентні заходи безпеки у вигляді ізоляції цілих міст із багатомільйонним населенням призвели до посилення паніки на світових товарних та фінансових ринках. Ураховуючи попередній досвід та швидкість упровадження заходів у відповідь китайською владою, очікується, що спалах захворюваності матиме короткостроковий ефект як на світові ринки, так і на глобальну економіку. Це слабо позначиться на економіці України та привабливості активів ЕМ, у тому числі українських, для міжнародних інвесторів. Утім, існує ризик тривалішого впливу на світову економіку, що може відчутніше позначитися на економіці України через погіршення кон'юнктури на світових фінансових ринках у рік пікових виплат за зовнішніми зобов'язаннями.

Спалах коронавірусу в Китаї та його поширення в світі призвели до наростання панічних настроїв на світових товарних та фінансових ринках. Унаслідок цього ціни на окремі товари, зокрема нафту і залізну руду, втратили за тиждень (із 24 до 31 січня) від 10 до 15%, а фондові індекси Китаю – від 7 до 12%. Основною причиною такої динаміки було посилення негативних очікувань щодо сповільнення економіки Китаю через звуження зовнішнього попиту на товари китайського виробництва та зменшення внутрішнього споживання. Додатковими факторами падіння цін стало святкування Нового року в Китаї – період, коли фондові і товарні біржі працюють у скороченому режимі або ж узагалі не працюють, а також фіксація прибутків після досягнення фондових індексів своїх історичних максимумів.

Як свідчать попередні випадки виникнення пандемій, реакція світових ринків, як правило, є тимчасовою. Так, за оцінками експертів, втрати світового ВВП від поширення вірусу SARS у 2003 році становили близько 40 млрд дол., або 0.1 в. п. світового ВВП. Світові фінансові і товарні ринки також досить швидко відновлювалися. Так, у квітні 2003 року, на піку поширення вірусу SARS, ціни на нафту марки Brent упали на 17% м/м, а на чорні метали, які відреагували з певним лагом, – на близько 4% м/м у травні та червні. Однак надалі ситуація стабілізувалася, а за рік ціни на ці товари зросли.

Графік 1. Динаміка MSCI окремих ЕМ у 2001–2004 роках, індекс 01.2001 = 100



Джерело: Refinitiv Datastream, розрахунки НБУ.

Ураховуючи попередній досвід, швидкість дій китайського уряду та безпрецедентні заходи з локалізації поширення захворювання, можна очікувати короткостроковий вплив

від спалаху коронавірусу на світову економіку та ринки й цього разу. Найбільший негативний вплив очікувано припаде на економіку Китаю, передусім у I кварталі поточного року. Зниження внутрішнього споживання та попиту з боку Китаю позначиться й на світовій економіці, передусім секторах послуг (туризмі, торгівлі, секторі розваг). Однак відновлення економічної активності в наступні квартали, підтримане стимулюючими заходами уряду та центрального банку Китаю, які вже вжили низку заходів з метою стимулювання внутрішнього попиту і мінімізації тимчасового обмеження зовнішньої торгівлі, дозволить нівелювати попередні ефекти. За такого розвитку подій усе це слабо позначиться на економіці України та привабливості активів ЕМ, у тому числі українських, для міжнародних інвесторів у цілому.

Але не можна виключити і ризик більш тривалого ефекту від поширення вірусу. Суттєве зниження світового попиту, передусім з боку Китаю, призведе до зниження світових цін, насамперед на сталь та залізну руду. З огляду на масштаби китайської економіки та залученість у світову торгівлю та глобальні ланцюги створення доданої вартості, до ефектів від послаблення попиту долучиться також негативний вплив для виробничих видів діяльності. Враховуючи все ще слабкість останнього, різке зниження ділової активності вірогідно буде відновлюватися з істотним часовим лагом. Унаслідок цього послабиться зовнішній попит на товари українського експорту. З іншого боку, більш суттєво знизяться й ціни на світовому енергетичному ринку, що значною мірою компенсує зниження обсягів українського експорту.

Крім того, більш вагомий негативний вплив можливий через кон'юнктуру світового фінансового ринку. Переоцінка інвесторами ризиків у зв'язку з більш суттєвим уповільненням Китаю та світової економіки може суттєво послабити привабливість ризикових активів країн ЕМ, незважаючи на м'які світові фінансові умови. Це може ускладнити ролівер зовнішніх зобов'язань для України, пікові виплати за якими припадають на II–III квартали 2020 року, та знизити попит нерезидентів на гривневі цінні папери.

У підсумку ми оцінюємо вплив від поширення вірусу як короткостроковий та переважно із транзитивним ефектом до кінця року. Однак ризик більш тривалого ефекту від поширення вірусу залишається актуальним.

Абревіатури та скорочення

АЕС	Атомна електростанція	НФК	Нефінансові корпорації
АПК	Агропромисловий комплекс	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	ОЕСР	Організація економічного співробітництва та розвитку
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ВДВ	Валова додана вартість	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ОТП	Основні торговельні партнери
ВЕД	Види економічної діяльності	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ВЕС	Вітрові електростанції	ПДВ	Податок на додану вартість
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ВРУ	Верховна Рада України	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ГЕС	Гідро-електростанція	ППП	Податок на прибуток підприємств
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ДГ	Домогосподарства	РФ	Російська Федерація
ДКСУ	Державна казначейська служба України	СЕС	Сонячні електростанції
ДС	Депозитні сертифікати	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	США	Сполучені Штати Америки
ДССУ	Державна служба статистики України	ФРБ	Федеральний резервний банк
ДФСУ	Державна фіскальна служба України	ФРС	Федеральна резервна система США
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
ЄС	Європейський Союз	ЕСРІ	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	EMBI	Emerging Markets Bond Index
ЗДУ	Загальнодержавне управління	IIF	Institute of International Finance
ІВ	Іноземна валюта	PMI	Purchasing Managers' Index, індекс ділової активності
ІДО	Індекс ділових очікувань	UAWCPI	Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України
ІСЦ	Індекс споживчих цін	UAWGDP	Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України
ІТ	Інформаційні технології	UIIR	Український індекс міжбанківських ставок
КМУ	Кабінет Міністрів України	USDA	Міністерство сільського господарства США
КПМ	Квартальна прогнозна модель		
МБВР	Міжбанківський валютний ринок		
МВФ	Міжнародний валютний фонд		
МОП	Міжнародна організація праці		
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
МХП	Миронівський хлібопродукт		
НАК	Національна акціонерна компанія		
НБУ	Національний банк України		
НВ	Національна валюта		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
тис.	тисяча	в. п.	відсотковий пункт
млн	мільйон	бар.	барель
млрд	мільярд	р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
грн	гривня	кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
долар, дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
п.	пункт	м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
б. п.	базисний пункт	п. ш.	права шкала