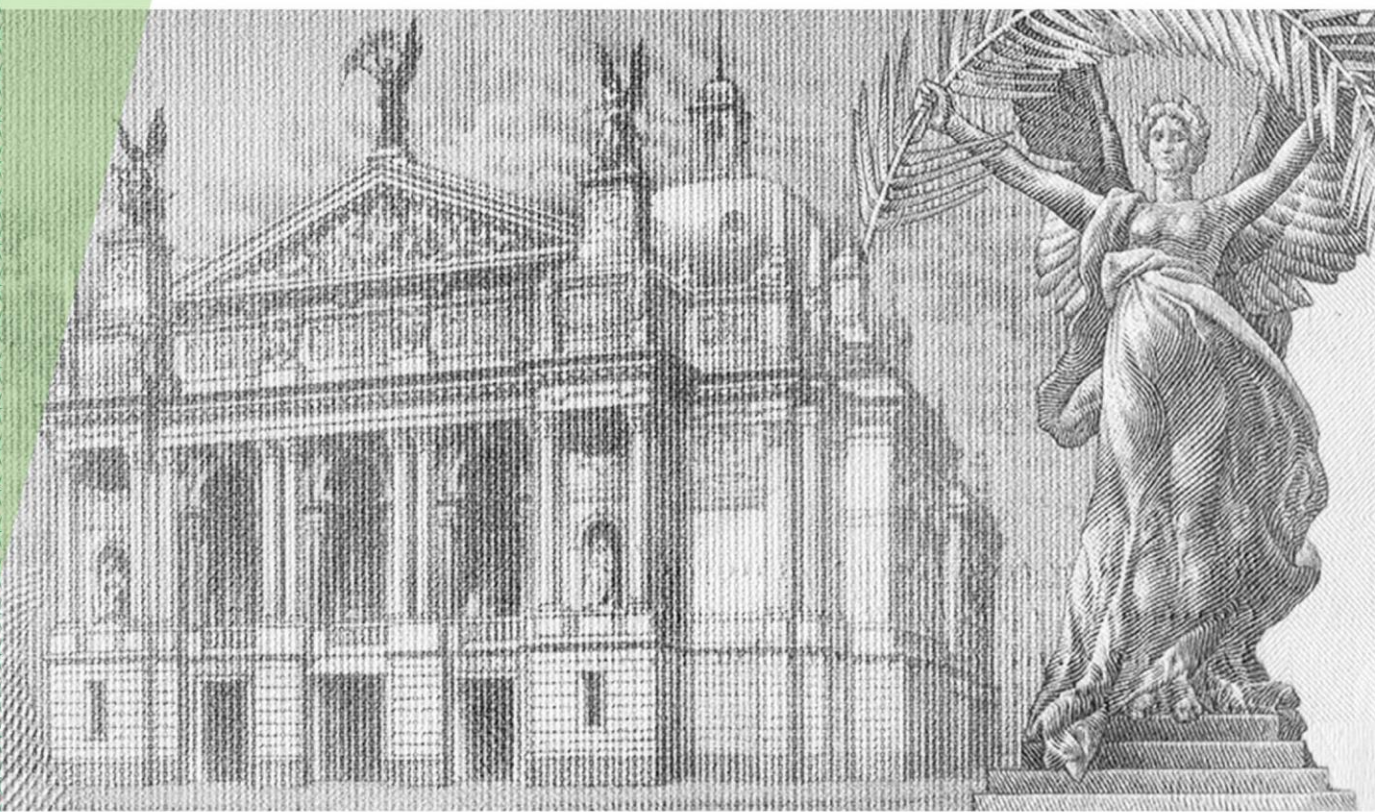




Національний
банк України

Інфляційний звіт

Жовтень 2019 року



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

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

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

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

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

Рішення щодо облікової ставки оголошується на прес-брифінгу, який проводиться того самого дня о 14.00 після засідання Правління з питань монетарної політики. Через тиждень після цього в Інфляційному звіті публікується детальний макроекономічний аналіз і прогноз, на підставі якого приймаються рішення щодо облікової ставки. Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики щодо рівня облікової ставки публікуються на 11-ий день після ухвалення рішення. На відміну від прес-релізів щодо рішень з монетарної політики, які відображають консенсусну позицію Правління Національного банку, "Підсумки дискусії" містять знеособлену позицію усіх членів КМП щодо необхідного монетарного рішення та відповідну аргументацію, при чому 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 – 23 жовтня 2019 року.

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 24 жовтня 2019 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 24 жовтня 2019 року № 795-рш "Про схвалення Інфляційного звіту".

Зміст

Головне	4
Частина 1. Зовнішнє середовище	7
Вставка 1. Механізм ціноутворення на європейському ринку газу та зв'язок з цінами на нафту	10
Частина 2. Економіка України: поточні тенденції	12
2.1. Інфляційний розвиток	12
2.2. Попит і випуск	15
Вставка 2. Споживчі настрої домогосподарств в Україні	18
2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	20
Вставка 3. Фактори зміни заробітної плати	22
2.4. Фіскальний сектор	24
2.5. Платіжний баланс	26
Вставка 4. Припущення щодо обсягів транзиту російського газу територією України у 2020–2021 роках	29
2.6. Монетарні умови та фінансові ринки	31
Частина 3. Економіка України: прогноз	34
3.1. Інфляційний розвиток	34
3.2. Попит і випуск	36
3.3. Платіжний баланс	39
3.4. Монетарні умови та фінансові ринки	41
3.5. Ризики прогнозу	42
Вставка 5. Альтернативний сценарій: прискорення реформ	43
Абревіатури та скорочення	45

Головне

Інфляційний тиск знижувався завдяки жорсткій монетарній політиці

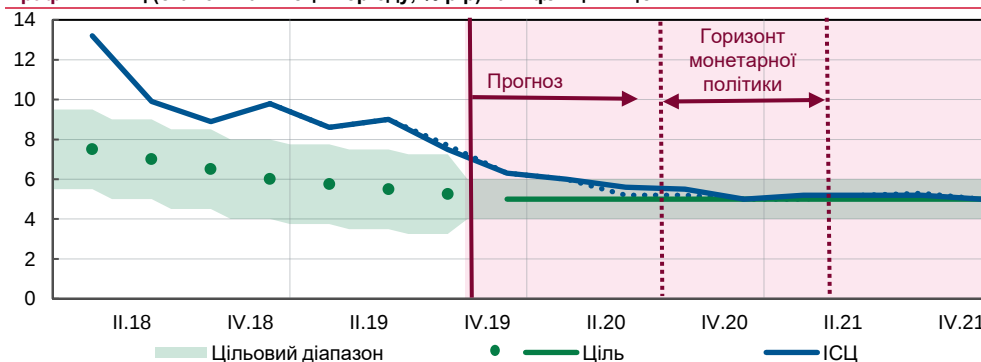
Упродовж III кварталу 2019 року споживча інфляція в річному вимірі сповільнювалася. У вересні 2019 року сповільнення інфляції (до 7.5% р/р) навіть випередило прогноз НБУ, опублікований в ["Інфляційному звіті" за липень 2019 року](#).

Стрімке сповільнення базової інфляції (до 6.5% р/р) свідчить про поступове послаблення фундаментального тиску на ціни під впливом жорстких монетарних умов. Жорстка монетарна політика була однією з причин зміцнення обмінного курсу та поліпшення інфляційних очікувань. Це переважило вплив інших проінфляційних факторів, зокрема стійкого споживчого попиту. Завдяки зміцненню гривні та зниженню світових цін на енергоресурси сповільнилася й небазова інфляція. Хоча тиск з боку пропозиції окремих продуктів харчування зберігався, він також суттєво послабився наприкінці кварталу.

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

Споживча інфляція знизиться до 6.3% до кінця цього року, на початку 2020 року увійде в цільовий діапазон ($5\% \pm 1$ в. п.) та досягне середньострокової цілі 5% наприкінці 2020 року.

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Через міцніший, ніж очікувалося раніше, обмінний курс гривні до кінця 2019 року більш стрімко уповільнюватиметься базова інфляція (до 5.3%), а ціни на паливо знизяться. Повільніше у 2019 році зростатимуть і адміністративно регульовані ціни (11.7%), переважно через нижчі ціни на імпортований газ. Водночас на інфляцію в бік зростання тиснутиме вплив окремих шоків пропозиції на ринку продовольства (переважно плодоовочевої продукції), через що прогноз цін на сирі продукти підвищений до 7.2%. Відповідно через взаємокомпенсуючий вплив цих чинників НБУ залишає прогноз інфляції на кінець 2019 року без змін.

Подальше уповільнення інфляції до 5% у 2020–2021 роках, як і цього року, зумовлюватимуть досить жорсткі монетарні умови. Навіть за умови поступового зниження облікової ставки, її реальне значення залишатиметься високим з огляду на поліпшення інфляційних очікувань. Порівняно високі реальні процентні ставки підтримуватимуть інвестиційну привабливість гривневих фінансових інструментів та, відповідно, позначатимуться на обмінному курсі гривні. У результаті сприятливіша, ніж очікувалося раніше, ситуація на валютному ринку нівелюватиме тиск на ціни з боку внутрішнього попиту, який за новим прогнозом буде дещо вищим, ніж передбачалося досі.

Також поступовій дезінфляції сприятимуть:

- виважена фінансова політика;

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

- відносно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках;
- зростання пропозиції продовольчих товарів завдяки підвищенню продуктивності сільськогосподарського виробництва в Україні.

У 2020–2021 роках базова інфляція уповільниться до 3.7–3.8%. Через подальше приведення ставок акцизів на тютюнову та алкогольну продукцію до європейських рівнів регульовані ціни і далі зростатимуть відносно високими темпами (близько 10%). Зростання цін на сирі продовольчі товари буде помірним (у межах 3–4%), якщо не станеться суттєвих шоків пропозиції, у тому числі на світових ринках.

У II кварталі 2019 року зростання економіки суттєво прискорилося

У II кварталі 2019 року зростання реального ВВП прискорилося (до 4.6% р/р, найбільшого значення за останні три роки). Вагомими чинниками цього були зростання приватного споживання на тлі збільшення зарплат, пенсій та поліпшення споживчих настроїв, а також високий урожай ранніх зернових. Натомість вплив інвестиційного попиту очікувано тимчасово послабився з огляду на погіршення ділових очікувань підприємств та закінчення низки великих інвестиційних проєктів. Зростання економіки на тлі розширення пропозиції робочої сили підтримувало підвищення рівня зайнятості та зниження рівня безробіття.

У III кварталі, за оцінками НБУ, зростання економіки уповільнилося через послаблення окремих показників базових видів діяльності. Роль внутрішнього попиту, як споживчого, так й інвестиційного, у підтримці економічного зростання залишалася визначною. Про це свідчили високі темпи зростання внутрішньої торгівлі, транспорту та будівництва. Збереглися також високі темпи зростання в сільському господарстві з огляду на вищий урожай пізніх зернових та олійних культур. Натомість погіршилася ситуація в промисловості на тлі менш сприятливих зовнішніх умов для експортерів.

Попри це дефіцит поточного рахунку за вісім місяців поточного року звузився порівняно з відповідним періодом попереднього року. Цьому сприяли порівняно високі темпи зростання експорту товарів, забезпечені високим урожаєм ранніх зернових, що компенсували вплив несприятливої зовнішньої кон'юнктури. Імпорт товарів споживчого та інвестиційного призначення поступово прискорювався, однак через зниження цін на енергоносії у цілому темпи зростання імпорту залишалися помірними. Додатковими факторами були подальше зростання надходжень з оплати праці з-за кордону та менші виплати дивідендів. Значний приплив капіталу спостерігався як до державного (через подальший приплив коштів нерезидентів у гривневій ОВДП), так і до приватного сектору. Це дало змогу профінансувати дефіцит поточного рахунку та компенсувати виплати за кредитами МВФ. У результаті протягом року резерви майже не змінилися та станом на кінець вересня становили 21.4 млрд дол. (або 3.4 місяця майбутнього імпорту).

Економіка України зростатиме стійкими темпами на рівні 3.5–4% у 2019–2021 роках

Економічне зростання у 2019 році прискориться до 3.5% (після 3.3% у 2018 році). Черговий рекордний урожай зернових, стійкий внутрішній попит та зниження вартості енергоносіїв компенсують вплив уповільнення глобальної економіки і світової торгівлі та менш сприятливих цінових умов для українських експортерів.

У наступному році темпи економічного зростання збережуться на рівні 3.5%, а в 2021 році прискоряться до 4% завдяки пом'якшенню монетарної політики, активній інвестиційній діяльності, високому споживчому попиту, а також відкриттю ринку землі наприкінці 2020 року. Фактором, що стримуватиме зростання ВВП, буде суттєве зниження транзиту природного газу з Росії в країни ЄС територією України.

Порівняно з липневим прогнозом НБУ підвищив прогноз зростання реального ВВП на всьому прогнозному горизонті – у 2019 та 2020 роках до 3.5% (з 3.0% та 3.2% відповідно), у 2021 році – до 4.0% (з 3.7%) у зв'язку зі стійкішим внутрішнім попитом, збільшенням продуктивності в сільськогосподарському виробництві та поліпшенням споживчих настроїв.

Дефіцит поточного рахунку залишатиметься в прийнятних межах

У 2019 році дефіцит поточного рахунку звузиться до 2.9% ВВП. Незважаючи на міцніший обмінний курс гривні, цьому сприятимуть високий урожай зернових та кращі умови торгівлі. У 2020–2021 роках дефіцит поточного рахунку дещо розшириться внаслідок зменшення обсягів транзиту газу та погіршення цінових умов на світових товарних ринках: нижчих цін на залізну руду та поступового подорожчання енергоносіїв.

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

З огляду на зниження інфляційних ризиків та поліпшення інфляційних очікувань у III кварталі 2019 року Правління НБУ двічі знижувало облікову ставку загалом на 100 б.п. до 16.5%. Стрімкіше зниження фундаментального інфляційного тиску та незмінність балансу ризиків з часу попереднього засідання у вересні створили підстави для дещо швидшого пом'якшення монетарної політики у цьому році, ніж передбачав липневий макроекономічний прогноз. Правління НБУ ухвалило рішення знизити облікову ставку до 15.5% із 25 жовтня 2019 року.

Як і в липні, прогнозний сценарій передбачає подальше зниження облікової ставки до її нейтрального рівня 8% у номінальному вимірі в 2021 році за умови стійкого зниження інфляції до цілі 5%. Найстрімкіше зниження ставки очікується протягом 2020 року разом з поверненням інфляції до цільового діапазону та поліпшенням інфляційних очікувань. Але поточний прогноз базується на дещо нижчій траєкторії ключової ставки в найближчі квартали порівняно з липневим, враховуючи більш суттєве її зниження у жовтні.

Основним припущенням макроекономічного прогнозу залишається подальша співпраця з Міжнародним валютним фондом в рамках нової програми

Підписання нової програми з МВФ до кінця 2019 року на тлі збереження привабливих відсоткових ставок дасть змогу Україні отримати інше офіційне фінансування, покращити умови доступу до міжнародних ринків капіталу, а також підтримати інтерес інвесторів до українських активів. Відповідні боргові залучення дадуть змогу уряду профінансувати значні виплати за зовнішнім державним боргом у 2019–2021 роках. Також це сприятиме залученню іноземних інвестицій приватним сектором. У результаті обсяги міжнародних резервів попри здійснення суттєвих виплат за зовнішнім боргом коливатимуться у наступні роки на рівні близько 23–24 млрд дол., що є достатнім для фінансування трьох місяців майбутнього імпорту.

Відтермінування укладення нової програми співпраці з МВФ та посилення загроз для макрофінансової стабільності, насамперед через рішення українських судів, – ключові ризики прогнозу

Також актуальними залишаються такі ризики:

- повне припинення транзиту газу з Росії територією України;
- посилення торговельних війн та підвищення турбулентності на світових товарних та фінансових ринках;
- ескалація військового конфлікту та нові торговельні обмеження з боку Росії.

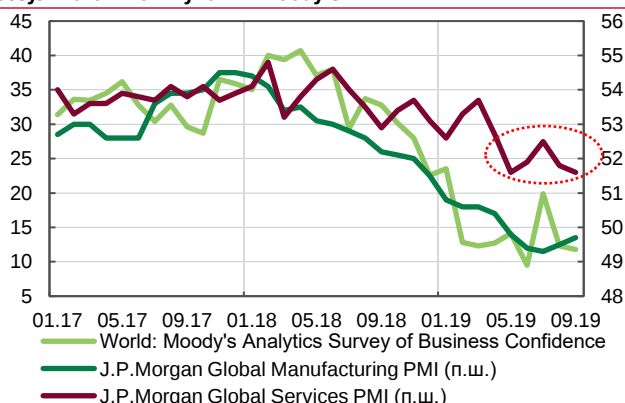
Реалізація цих ризиків, як внутрішнього, так і зовнішнього походження, може погіршити курсові й інфляційні очікування та ускладнити доступ до міжнародних ринків капіталу в умовах необхідності здійснення пікових боргових виплат. У результаті зниження ключової ставки до 8% відбуватиметься повільніше, ніж це передбачено базовим сценарієм.

Водночас є можливості і для швидшого зниження ставки. Це відбудеться у разі прискореної реалізації ключових внутрішніх реформ – як тих, що передбачені меморандумом про взаємодію між урядом та Національним банком, так і судової реформи як необхідної передумови забезпечення верховенства права в Україні.

Частина 1. Зовнішнє середовище

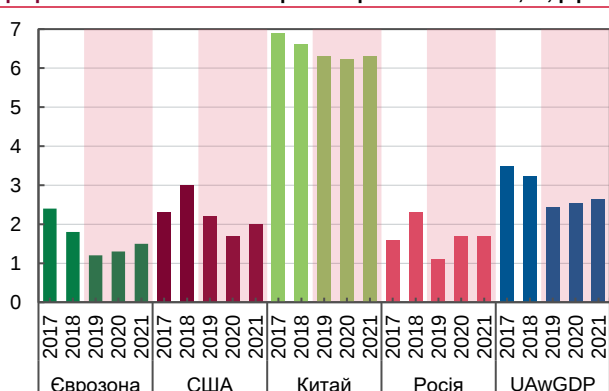
- Торгове протистояння та геополітична невизначеність поглиблювали негативні процеси у світовій економіці. Слабкий зовнішній попит та уповільнення світової торгівлі були визначальними факторами зниження цін на світових товарних ринках упродовж III кварталу 2019 року. У подальшому переважний вплив матимуть фактори пропозиції.
- Суттєве пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками протягом III кварталу поліпшило умови для ЕМ та виступатиме вагомим позитивним фактором на прогнозованому горизонті для економік цих країн.

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



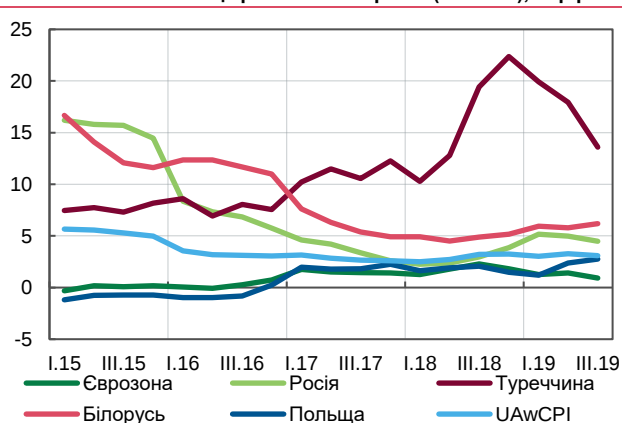
Джерело: IHS Markit, Moody's.

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.

Економічна активність

Торговельні війни, насамперед протистояння між США та Китаєм, продовжує негативно позначатися на виробничій діяльності та торгівлі. Послаблюється й економічна активність у секторі послуг, у якому на початку року спостерігалася певна стійкість. Так, показник світової торгівлі [Goods Trade Barometer](#) уже плинний рік перебуває нижче тренду. [Індикатор рівня ділової довіри](#) сягнув майже найнижчої позначки за весь період досліджень. Відповідно до Global Composite PMI темпи зростання виробництва та послуг на середину III кварталу були найслабшими за останні три роки.

Зростання економіки США в II кварталі 2019 року залишалося відносно високим, хоча очікувано уповільнилося. Інфляція залишалася близькою до цілі (1.7% р/р у вересні та 2% відповідно), а рівень безробіття – на багаторічних мінімумах, що створило простір для пом'якшення монетарної політики ФРС. Це разом із значним проциклічним фіскальним стимулом від зниження податкового навантаження, запровадженого у 2017 році та низкою нещодавніх законодавчих змін³ підтримуватиме економіку в найближчі періоди. Проте через поступове вичерпання ефектів від зниження податкового навантаження на тлі дії торговельного протистояння зростання економіки США уповільниться.

Зростання економіки Єврозони в II кварталі залишалося млявим через слабкість світової торгівлі та невизначеність щодо Brexit. Водночас очікується, що економіка поступово відновлюватиметься за рахунок стимулюючих монетарної та фіскальної політик.

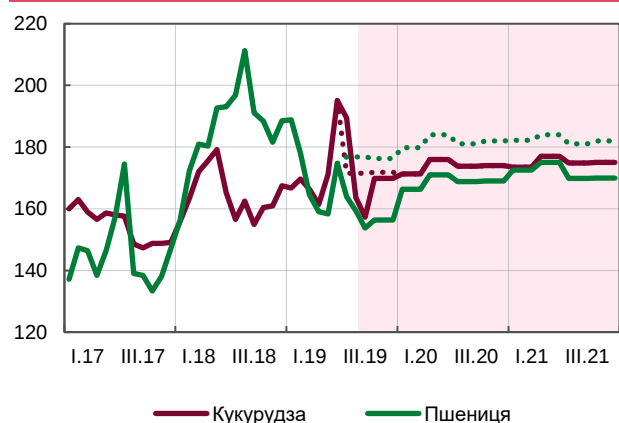
Звуження зовнішнього попиту та зниження обсягів торгівлі негативно позначилося й на економіках країн ЕМ. Так, стимулюючі заходи уряду Китаю підтримали внутрішнє виробництво та попит, але не змогли вберегти економіку від уповільнення. На цьому тлі вирізнялися країни ЦСЄ. Зростання їх економік прискорилося та залишатиметься відносно стійким і на прогнозованому періоді. Споживання підтримуватиметься збільшенням доходів домогосподарств, зокрема завдяки підвищенню заробітних плат у державному секторі, пенсій та соціальних виплат. Інфляція залишатиметься близькою до цільових значень, що дає змогу зберігати м'яку монетарну політику. Брак робочої сили спонукатиме

³ Згідно з оновленою доповіддю управління Конгресу США з бюджету (СВО) за серпень 2019 року через прийняття The Bipartisan Budget Act of 2019 та деяких інших законодавчих актів прогноз дефіциту федерального бюджету США на 2020–2021 роки було збільшено до 4.5–4.6% до ВВП порівняно з 4–4.2% до ВВП у попередній доповіді, що призведе до швидшого зростання боргу (до 80.7–82.4% до ВВП порівняно з 79.5–81% до ВВП відповідно).

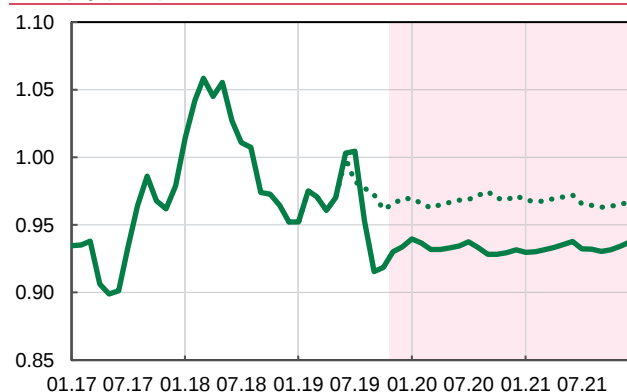
Графік 1.4. Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал

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

Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.6. Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ), 12.2004=1

Джерело: розрахунки НБУ.

компанії до інвестування, що сприятиме підвищенню продуктивності. Крім того, з огляду на поступове скорочення фондів ЄС також очікується заміщення їх внутрішніми державними інвестиціями.

Торговельне протистояння й надалі залишатиметься вагомим фактором, що стримуватиме зростання світової економіки. Циклічне відновлення в розвинутих країнах продовжуватиме втрачати свій імпульс через наближення до потенціалу. Поступово уповільнюватиметься Китай через зміну основного драйвера економічної активності (від інвестицій до споживання). Водночас поліпшення умов на світових фінансових ринках унаслідок пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками світу підтримуватиме зростання світової економіки. Зростання країн – ОТП України, виражене UAWGDP, на прогнозованому горизонті поволі прискорюватиметься за рахунок відновлення Єврозони та низки країн ЕМ (Туреччини, Індії, Росії) та стійкого зростання країн ЦСЄ.

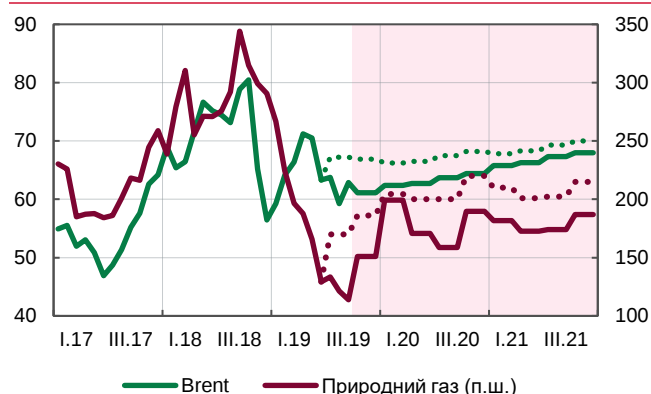
Світові товарні ринки

Ціни на світових товарних ринках продовжували знижуватися через слабкий зовнішній попит та уповільнення світової торгівлі. За даними Global Steel Users PMI, умови для металургійної промисловості погіршуються вже майже рік, насамперед через скорочення нових замовлень. Натомість обсяги пропозиції залишалися значними, хоча темпи зростання виробництва дещо сповільнилися. Через перенасичений пропозицією ринок та слабкий зовнішній попит ціни й надалі знижуватимуться. Водночас їх падіння стримуватимуть державне фінансування в Китаї, яке сприятиме високому попиту всередині країни, та порівняно високі ціни на залізну руду. Останні однак також знижуватимуться з огляду на поступове нарощення виробництва в Австралії та подальше відновлення роботи на окремих родовищах Бразилії.

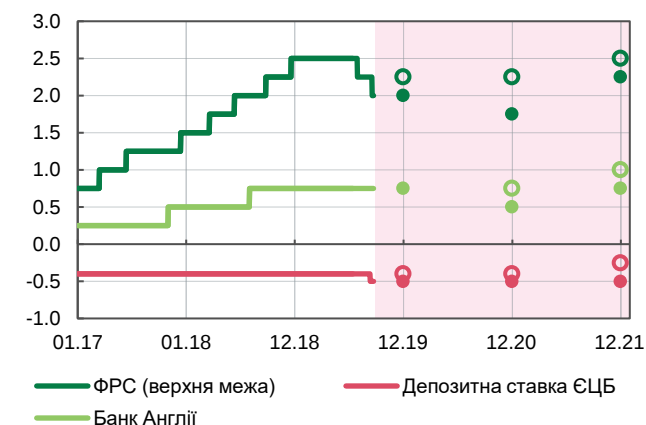
Ціни на зернові, насамперед пшеницю, стрімко знизилися після появи на ринку нового врожаю. За оцінками USDA в 2019/2020 МР очікується рекордний світовий урожай цієї культури. Це тиснутиме на ціни не лише в поточному МР, а й у наступному через високі перехідні запаси. Натомість зменшення пропозиції, насамперед з боку США, підтримуватиме ціни на кукурудзу.

У результаті зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів, виражена ЕСПІ, погіршилася як у III кварталі, так і на прогнозованому горизонті.

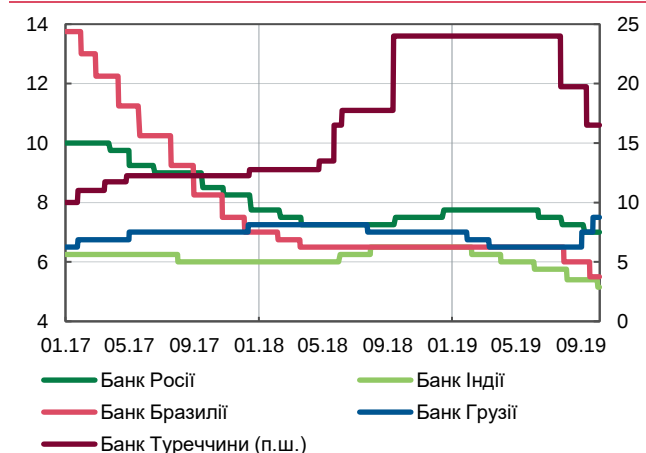
Під впливом геополітичних конфліктів та торговельного протистояння ціни на нафту були доволі волатильними протягом III кварталу, знизившись за підсумками кварталу. У наступні періоди виконання угоди ОПЕК+ за відсутності вирішення геополітичних конфліктів тиснутиме на ціни в бік зростання. Однак через послаблення попиту на нафту та нарощування обсягів виробництва США зростання залишатиметься помірним. Ціни на природний газ і далі стрімко падали через

Графік 1.7. Світові ціни на нафту марки Brent (дол./бар.) та ціни на природний газ на німецькому хабі (дол./тис. м³)

Джерело: Refinitiv Datastream, прогноз НБУ.

Графік 1.8. 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 1.9. Ключові процентні ставки центральних банків окремих ЕМ, %*

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

слабкий попит та подальше нарощування обсягів виробництва США та Росією. Збільшення геополітичного напруження на Близькому Сході позначилося й на підвищенні цін на природний газ. Крім того, невизначеність через можливе призупинення транзиту російського газу через українську ГТС у I кварталі 2020 року призведе до стрибка цін на європейському ринку. Надалі ціни скоригуються з подальшим слабким висхідним трендом завдяки розширенню попиту як на більш екологічний вид енергії порівняно з нафтою.

Фінансові умови

Посилення торговельного протистояння у III кварталі призвело до збільшення попиту на безпечні активи та відпливу капіталу з акцій ЕМ (лише за серпень – 13.9 млрд дол. за даними IIF). Премія за ризик стрімко зросла значною мірою за рахунок зниження доходності довгострокових казначейських облігацій США. Підвищення було найбільш відчутним для країн, інвестиції в активи яких вважаються найбільш ризикованими через макроекономічні або політичні проблеми (наприклад, для Туреччини). У той же час ситуація на ринку облігацій була сприятливішою, ніж на ринку акцій, попри охолодження інтересу інвесторів. Це пояснюється більшою захищеністю облігацій як класу активів з фіксованою доходністю, а також виходом інвесторів з акцій США та Китаю.

Водночас пом'якшення монетарної політики провідними центральними банками, ФРС та ЄЦБ, переважило побоювання інвесторів щодо уповільнення світової економіки. Збільшення обсягів вільної ліквідності на тлі низької або від'ємної доходності облігацій розвинених країн сприяло відновленню чистого припливу іноземного капіталу до ЕМ.

За таких умов окремі центральні банки ЕМ також пом'якшували свою політику. Зокрема, з огляду на уповільнення інфляції та темпів економічного зростання знижували свої базові ставки центральні банки Росії, Білорусі, Туреччини, Індії, Мексики, Бразилії.

Очікується, що через слабкість макроекономічних умов політика пом'якшення ФРС та ЄЦБ продовжиться і в наступному році. Лише поступове відновлення економічної активності та зростання інфляційного тиску дозволять приступити до нормалізації монетарної політики не раніше кінця 2020 – початку 2021 років. Як наслідок, на прогнозованому горизонті кращими, ніж раніше очікувалося, будуть й фінансові умови для країн ЕМ.

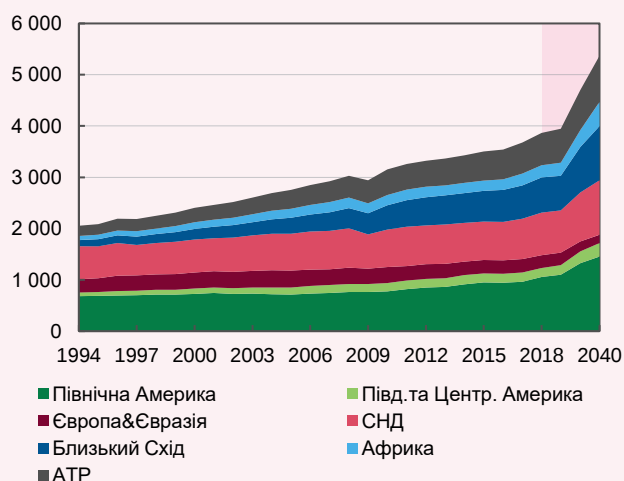
Вставка 1. Механізм ціноутворення на європейському ринку газу та зв'язок з цінами на нафту

Протягом тривалого часу ціни на газ та нафту рухалися синхронно. Однак останнім часом залежність між ними суттєво послабилася, а в окремі періоди цього року ціни змінювалися в протилежних напрямках. Причинами було суттєве нарощування пропозиції газу на тлі сланцевої революції, протистояння поміж головними гравцями на газовому ринку та регуляторні зміни на європейському ринку, що сприяли поступовому перегляду системи ціноутворення з метою більшого врахування спотових котирувань газу та вартості СПГ. Все це призводить до формування світового ринку газу, який поступово відокремлюється від ринку нафти. Натомість на ринку нафти, попри в цілому високу пропозицію, зберігається надвисока залежність від виконання угоди ОПЕК+ та інших геополітичних факторів. Крім відмінностей у факторах з боку пропозиції, вагомою причиною послаблення кореляції між цінами двох енергетичних ресурсів й надалі залишатиметься посилення попиту на газ як екологічніший вид енергії порівняно з нафтою та нафтопродуктами.

Природний газ є порівняно молодим різновидом палива, розробка та виробництво якого потребує значних інвестицій та інфраструктурних витрат. Тому глобальний інтегрований ринок газу поки що не створений, а на регіональних ринках діють різні механізми ціноутворення.

На газовому ринку континентальної Європи вже більш як пів сторіччя домінує механізм ціноутворення на основі так званої Гронінгенської моделі. Концепція була розроблена в Нідерландах на початку 1960-х років. Основною її метою було мінімізувати некомерційні ризики від інвестицій в освоєння родовищ та наблизити тривалість гарантованого збуту газу з оптимальним за повнотою відбору запасів терміном експлуатації родовища. Модель ціноутворення передбачала прив'язку контрактних цін на газ за допомогою спеціальних (зафіксованих у довгострокових експортних контрактах) формул до цін енергоносіїв, які є альтернативою газу в кінцевому споживанні. Основними енергоносіями для прив'язки ціни на газ спочатку були мазут (40%) та дизпаливо (60%), пізніше до цього переліку додали ще й сиру нафту. Відповідно, це й зумовлювало синхронність у зміні цін на газ та нафту.

Графік 1. Виробництво газу у світі у розрізі регіонів*, млрд м³



* За виключенням газу, перетвореного на рідке паливо.

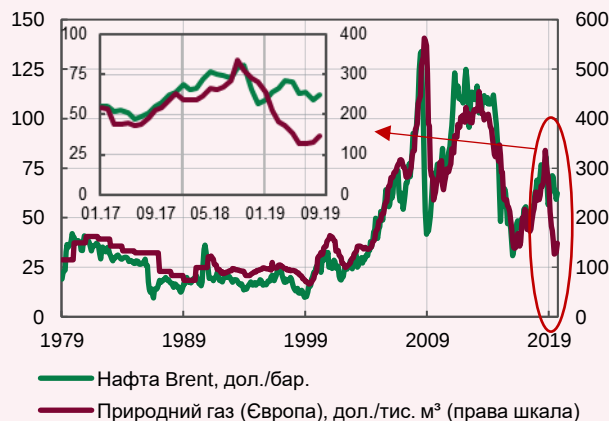
Джерело: British Petroleum, Cedigaz, FGE MENAgas service.

Гронінгенська модель ціноутворення продемонструвала високу адаптивну здатність до змін на енергетичному ринку. Європа не відмовилася від її використання навіть попри численні нафтові кризи, що супроводжувались суттєвим падінням нафтових котирувань (наприклад, у

1986 та 1998 роках ціни на нафту знижувалися до 9.5–9.8 дол./бар.), та періоди регуляторних змін у газовому секторі ЄС тощо.

Певні зміни у розрахунок ціни на газ приніс початок сланцевої революції в Північній Америці у 2012 році, коли активізувалися імпорتنі поставки в Європу газу, не пов'язаного довгостроковими контрактами. Якщо раніше на ціноутворення впливала лише вартість виробництва нафти та нафтопродуктів, то відтепер у певних країнах почали використовувати для розрахунку ціни на спотові торгові операції на біржах та ціни на СПГ. У результаті кореляція цін між нафтою та природним газом слабшала, а в окремі періоди ціни рухалися в протилежних напрямках.

Графік 2. Ціни на нафту сорту Brent та природний газ в Європі



Джерело: Світовий банк, розрахунки НБУ.

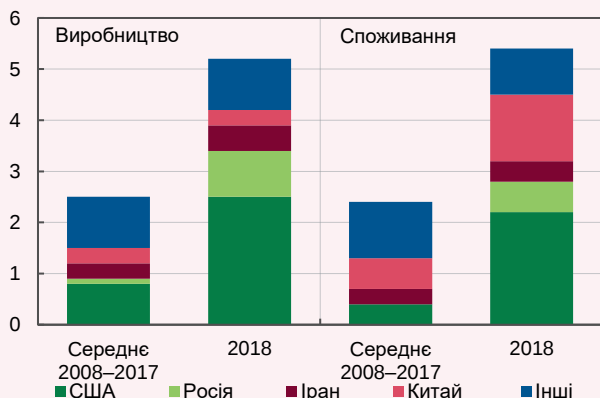
Такий ефект переважно пояснюється надто високою залежністю нафтового ринку від геополітичних факторів та постійно зростаючою на світовому ринку пропозицією природного газу. Причому остання зростала і за рахунок освоєння супутнього газу, який отримують на родовищах нафти як побічний продукт. Так, через заборону на спалювання супутнього газу з екологічних міркувань виробники нафти почали активно його використовувати для виробництва електроенергії та в хімічній промисловості.

Загалом за 2018 рік світове виробництво природного газу зросло рекордно високими темпами – на 190 млрд м³ або на 5.2% р/р, що є найвищим показником за останні майже тридцять років. Близько половини цього зростання

припало на США, а річний приріст був найбільшим за всю історію. Очікується, що США й надалі нарощуватиме виробництво попри низьке зростання внутрішнього споживання. Зростає виробництво газу і в інших країнах – у 2018 році Росія збільшила виробництво на 5.3%, Іран – на 8.8% та Австралія – на 15.3%.

Споживання природного газу у більшості регіонів світу також зростало високими темпами (у 2018 році на 4.2% р/р), у тому числі через його більшу екологічність порівняно з нафтовими продуктами.

Графік 3. Темпи зростання світового виробництва та споживання природного газу, %

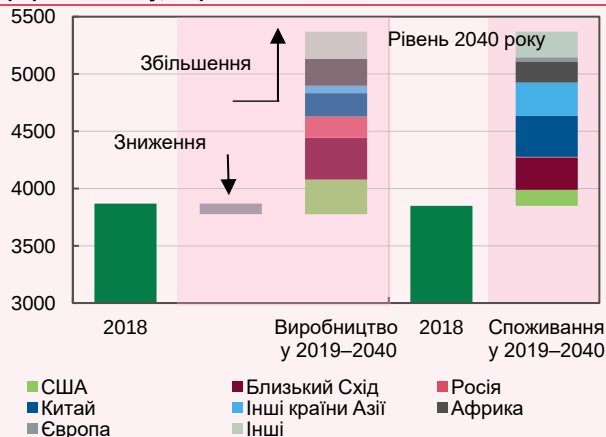


Джерело: British Petroleum, розрахунки НБУ.

Оскільки енергія є невід'ємним джерелом сучасного життя, очікується подальше зростання світового попиту на енергетичні ресурси. Однак на противагу попереднім періодам взаємозалежність між цінами на газ та нафту й надалі послаблюватиметься. Це зумовлюватимуть такі фактори:

- збільшення попиту на екологічніші види енергії. За оцінками U.S. EIA, очікується, що протягом наступних п'яти років попит на газ зростатиме на близько 1.3% щороку, тоді як на нафту та нафтопродукти темпи суттєво сповільнюватимуться. Близько 40% цього приросту припадатиме на Китай, який поступово відмовляється від використання вугілля в межах програми з поліпшення якості повітря "Синє небо" та переводить свою промисловість на використання газу;

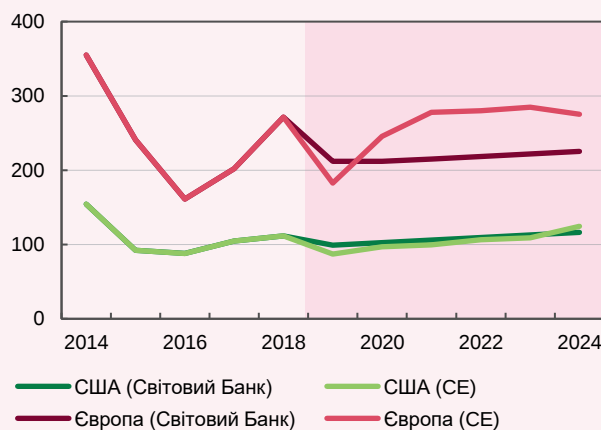
Графік 4. Прогноз світового виробництва та споживання природного газу, млрд м³



Джерело: British Petroleum, розрахунки НБУ.

- висока ймовірність посилення дисбалансу на європейському газовому ринку. За прогнозом IEA, через п'ять років Європа може зіткнутися з дефіцитом газопостачання, що буде пов'язано з подальшим скороченням власного виробництва. Поступове виснаження родовища Гронінген та родовищ у Північному морі створить додатковий розрив у майже 50 млрд м³ на рік. Очікується, що для покриття цього розриву Європа нарощуватиме імпорту газу з традиційних та нових джерел, що тиснутиме на ціни в бік зростання;
- посилення орієнтації в ціноутворенні на біржові котирування газу на найліквіднішому газовому торговельному майданчику Європи – The National Balancing Point (Великобританія);

Графік 5. Прогноз цін на природний газ, дол./тис. м³



Джерело: World Bank, Consensus Economics, розрахунки НБУ.

- суттєве нарощування світової пропозиції газу. Найбільший внесок у зростання пропозиції матиме американський скраплений газ. Нарощуватимуть виробництво газу й Китай, Іран та Єгипет, однак цей приріст практично повністю поглинатиметься внутрішніми ринками цих країн.

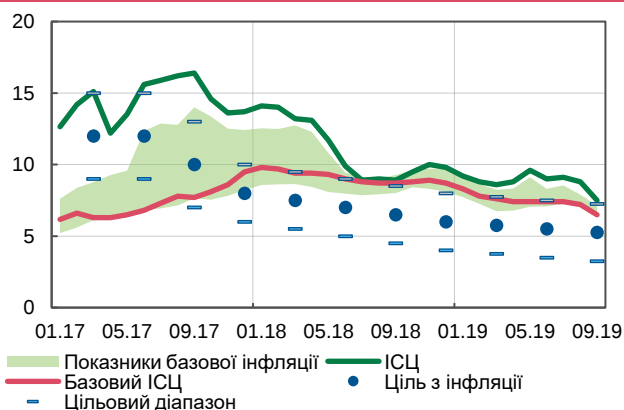
Стрімкий розвиток ринку газу та поява нових гравців на ньому стримуватимуть тиск з боку посилення попиту на газ унаслідок більшого запиту у світі на низьковуглецеву енергію (до якої належить також і природний газ). У результаті, зростання цін на газ буде помірним (за оцінками Світового банку [щороку на близько 1.6%](#)), а взаємозалежність між цінами на газ та нафту й надалі послаблюватиметься.

Частина 2. Економіка України: поточні тенденції

2.1. Інфляційний розвиток

- Упродовж III кварталу 2019 року споживча інфляція – і загальна, і базова – уповільнювалася (відповідно до 7.5% р/р та 6.5% р/р), у вересні – навіть швидше, ніж прогнозував НБУ в Інфляційному звіті за липень 2019 року.
- Жорстка монетарна політика залишалася вагомим чинником, що стримував фундаментальний тиск на ціни, у тому числі через канал обмінного курсу та інфляційні очікування. Завдяки зміцненню гривні та зниженню цін на енергоресурси нижчою за прогноз була й більшість основних компонент небазової інфляції.
- Однак зберігався тиск з боку споживчого попиту і пропозиції окремих продуктів харчування, хоча вплив останніх наприкінці кварталу суттєво послабився.

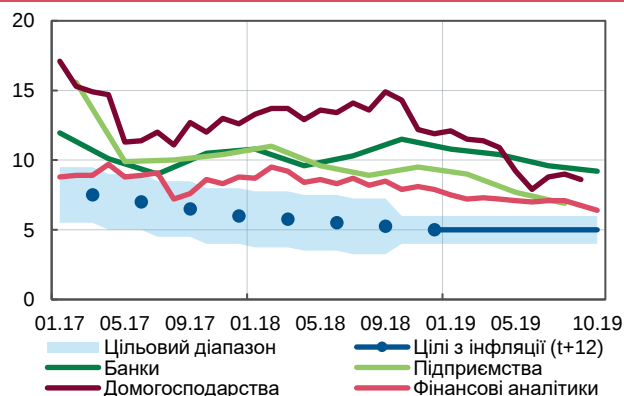
Графік 2.1.1. Основний інфляційний тренд*, % р/р



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

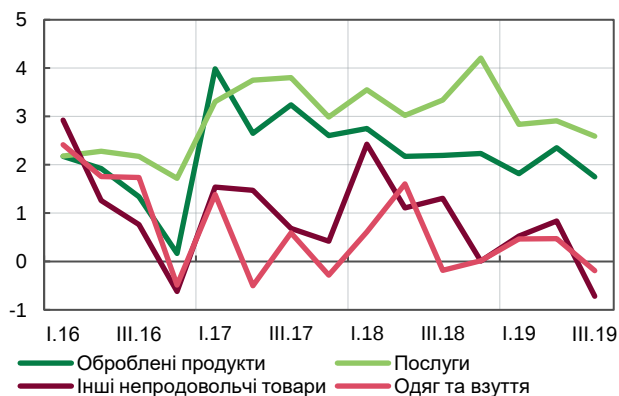
Джерело: розрахунки НБУ.

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.

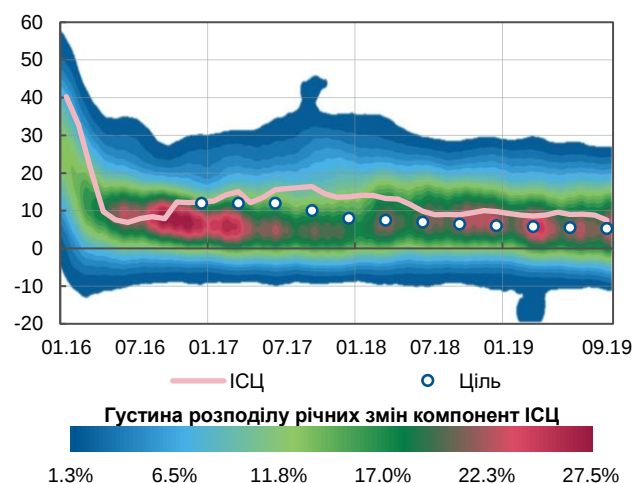
Фундаментальний інфляційний тиск

У III кварталі 2019 року базова інфляція знизилася (до 6.5% р/р у вересні), що в цілому відповідало прогнозу НБУ, опублікованому в "Інфляційному звіті" за липень 2019 року. Вагомим чинником, що стримував фундаментальний тиск на ціни, була жорстка монетарна політика, яка проявилася зокрема через канал обмінного курсу. Так, завдяки сприятливій ситуації на валютному ринку сповільнилося зростання цін на непродовольчі товари (до 0.4% р/р), передусім на імпортовані чи зі значною імпортовою складовою. У результаті нижчими темпами зростали ціни на меблі, фармацевтичну продукцію, велосипеди, а автомобілі, побутова та комп'ютерна техніка подешевшали. Крім того, зміцнення гривні відобразилося також у цінах на послуги, продовольчі товари та інші товари зі значною часткою імпорту в собівартості.

Переважно поліпшувалися й інфляційні очікування за більшістю груп респондентів у відповідь на жорстку монетарну політику, зміцнення гривні, сповільнення фактичних показників інфляції та послаблення політичної невизначеності. Так за результатами [опитувань щодо ділових очікувань](#) у III кварталі 2019 року тривало зменшення впливу фактора "курс гривні до іноземних валют" на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги підприємств. Більше того, інфляційні очікування на наступні 12 місяців підприємств та фінансових аналітиків наблизилися до верхньої межі цільового діапазону НБУ – 5% ± 1 в. п. Водночас очікування кредитних менеджерів банків, попри поліпшення, залишалися на підвищеному рівні, а домогосподарств – навіть дещо зросли порівняно з кінцем попереднього кварталу. Останнє може пояснюватися прискореним зростанням цін на сирі продукти навесні⁴.

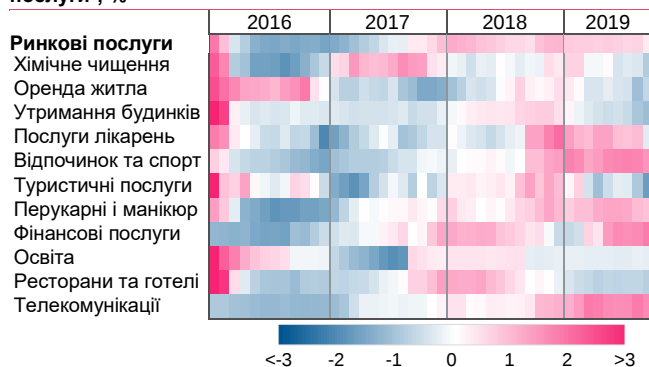
Попри позитивні тенденції інфляційний тиск, підтримуваний високим споживчим попитом та подальшим збільшенням витрат на оплату праці, залишався значним. Так, згідно з результатами опитувань, підприємства у III кварталі зазначили суттєве збільшення впливу на зміну цін фактора "попит на вашу продукцію", а фактор "вартість трудових ресурсів" третій квартал поспіль залишається на рівні близько 55%.

⁴ Згідно з розрахунками НБУ, кореляція між інфляційними очікуваннями домогосподарств та річною зміною цін на сирі продукти з лагом шість місяців становить близько 60%.

Графік 2.1.4. ІСЦ, цілі з інфляції та розподіл річних змін компонент ІСЦ*, % р/р

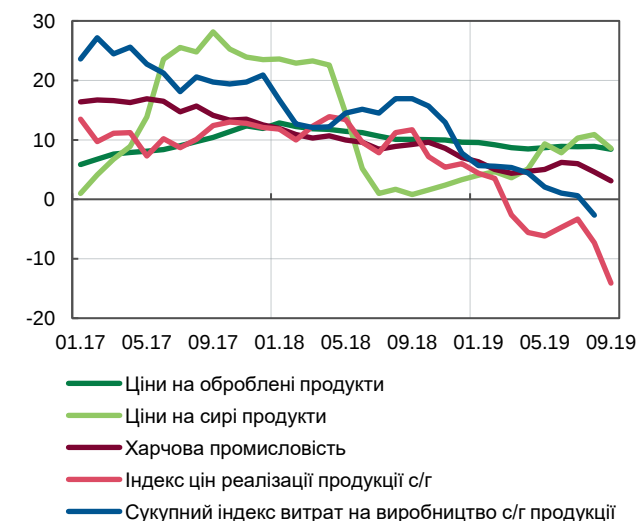
* Контурний графік демонструє густину розподілу точок даних. Колір на графіку відповідає частоті появи окремих річних змін 328 компонент ІСЦ у заданому діапазоні значень.

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 врахуванням середньої зміни та діленням на стандартне відхилення, без урахування 2015 року. Детальніше – stlouisfed.org.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Передусім ці чинники стримували уповільнення темпів зростання вартості ринкових та адміністративно регульованих послуг. Так, незважаючи на певне зниження, темпи зростання цін на ринкові послуги залишилися високими (13.1% р/р у вересні), а зростання вартості послуг кінотеатрів, мобільного зв'язку, фінансових, страхових амбулаторних послуг навіть прискорилося.

Фактори пропозиції

Протягом III кварталу вплив факторів пропозиції на зміну цін залишався суттєвим, хоча вплив окремих з них, зокрема з боку пропозиції овочів, послабився наприкінці кварталу. Через слабку пропозицію окремих овочів зростання цін на сири продукти протягом кварталу прискорювалося, але у вересні сповільнилося (до 8.6% р/р). Завдяки розширенню пропозиції зростання цін на більшість овочів, у тому числі цибулю, помідори, кабачки, баклажани уповільнилося, а ціни на огірки та перець виявилися нижчими, ніж рік тому. Винятком стали ціни на картоплю, котрі через низький урожай зросли більш як удвічі. Через меншу, ніж у минулому році, пропозицію також стрімко зросли ціни на яблука.

Високий урожай зернових сприяв поглибленню падіння цін на продукцію рослинництва (до 16.6% р/р). У результаті, знизилися темпи зростання цін на борошно, що, у свою чергу, разом зі зниженням цін на енергію підтримало сповільнення зростання виробничих та роздрібних цін на хліб. Високий урожай зернових та посилення конкуренції на зовнішніх ринках позначилися на цінах на продукцію птахівництва – зростання цін на курятину суттєво сповільнилося, а ціни на яйця все ще залишилися нижчими за торішні.

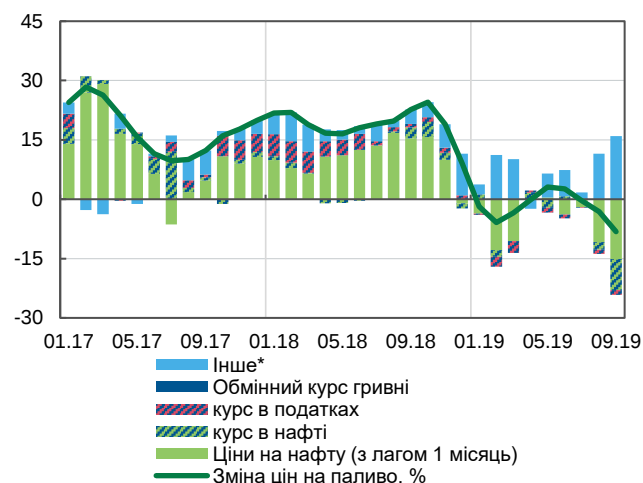
Натомість скорочення поголів'я худоби призвело до прискорення зростання вартості інших видів м'яса. Тривало також дорожчання молочної продукції як через підвищення світових цін у річному вимірі, так і внаслідок поглиблення падіння обсягів виробництва молока. Відповідні тенденції простежувалися й у виробництві молочних продуктів⁵.

Енергія та адміністративно регульовані ціни

Зниження світових цін на енергоресурси та сприятлива ситуація на валютному ринку позначилися на споживчій інфляції в Україні. Ціни на паливо в річному вимірі й далі знижувалися (на 8.2%), при цьому зберігався потенціал до глибшого зниження. По-перше, акцизний податок на паливо встановлено в євро, але для товарів, вироблених на митній території України, він сплачується у національній валюті й розраховується за офіційним курсом гривні на перший день кварталу, в якому здійснюється їх реалізація, та залишається незмінним протягом кварталу. Відповідно зміцнення гривні протягом III кварталу позначиться на цінах на паливо в наступному кварталі. По-друге, за оцінками НБУ, у III кварталі зросла частка адміністративних витрат і торговельної націнки. Однак їхній фактичний внесок був меншим через широке

⁵ За оцінками НБУ, зміна цін на харчові продукти, напої і тютюнові вироби найбільше корелює з відповідним компонентом ІЦВ. Детальніше – у "Інфляційному звіті" за липень 2016 року, стор. 16–17.

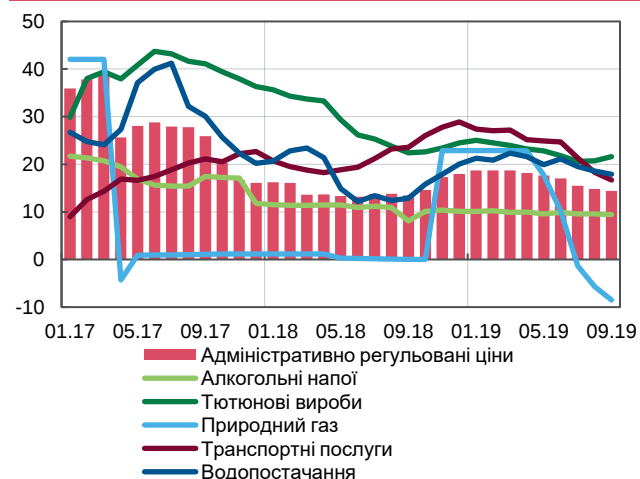
Графік 2.1.7. Вплив чинників на річну зміну ціни на паливо, в.п.



* Включає адміністративні витрати, витрати на послуги логістики, торговельну націнку тощо.

Джерело: Нафторинок, Refinitiv, ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ.

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



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

** Дані за III квартал 2019 року – у середньому за липень-серпень 2019 року.

Джерело: ДССУ.

застосування мережами АЗС спеціальних знижок, які за методологією ДССУ під час реєстрації цін не враховуються.

Тривало також зниження світових цін на природний газ, яке завдяки [зміні підходів до розрахунку тарифів для домогосподарств](#), транслювалося у зменшення вартості природного газу для населення (на 8.5% р/р у вересні). Крім того, нижчі ціни на газ на зовнішніх ринках дали змогу знизити тарифи на постачання газу промисловим підприємствам. Відповідно, тривало зниження цін і у вітчизняному добуванні сирої нафти та природного газу. Зниження цін на вуглеводні позначилося на наступних ланках виробництва – поглибилося падіння цін у хімічній промисловості, а ціни у виробництві коксу та нафтопродуктів виявилися нижчими, ніж рік тому.

Із 01 липня 2019 року було запроваджено новий ринок електроенергії. Як наслідок, ціни на електроенергію для промисловості упродовж кварталу стрімко зростали, прискорившись у вересні до 8.4% р/р. Цей чинник не мав прямого впливу на ІСЦ, оскільки [урядом покладено спеціальні зобов'язання](#) щодо обов'язкового продажу частини виробництва електроенергії АЕС та ГЕС до 31 грудня 2020 року, у тому числі з метою збереження незмінних тарифів для населення. Водночас зберігатиметься вплив через вторинні ефекти – збільшення собівартості продукції. За оцінками НБУ кумулятивний внесок до річної споживчої інфляції від впровадження нового ринку електроенергії для промислових споживачів становитиме 0.2–0.3 в.п. у перший рік його роботи.

Темпи зростання більшості інших адміністративно регульованих цін і тарифів також знижувалися. Уповільнилося зростання цін на алкогольні напої, тарифів на водопостачання і каналізацію та вартості послуг автодорожнього транспорту. Водночас на тлі підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію (з 1 липня – на 9.0%), темпи зростання цін на цю продукцію залишалися високими. Також пришвидшилося зростання вартості залізничних перевезень, насамперед приміських.

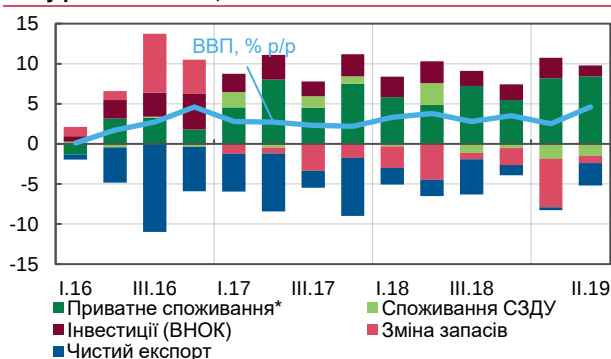
Інші виміри інфляції

Інші цінові індекси також свідчили про послаблення цінового тиску у III кварталі 2019 року. Зокрема, відображаючи світові тенденції цін на енергоресурси і товари, що переважають в українському експорті, та зміцнення гривні, знизилися ціни на продукцію промисловості, яка реалізується за межі України (на 7.0% р/р порівняно зі зростанням на 3.7% р/р у червні). Уповільнилося й зростання цін на продукцію ГМК, що реалізується на внутрішньому ринку. У результаті промислова інфляція сповільнилася та сягнула найнижчого показника з початку 2014 року (1.7% р/р). Знизилися темпи зростання цін на будівельно-монтажні роботи (до 4.6% р/р у серпні) і тарифів на послуги пошти і зв'язку (до 18.1% у III кварталі). Ураховуючи послаблення інфляційного тиску в більшості секторів економіки, НБУ очікує подальшого сповільнення дефлятора ВВП у III кварталі 2019 року (з 9.4% р/р у II кварталі).

2.2. Попит і випуск

- Зростання економіки в II кварталі 2019 року прискорилося до 4.6% р/р, підтримане подальшим поживленням споживчого попиту, високим урожаєм ранніх зернових та поліпшенням показників фінансового сектору.
- У III кварталі, за оцінками НБУ, зростання економіки дещо сповільнилося (до 3.5% р/р) через послаблення показників базових видів діяльності, передусім промисловості, на тлі погіршення зовнішніх умов. Роль внутрішнього попиту в підтримці економічного зростання залишалася визначальною.

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



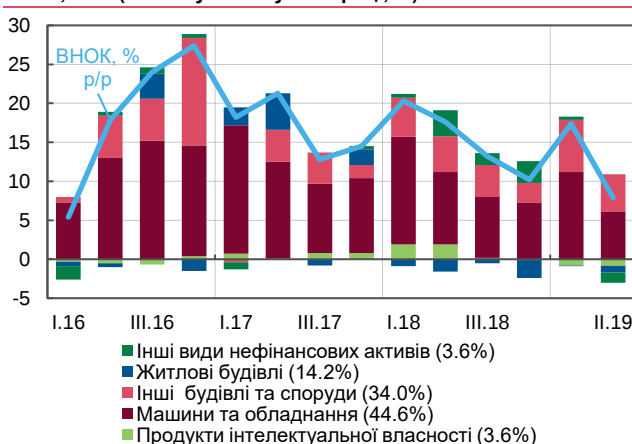
* Включає кінцеві споживчі витрати домогосподарств та некомерційних організацій, що обслуговують домашні господарства. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



* Пунктирні лінії відображають оцінки НБУ без впливу ефектів перерозподілу від монетизації субсидій. Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.3. Внески видів нефінансових активів у річну зміну ВНОК, в. п. (частка у ВНОК у 2018 році, %)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Сукупний попит

У II кварталі 2019 року реальний ВВП зріс на 4.6% р/р, що є найвищим темпом за останні три роки. Порівняно з попереднім кварталом ВВП зріс на 1.6% с/с.

Основним чинником зростання ВВП залишився приватний споживчий попит, який прискорився завдяки подальшому збільшенню доходів населення та істотному поліпшенню споживчих настроїв⁶ (детальніше – у вставці 2 "Споживчі настрої домогосподарств в Україні" на стор. 17).

Характерною ознакою цього року стали значні темпи нарощування споживання товарів та послуг, які не є першочерговими (одягу та взуття, товарів домашнього вжитку, послуг із відпочинку та харчування поза домом). У свою чергу, збільшення пенсій, у т. ч. за рахунок доплат найбільшій верстві населення (пенсіонерам із пенсією нижче 1700 грн), може пояснювати прискорення зростання витрат на продукти харчування. Зберігся також ефект монетизації субсидій⁷, який, з одного боку, підтримував зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств на послуги ЖКГ, а з іншого, разом зі скороченням видатків бюджету на надання субсидій на послуги ЖКГ – зумовив скорочення кінцевих споживчих витрат СЗДУ.

Вплив інвестиційного попиту очікувано послабився. Зростання ВНОК у II кварталі стрімко сповільнилося зокрема на тлі послаблення ділових очікувань підприємств⁸ та завершення окремих великих приватних (будівництво об'єктів ВЕД, ремонти на підприємствах ГМК) та державних інвестиційних проєктів (будівництво доріг). Зокрема сповільнилося зростання обсягів інвестицій у машини та обладнання, а також в інші будівлі та споруди. За оцінками НБУ, з огляду на поліпшення фінансових результатів підприємств у II кварталі⁹ таке послаблення інвестиційної активності, вірогідно, було тимчасовим.

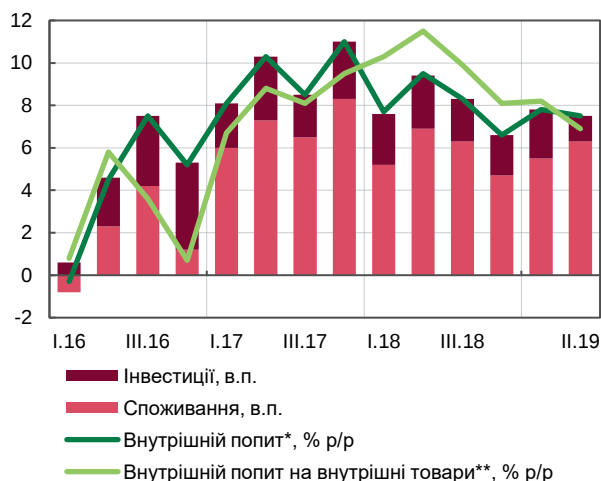
На відміну від попереднього року, у II кварталі 2019 року попит на імпортовані товари та послуги зростав дещо швидше, ніж на товари внутрішнього виробництва. Це зумовило прискорення зростання обсягів імпорту, яке додатково підтримувалося більшими обсягами

⁶ За даними Info Sapiens, індекс споживчих настроїв стрімко зростав із початку II кварталу 2019 року та у вересні сягнув максимального рівня за останні 12 років.

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

⁸ У II кварталі 2019 року ІДО зменшився до 117.8% (у попередньому кварталі – 119.7%).

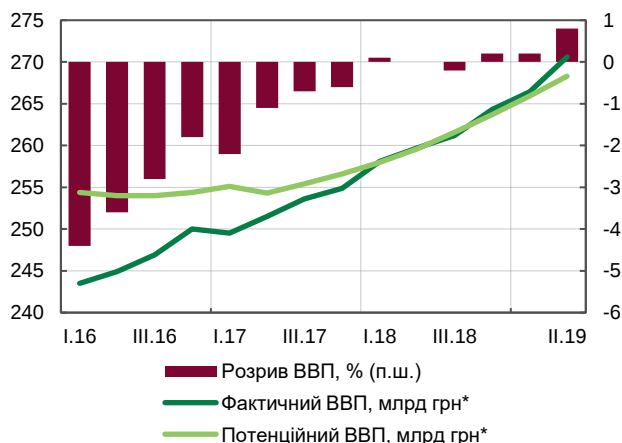
⁹ Власні кошти підприємств є основним джерелом фінансування капітальних інвестицій (більше 73% усіх капітальних інвестицій у першому півріччі 2019 року профінансовано за рахунок власних коштів підприємств та організацій). У I кварталі 2019 року фінансові результати підприємств зменшилися на 7.1% р/р, за підсумками I півріччя – зросли на 23.4% р/р.

Графік 2.2.4. Внески в річну зміну внутрішнього попиту і внутрішній попит на товари українського виробництва

* Розраховано як суму інвестиційного та споживчого попиту (в постійних цінах 2010 року).

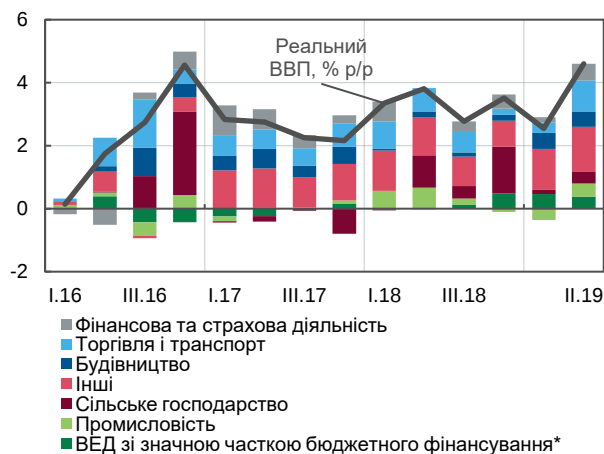
** Розраховано як різницю між внутрішнім попитом та 65% обсягів імпорту (у постійних цінах 2010 року).

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.5. Розрив між фактичним та потенційним ВВП, %

* У постійних цінах 2010 року, с/с.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.2.6. 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, розваги та відпочинок.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

імпортованого газу для закачування в підземні сховища. На тлі високого врожаю ранніх зернових експорт товарів і послуг також зростає, утім, меншими темпами, ніж у попередньому кварталі. Основними чинниками цього були зменшення фізичних обсягів експорту чорних металів на тлі зниження світових цін та проведення ремонтів на підприємствах ГМК. Крім того, помірнішими темпами зростали фізичні обсяги поставок зернових та олійних минулого року з огляду на вичерпання залишків запасів через низький торішній урожай пшениці та значні обсяги поставок у попередні періоди. У результаті від'ємний внесок чистого експорту в зростання ВВП збільшився (до 2.8 в. п.). Водночас, високий урожай ранніх зернових та закачування газу позначилися на скороченні від'ємного внеску запасів, що було вагомим чинником прискорення зростання реального ВВП.

За оцінками НБУ, протягом минулого року українська економіка була близькою до свого потенційного рівня. З кінця 2018 року сформувався додатний розрив випуску, який у II кварталі 2019 року збільшився (до 0.8%). Так, згідно з [результатами опитувань підприємств](#) протягом 2019 року близько чверті фірм зазначали, що потребуватимуть нарощування виробничих потужностей у разі неочікуваного збільшення попиту (при цьому найбільша частка таких підприємств – у будівництві та добувній промисловості). Це означає, що внутрішній попит, передусім споживчий, підтримуваний високими темпами зростання заробітних плат та інших доходів населення, розширювався швидше, ніж виробничий потенціал економіки, що супроводжувалось посиленням тиску на інфляцію.

Валова додана вартість

За видами економічної діяльності вагомий внесок у прискорення зростання ВВП мало сільське господарство. Цьому сприяли вищі порівняно з торішніми врожайності і темпи збору ранніх зернових культур.

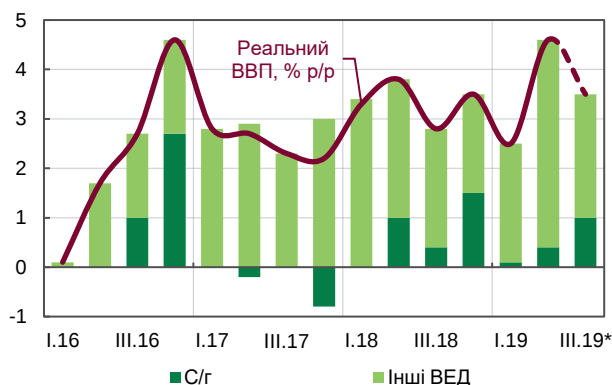
Крім того, помітно прискорилося зростання ВДВ у секторі торівлі і транспорту на тлі активізації споживчого попиту, а також збільшення обсягів закачування природного газу.

Зріс і внесок ВДВ промисловості – як добувної (завдяки зростанню світових цін на залізну руду), так і переробної (завдяки закінченню ремонтів на металургійних та хімічних підприємствах). Відповідно вищий попит промислових підприємств на електроенергію підтримував і зростання ВДВ енергетичного сектору.

Збільшення комісійних доходів банківської системи (зокрема на тлі зростання споживчого кредитування, операцій з цінними паперами, комісій за розрахунково-касове обслуговування) зумовило суттєве прискорення зростання і збільшення внеску ВДВ фінансової та страхової діяльності.

Натомість уповільнення зростання капітальних видатків бюджету і сповільнення інвестиційної активності, у тому числі будівництва житла, стримувало нарощування ВДВ

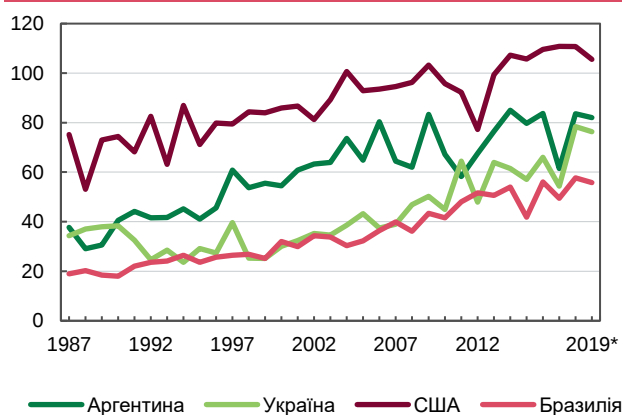
Графік 2.2.7. Внески в зміну реального ВВП, в. п.



* III квартал 2019 року – оцінка НБУ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

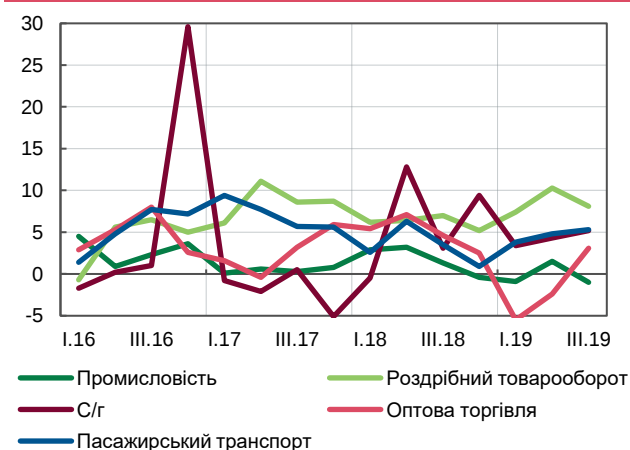
Графік 2.2.8. Урожайність кукурудзи, ц/га



* У 2019 році для України – оцінка НБУ, для інших країн – оцінка USDA.

Джерело: Faostat, оцінки НБУ, оцінки USDA.

Графік 2.2.9. Випуск в окремих видах діяльності, % р/р (у середньому за квартал)



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

будівництва. Помірне зростання поточних видатків бюджету зумовило також зменшення додатного внеску ВЕД зі значною часткою бюджетного фінансування – освіти, охорони здоров'я тощо.

Оцінки III кварталу 2019 року

За оцінками НБУ, у III кварталі 2019 року зростання реального ВВП уповільнилося (до 3.5% р/р) передусім через слабкіші показники окремих базових видів діяльності. Так, погіршилася ситуація в промисловості¹⁰ (зокрема добувній та металургії) на тлі подальшого погіршення зовнішніх умов для експортерів. Це, у свою чергу, позначилося на показниках вантажного транспорту. Також послабилися результати фінансової та страхової діяльності, передусім через менш сприятливу базу порівняння.

Натомість залишалися високими темпи зростання сільськогосподарства, які підтримувалися значним урожаєм пізніх зернових та олійних культур, що компенсувало нижчий урожай картоплі та плодово-ягідних культур. При цьому високий урожай зернових у поточному році був зумовлений збільшенням як посівних площ під цими культурами, так і врожайності.

Протягом останніх п'яти років урожайність зернових культур в Україні суттєво зросла: пшениці – у середньому на чверть порівняно із середньою врожайністю за попередні п'ять років, кукурудзи – майже на 20%. Цьому сприяли інвестиції у придбання сучасної сільгосптехніки, розширення застосування засобів захисту рослин, а також переорієнтація агропромислових підприємств на високопродуктивні сорти. В останні роки врожайність пшениці в Україні випередила показники таких великих виробників та експортерів зерна, як Аргентина, США і Канада, а врожайність кукурудзи – Бразилії та наблизилася до показника Аргентини.

Зростання ВВП у III кварталі й надалі підтримувалося споживчим попитом (на тлі суттєвого поліпшення споживчих настроїв, зростання заробітних плат, підвищення пенсій¹¹). Це підтримувало високі темпи зростання роздрібної торгівлі та пасажирообороту. Пожвавлення інвестиційного попиту підтримувалося капітальними видатками бюджету, а також реалізацією проєктів будівництва ВДЕ¹² (перед запровадженням очікуваних законодавчих змін¹³).

Значні обсяги експорту зернових культур на тлі низької бази порівняння минулого року, спричиненої обмеженнями перевезень Азовським морем, зумовили відновлення зростання оптового товарообороту.

¹⁰ Це стало наслідком початку капремонтів на окремих промислових підприємствах, зниження видобутку вугілля, а також газу через складнощі з погодженням спецдозволів на нові ділянки для видобутку в попередні періоди.

¹¹ У III кварталі зростання середнього рівня пенсій прискорилося через збільшення прожиткового мінімуму та встановлення доплат особам, які мають повний страховий стаж та невисоку пенсію.

¹² За даними НКРЕКП, у III кварталі 2019 року в експлуатацію введено 779.6 МВт генеруючих потужностей СЕС (що більше як у 5 разів перевищує показник III кварталу 2018 року) та 155.2 МВт потужностей ВЕС (порівняно із 7 МВт у III кварталі 2018 року).

¹³ Із 01 січня 2020 року в Україні передбачено запровадження аукціонів зі встановлення тарифів для ВЕД замість наявних сьогодні фіксованих "зелених тарифів".

Вставка 2. Споживчі настрої домогосподарств в Україні

Цього року споживчі настрої населення стрімко зростають, сягнувши у вересні 2019 року 12-річного максимуму. Цьому сприяли високі доходи домогосподарств, а також поліпшення макроекономічної ситуації – послаблення інфляційного тиску, зміцнення гривні та прискорення економічного зростання. Відіграло роль і традиційне посилення споживчого оптимізму на тлі позитивних очікувань щодо змін у країні в післявиборчий період. Поліпшення настроїв підтримує нарощування споживання домогосподарств, яке є вагомим драйвером зростання ВВП.

Із квітня 2019 року [споживчі настрої](#)¹⁴ стрімко зростають (станом на вересень – більш як на 30 п.). Поточний рівень (майже 100 п.) є найвищим за останні 12 років. В Україні такий високий рівень споживчих настроїв спостерігався протягом 2004–2008 років – періоду, коли економіка України зростала в середньому за 7–8% на рік, підтримувана надзвичайно сприятливим зовнішнім середовищем та низкою внутрішніх структурних зрушень (знаковим досягненням останніх стала реприватизація Криворіжсталі та прихід в Україну найбільшого у світі виробника сталі).

Графік 1. Індекс споживчих настроїв та його компоненти, п.



Блакитне поле – поліпшення очікувань із дати проведення виборів Президента; зелене – з дати проведення виборів до ВРУ.

* Остання точка – вересень 2019 року.

Джерело: GfK Ukraine, Info Sapiens, розрахунки НБУ.

За період спостережень споживчі настрої тісно корелювали насамперед із доходами домогосподарств – у період із початку спостережень до 2014 року кореляція між індексом та реальними доходами населення перевищувала 80%. У свою чергу, скорочення реального наявного доходу під час криз 2008–2009 та 2014–2015 років супроводжувалося стрімким погіршенням споживчих настроїв. Однак відновлення після цих двох криз мало принципово різний характер – після першої більшість складових індексу, за винятком оцінки поточного становища, швидко відновилися практично до

докризових рівнів. Натомість після кризи 2014–2015 років споживчі настрої відносно тривалий час залишалися пригніченими, незважаючи на високі темпи зростання заробітних плат і доходів населення. Вірогідно, це пояснюється більш глибокою макроекономічною кризою, зокрема значною девальвацією гривні та прискоренням інфляції; військовим конфліктом на Сході та загалом негативним інформаційним тлом.

Графік 2. Індекс споживчих настроїв, п. (середній за квартал), реальний наявний дохід ДГ, кінцеві споживчі витрати ДГ та роздрібна торгівля



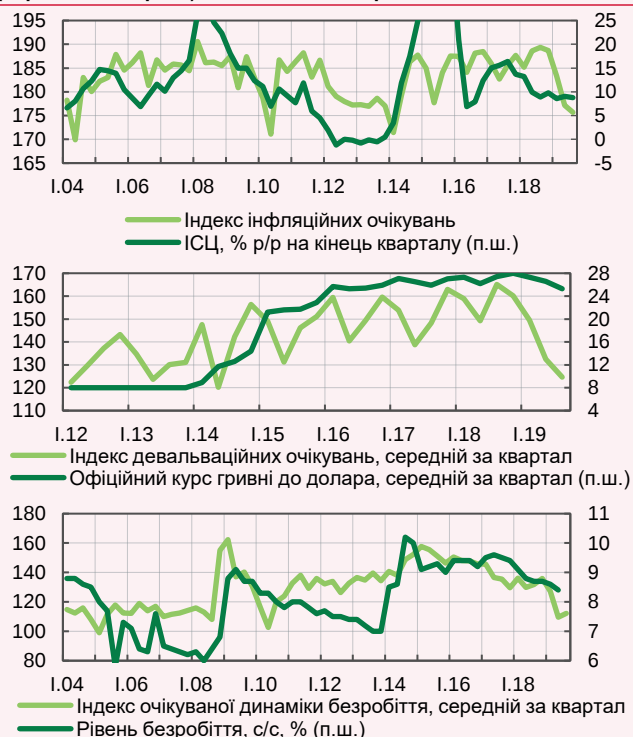
Джерело: GfK Ukraine, Info Sapiens, розрахунки НБУ.

Поліпшення споживчих настроїв із початку 2019 року значною мірою відображало стрімке зростання двох великих компонентів індексу – індексу поточного становища та індексу економічних очікувань¹⁵. З одного боку, поліпшення настроїв споживачів відображало об'єктивні причини. Згідно з дослідженнями очікування домогосподарств є переважно адаптивними, тобто відображають поточний стан економіки. Тож на тлі сповільнення інфляційних процесів, зменшення рівня безробіття та зміцнення гривні поліпшувалися й відповідні очікування домогосподарств.

¹⁴ Опитування щодо споживчих настроїв домогосподарств проводиться компанією Info Sapiens із 2019 року (до цього з 2000 року – GfK Ukraine). Щомісяця опитується 1000 осіб віком від 16 років. Вибірка репрезентативна за статтю та віком, враховує міське та сільське населення, розмір населеного пункту. Починаючи з квітня 2014 року з вибірки виключено АР Крим, у Донецькій та Луганській областях опитування проводяться лише в населених пунктах на підконтрольній Україні території. Статистичне відхилення не перевищує 3,2%. Значення індексу обчислюється як різниця між часткою позитивних та негативних відповідей, до цієї різниці додають 100, щоб уникнути появи від'ємних величин. Значення індексів можуть змінюватися в межах від 0 до 200. Значення дорівнює 200 в тому разі, якщо всі громадяни позитивно оцінюють економічну ситуацію. Індекс дорівнює 100 тоді, коли частки позитивних і негативних оцінок однакові. Значення індексу менше 100 означає, що в суспільстві переважають негативні оцінки.

¹⁵ Для визначення індексу споживчих настроїв респондентів запитують щодо: поточного особистого матеріального становища в останні шість місяців (x1); очікувань змін особистого матеріального становища в наступні шість місяців (x2); очікувань щодо розвитку економіки країни впродовж найближчого року (x3); очікувань щодо розвитку економіки країни впродовж найближчих п'яти років (x4); доцільності робити великі покупки (x5). На підставі цих п'яти індексів визначають три узагальнені індекси: Індекс споживчих настроїв – середнє арифметичне індексів x1–x5; Індекс поточного становища – середнє арифметичне індексів x1 і x5; Індекс економічних очікувань – середнє арифметичне індексів x2, x3, x4.

Графік 3. Очікування щодо інфляції, курсу та безробіття, п. (середні за квартал) та відповідні макропоказники*



* Зниження індексів означає поліпшення очікувань.

Джерело: GfK Ukraine, Info Sapiens, розрахунки НБУ.

З іншого боку, серед складових індексу споживчих настроїв найбільш стрімко зріс індекс економічних очікувань, який агрегує оцінки розвитку економіки в найближчий рік та наступні п'ять років, а також очікування майбутнього матеріального становища. [За оцінками Info Sapiens, таке поліпшення очікувань є традиційним після виборів](#), утім, воно може бути тимчасовим. Зокрема, після виборів Президента України у 2004 та 2010 роках поліпшення очікувань тривало протягом двох кварталів. Навіть у 2014 році спостерігалось певне поліпшення очікувань, але на тлі масштабної кризи було незначним та короточасним.

Графік 4. Динаміка складових індексу економічних очікувань, п. (у середньому за квартал)



Джерело: GfK Ukraine, Info Sapiens, розрахунки НБУ.

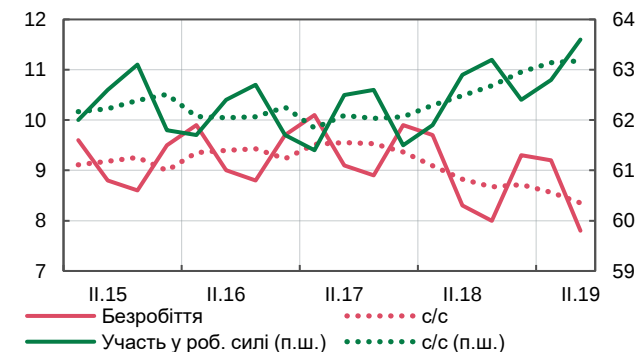
Зростання доходів та високі споживчі настрої визначають споживчу поведінку домогосподарств. За розрахунками НБУ, індекси поточного особистого матеріального становища та очікуваних змін особистого матеріального становища помітно корелюють із темпами зміни роздрібної торгівлі. У свою чергу, роздрібна торгівля є випереджаючим індикатором для оцінки споживчих витрат домогосподарств.

Таким чином, стійке зростання споживчих настроїв відображається у збільшенні споживання домогосподарств. Це, в свою чергу є одним з чинників впливу на ВВП та інфляцію. Отже, зміна споживчих настроїв домогосподарств також має враховуватися центральними банками при прийнятті рішень з монетарної політики.

2.3. Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

- У II кварталі 2019 року попит на робочу силу зростав на тлі зростання економічної активності. У свою чергу, пропозиція робочої сили зростала внаслідок збільшення вимог до страхового стажу для призначення пенсії та тривалого й стійкого зростання заробітних плат. У результаті показники безробіття та зайнятості поліпилися.
- Водночас зберігалися диспропорції на ринку праці, що підтримувало зростання заробітної плати.
- Номинальні доходи населення продовжували зростати порівняно високими темпами. Крім зростання зарплат в Україні, вагомими чинниками були збільшення оплати праці українців за кордоном та підвищення пенсій.

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

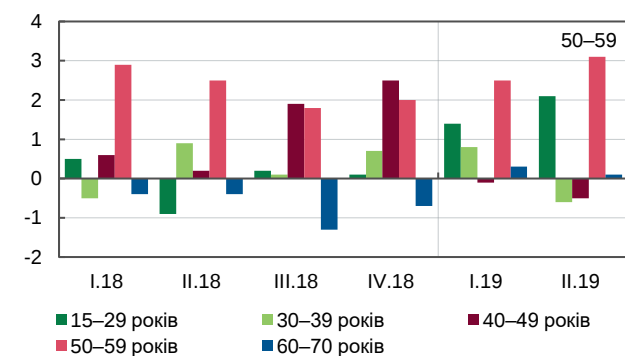


* У % до робочої сили віком 15–70 років.

** У % до всього населення віком 15–70 років.

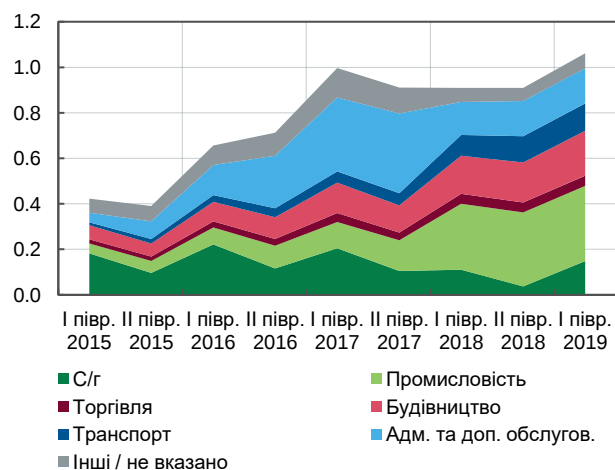
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.2. Зміна рівня участі в робочій силі у порівнянні з відповідним кварталом попереднього року, за віковими групами, в. п.



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.3. Кількість складених заяв та виданих дозволів на працевлаштування українців у Польщі за видами діяльності, млн*



* З 2018 року змінився перелік видів діяльності, також запроваджено новий вид дозволів на сезонну роботу, тому дані за видами діяльності можуть не бути порівнянними.

Джерело: Міністерство праці і соціальної політики Польщі.

Ринок праці

Позитивні результати в більшості видів діяльності у II кварталі 2019 року підтримували стійкий попит на робочу силу. У результаті рівень безробіття знизився до 8.4% у с/с вимірі, а рівень зайнятості – зріс до 58.0% у с/с вимірі.

Пропозиція робочої сили також зростала (на 0.6% р/р) всупереч негативним демографічним тенденціям (чисельність населення у віці 15–70 років скоротилася на 0.6% р/р). Зростання пропозиції було зумовлено збільшенням участі населення в робочій силі (до 63.2% у с/с вимірі). Основними чинниками цього були дія ефекту від збільшення вимог до страхового стажу для призначення пенсії, а також тривале й стійке зростання заробітних плат. У результаті в останні кілька років зростала участь у робочій силі насамперед жінок та осіб у віці 50–59 років. Особливістю цього року стало збільшення пропозиції праці серед осіб у віці 15–29 років. Це може пояснюватися як прискоренням зростання економіки, так і розширенням можливостей для працевлаштування молоді з огляду на поширення програм стажування, навчання та практики.

Утім, попри зростання пропозиції робочої сили, ринок праці ставав дедалі вузким: зберігалися складнощі із заповненням наявних вакансій. Згідно з [результатами опитувань підприємств](#), частка фірм, які зазначили, що брак кваліфікованих працівників обмежує збільшення виробництва, сягнула 34% – максимуму з 2006 року. По-перше, це пов'язано з невідповідністю професійно-кваліфікаційних вимог працевлаштувачів та рівня підготовки пошукачів роботи. По-друге, це викликано диспропорціями між попитом і пропозицією за окремими професійними групами і видами діяльності, у тому числі як наслідок міграційних процесів.

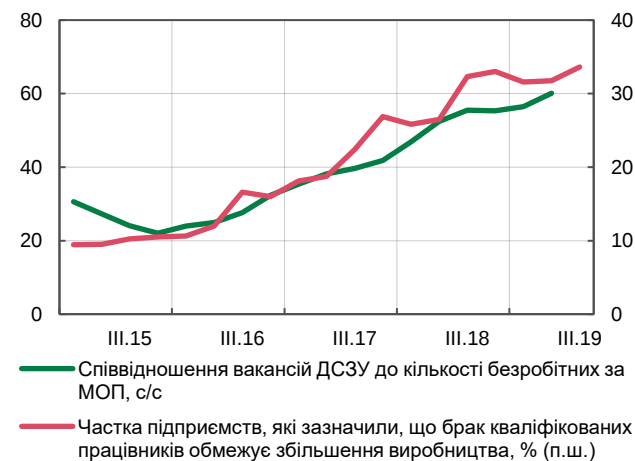
Попри ознаки стабілізації міграційних процесів (згідно з даними Google Trends, зацікавленість населення у пошуку роботи за кордоном у 2019 році послабилася) наявні дані свідчать про зміни в структурі міграції за видами діяльності трудових мігрантів. Так, у 2018 році – I півріччі 2019 року зросла частка дозволів та заяв на працевлаштування в Польщі у промисловості, транспорті та будівництві. Відповідно, це ускладнювало заповнення наявних вакансій на внутрішньому ринку. За результатами опитувань українських підприємств, саме в цих видах діяльності найгостріше відчувався брак робочих рук.

Графік 2.3.4. Крива Беверіджа



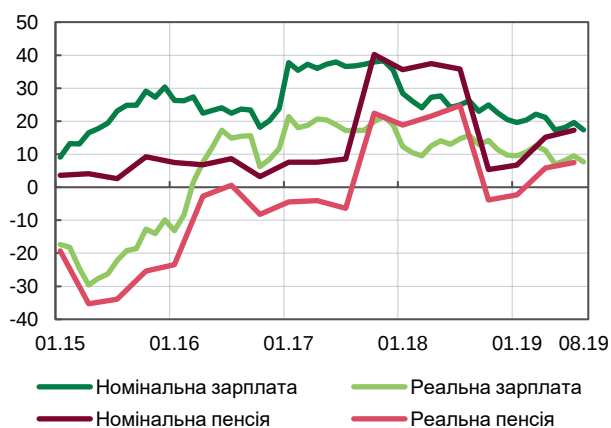
Джерело: ДССУ, ДСЗУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.3.5. Індикатори диспропорцій на ринку праці



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

Графік 2.3.6. Заробітна плата та пенсія (на початок місяця), % р/р



Джерело: ДССУ, ПФУ, розрахунки НБУ.

Про подальше посилення диспропорцій на ринку праці свідчили й інші індикатори. Співвідношення кількості вакансій ДСЗУ до чисельності безробітних за МОП сягнуло десятирічного максимуму. Крива Беверіджа й надалі зміщувалася в бік циклічного зростання та відображала збереження диспропорцій.

Доходи домогосподарств

У II кварталі зростання номінальних доходів та реальних наявних доходів залишалось порівняно високим (15% і 7% р/р відповідно).

Заробітна плата, одержана в Україні, найбільша складова доходів, зросла на 16% р/р в номінальному вимірі. Драйвером її зростання залишалися диспропорції між попитом і пропозицією робочої сили (детальніше – у вставці 3 "Фактори зміни заробітної плати" на стор. 21). У результаті найвищі темпи зростання заробітних плат спостерігались у видах діяльності, де найгостріше відчувався брак кваліфікованих працівників: промисловості та будівництві. Натомість у бюджетному секторі зарплати зростали повільніше з огляду на стримане зростання доходів бюджету.

Реальна заробітна плата зросла на 9% р/р, що випереджало темпи зростання продуктивності праці (за оцінкою НБУ – 3% р/р). Це зумовлювало тиск на інфляцію як з боку споживчого попиту, так і з боку виробничих витрат (детальніше – у вставці 3 "Зв'язок між продуктивністю праці, реальною зарплатою та інфляцією" в ["Інфляційному звіті" за липень 2019 року](#)).

Дещо стриманішими темпами, ніж в Україні, зростала оплата праці українців, які працюють за кордоном – на 12% р/р в гривневому еквіваленті. Це пов'язано як зі стабілізацією міграційних потоків, так і з укріпленням гривні.

Зростання соціальних допомог та інших поточних трансфертів залишилось високим (12% р/р). З одного боку, прискорилося зростання пенсійних виплат з огляду на [осучаснення пенсій в березні та одноразові доплати до них у березні та квітні](#). З іншого, скорочувались обсяги субсидій через зменшення кількості субсидіантів на тлі зростання інших складових доходів населення та помірного зростання тарифів на послуги ЖКГ. Також скорочувались обсяги трансфертів з-за кордону.

У III кварталі прискорилося зростання пенсійних виплат внаслідок [підвищення пенсій особам, які мають повний страховий стаж і невелику пенсію](#), а також збільшення прожиткового мінімуму з 01 липня 2019 року. Дефіцит робочої сили на ринку праці залишився вагомим чинником зростання зарплати в Україні. У результаті в III кварталі збереглися високі темпи зростання номінальних доходів населення.

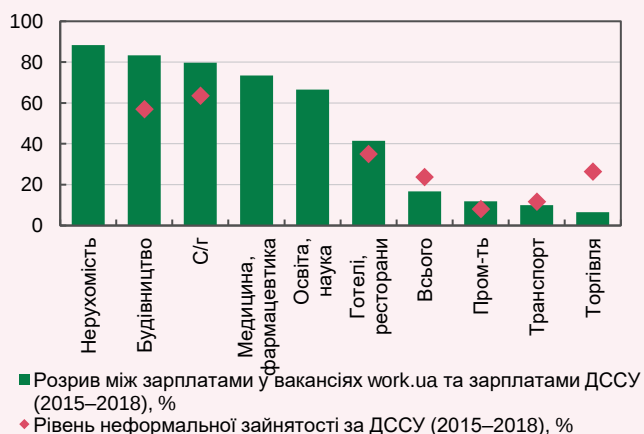
Вставка 3. Фактори зміни заробітної плати

В останні роки заробітна плата зростає високими темпами. Основними драйверами її зростання були різке підвищення мінімальної заробітної плати в 2017 році та викликаний трудовою міграцією та кваліфікаційними диспропорціями брак робочої сили, що підтверджується також економетричними оцінками. Водночас вплив продуктивності праці на динаміку заробітних плат був слабким, хоча саме зростання продуктивності праці створює умови для неінфляційного зростання заробітної плати.

Заробітна плата – один із ключових індикаторів економіки. Як дохід працівників вона має вплив на сукупний попит, а як витрати підприємців – на сукупну пропозицію. Згідно з простою теоретичною моделлю на мікрорівні зарплата – це ціна, що врівноважує попит та пропозицію на ринку робочої сили. Попит на робочу силу визначається продуктивністю праці (вона відображає досвід і рівень освіти працівника, що є ключовими факторами в теорії людського капіталу) і цінами на продукцію, що виробляється. Відповідно на заробітну плату впливають інфляція та інфляційні очікування. Пропозиція залежить від кількості осіб із певним набором навичок та від заробітних плат на інших ринках робочої сили. Відповідно на пропозицію робочої сили впливають освітня система, демографічні та міграційні процеси. На макрорівні зарплата залежить також від стадії економічного циклу і має негативний зв'язок із рівнем безробіття.

Варто зазначити, що висока частка неформальної зайнятості погіршує якість показника офіційної заробітної плати. За даними ДССУ, у 2018 році 22% зайнятих працювали неформально. Також за результатами [обстеження 2017 року Проекту ЄС-МОП](#), 9% працюючих за наймом протягом останніх 12 місяців отримували зарплату "в конверті". Значною мірою це може пояснювати суттєве перевищення зарплат у вакансіях на приватних платформах офіційної зарплати¹⁶.

Графік 1. Індикатори неформальної зайнятості за видами діяльності

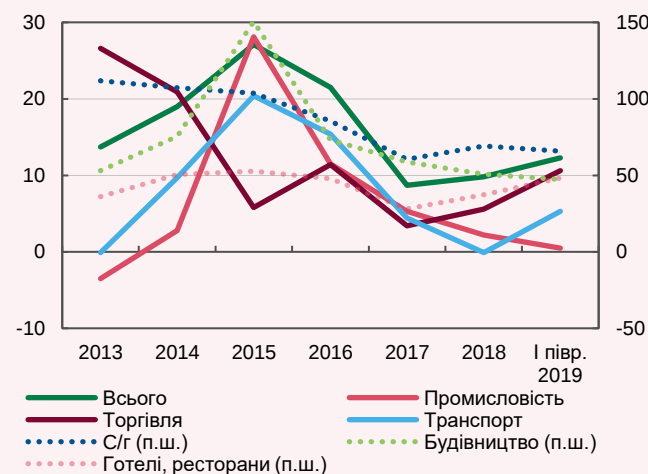


Джерело: ДССУ, work.ua, розрахунки НБУ.

Найбільший розрив спостерігається у нерухомості, будівництві, сільському господарстві, медицині та

фармацевтиці, найменший – у торгівлі, транспорті та промисловості. У цілому ці дані корелюють зі статистикою ДССУ щодо рівня неформальної зайнятості. В останні роки, однак, такий розрив відчутно зменшився, що серед інших чинників може бути наслідком зниження податкового навантаження на фонд оплати праці з 2016 року.

Графіки 2. Розрив між зарплатами у вакансіях work.ua та зарплатами ДССУ в окремих видах діяльності, %



Джерело: ДССУ, work.ua, розрахунки НБУ.

Для кількісної оцінки впливу окремих факторів на динаміку заробітної плати в Україні була використана лінійна регресія за прикладом [Національного банку Словаччини](#). Теоретично на заробітну плату можуть впливати такі чинники, які були включені в дослідження:

- продуктивність праці;
- інфляція та інфляційні очікування;
- змінні, що відображають брак робочої сили: співвідношення кількості вакансій до кількості безробітних та частка підприємств-респондентів, що зазначили брак кваліфікованих робітників;
- індикатори економічного циклу: рівень безробіття та розрив ВВП;
- мінімальна заробітна плата та індекс Кейтца (співвідношення мінімальної заробітної плати до середньої).

Результати розрахунків наведено в таблиці 1. Знаки коефіцієнтів відповідають теоретичним. Вплив розриву ВВП, інфляційних очікувань та індексу Кейтца виявився незначущим. На графіку 3 представлено розраховані внески окремих факторів у зміну зарплати.

¹⁶ Результати порівняння між заробітними платами, що пропонуються на приватних платформах, та офіційними даними ДССУ потрібно сприймати із застереженнями через відмінності класифікацій за видами діяльності, відмінності регіональної структури, брак інформації на приватних платформах про розмір заробітних плат до чи після оподаткування та валюту деномінації заробітних плат тощо.

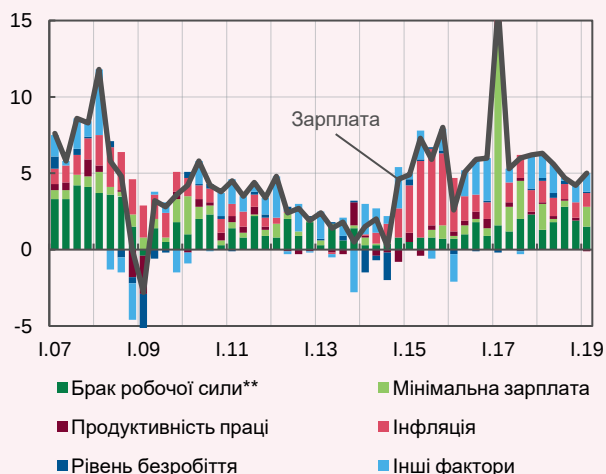
Таблиця 1. Оцінка впливу окремих факторів на зміну заробітної плати (с/с, % кв/кв)

	Коефіцієнт	Бета-коефіцієнт*
AR 1	0.13	0.09
AR 2	0.21**	0.17**
Мінімальна зарплата, % кв/кв	0.11***	0.55***
Співвідношення кількості вакансій до кількості безробітних, с/с	21.20***	0.23***
Продуктивність праці, кв/кв	1.0*	0.19*
Інфляція, % р/р	0.07***	0.27***
Рівень безробіття, с/с, кв/кв	-0.07**	-0.21**
Частка підприємств, що зазначили брак кваліфікованої робочої сили, кв/кв	0.22**	0.21**
Кількість спостережень	51	
Період спостереження	III кв. 2006 – I кв. 2019	
Adj. R ²	0.93	

*Prob(t-statistic)<0.1, **Prob(t-statistic)<0.05, ***prob(t-statistic)<0.01.

* Бета-коефіцієнт приймає значення від -1 до 1 і вимірює силу і напрям впливу фактора на залежну змінну.

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

Графік 3. Декомпозиція зміни заробітної плати, с/с, % кв/кв*

* Блакитними стовпчиками позначені залишки регресії. Інші стовпчики відображають ефект факторів на заробітну плату: як одномоментний, так і лаговий через вплив на заробітну плату в попередні періоди.

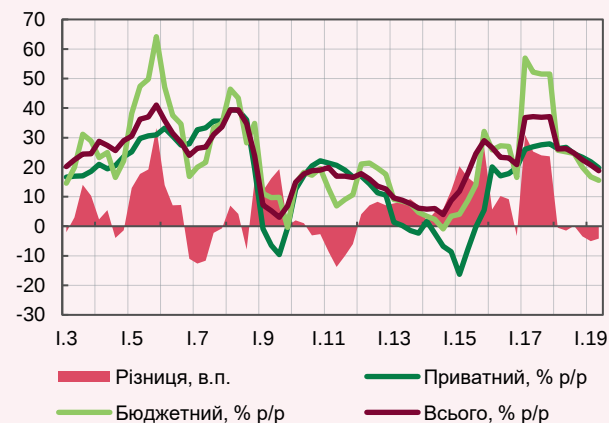
** Сума внесків двох змінних: співвідношення кількості вакансій до безробітних та частки підприємств, що зазначили брак кваліфікованих працівників. Цей фактор відображає як фізичний брак робітників, так і невідповідність навичок пошукачів роботи вимогам роботодавців.

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

Згідно з отриманими результатами найвагомішим драйвером зростання середньої зарплати в Україні є законодавчо встановлена мінімальна зарплата. Вона чинить прямий вплив на винагороду працівників із найнижчими зарплатами, а також відбувається ефект перенесення мінімальної заробітної плати й на інші оклади. Подвоєння мінімальної зарплати у 2017 році спричинило збільшення зарплати на рекордні 16% (с/с, кв/кв). Вплив мінімальної зарплати найбільш відчутний у бюджетному секторі¹⁷, де зарплати в середньому на 25% нижчі і немає неформальної зайнятості. Саме в ньому найбільше позначилися підвищення мінімальної

зарплати у 2005, 2009, 2017 роках темпами, що випереджали середні по економіці темпи зростання зарплат (графік 4).

Другий за значенням чинник – інфляція, що особливо відчутно в період прискорення інфляції протягом останньої кризи. В останні роки її ефект знизився і стабілізувався.

Графік 4. Номінальна заробітна плата у приватному і бюджетному секторах та їх різниця

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Ще один фактор зміни зарплати – брак робочої сили. У 2007–2008 роках його значний внесок свідчив про високий попит на робочу силу внаслідок перегріву української економіки. Його зростання з 2016 року пов'язано з високим міграційним тиском. Зниження бар'єрів для працевлаштування на тлі вищих зарплат за кордоном сприяли скороченню сукупної пропозиції робочої сили в Україні. Особливо це відчутно для робітничих професій, де різниця у зарплатах найбільша (детальніше – у попередніх Інфляційних звітах і вставці "Вплив міграційних процесів на ринок праці в Україні" в "Інфляційному звіті" за січень 2018 року). Крім того, упродовж цього періоду поглиблювалися диспропорції між попитом і пропозицією робочої сили.

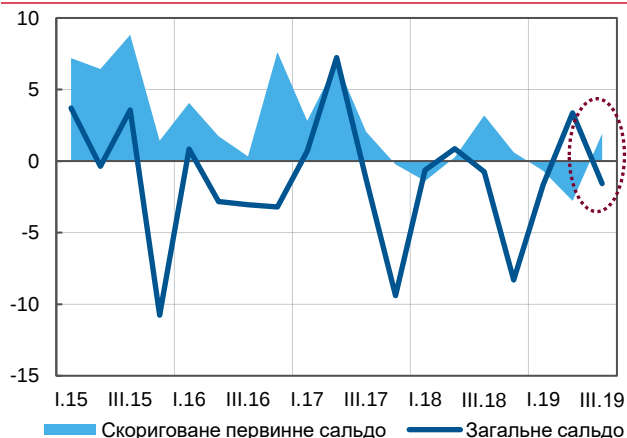
Натомість, на відміну від [країн ЄС](#) і [США](#), зарплата в Україні мало чутлива до змін продуктивності праці, що створює проблему для економіки України: високі темпи зростання заробітних плат порівняно з продуктивністю підживлюють інфляційний тиск. Відповідно збільшення продуктивності праці забезпечить ресурс для неінфляційного зростання заробітної плати і її наближення до рівня в сусідніх країнах. Це, у свою чергу, сприятиме зниженню міграційного тиску на ринок праці. Підвищення продуктивності праці може бути забезпечене шляхом здійснення ключових реформ, зокрема – реформ ринку праці, а також освіти із метою наближення навичок та знань працівників до вимог роботодавців.

¹⁷ У цій вставці до бюджетного сектору віднесені державне управління, освіта й охорона здоров'я, до приватного – решта видів діяльності.

2.4. Фіскальний сектор

- У III кварталі фіскальна політика оцінювалася як більш жорстка порівняно з попередніми кварталами, хоча зведений бюджет виконано з дефіцитом. Це передусім відображало збереження стриманих темпів зростання видатків, зважаючи на слабкі доходи та значні боргові виплати.
- Повільне зростання доходів, насамперед податкових надходжень, зумовлено впливом як тимчасових (зменшення обсягу розмитненого імпортованого природного газу), так і загальноекономічних факторів (зміцнення гривні, падіння обсягів виробництва підакцизних товарів тощо).

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

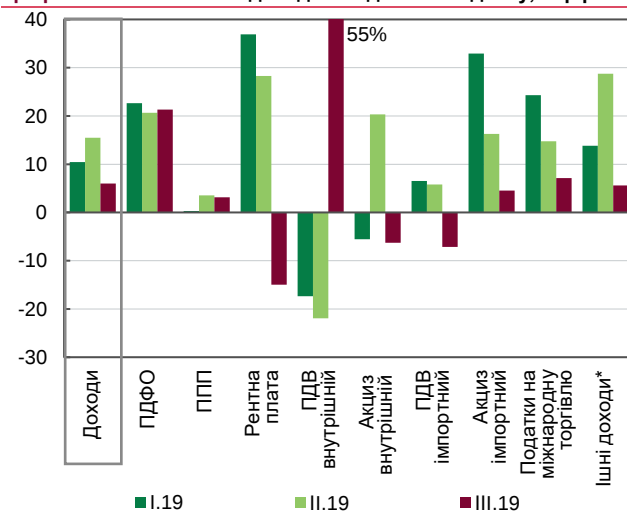


* Загальне сальдо (% ВВП) – сальдо зведеного бюджету з урахуванням позичок, наданих Пенсійному фонду з ЄКР. ВВП для III кварталу 2019 року – прогноз НБУ.

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

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Графік 2.4.2. Річна зміна доходів зведеного бюджету, % р/р



* Інші податки, неподаткові надходження, інші доходи.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

¹⁸ Тут і далі виконання плану загального фонду державного бюджету на період відповідно до звітності ДКСУ. За дев'ять місяців 2019 року податкові надходження не виконані на 50 млрд грн, або 8.6% порівняно з планом на цей період.

¹⁹ Видатки загального фонду державного бюджету профінансовано менше, ніж заплановано, – на 49.4 млрд грн без урахування витрат на обслуговування боргу.

²⁰ Консолідована фінансова звітність за рік, що закінчився 31 грудня 2018 року, стор. 49.

²¹ Детальніше – у розпорядженні КМУ.

Сальдо

У III кварталі 2019 року зведений бюджет повернувся до дефіциту (12.3 млрд грн). Значною мірою це сталося через слабе виконання податкових надходжень¹⁸ унаслідок відмінностей фактичних економічних показників від припущень, на яких розроблявся бюджет, – обсягів імпорту та цін на окремі імпортовані товари, курсу гривні, обсягів виробництва підакцизних товарів тощо. Наслідком стало стримане виконання видатків¹⁹ порівняно з попереднім кварталом, коли недовиконання податкових надходжень компенсовано понадплановими та достроковими перерахуваннями НБУ частини прибутку до розподілу²⁰ за 2018 рік, що дало змогу наростити видатки. Як наслідок, фіскальна політика в цілому оцінюється в III кварталі як більш жорстка порівняно з попередніми періодами.

Доходи

Протягом дев'яти місяців 2019 року доходи зведеного бюджету зростали помірно (на 10.8% р/р). Більш того, у III кварталі зростання доходів суттєво сповільнилося, як за рахунок податкових, так і неподаткових надходжень. Вагомими причинами сповільнення зростання останніх стало вичерпання ефекту від значних перерахувань НБУ та менші обсяги перерахувань дивідендів за 2018 рік НАК "Нафтогаз України"²¹, податкових – згадані вище невідповідності припущень за ключовими макропоказниками та закупівля імпортованого природного газу на умовах спеціального режиму "митний склад".

Так після поживлення виробництва тютюнових виробів у II кварталі напередодні планового підвищення акцизів (з 01 липня 2019 року – на 9%) надалі їх виробництво знову знизилось, що призвело й до скорочення надходжень від акцизного податку. Слабкий імпорту та міцніший, ніж передбачалося, курс гривні позначилися на надходженнях від податків на міжнародну торгівлю та ПДВ із ввезених товарів. Однак, за оцінками НБУ, із загального обсягу недовиконання плану надходжень від ПДВ із ввезених товарів (у сумі 31 млрд грн за січень – вересень 2019 року) лише близько половини пояснюється міцнішим курсом гривні. Серед інших причин – надання пільг під час ввезення обладнання для об'єктів

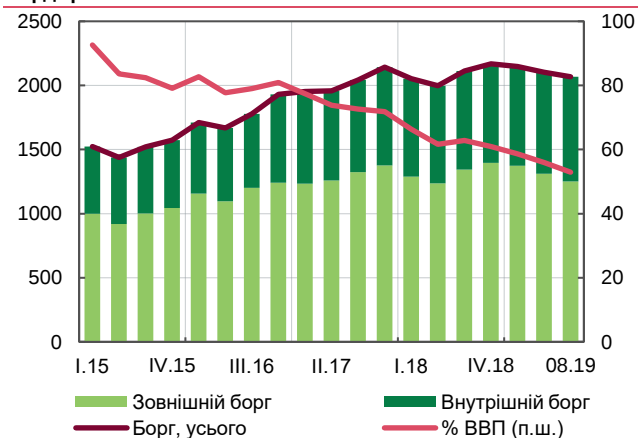
Графік 2.4.3. Внески в річну зміну доходів зведеного бюджету, в. п.

* Розмитнення транспортних засобів, ввезені на митну територію України та поміщені в 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. Державний та гарантований державою борг, млрд грн та % ВВП*

* ВВП за 2019 рік – плинний ВВП на основі оцінок НБУ.

Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

ВДЕ (щомісячні втрати оцінюються МФУ у сумі 0.6 млрд грн) та закупівлями імпортованого природного газу НАК "Нафтогаз України" у режимі "митного складу". Погіршилося й виконання надходжень від рентної плати через падіння видобутку газу в III кварталі²² та зниження цін на природний газ.

Зростання податкових надходжень підтримувалося стійкими надходженнями від ПДФО завдяки високим заробітним платам. Також поліпшилися надходження від внутрішнього ПДВ, у тому числі через стримані темпи зростання обсягів відшкодування ПДВ (1.6% р/р у III кварталі порівняно з майже 30% р/р у першому півріччі). Це однак не змогло компенсувати погіршення надходжень за іншими бюджетотворюючими податками та неподатковими надходженнями.

Видатки та фінансування

Зростання видатків зведеного бюджету залишилося стриманим попри значні залучення уряду як поточного, так і попереднього кварталів. Помірне зростання витрат зумовлено необхідністю накопичення коштів для майбутніх виплат за державними борговими зобов'язаннями з огляду на щільний графік виплат, а також низкою об'єктивних причин, зокрема економією витрат на обслуговування валютного боргу через зміцнення гривні, а також тривалими та складними процедурами реалізації проектних видатків. Останнє передусім істотно позначилося на витратах на поточні трансферти та використання товарів та послуг.

Натомість збільшилися витрати на соціальний захист. Й надалі високими темпами зростали витрати на оплату праці, у тому числі за рахунок грошового забезпечення військовослужбовців. Продовжували зростати витрати на підтримку Пенсійного фонду – з 01 липня збільшено (планово) прожитковий мінімум та мінімальну пенсійну виплату для окремих категорій пенсіонерів.

Незважаючи на розміщення ОЗДП наприкінці II кварталу, основним джерелом фінансування цього року залишалися гривневі запозичення на внутрішньому ринку за майже повної відсутності надходжень від приватизації. В III кварталі уряд продовжив активно запозичувати у гривні та одночасно виплачував за зобов'язаннями в іноземній валюті. У підсумку валютна структура боргу надалі покращувалася.

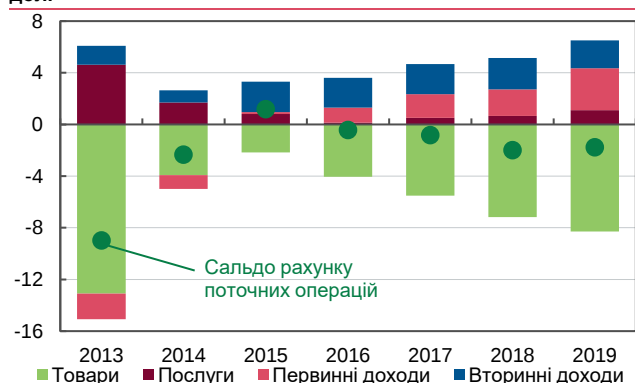
Попри значні залучення державний та гарантований державою борг зменшився на 4.7% з початку року – до 2 067 млрд грн станом на кінець серпня 2019 року. Крім виплат за борговими зобов'язаннями додатковим вагомим чинником цього було зміцнення гривні. У підсумку тривало зниження співвідношення боргу і ВВП (за оцінками НБУ, – нижче 53%).

²² Згідно з даними Укртрансгазу за січень – вересень 2019 року обсяги надходжень газу в ГТС України практично не змінилися порівняно з відповідним періодом 2018 року, тоді як за січень – червень 2019 року – зросли на 3% р/р.

2.5. Платіжний баланс

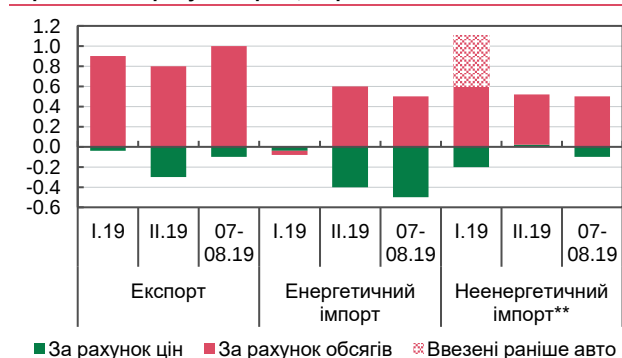
- Дефіцит поточного рахунку в січні – серпні цього року знизився порівняно з відповідним періодом 2018 року завдяки подальшому зростанню надходжень з оплати праці з-за кордону та нижчим виплатам дивідендів.
- Дефіцит торгівлі товарами, хоч і розширювався, однак помірно завдяки прискоренню зростання експорту товарів, підтримане високим врожаєм сільськогосподарських культур як попереднього, так і поточного років.
- Зберігався значний приплив капіталу до державного сектору при суттєвому його збільшенні до приватного в липні-серпні, що дало змогу покрити дефіцит поточного рахунку та виплати за кредитами МВФ.

Графік 2.5.1. Рахунок поточних операцій у січні – серпні, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 2.5.2. Абсолютна річна зміна експорту й імпорту окремих* товарів у 2019 році, млрд дол.

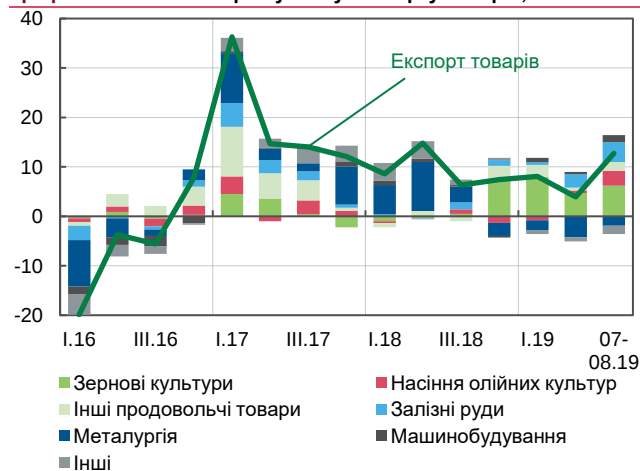


* Охоплення 78% товарів в експорті, 53% товарів в імпорті.

** Без урахування розмитнення раніше ввезених авто з іноземною реєстрацією.

Джерело: ДФСУ, Укравтопром, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.3. Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

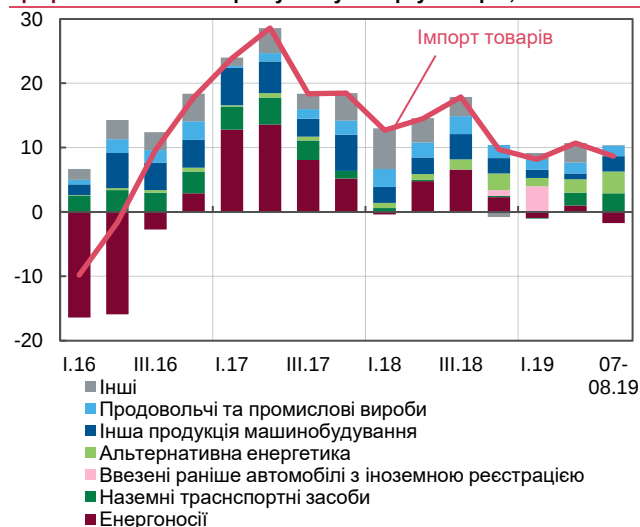
Рахунок поточних операцій

Дефіцит торгівлі товарами в поточному році дещо перевищував показники минулого року, проте в липні-серпні його розширення зупинилося. Так зростання експорту прискорилося на тлі високого нового врожаю, нарощування поставок якого компенсувало зниження цін на основні експортні товари. З іншого боку, стійкий внутрішній попит стимулював прискорення зростання інвестиційного та споживчого імпорту. Однак подальше зниження цін на енергетичні ресурси призвело до зменшення обсягів енергетичного імпорту, унаслідок чого темпи приросту імпорту в цілому залишалися стриманими.

Підвищення продуктивності аграрного сектору залишалося основним драйвером зростання експорту товарів, яке на тлі високого врожаю ранніх сільськогосподарських культур та швидкого розпродажу запасів на очікуваннях високого врожаю кукурудзи в липні-серпні прискорилося. Зокрема поставки пшениці та ячменю сягнули рекордних для цього періоду значень. Зростання експорту олійних культур також прискорилося за рахунок збільшення поставок ріпаку до країн ЄС на тлі [низького його врожаю в цьому регіоні](#). Крім того, збільшився експорт соняшникової олії та олійних макух, зокрема завдяки [підвищенню попиту з боку Китаю](#), зумовленого торговельним протистоянням цієї країни з США. Нарощування обсягів поставок зернових та олійних культур суттєво переважило сповільнення зростання експорту інших продовольчих товарів. Так нарощування експорту м'яса сповільнилося через підвищення конкуренції на ринках країн Азії, спричиненого нарощуванням [поставок курятини з Бразилії](#), а експорт молочної продукції зменшився через [дефіцит сировини на внутрішньому ринку](#).

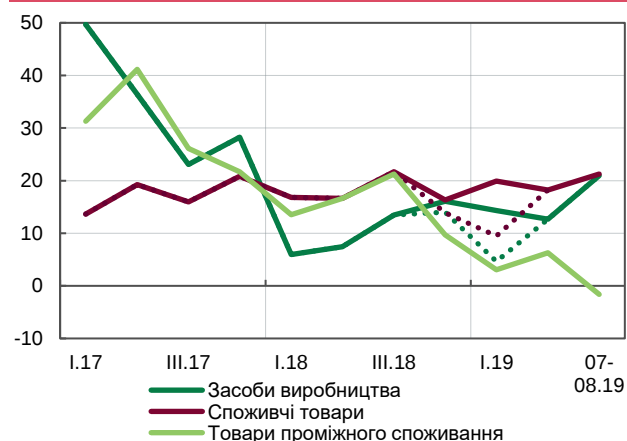
Менш сприятлива зовнішня кон'юнктура поточного року продовжувала негативно впливати на металургійну галузь. Зниження цін, що супроводжувалося посиленням конкуренції на зовнішніх ринках, зумовили падіння фізичних обсягів експорту металів. Крім того, нарощування поставок стримувалося торговельними обмеженнями з боку окремих країн – [відновленням дії антидемпінгових мит з боку США](#) та [запровадженням навесні ембарго з боку РФ](#). Також скоротилися поставки чавуну до США [внаслідок часткової переорієнтації американських заводів на сировину власного виробництва](#).

Графік 2.5.4. Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

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



* Пунктиром – за вирахуванням пільгового розмитнення автовок.

Джерело: ДФС, розрахунки НБУ.

Графік 2.5.6. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Натомість значними темпами продовжив зростати експорт залізної руди завдяки [високим цінам](#) на неї. Крім того, у поточному році доволі стійкими темпами зростає експорт продукції машинобудування. У липні-серпні зростання прискорилося завдяки поставкам турбореактивних двигунів, а також [вантажних вагонів](#) та [комплектуючих до них](#).

Темпи зростання імпорту залишалися помірними – зниження світових цін на енергоносії компенсували прискорення зростання споживчого та інвестиційного імпорту (за вирахуванням тимчасового ефекту розмитнення автовок на іноземній реєстрації)²³.

Протягом року прискорювалося зростання імпорту продукції машинобудування. Так численні проекти у сфері альтернативної енергетики зумовили нарощування закупівель електричного устаткування. Також продовжував швидко зростати імпорт нових та вживаних авто: [бізнес активно оновлював автопарки](#), а громадяни з автовіками на європейських номерах поспішали розмитнити їх напередодні [запровадження нових штрафних санкцій за порушення митного законодавства при ввезенні авто](#).

[Високий споживчий попит на тлі](#) сприятливої ситуації на валютному ринку та стрімкого поліпшення споживчих настроїв продовжував підтримувати нарощування закупівель побутової техніки (холодильників, пральних машин, пилососів тощо) та промислових виробів.

Вартісні обсяги імпорту енергоносіїв знизилися в річному вимірі попри суттєве нарощування фізичних обсягів імпорту газу та значні обсяги поставок нафтопродуктів. Цьому сприяло подальше зниження цін, а додатковими чинниками було [скорочення закупівель дизпалива з РФ у серпні](#), зумовленого запровадженням спеціального мита на його трубопровідні поставки, та обмеження [поставок](#) вугілля з боку Росії.

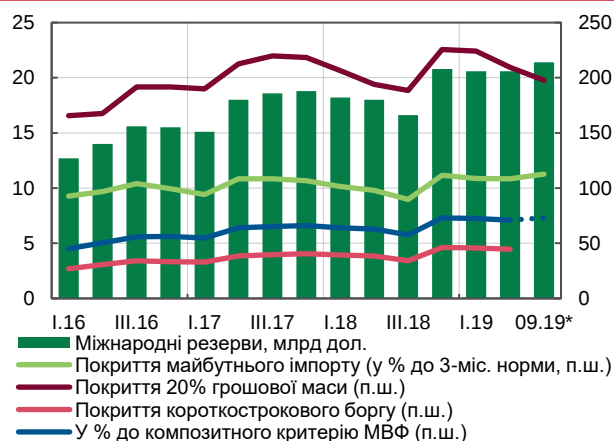
Розширювався й профіцит рахунку первинних доходів. Це зумовлено меншим порівняно із січнем – серпнем 2018 року обсягом репатріації дивідендів та подальшим зростанням надходжень з оплати праці.

Фінансовий рахунок

За фінансовим рахунком протягом усього року зберігався приплив капіталу. Як і в попередні періоди значний його обсяг забезпечував державний сектор завдяки високому попиту нерезидентів на гривневі ОВДП. З початку року портфель ОВДП у національній валюті у власності нерезидентів (станом на 23.10.2019) збільшився на 3.4 млрд дол. Навіть у серпні попри значний відплив капіталу з ризикованих активів по всьому світу на українському ринку зберігався незначний приріст вкладень іноземних інвесторів у гривневі державні цінні папери. Водночас, попри рекордні залучення частка нерезидентів у загальному обсязі ОВДП у національній

²³ Детальніше – у "Інфляційному звіті" за [січень 2019 року](#) та [липень 2019 року](#).

Графік 2.5.7. Міжнародні резерви та критерії їх адекватності, %



* Попередні дані та оцінки НБУ.

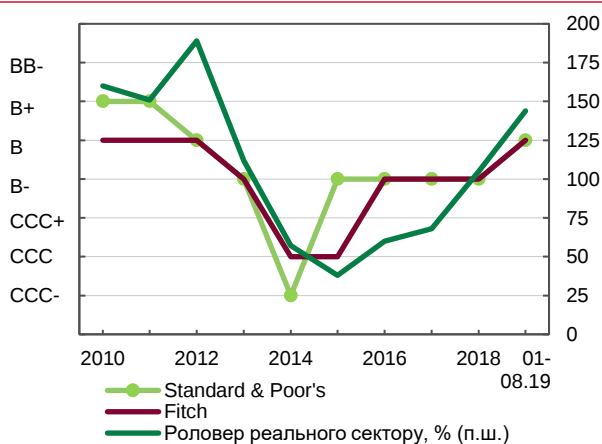
Джерело: розрахунки НБУ.

валюти донедавна залишалася суттєво нижчою порівняно з іншими країнами, ринки яких розвиваються.

На відміну від першого півріччя, у липні-серпні приплив капіталу забезпечував і приватний сектор. В умовах поліпшення макроекономічної ситуації, зобов'язань нової влади прискорити структурні реформи та продовжувати співпрацю з МВФ міжнародні рейтингові агентства [Fitch](#) та [S&P](#) у вересні підвищили суверенний рейтинг України з В-до В. Серед іншого, це сприяло успішному розміщенню єврооблігацій і приватним сектором (у липні-серпні [Укрзалізниця](#) та [НАК "Нафтогаз України"](#) розмістили єврооблігації на загальну суму 1.5 млрд дол.) та збільшенню ролверу реального сектору (до 144% у січні – серпні порівняно з 103% за відповідний період минулого року).

Надходження інвестиційного капіталу перевищували минулорічні обсяги, у тому числі завдяки інвестиціям в акціонерний капітал реального сектору. Основними галузями спрямування інвестицій були оптова та роздрібна торгівля та добувна промисловість. Значний приплив капіталу за фінансовим рахунком як з початку року, так і в липні-серпні дав змогу повністю профінансувати дефіцит поточного рахунку та виплати перед МВФ. У результаті валові міжнародні резерви з початку року дещо збільшилися (до 21.4 млрд дол. станом на кінець вересня, або 3.4 місяця майбутнього імпорту). Зростання відбувалося за рахунок нарощування чистих міжнародних резервів. Також попри збільшення валового зовнішнього боргу (до 115.5 млрд дол. на кінець першого півріччя), його відношення до ВВП знизилося (до 83.5%) завдяки прискоренню економічного зростання та зміцненню гривні.

Графік 2.5.8. Суверенний рейтинг України* та ролвер реального сектору



* Станом на кінець періоду.

Джерело: розрахунки НБУ, S&P, Fitch.

Вставка 4. Припущення щодо обсягів транзиту російського газу територією України у 2020–2021 роках

В останні роки РФ активно вводить в експлуатацію обхідні газопроводи, які за сумарною потужністю здатні повністю замінити українську ГТС в майбутньому. Наприкінці 2019 року закінчується дія десятирічної угоди між Україною та РФ щодо транзиту газу. Переговори про новий контракт тривають, проте визначеності ні щодо строків, ні обсягів транзиту наразі немає. Завдяки транзиту газу Україна отримує близько 3 млрд дол. на рік, тож у разі його припинення це призведе як до прямих втрат (валютні надходження від транзиту), так і непрямих (ризиків забезпечення власних потреб України газом, вплив на суміжні сектори). За базовим сценарієм припускається скорочення транзиту з близько 90 млрд м³ у 2019 році до 50 млрд м³ у 2020 році та до 30 млрд м³ з 2021 року. Прямі втрати від цього оцінюються близько 0.6% ВВП та 0.9% ВВП відповідно (порівняно з обсягами транзиту на рівні 2019 року).

Ще з 1999 року РФ активно почала будувати обхідні трубопроводи. На сьогодні діють та добудовуються шість таких газопроводів із сумарною проектною потужністю близько 200 млрд м³ на рік.

Три із шести обхідних газопроводів, із сукупною проектною потужністю 113 млрд м³ на рік уже працюють: Блакитний потік (уведений в експлуатацію у 2002 році), Ямал-Європа (уведений в експлуатацію на повну потужність у 2006 році) та Північний потік-1 (уведений в експлуатацію на повну потужність у 2012 році). Як наслідок, у 2013 році транзит газу через Україну знизився до 84 млрд м³ з 136 млрд м³ у 2005 році (на 40%). Попри скорочення обсягів транзиту Україна залишається найбільшим транзитером російського природного газу (40% експорту газу з РФ до Європи). Однак з початку 2020 року очікується введення в дію першої гілки Турецького потоку (потужність 16 млрд м³). Добудова та введення в експлуатацію Північного потоку-2 (потужність 55 млрд м³) та другої гілки Турецького потоку (потужність 16 млрд м³) затягуються через певні складнощі, але очікується у другому півріччі 2020 та 2021 років відповідно.

Пропускна здатність вітчизняної газотранспортної системи на вході становить 302 млрд м³, з яких 21 млрд м³ з боку ЄС, а на виході – 180 млрд м³ на рік, у тому числі 146 млрд м³ до країн Європи. Наразі транзит газу відбувається в рамках підписаної у 2009 році угоди між Україною та РФ, термін дії якої закінчується в 2019 році. Згідно з угодою ПАТ "Газпром" зобов'язувався транспортувати не менше 110 млрд м³ газу щорічно, однак фактичний обсяг транзиту становив близько 90 млрд м³ на рік²⁴. Україна отримувала близько 3 млрд дол. надходжень від транзиту газу (або близько 20% експорту послуг).

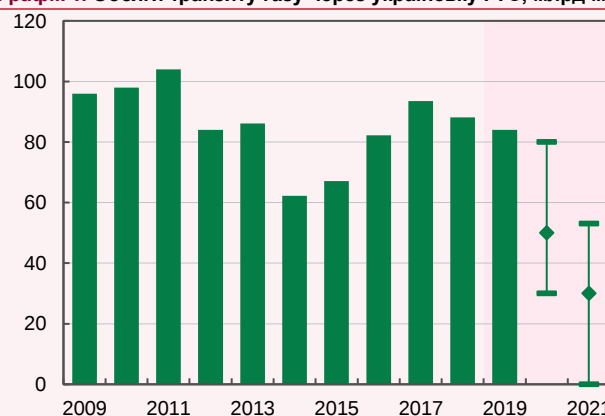
Наразі тривають переговори щодо нового контракту на транзит газу між Україною та РФ із залученням європейської сторони. З огляду на зазначені складнощі з добудовою Блакитного потоку-2 та Турецького потоку та значні обсяги поставок природного газу до Європи

(близько 200 млрд м³ на рік) у 2020 році РФ не зможе повністю відмовитися від української ГТС. За базовим сценарієм у 2020 році транзит знизиться до 50 млрд м³ (за поточних тарифів еквівалентно 1.5 млрд дол. США експортних надходжень) за таких припущень:

- закінчення будівництва Північного потоку-2 очікується не раніше серпня 2020 року і він працюватиме не більше ніж на 70% потужності²⁵;
- відбудеться переорієнтація на українську ГТС частини поставок з газопроводу OPAL²⁶;
- будівництво другої гілки Турецького потоку не буде завершено.

Базовий сценарій передбачає призупинення транзиту через Україну в I кварталі 2020 року. З високою вірогідністю невизначеність з приводу подальших поставок призведе до тимчасового зростання цін на газ на європейському ринку попри рекордні обсяги газу як в українських (заповнені на 69%), так і в європейських газосховищах (заповнені на 97%)²⁷.

Графік 1. Обсяги транзиту газу через українську ГТС, млрд м³*



* Зелени маркери у 2020–2021 роках відображають припущення базового сценарію, нижні та верхні межі діапазонів – відповідно песимістичний та оптимістичний сценарії. Дані за 2019 рік – оцінки НБУ.

Джерело: НБУ, Укртрансгаз.

²⁴ Оскільки РФ порушила умови договору і транзитувала менші обсяги газу, НАК "Нафтогаз" звернувся до Стокгольмського арбітражу і виграв справу. Результатом стало зобов'язання ПАТ "Газпрому" сплатити НАК "Нафтогазу" 2.56 млрд дол. та право купувати газ за ринковою ціною.

²⁵ За досвідом введення в дію Північного потоку-1 в перші рік – півтора після введення в експлуатацію газопровід працює лише на 70% від встановленої потужності.

²⁶ 10 вересня 2019 року польський концерн PGNiG виграв у Суді ЄС справу про газопровід OPAL, що робить неможливим його використання ПАТ "Газпромом" у повному обсязі.

²⁷ Станом на 22.10.2019.

У 2021 році з введенням в експлуатацію Турецького потоку потенційно РФ може повністю замінити наявними обхідними газопроводами необхідні обсяги постачання свого газу до Європи. Однак, з огляду на очікуване укладання нового контракту на постачання газу між Україною та РФ, наявність обмежень на використання ПАТ "Газпром" газопроводу OPAL у повному обсязі та досвід роботи Північного потоку-1 припускається, що транзит російського газу збережеться, проте скоротиться до 30 млрд м³.

Відповідно, за базового сценарію прямі втрати економіки України від скорочення транзиту російського газу оцінюються у 0.6% ВВП у 2020 році, а у 2021 році досягнуть 0.9% ВВП (порівняно з обсягами транзиту на рівні 2019 року).

Суттєвим ризиком за такого сценарію буде нерівномірний розподіл транзиту газу протягом року – практично річний обсяг транзиту може припадати на один-два місяці за рік, що суттєво ускладнить підтримку функціонування ГТС. Крім того, фінансове навантаження з її підтримки практично повністю припадає на внутрішнього споживача, що призведе до подорожчання послуг з постачання газу для промислових та побутових споживачів.

Крім цього, розглядаються два альтернативних сценарії. Оптимістичний сценарій передбачає як підписання довгострокового контракту на транзит газу територією України, так і більш повільні темпи виходу на проектну потужність нових обхідних газопроводів, що збільшить завантаження української ГТС. За оптимістичним сценарієм у 2020 році транзит знизиться лише до

80 млрд м³, а у 2021 році – до 50 млрд м³. Як наслідок, прямі втрати від зниження транзиту становитимуть 0.2% ВВП у 2020 році та 0.6% ВВП у 2021 році.

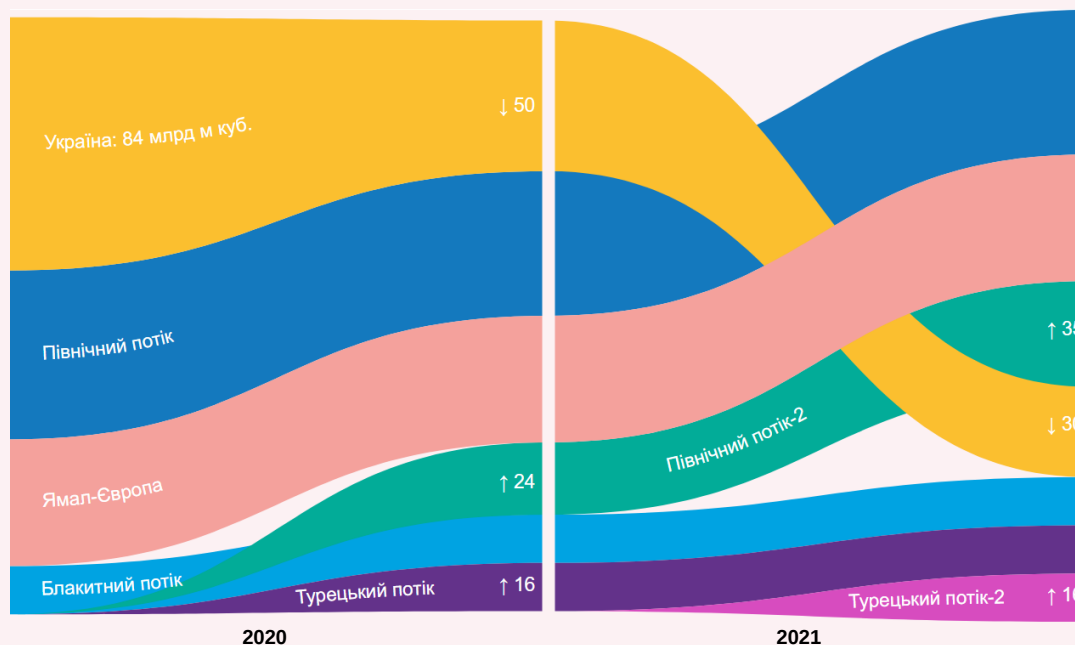
Песимістичний сценарій ґрунтується на припущеннях швидкого введення в дію обхідних газопроводів та максимального їх завантаження вже у 2021 році. За таких умов транзит українською ГТС у наступному році скоротиться до близько 40 млрд м³, а з 2021 року – може повністю припинитися. Крім прямих втрат від припинення транзиту (до 1.5% ВВП у 2021 році), можливі також опосередковані втрати та ризики:

- складнощі із забезпеченням власних потреб у газі. Наразі близько третини загальних обсягів споживання газу в Україні покривається імпортом. За відсутності транзиту частина імпортованих поставок, що забезпечується реверсом з країн ЄС, також суттєво скоротиться з огляду на технічні особливості прокачування газу;
- короткострокові перебої з підняттям газу з ПСГ у пікові періоди його споживання залежно від погодних умов.

Мінімізація наслідків зменшення транзиту можлива через:

- нарощування власного видобутку газу шляхом активізації видачі спецдозволів на нові ділянки місцевими органами влади (період від видачі спецдозволу до старту промислової розробки становить 3–6 років);
- пошук альтернативних джерел імпорту, у тому числі скрапленого газу;
- реалізації політики у сфері енергозбереження та відновлюваних джерел енергії.

Графік 2. Транзит російського газу основними трубопроводами, млрд м³

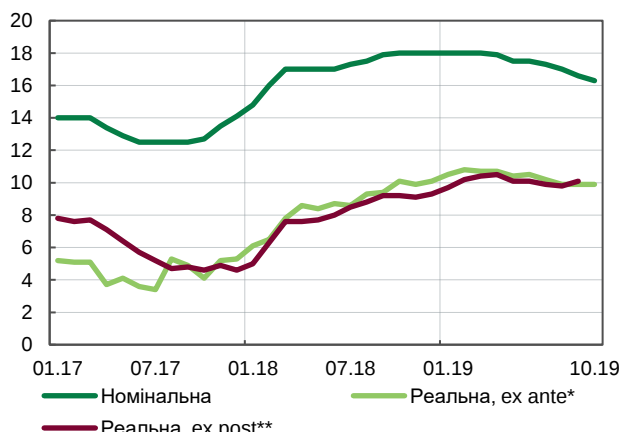


Джерело: НБУ, Укртрансгаз, app.rawgraphs.io.

2.6. Монетарні умови та фінансові ринки

- У III кварталі 2019 року Правління НБУ двічі знижувало облікову ставку загалом на 100 б. п. – до 16.5%, а на останньому жовтневому засіданні – ще на 100 б. п. – до 15.5%. Попри це, монетарні умови залишалися жорсткими, що за оцінками НБУ, дасть змогу досягти середньострокову ціль з інфляції 5% наприкінці 2020 року.
- Зниження ключової ставки та очікування її подальшого зниження в майбутньому сприяли зменшенню вартості міжбанківських ресурсів та дохідності гривневих ОВДП.
- На валютному ринку зберігався ревальваційний тренд, зумовлений фундаментальними чинниками, що дало змогу НБУ й надалі поповнювати міжнародні резерви.

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

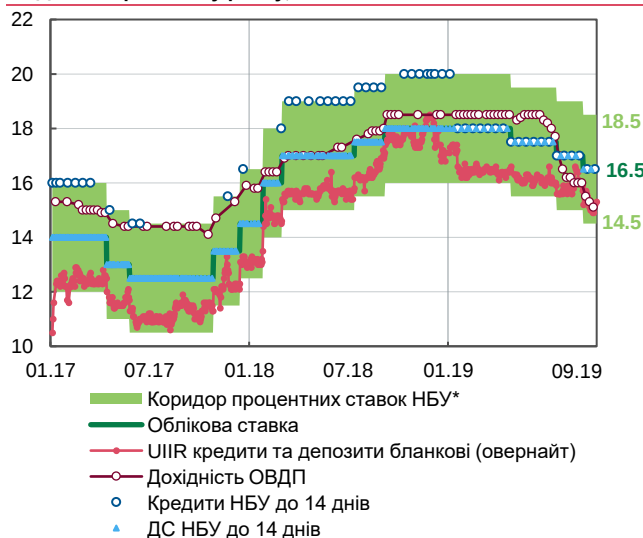


* Дефльована на очікування фінансових аналітиків щодо інфляції через 12 місяців.

** Дефльована на фактичну річну базову інфляцію.

Джерело: розрахунки НБУ.

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



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

Джерело: НБУ.

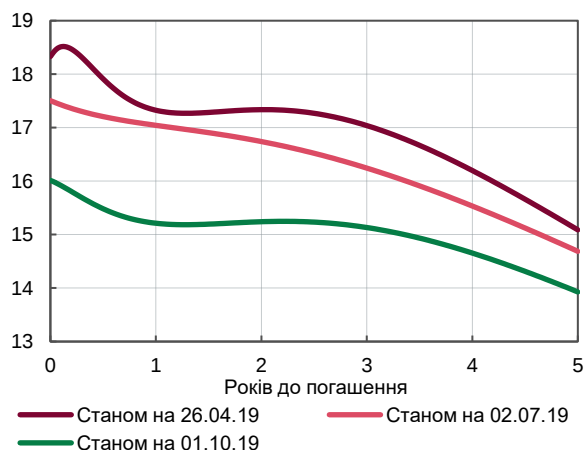
Процентні ставки

У III кварталі 2019 року Правління НБУ продовжило цикл пом'якшення монетарної політики, розпочатий у квітні. Загалом за III квартал 2019 року облікову ставку було знижено на 100 б. п. – до 16.5% та ще на 100 б. п. у жовтні. Проте монетарні умови й надалі залишалися жорсткими – зниження ключової ставки було компенсоване поліпшенням інфляційних очікувань. У результаті, реальна ключова ставка у 2019 році залишалася на рівні 10–11%, що значно перевищує її нейтральний рівень, який оцінюється НБУ на рівні близько 3%. За оцінками НБУ, це повинно забезпечити досягнення середньострокової цілі з інфляції 5% наприкінці наступного року.

UIIR²⁸ у III кварталі також знизився, реагуючи на рішення НБУ щодо зниження ключової ставки. Значний профіцит ліквідності зумовлював подальше тяжіння UIIR до нижньої межі коридору ставок НБУ за інструментами постійного доступу. Короткотермінове зростання UIIR наприкінці серпня зумовлене традиційним для періоду сплати квартальних податкових платежів до бюджету зрушенням ліквідності на тлі її нерівномірного розподілу серед банків.

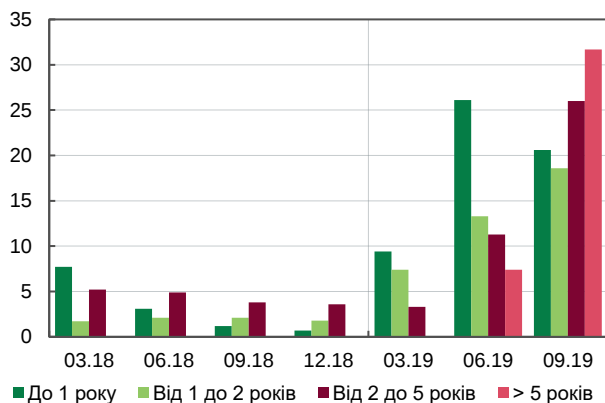
Пом'якшення монетарної політики та очікування подальшого зниження ключової ставки (детальніше – в "Інфляційному звіті" за липень 2019 року, стор. 46) впливало на зменшення дохідності гривневих ОВДП за всіма строками обігу. Також на зниження їх дохідності тиснуло обмеження пропозиції цінних паперів урядом з огляду на значні обсяги залучень у попередні періоди. Проте попри зниження дохідності в номінальному вимірі, в реальному – вона залишалася високою порівняно з іншими країнами ЕМ. Також високий попит нерезидентів на гривневі ОВДП відображав поліпшення очікувань з огляду на швидке формування нового уряду та зобов'язання нової влади пришвидшити структурні реформи та продовжувати співпрацю з МВФ. Усе це на тлі спрощення доступу до ринку внутрішніх державних запозичень (приєднання до Clearstream наприкінці травня 2019 року) стимулювало подальший приплив портфельних інвестицій нерезидентів у гривневі ОВДП. У цілому їх залишок у власності нерезидентів у III кварталі збільшився на 1.6 млрд дол. (в еквіваленті).

²⁸ Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей процентної політики.

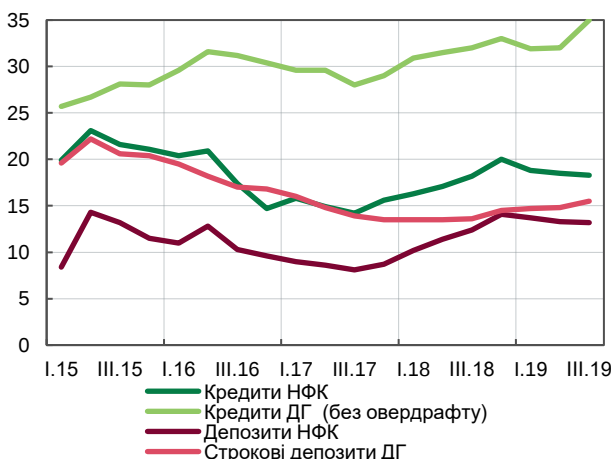
Графік 2.6.3. Криві безкупонної дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку*, %

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

Джерело: НБУ.

Графік 2.6.4. Залишки гривневих ОВДП у портфелі нерезидентів у розрізі строків до погашення, млрд грн

Джерело: розрахунки НБУ.

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

Джерело: НБУ.

Очікування інвесторів щодо зниження облікової ставки в майбутньому змістило попит на ОВДП у бік середньо- та довгострокових інструментів, що розширило лінійку гривневих паперів у портфелі нерезидентів із терміном до погашення понад рік, а їх питома вага на кінець вересня зросла до 79% (у т. ч. 60% становлять ОВДП понад 2 роки).

Водночас, незважаючи на зниження дохідності ОВДП в уряді був і є значний потенціал для зменшення вартості середньострокових запозичень (див. графік 3.4.1).

Гривневі ставки для клієнтів банків у III кварталі 2019 року також відреагували на зниження ключової ставки та UIR, але дію трансмісійного механізму послаблювали кон'юнктурні та структурні чинники. Серед останніх значний вплив на зростання ставок за депозитами ДГ мала процентна політика окремих державних банків, на яку орієнтувались інші учасники ринку, а також більш висока дохідність ОВДП, незважаючи на зниження останньої. Натомість високий попит на споживчі кредити призвів до подорожчання гривневих запозичень ДГ.

Валютний ринок

На валютному ринку в III кварталі 2019 року зберігався ревальваційний тренд, який підтримувала значна пропозиція іноземної валюти.

Основними чинниками, які забезпечили переважання пропозиції іноземної валюти від клієнтів банків над попитом на неї у III кварталі, були:

- рекордні обсяги припливу іноземних портфельних інвестицій;
- значні надходження експортної виручки від АПК;
- суттєве зниження вартості енергоносіїв (передусім газу);
- порівняно стриманий імпорт.

Це дало змогу НБУ продовжувати поповнювати міжнародні резерви, не протидіючи тенденціям, що переважали на ринку. Додатне сальдо операцій НБУ на МБВР у III кварталі становило 2.5 млрд дол., з початку року – 3.9 млрд дол. Крім того, НБУ втретє у 2019 році [прийняв рішення](#) збільшити щоденні планові обсяги купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (з 20 до 30 млн дол. на IV квартал 2019 року).

Офіційний обмінний курс гривні у III кварталі зміцнився до долара та євро як у середньому до попереднього кварталу, так і з початку року. Натомість більшість валют країн – ОТП України девальювали до долара США. Як наслідок, НЕОК та РЕОК гривні у III кварталі і надалі зміцнювалися (на 16.4% р/р та 21.6% р/р відповідно).

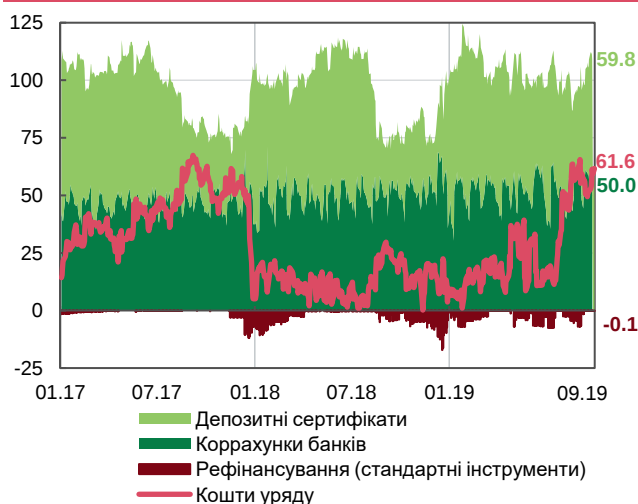
З огляду на сприятливу ситуацію на валютному ринку НБУ продовжив реалізовувати політику поступової лібералізації валютного ринку. Зокрема в III кварталі 2019 року набрали чинності рішення щодо скасування

Графік 2.6.6. Індеси РЕОК та НЕОК гривні, середній, 12.2011=1



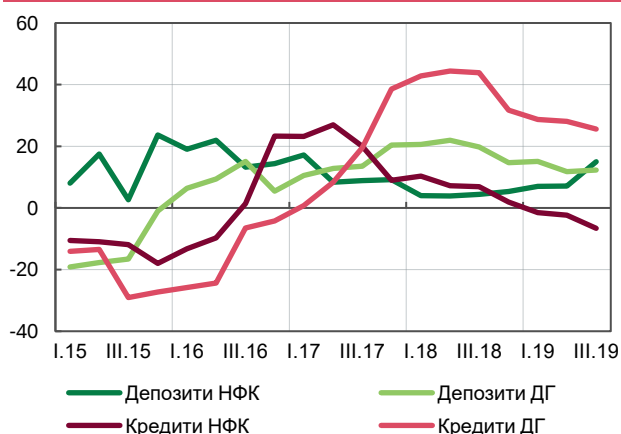
Джерело: розрахунки НБУ.

Графік 2.6.7. Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд грн



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ.

лімітів на репатріацію дивідендів та низки адміністративних обмежень.

Ліквідність банківської системи

У цілому, як і в попередні періоди, у III кварталі зберігався значний профіцит ліквідності банківської системи, виражений сумою коштів на коррахунках банків та в ДС НБУ. Більш того, на кінець III кварталу він розширився порівняно з попереднім кварталом під впливом значних валютних інтервенцій НБУ, які перевищили від'ємний вплив фіскальних чинників²⁹. Також ліквідність зростала через зниження обсягів готівки та операції ФГВФО. Проте дія цих чинників майже повністю нівелювалася погашенням банками раніше отриманих кредитів рефінансування та операціями ліквідаторів банків.

Депозити та кредити

У III кварталі 2019 року тривало зростання гривневих депозитів у банківській системі, річні темпи якого за результатами вересня пришвидшилися (до 12.2% р/р). Високі темпи приросту депозитів ДГ забезпечувалися стійким зростанням заробітних плат і привабливістю депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні та уповільнення інфляції. З боку бізнесу приріст депозитів відображав акумулювання коштів від реалізації високого врожаю поточного року та на фінансування проєктів, зокрема з будівництва об'єктів ВДЕ. Ці ж чинники разом із надходженням коштів за розміщені єврооблігації окремими підприємствами зумовили пришвидшення зростання й залишків за депозитами в іноземній валюті (в доларовому еквіваленті).

У III кварталі банки продовжували активно кредитувати ДГ у національній валюті, передусім на придбання транспортних засобів, та інші споживчі потреби. Значний попит на такі кредити підтримувався поліпшенням споживчих настроїв, у тому числі доцільності здійснення великих покупок, та зростанням доходів.

Натомість кредитування НФК залишалося млявим. Зниження залишків за гривневими кредитами НФК зумовлено роботою банків із проблемною заборгованістю (щодо її списання, погашення, реструктуризації) та продовженням дії статистичного ефекту виключення із звітності інформації банків, щодо яких розпочалася процедура ліквідації. Без урахування цього ефекту чисті гривневі кредити НФК у річному вимірі зростали, однак помірно. Кредитну активність банків й надалі стримували низка переважно структурних чинників – значна частка непрацюючих активів, невирішені питання у сфері захисту прав кредиторів тощо.

²⁹ Вплив фіскальних чинників на ліквідність банківської системи розраховано на основі таких головних факторів: збільшення залишків коштів на ЄКР, у тому числі унаслідок розміщень гривневих ОВДП, та платежів уряду НБУ за своїми зобов'язаннями.

Частина 3. Економіка України: прогноз

3.1. Інфляційний розвиток

- У найближчі два роки очікується продовження стійкого дезінфляційного тренду, що дасть змогу увійти до цільового діапазону ($5 \pm 1\%$) вже на початку наступного року. Наприкінці 2019 року інфляція знизиться до 6.3%, а з кінця 2020 – відповідатиме середньостроковій цілі 5%.
- Дезінфляції сприятиме послаблення фундаментального тиску на ціни під впливом жорсткої монетарної політики, поліпшення інфляційних очікувань, уповільнення зростання зарплат та низької продовольчої інфляції.
- Внесок адміністративної компоненти інфляції залишиться суттєвим і визначатиметься насамперед продовженням підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію та мінімальної ціни на алкоголь.

Графік 3.1.1. ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Графік 3.1.2. Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Процес дезінфляції продовжиться протягом 2019–2020 років, а в 2021 році інфляція коливатиметься навколо середньострокової цілі. Більш стрімке, ніж очікувалось зниження фундаментального тиску у 2019 році в результаті зміцнення обмінного курсу гривні нівелюватиме зростання цін на окремі овочі та фрукти на тлі їх поганого врожаю.

Подальше уповільнення інфляції до 5% у 2020 році як і цього року зумовлюватимуть досить жорсткі монетарні умови. Навіть за поступового зниження облікової ставки її реальне значення залишатиметься високим з огляду на поліпшення інфляційних очікувань. Високі реальні процентні ставки сприятимуть інвестиційній привабливості гривневих фінансових інструментів та, відповідно, позначатимуться на обмінному курсі гривні. Як наслідок, сприятливіша, ніж очікувалось раніше, ситуація на валютному ринку нівелюватиме тиск на ціни з боку внутрішнього попиту, який за новим прогнозом буде дещо вищим, ніж передбачалося.

Також поступовій дезінфляції сприятимуть виважена фінансова політика, відносно низькі ціни на енергоресурси на світових ринках і зростання пропозиції продовольчих товарів завдяки підвищенню продуктивності сільськогосподарського виробництва.

Базова інфляція до кінця 2019 року знизиться до 5.3% завдяки жорсткій монетарній політиці та низькій імпортованій інфляції на тлі посилення реального обмінного курсу гривні. У 2020 році темпи її зростання продовжать уповільнюватися до близько 4% через все ще жорсткі монетарні умови та залишаться на цьому рівні й надалі. Попри значне сповільнення зростання заробітних плат на прогнозованому періоді, вони й надалі продовжать наближуватися до рівня країн-сусідів завдяки зростанню продуктивності праці. Тому найбільший внесок у зростання базової інфляції забезпечуватимуть ринкові послуги, де вага витрат на оплату праці є найбільшою.

Основними чинниками, що стримуватимуть зростання базової інфляції, залишаться низька імпортована інфляція за рахунок як стабільно низької інфляції в країнах – ОТП, так і сприятливої ситуації на валютному ринку. Крім того, зниження стимулів до міграції також

Графік 3.1.3. Ціни на сирі продовольчі товари, %



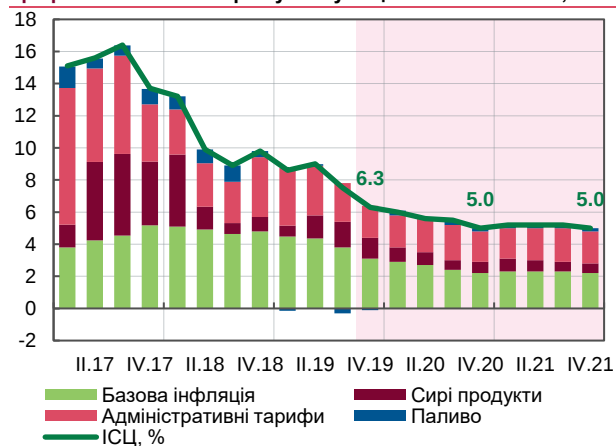
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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.

сприятимуть дезінфляції за рахунок зниження тиску на заробітні плати.

Інфляція сирих продовольчих товарів у поточному році прогнозується на рівні 7.2%. Основне прискорення зростання цін вже відбулося всередині року і визначалося значною мірою зменшенням пропозиції на внутрішньому ринку через погіршення урожаїв окремих видів плодоовочевої продукції (зокрема картоплі, ягід, яблук). У наступних роках очікується помірне зростання цін на сирі продовольчі товари (у межах 3–4%) за умов відсутності суттєвих шоків пропозиції, у тому числі на світових ринках. Чинником стримування продовольчої інфляції будуть зростання випуску сільського господарства через підвищення продуктивності в галузі, проте стимулюючим чинником і надалі залишиться зростання номінальних та реальних доходів домогосподарств.

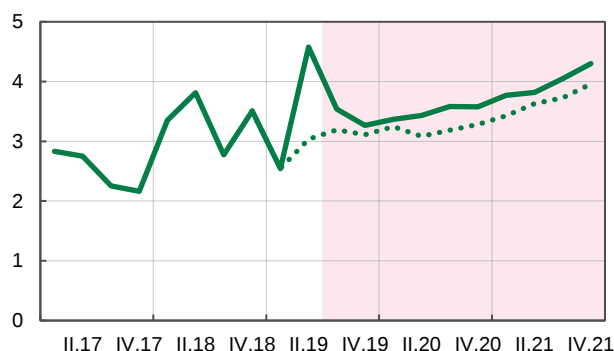
Зростання адміністративно-регульованих цін у поточному році уповільниться до 11.7% та поступово досягне однознакового рівня у 2021 році. Висока адміністративна інфляція визначатиметься насамперед продовженням підвищення ставок акцизів на тютюнову продукцію та мінімальної ціни на алкоголь. Очікується, що найбільше подорожчають тютюнові вироби (у поточному році – понад 20%, а в наступних – близько 13%). Сприятлива ситуація з цінами на природний газ на європейських ринках та впровадження ринкового ціноутворення визначатимуть суттєве здешевлення газу для населення за підсумками поточного року, а разом з тим – зниження тиску на залежні від нього тарифи на опалення та гарячу воду. У наступні роки очікується збереження залежності цін на газ на внутрішньому ринку від цін імпортного паритету, що крім часткового подорожчання (4–13%) в наступні періоди, може визначати сезонні коливання ціни природного газу для населення. Крім енергетичної складової собівартості, подорожчання основних комунальних послуг відбуватиметься також через продовження зростання заробітних плат працівників комунальної сфери.

Завдяки відносно стабільній ціні на нафту на світових ринках та укріпленню обмінного курсу гривні прогнозується зниження вартості палива в поточному році. Це буде стримуючим чинником для загальної інфляції як унаслідок від'ємного прямого внеску, так і зниження собівартості інших товарів та послуг. У подальшому щорічне зростання цін на паливо буде близьким до загального рівня інфляції.

3.2. Попит і випуск

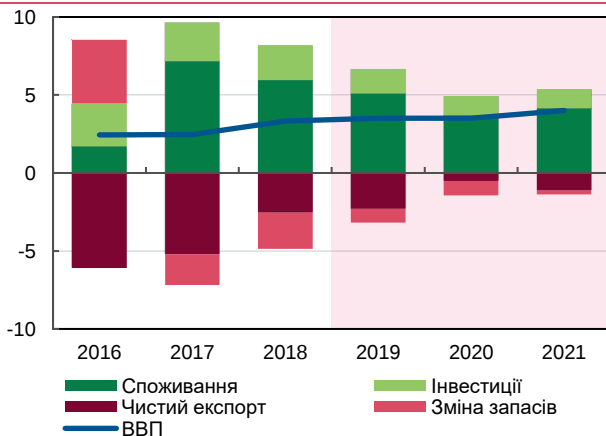
- Економічне зростання у поточному році прискориться до 3.5% завдяки збільшенню продуктивності в сільськогосподарському виробництві та зростанню внутрішнього попиту, незважаючи на уповільнення зростання країн – ОТП.
- У наступному році темпи економічного зростання збережуться на рівні 3.5%, а в 2021 році прискоряться до 4% завдяки пом'якшенню монетарної політики, активній інвестиційній діяльності, поліпшенню споживчих настроїв.
- Основним чинником, що стримуватиме зростання ВВП, буде суттєве зниження транзиту природного газу з Росії в країни ЄС територією України (детальніше – у вставці 4 "Припущення щодо обсягів транзиту російського газу територією України у 2020–2021 роках" на стор. 29).

Графік 3.2.1. Реальний ВВП, % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

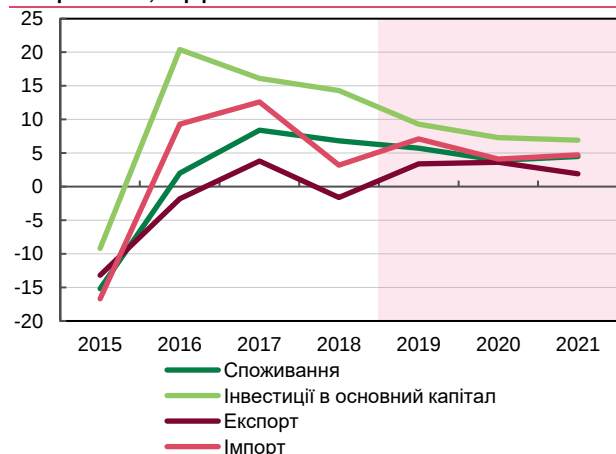
У 2019 році економічне зростання прискориться до 3.5% завдяки сприятливим умовам торгівлі, а також черговому рекордному врожаю зернових в Україні. Внутрішній попит залишатиметься стабільно високим навіть в умовах низьких темпів зростання ВВП країн – ОТП.

Основним чинником росту економіки залишатиметься приватне споживання, яке завдяки збереженню високих темпів зростання доходів населення в поточному році підвищиться на 8.5%, а в наступних роках уповільниться до близько 5%, що відповідає прогнозованій динаміці реальних заробітних плат. У 2020–2021 роках додатковими стимулами зростання приватного споживання буде поліпшення споживчих настроїв населення, відновлення кредитної активності на тлі суттєвого пом'якшення монетарних умов.

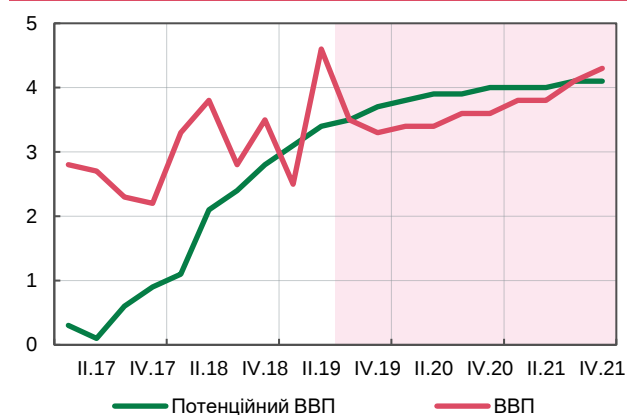
Інвестиції продовжать зростати найвищими темпами з усіх компонент ВВП, проте уповільнюватимуться на прогнозованому горизонті (до 9.3% у поточному та близько 7% у наступних роках) унаслідок зростання частки витрат бізнесу на оплату праці та поступового досягнення достатнього рівня інвестицій для підтримки виробничих потреб. Інвестиційна активність визначатиметься модернізацією та нарощуванням виробництва в експортно-орієнтованих галузях (насамперед, сільське господарство, добувна промисловість, металургія), а також у відновлювальній енергетиці, чому сприятимуть державні пільги. Поступове пом'якшення монетарної політики та впровадження ринку землі наприкінці 2020 року також стимулюватимуть збереження високих темпів інвестиційної діяльності. Реалізація державної політики щодо оновлення дорожньої інфраструктури стимулюватиме інвестиції в будівництво.

Негативний внесок чистого експорту у ВВП на прогнозованому періоді поступово скорочуватиметься. Обсяги експорту української продукції у 2019 році зростуть на 3.4%, передусім за рахунок нарощування поставок зернових, продукції металургії, а також залізної руди. Стримуючим чинником залишається послаблення зовнішнього попиту на тлі уповільнення темпів зростання економік країн – ОТП. Скорочення транзиту природного газу територією України стримуватиме зростання показників експорту у 2020–2021 роках, незважаючи на очікуваний приріст експортних поставок продукції сільського господарства та переробної промисловості.

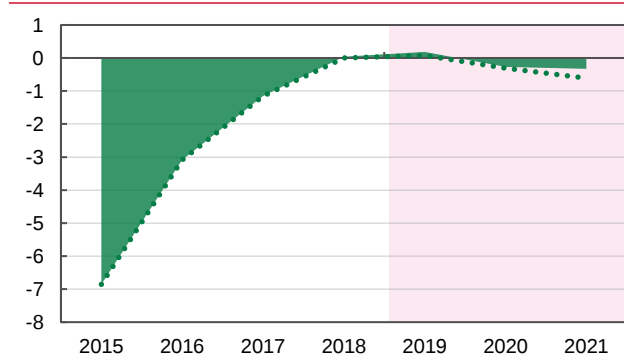
Основний внесок у нарощування фізичних обсягів імпорту в поточному році (на 7.1%) визначається збільшенням обсягів імпорту природного газу для формування

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: НБУ.

Графік 3.2.5. Розрив ВВП, % потенційного ВВП

Джерело: розрахунки НБУ.

додаткового резерву в разі припинення транзиту газу. У подальшому темпи зростання імпорту в реальному вимірі знизяться до 4–5% за рік, у т. ч. за рахунок скорочення енергетичного імпорту. Зростання обсягів інвестицій в основний капітал і надалі визначатиме нарощування інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання. Додатковий попит на імпортовану продукцію очікується також із боку домогосподарств на фоні підвищення їх реальних наявних доходів.

Прогноз економічного зростання поліпшений на всьому прогнозному горизонті порівняно з попереднім Інфляційним звітом. Одним з основних чинників такого перегляду є суттєво вищий, ніж раніше очікувався, урожай зернових (як у поточному році, так і прогноз на наступні роки), що стимулюватиме нарощування експорту сільськогосподарської продукції. Збільшення ресурсів в експортерів дасть змогу наростити їх інвестиції в основний капітал, що визначає перегляд прогнозу їх зростання на 0.2–0.3 в. п. Поліпшення споживчих настроїв обумовлює перегляд приватного споживання на всьому прогнозному горизонті.

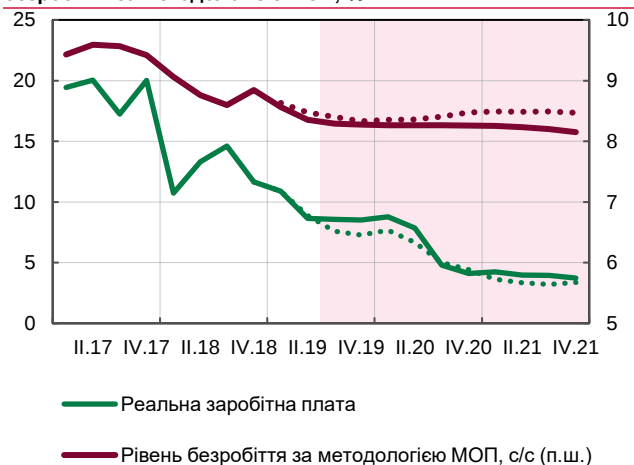
Оцінка чинників потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

Зростання потенційного ВВП наприкінці 2019 року прискориться майже до 4%, та на прогнозному горизонті продовжиться такими самими темпами (з 2020 року, за оцінками НБУ, темпи зростання потенційного ВВП досягнуть довгострокового рівноважного рівня). Найбільший внесок у зростання потенційного ВВП забезпечуватиме підвищення продуктивності факторів виробництва, яка поступово наблизиться до рівня більш розвинутих економік сусідніх країн.

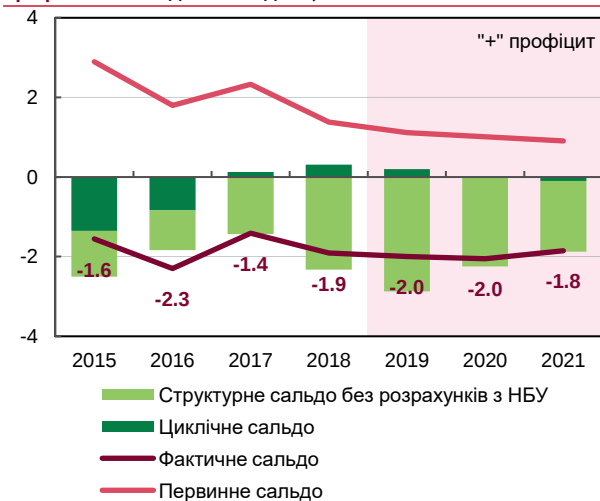
Більш швидкі темпи економічного зростання можливі за умов імплементації структурних реформ (детальніше – у вставці 5 "Альтернативний сценарій: прискорення реформ" на стор. 43).

У 2019 році внесок робочої сили в зростання потенційного ВВП буде додатним, що є результатом пенсійної реформи. Надалі він знову стане від'ємним, що зумовлюється передусім нестачею працівників робітничих професій унаслідок структурних дисбалансів на внутрішньому ринку праці, а також природним скороченням населення. Цей від'ємний внесок поступово скорочуватиметься завдяки затуханню міграційних процесів.

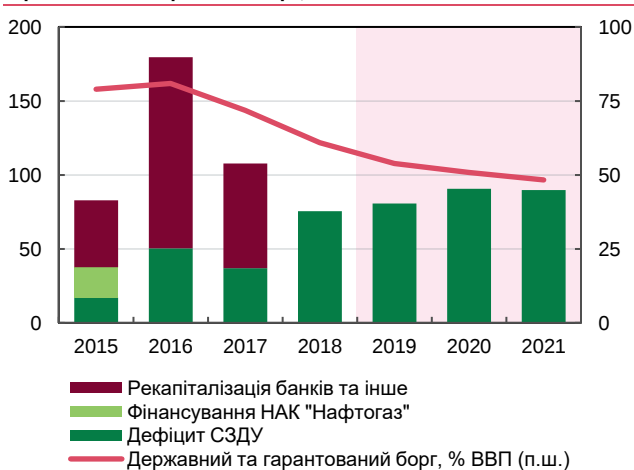
Розрив ВВП на всьому прогнозному горизонті очікується незначним, таким чином не створюватиме відчутного додаткового інфляційного тиску. У 2019 році очікується невеликий додатний розрив ВВП через збільшення доходів населення та поліпшення споживчих настроїв, унаслідок чого виникатиме тиск на інфляцію попиту. Крім того, поліпшення умов торгівлі зумовлюватиме нарощування виробництва експортоорієнтованих галузей, що також сприятиме розширенню додатного розриву випуску. Незначний від'ємний розрив у 2020–2021 роках буде зумовлений погіршенням умов торгівлі та уповільненням зростання заробітних плат, що відповідатиме підвищенню продуктивності праці.

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.

Доходи населення та безробіття

Темпи зростання доходів населення залишатимуться високими, проте поступово уповільнюватимуться на всьому прогнозованому періоді. У поточному році зростання заробітних плат прогнозується на рівні 18.2% у номінальному або на 9.2% – у реальному вираженні на тлі інтенсивної трудової міграції та, відповідно, підвищеного попиту на робочу силу. У подальшому стимули для трудової міграції знижуватимуться через скорочення розриву в заробітних платах в Україні та в найближчому зарубіжжі. Відповідно уповільнюватиметься й зростання заробітних плат до 9–12% за рік (у реальному вираженні – 4–6%).

Рівень безробіття поступово знижуватиметься до 8% (за методологією МОП) у 2021 році, що відповідатиме його природному рівню. Цьому сприятимуть більші стимули до працевлаштування через збільшення заробітних плат, а також необхідності набуття робочого стажу для отримання пенсій. Затухання інтенсивності трудової міграції сприятиме усуненню наявних диспропорцій на ринку праці, зокрема дефіциту кваліфікованої робочої сили.

Фіскальна політика

У поточному році очікується додатний фіскальний імпульс на економічне зростання. Більш м'який, ніж раніше прогнозувалося, характер фіскальної політики визначатиметься зростанням дефіциту бюджету через значне недовиконання його дохідної частини, а також можливостями фінансування, що суттєво покращилися для уряду у зв'язку з активним входом нерезидентів на ринок внутрішніх запозичень. Очікується, що дефіцит СЗДУ розшириться до 2% ВВП до кінця 2019 року, та збережеться на такому рівні і в наступному році.

Зростання доходів СЗДУ в поточному році уповільниться до 11% через слабке виконання податкових надходжень (крім надходжень від ПДФО, які зростають завдяки збереженню високих темпів зростання номінальної заробітної плати). Частково це буде компенсоване значним зростанням неподаткових надходжень (зокрема за рахунок зростання на 45% р/р перерахування частини прибутку НБУ).

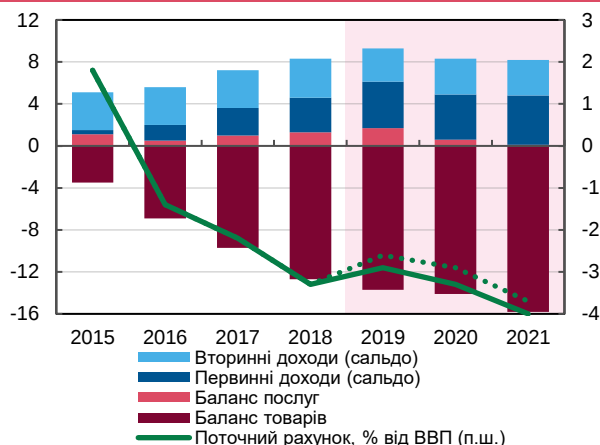
Приріст видатків СЗДУ відповідатиме темпам зростання доходів. Очікувано найбільше в поточному році зростуть соціальні видатки, зокрема зростання видатків на оплату праці та пенсійне забезпечення перевищать 17%, що стимулюватиме розширення внутрішнього споживчого попиту. Капітальні видатки зростатимуть суттєво меншими темпами, що буде одним з чинників очікуваного уповільнення темпів росту інвестиційної діяльності.

Державний та гарантований державою борг у відсотках ВВП поступово знижуватиметься на всьому прогнозованому періоді завдяки високим темпам економічного зростання, низькій волатильності обмінного курсу та виконанню бюджету з первинним профіцитом у розмірі понад 1% ВВП щорічно.

3.3. Платіжний баланс

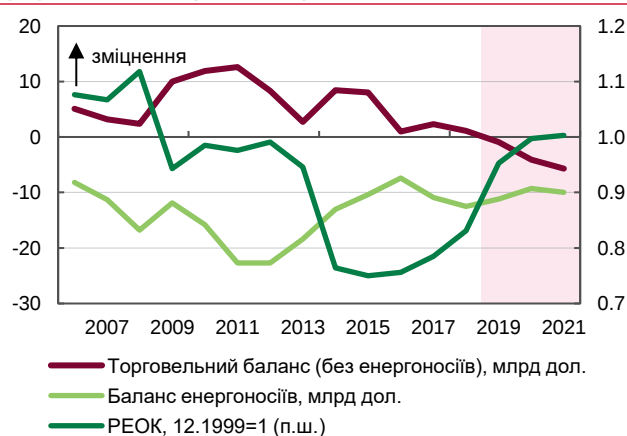
- У 2019 році дефіцит поточного рахунку скоротиться до 2.9% ВВП, незважаючи на більш міцний обмінний курс гривні, завдяки сприятливим умовам торгівлі та високим обсягам експорту зернових.
- У 2020–2021 роках дефіцит поточного рахунку поступово розширюватиметься насамперед через погіршення умов торгівлі, поживлення внутрішнього попиту, а також зниження обсягів транзиту газу. Водночас він залишатиметься в прийнятних межах (за оцінками НБУ – 3% $\pm$ 1% ВВП) та фінансуватиметься припливом капіталу.
- Започаткування нової програми з МВФ, а також збереження привабливих відсоткових ставок сприятимуть продовженню припливу капіталу до державного та приватного секторів.

Графік 3.3.1. Сальдо поточного рахунку, млрд дол.



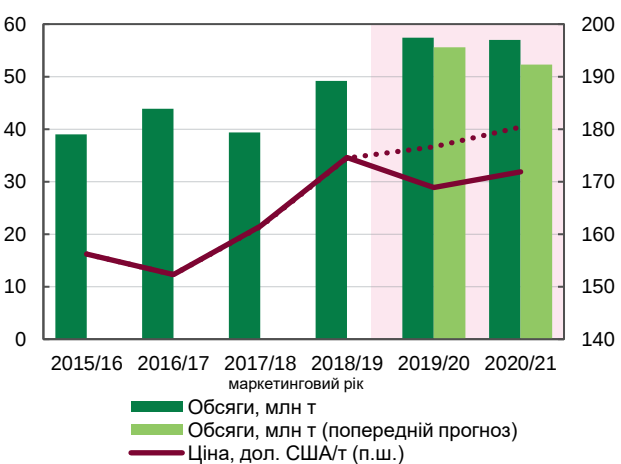
Джерело: НБУ.

Графік 3.3.2. РЕОК гривні та торговельний баланс



Джерело: НБУ.

Графік 3.3.3. Експорт зернових



Джерело: НБУ.

На прогнозному горизонті дефіцит торгівлі товарами розширюватиметься на тлі стійкого споживчого та інвестиційного попиту.

У 2019 році рекордний врожай зернових та світові ціни на залізну руду забезпечуватимуть високі темпи зростання експорту товарів (6% р/р). У 2020–2021 роках очікується уповільнення темпів росту експорту товарів до 2% унаслідок погіршення умов торгівлі попри збереження високої врожайності зернових та олійних. Крім зростання традиційних сировинних галузей експорту, очікується певне збільшення поставок виробів машинобудування, зокрема продукції вагонобудування до сусідніх країн.

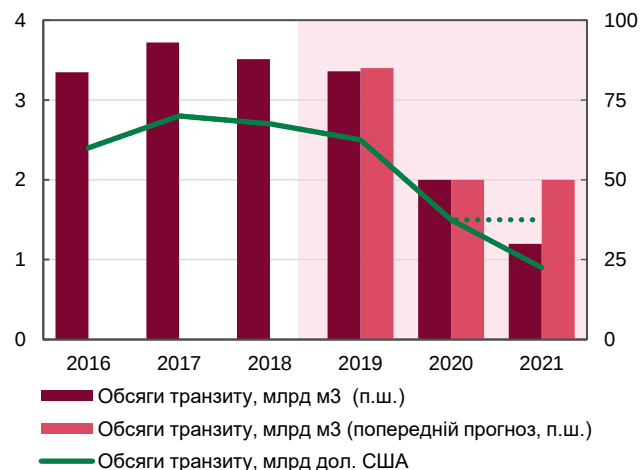
У 2019–2021 роках темпи зростання імпорту поступово затухатимуть, та коливатимуться в межах 2–6% (14% у 2018 році) насамперед унаслідок скорочення енергетичної складової. У 2019 році енергетичний імпорт знизиться на 10% внаслідок падіння цін на газ на третину, а також зменшення цін на інші енергоресурси. Частково це компенсується збільшенням фізичних обсягів імпорту природного газу для підготовки до можливого припинення транзиту газу Росією на початку 2020 року. Надалі енергетичний імпорт залишатиметься низьким: поступове підвищення цін на енергоносії буде компенсуватись зниженням обсягів імпорту газу.

Неенергетичний імпорт також уповільнюватиметься, хоча й не так стрімко (до 4% у 2021 році). У 2019 році зростання імпорту визначатиметься як стійким інвестиційним (зокрема, проєктами "зеленої енергетики"), так і споживчим попитом на тлі ревальвації гривні. У 2020–2021 роках споживчий попит затухатиме на тлі уповільнення зростання заробітних плат та припинення укріплення РЕОК гривні, водночас інвестиційний попит залишатиметься стійким.

На прогнозному горизонті очікується поступове звуження профіциту торгівлі послугами внаслідок зниження обсягів транзиту газу до 50 млрд м³ у 2020 році та 30 млрд м³ у 2021 році (детальніше – у вставці 4 "Припущення щодо обсягів транзиту російського газу територією України у 2020–2021 роках" на стор. 29). Це частково нівелюватиметься продовженням зростання експорту ІТ послуг.

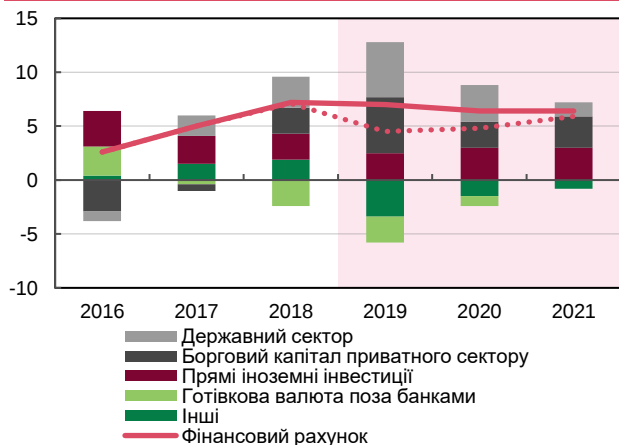
Профіцит рахунку як первинних, так і вторинних доходів у 2019–2021 роках розшириться насамперед завдяки зростанню грошових переказів від трудових мігрантів.

Графік 3.3.4. Транзит газу



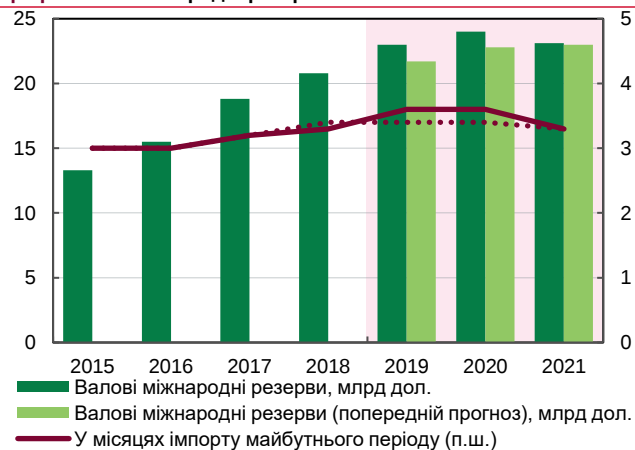
Джерело: НБУ.

Графік 3.3.5. Фінансовий рахунок: чисті зовнішні зобов'язання, млрд дол.



Джерело: НБУ.

Графік 3.3.6. Міжнародні резерви



Джерело: НБУ.

Очікується подальше підвищення їхніх доходів унаслідок зростання частки більш кваліфікованих спеціалістів, а також сталому зростанню ВВП в основних країнах-призначення трудових мігрантів. Водночас кількість трудових мігрантів залишатиметься майже незмінною через конвергенцію заробітних плат робітничих професій та насичення ринку праці.

На прогнозному горизонті приплив боргового капіталу до приватного сектору продовжить зростати, що разом з надходженням до державного сектору профінансує дефіцит поточного рахунку. Водночас очікується поступове припинення зростання попиту на готівкову валюту на тлі зниження інфляційних очікувань та адаптації до гнучкого обмінного курсу, що передбачає симетричну ймовірність руху курсу як до укріплення, так і знецінення.

Ключовим припущенням прогнозу є укладення нової програми співпраці з МВФ наприкінці 2019 року. Це дасть змогу Україні отримувати інше офіційне фінансування, покращуватиме умови доступу до міжнародних ринків капіталу, а також підтримуватиме інтерес іноземних інвесторів до українських активів. Це також сприятиме реалізації стратегії уряду щодо зниження валютної частки боргу, у тому числі, через поступове заміщення валютних ОВДП (у власності резидентів) гривневими (у власності нерезидентів).

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу у 2019 році міжнародні резерви зростуть до 23 млрд дол. Надалі, попри здійснення суттєвих виплат за зовнішнім боргом, вони коливатимуться на рівні 23–24 млрд дол., та покриватимуть більше ніж три місяці майбутнього імпорту.

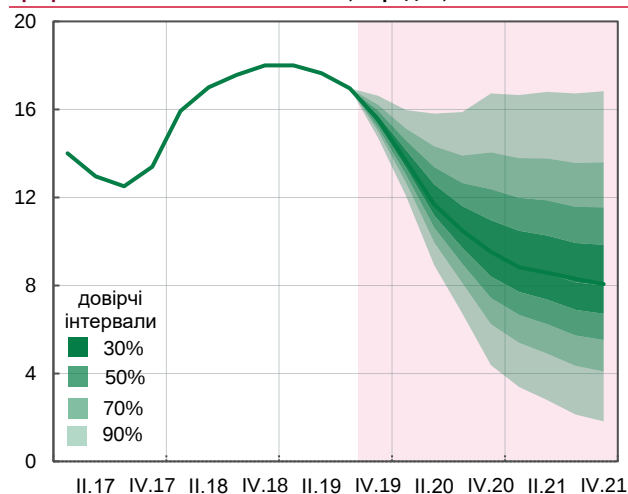
Порівняно з прогнозом, опублікованим у липні, дефіцит поточного рахунку незначно розширився на всьому прогнозному горизонті. Головними чинниками такого перегляду було підвищення як споживчого, так і інвестиційного імпорту (унаслідок поживлення внутрішнього попиту та укріплення обмінного курсу гривні), а також зниження обсягів транзиту газу в 2021 році. Водночас, це було частково компенсовано підвищенням експорту завдяки зростанню цін та обсягів поставок залізної руди та збільшенню прогнозу урожаю зернових у 2019–2021 роках.

У 2019–2021 роках прогнозується більший, ніж очікувалось раніше, приплив капіталу в державний сектор насамперед завдяки зростанню інтересу нерезидентів до ОВДП, номінованих у гривні.

3.4. Монетарні умови та фінансові ринки

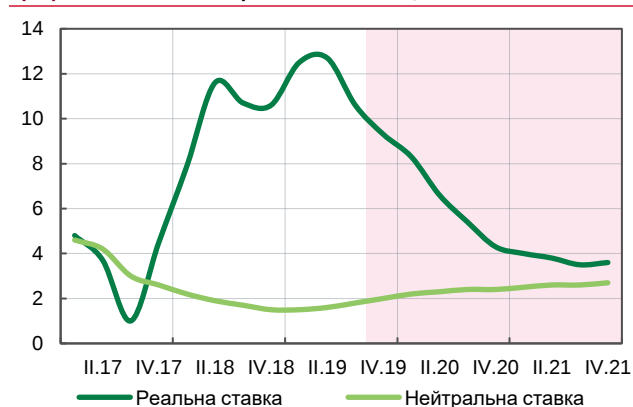
- Сти́ка тенденція до уповільнення інфляції до цілі 5% та поліпшення інфляційних очікувань забезпечуватимуть умови для подальшого зниження облікової ставки до 8% на кінець 2021 року.
- Пом'якшення монетарної політики сприятиме стабілізації РЕОК гривні у 2020–2021 роках після його зміцнення в 2016–2019 роках.
- Профіцит ліквідності банківської системи підтримуватиметься валютними інтервенціями НБУ на тлі високої зацікавленості нерезидентів у гривневих ОВДП.

Графік 3.4.1. Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ.

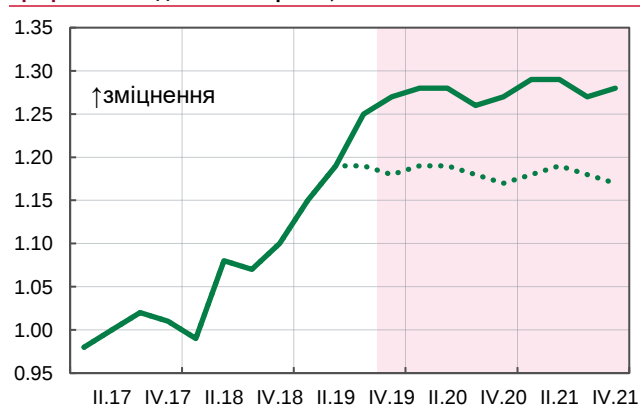
Графік 3.4.2. Реальна процентна ставка*, %



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

Джерело: розрахунки НБУ.

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



Продовження циклу пом'якшення монетарної політики визначатиметься подальшим стійким зниженням інфляційного тиску та покращенням інфляційних очікувань. У міру дезінфляції ключова ставка в реальному вимірі знижуватиметься з поточного рівня 10% та наблизиться до нейтрального рівня у 2021 році. Відповідно номінальна облікова ставка знизиться до 8% у 2021 році. Як і раніше, найстрімкіше зниження ставки очікується впродовж 2020 року разом з поверненням інфляції до цільового діапазону. Проте порівняно з липневим макроекономічним прогнозом поточний базується на дещо нижчій траєкторії ключової ставки в найближчі квартали, враховуючи більш суттєве її зниження у жовтні. Проте її значення на кінець 2020 та 2021 років залишені без змін.

Невизначеність щодо майбутньої траєкторії ключової ставки зумовлена як проінфляційними ризиками, так і прогресом у проведенні структурних реформ. За умов збереження високого споживчого попиту та перевищення темпів зростання заробітних плат над ростом продуктивності праці зниження ключової ставки буде помірнішим. Водночас реалізація анонсованих економічних та законодавчих ініціатив уряду сприятиме поліпшенню інвестиційного та економічного середовища і, відповідно, збільшенню потенціалу економічного зростання. За таких умов зниження ключової ставки може відбуватися швидшими темпами та бути більш суттєвим.

Пом'якшення монетарної політики сприятиме стабілізації РЕОК гривні у 2020–2021 роках після його зміцнення в 2016–2019 роках. За оцінками НБУ обмінний курс узгоджується з фундаментальними чинниками оскільки дефіцит поточного рахунку є прийнятним на прогнозному горизонті.

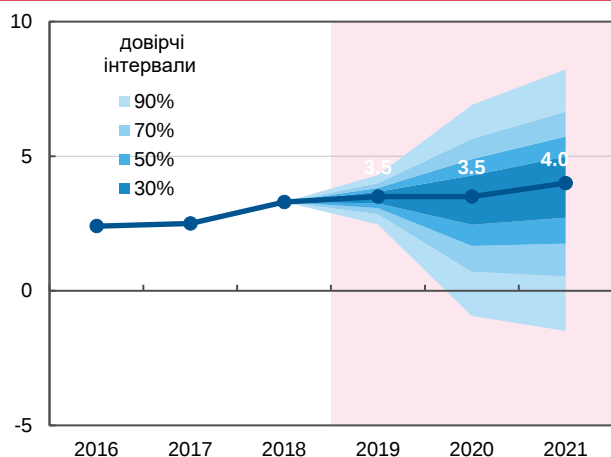
Очікується збереження значного профіциту ліквідності банківської системи, основним джерелом якого будуть валютні інтервенції НБУ, у тому числі внаслідок збереження попиту нерезидентів на гривневі ОВДП. Розширення ліквідності частково компенсуватиметься зростанням готівки та купівлею валюти урядом для здійснення виплат за зовнішнім боргом.

Подальший розвиток безготівкових розрахунків частково компенсуватиме зростання трансакційного попиту на готівку. Тобто вона зростатиме повільніше ніж номінальні споживчі витрати, а співвідношення M0 до ВВП надалі знижуватиметься.

3.5. Ризики прогнозу

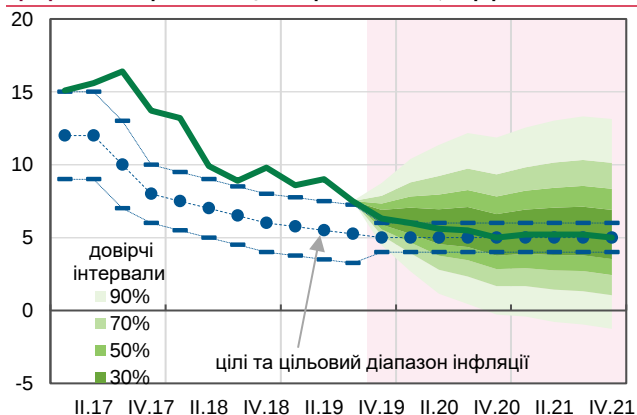
Основним ризиком для базового сценарію макроекономічного прогнозу є загрози для макрофінансової стабільності, переважно через рішення українських судів, що можуть суттєво посилити вразливість економіки України та стати на заваді продовженню співпраці з МВФ.

Графік 3.5.1. Прогноз реального ВВП, % р/р



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

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

Відтермінування підписання нового меморандуму з МВФ може погіршити курсові й інфляційні очікування. Такий розвиток подій ускладнить доступ України до міжнародних ринків капіталу в період пікових боргових виплат та обмежить інтерес іноземних інвесторів до гривневих облігацій Уряду. Складнощі з фінансуванням зумовлять скорочення видатків бюджету, а посилення інфляційного тиску, насамперед через канал обмінного курсу, змусить НБУ проводити жорсткішу політику, ніж передбачено базовим сценарієм.

Суттєвим ризиком для базового сценарію є повне припинення транзиту природного газу з Росії територією України після добудови основних обхідних газопроводів до Європи. Скорочення валютних надходжень призведе до девальваційного тиску на обмінний курс гривні, що може зумовити більш повільне зниження процентної ставки, порівняно з базовим сценарієм.

Ще одним проінфляційним ризиком є подальше уповільнення росту світової економіки внаслідок посилення торговельних війн та наростання геополітичних конфліктів. Це може призвести до більшого порівняно з базовим сценарієм погіршення умов торгівлі для України через зниження цін на світових сировинних ринках. Унаслідок чого скорочуватимуться надходження валюти в країну від експорту. Крім того, за такого сценарію можливий вплив капіталу з країн, що розвиваються, у тому числі й України, що створюватиме додатковий тиск на обмінний курс. За такого сценарію НБУ також проводитиме більш жорстку монетарну політику.

Водночас можливий і протилежний сценарій: якщо додаткові стимули від центральних банків провідних країн будуть результативними, то це надасть додаткового імпульсу зростанню світової економіки. Це дасть змогу НБУ пом'якшувати монетарні умови більш швидкими темпами.

Все ще зберігаються ризики, пов'язані з ескалацією військового конфлікту на сході країни та нових торговельних обмежень з боку Росії. Ці ризики можуть погіршити інвестиційний клімат у країні, інфляційні та курсові очікування, що може потребувати від НБУ встановлення вищої ключової ставки, ніж передбачено в базовому сценарії.

Сценарій прискореного росту ВВП, що оголошений Урядом України, як цільовий, розглядається як позитивний ризик (детальніше – у вставці 5 "Альтернативний сценарій: прискорення реформ" на стор. 43).

Вставка 5. Альтернативний сценарій: прискорення реформ

Після останньої кризи 2014–2015 років економіка України відновлювалась, поступово прискорюючись. Однак середні темпи зростання залишалися стриманими – близько 3% на рік. Темпи макроекономічного розвитку можуть суттєво прискоритися у разі реалізації ключових внутрішніх реформ, передбачених [Меморандумом про взаємодію між урядом та НБУ](#), та судової реформи як необхідної передумови забезпечення верховенства права. Важливим чинником для прискорення розвитку української економіки є також фаза глобального економічного циклу, що також впливає на можливості залучення іноземних інвестицій та попит на продукцію українського експорту.

Вплив прогресу в здійсненні реформ на макроекономічне середовище є комплексним і призведе до переходу економіки до нових рівноважних рівнів економічного росту, обмінного курсу, поточного рахунку.

За таких умов інвестиції суттєво зростатимуть на тлі покращення бізнес-середовища, що згодом призведе до підвищення загальної продуктивності факторів виробництва (робочої сили та капіталу) і темпів потенційного зростання економіки. Але на початковому етапі споживчий попит зростатиме випереджаючими темпами на тлі підвищення заробітних плат, що тиснутиме на ціни в бік зростання. Суттєвий приплив інвестиційного капіталу зумовить зміцнення обмінного курсу гривні, обмежуючи інфляційний тиск. Зрештою значні обсяги інвестицій призведуть до розширення внутрішньої пропозиції, що також стримуватиме інфляційні процеси.

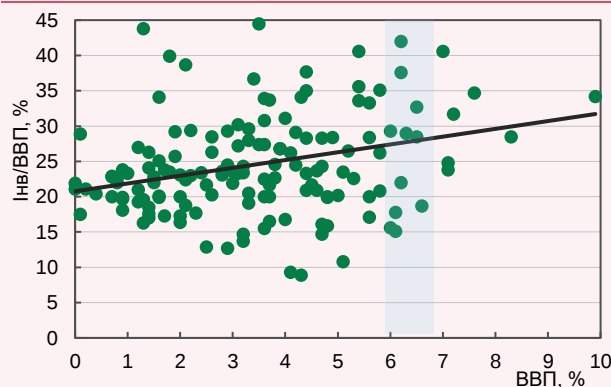
На тлі покращення макроекономічного та соціального середовища, а також підвищення заробітних плат, відплив робочої сили за кордон скоротиться, що у свою чергу сприятиме насиченню ринку праці. Рівень участі населення в економічних процесах зростатиме, тож рівень безробіття помітно зменшуватиметься і стабілізується на нижчому рівні.

Також розширюватиметься дефіцит поточного рахунку внаслідок зростання потреб у імпортних інвестиційних товарах (зокрема, машин та обладнання). Таке розширення дефіциту є типовим для країн із швидким зростанням економіки на початковому етапі через підвищені потреби в засобах виробництва. Нарощування виробничих потужностей сприятиме збільшенню експортного потенціалу, зокрема в сільському господарстві, машинобудуванні та металургії, а також зменшенню енергоємності економіки. Тож з часом дефіцит торгівлі знову звужиться, що підтверджується досвідом Польщі, Чехії, Словаччини та Румунії.

Досвід інших країн також свідчить про ключову роль інвестицій у прискоренні економічного зростання (див. графік 1) – для економічного прориву щорічні темпи зростання інвестицій мають у середньому перевищувати 20%, а їх частка у ВВП має становити 25–30%. Водночас передували або супроводжували таке нарощення інвестицій та прискорення економічного зростання низка

структурних реформ, зокрема лібералізація торгівлі, створення та/чи розширення економічних союзів (ЄС), посилення інституцій, поліпшення ділового клімату. Також вагомим чинником, що підсилював ефект реформ та підтримував високі темпи зростання, були сприятливі зовнішні умови. Проте досвід Ізраїлю та Малайзії (у 1990-ті роки), Пакистану та Уругваю (у 2000-ні роки) свідчить, що досягти прориву в економічному зростанні можна й переважно за рахунок внутрішніх перетворень.

Графік 1. Зростання ВВП та співвідношення інвестицій до ВВП, % (середнє за 2009–2017 роки)



Джерело: WEO, розрахунки НБУ.

У сценарії прискореного зростання в Україні ефект на інфляцію в цілому оцінюється як нейтральний (вона залишатиметься в межах цільового коридору) через взаємну компенсацію окремих каналів впливу (зміцнення гривні компенсуватиме високий споживчий та інвестиційний попит). Облікова ставка може знизитися й нижче 8% (як припускається поточним прогнозом НБУ) через зниження нейтральної процентної ставки. Наразі остання оцінюється на рівні 3% у реальному вимірі, але може бути нижчою з огляду на зниження премії за ризик інвестування в українські активи та більш швидку ревальвацію реального обмінного курсу.

Цей сценарій має також певні ризики: зміцнення курсу може бути недостатнім для нівелювання інфляційних ефектів від перегрітого споживчого попиту; недостатня пропозиція на ринку праці підвищуватиме інфляційний тиск; підвищиться вразливість до потоків капіталу. Також важлива фаза циклу світової економіки, оскільки такий сценарій потребуватиме зовнішніх інвестицій та стабільного попиту на продукцію українського експорту.

Макроекономічний прогноз (Жовтень 2019)

Показники	2016				2017				2018				2019				2020				2021			
	2016	2017	2018		I	II	III	IV	поточний прогноз 7.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 7.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 7.2019	I	II	III	IV	поточний прогноз 7.2019
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, % р/р, якщо не зазначено інше																								
Номинальний ВВП, млрд грн																								
Реальний ВВП																								
Дефлятор ВВП																								
ІСЦ (середнє за період)																								
ІЦВ (середнє за період)																								
ІСЦ (на кінець періоду)																								
Базова інфляція																								
Небазова інфляція																								
Сирі товари																								
Адміністративно регульовані ціни																								
ІЦВ (на кінець періоду)																								
Номинальна заробітна плата, (в середньому за період)																								
Реальна заробітна плата (в середньому за період)																								
Безробіття, % (МОП)																								
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																								
Зведений бюджет, сальдо, млрд грн																								
% ВВП																								
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд грн																								
% ВВП																								
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																								
Поточний рахунок, млрд дол																								
Експорт товарів та послуг, млрд дол																								
Імпорт товарів та послуг, млрд дол																								
Фінансовий рахунок, млрд дол																								
Зведений баланс, млрд дол																								
Валові резерви, млрд дол																								
Місяців імпорту майбутнього періоду																								
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																								
Грошова база, %																								
Грошова маса, %																								
Швидкість обертання (на кінець року, разів)																								

Абревіатури та скорочення

АЕС	Атомна електростанція	ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
АЗС	Автозаправна станція	ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
АПК	Агропромисловий комплекс	ОПЕК	Організація країн – експортерів нафти
АТР	Азійсько-Тихоокеанський регіон	ОТП	Основні торговельні партнери
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін	ПАТ	Публічне акціонерне товариство
ВВП	Валовий внутрішній продукт	ПДВ	Податок на додану вартість
ВДВ	Валова додана вартість	ПДФО	Податок та збір на доходи фізичних осіб
ВДЕ	Відновлювальні джерела енергії	ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
ВЕД	Види економічної діяльності	ППП	Податок на прибуток підприємств
ВНОК	Валове нагромадження основного капіталу	ПСГ	Підземне сховище газу
ГЕС	Гідро-електростанція	ПФУ	Пенсійний фонд України
ГМК	Гірничо-металургійний комплекс	РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ГТС	Газотранспортна система	РФ	Російська Федерація
ДГ	Домогосподарства	СЗДУ	Сектор загального державного управління
ДКСУ	Державна казначейська служба України	СПГ	Скrapлений природний газ
ДС	Депозитні сертифікати	США	Сполучені Штати Америки
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України	ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ДССУ	Державна служба статистики України	ФРС	Федеральна резервна система США
ДФСУ	Державна фіскальна служба України	ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
ЄКР	Єдиний казначейський рахунок	Brexit	Вихід Великобританії з ЄС
ЄС	Європейський Союз	ЕСPI	Індекс зміни світових цін на товари українського експорту
ЄЦБ	Європейський центральний банк	ЕМ	Emerging Markets, країни, ринки яких розвиваються.
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство	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
ІЦВ	Індекс цін виробників	UIRR	Індикатор рівня гривневих міжбанківських процентних
КМУ	Кабінет Міністрів України	USDA	Міністерство сільського господарства США
МВФ	Міжнародний валютний фонд	U.S. EIA	U.S. Energy Information Administration
МОП	Міжнародна організація праці	WEO	World Economic Outlook
МР	Маркетинговий рік		
МФУ	Міністерство фінансів України		
НАК	Національна акціонерна компанія		
НБУ	Національний банк України		
НВ	Національна валюта		
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс		
НКРЕКП	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сферах енергетики та комунальних послуг		
НФК	Нефінансові корпорації		
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 кварталному вимірі
долар, дол.	долар США	с/с	у сезонно скоригованому вимірі
МО	готівка поза банками	п. ш.	права шкала
п.	пункт		
б. п.	базисний пункт		