

Разумков центр

Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт

Київ 2019

Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт. / *В.Юрчишин*. – Київ: Разумков центр, 2019.

Постійна електронна адреса: http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_soc-econ_vymir_ukr.pdf

© Разумков центр, 2019

Бібліотека Разумков центру. Серія «Дискусії про економічний розвиток»

Редактор видання – Ганна Пашкова

Передмова

Суперечливі, і суттєво нижчі очікуваних, соціально-економічні результати останніх років, отримані на тлі глибокого розчарування у владі, яка прийшла на хвилі високої довіри громадян країни, не лише посилюють нігілістичне сприйняття вітчизняного сьогодення, але й створюють «гарну» основу для різноманітних популістських тез і гасел, безвідповідальних заяв стосовно рецептів швидкого збагачення українців.

Виборчі марафони (спочатку президентський і відразу ж парламентський) упродовж семи місяців 2019р. гальмували можливості запровадження економічних перетворень і очікуваних змін. Переважна більшість соціально-економічних процесів мала інерційний характер з попередніх років, що хоча й означало певне послаблення адміністративного і податкового тиску на бізнес, проте, водночас, розмивало базис системних трансформацій. Найголовнішою вадою стало те, що влада була стурбована власним політичним майбутнім, не достатньо визначеними перспективами (після президентських і парламентських виборів), а тому й вкрай слабо опікувалась створенням і зміцненням передумов забезпечення економічної та інституційної стійкості країни.

Між тим, всупереч багатьом апокаліптичним сценаріям, ризикам і острахам розвалу соціально-економічного середовища країни і втрати цивілізаційних перспектив – Україні упродовж 2016р. - першій половині 2019р. вдалося відновити, хоча й слабку, проте позитивну, економічну динаміку, забезпечити прискорене зростання заробітних плат, стабілізувати національну валюту, уникнути дефолту. І, хоча Україна й не вийшла на шлях стійкого (і стрімкого) зростання, не спромоглася безумовно зміцнити національну економіку і убезпечитися від кризових проявів, проте, зважаючи на зовнішні і внутрішні виклики, розвиток країни упродовж останніх років нема підстав оцінювати лише негативно.

Тому у цій публікації наголос зроблено на певному підбитті **підсумків розвитку соціально-економічного середовища у першому півріччі**, а також представлене бачення **короткострокового прогнозу** головних соціальних і макроекономічних показників для 2019р.

А.Рачок,
Генеральний директор Разумков центру

29 липня 2019р.

Соціально-економічний вимір України в період зміни політичних еліт

В.Юрчишин

директор соціально-економічних програм Разумков центру

Суспільно-політичні і соціально-економічні виклики

У середині 2019р. Україна знову опинилася на роздоріжжі – **поєднання і взаємовплив низки політичних, економічних, інституційних ризиків і викликів**, які вкотре постали перед країною у «найбільш незручний» період, посилюють невизначеність і поглиблюють складнощі запровадження економічного прискорення, на основі якого можна було б очікувати не лише досягнення суттєвого підвищення добробуту громадян, але й покращення сприйняття країни міжнародною політичною та економічною спільнотою¹.

Високими залишаються ризики, пов'язані із можливостями розширення російської агресії ...

Високими залишаються ризики, пов'язані із можливостями розширення російської агресії (нагадаємо також, що її загострення призвело до необхідності запровадження воєнного стану наприкінці 2018р.), захист від якої вимагає і вимагатиме вилучення значних ресурсів з виробничого і соціального секторів національної економіки.

...курс України на зближення з ЄС залишається стратегічним пріоритетом ...

Хоча курс України на зближення з ЄС залишається стратегічним пріоритетом, однак останніми місяцями виникла низка несприятливих проявів, які можуть перерости у виклики, а з тим і втрати для країни. Зокрема, йдеться про згоду деяких європейських країн на продовження будівництва «Північний потік 2» (що може поставити під загрозу не лише економічну, але й загалом національну безпеку України), рішення ПАСЄ про беззастережне повернення Росії до повноправної участі в роботі організації та ін.

¹ У цьому аналітичному огляді використані матеріали попередніх публікацій Разумков центру:

- Україна-2019: в очікуванні обережного оптимізму (видання Разумков центру). –

http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_Vybory_Ukraine.pdf,

- Україна 2017-2018: нові реалії, старі проблеми (видання Разумков центру). –

http://razumkov.org.ua/uploads/article/2018_Pidsumky_ukr_eng.pdf,

- Україна 2018-2019: обережний оптимізм напередодні виборів (аналітичні оцінки Разумков центру). –

http://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_Pidsumky_2018.pdf.

Зауважимо, що, якщо ще наприкінці 2018р., попри усвідомлення складнощів, ми дивились у 2019р. з «обережним оптимізмом», то хід і розвиток соціально-економічної ситуації у I п/р поточного року значною мірою похитнули наші оптимістичні очікування.

Нагадаємо, що **економіка України** характеризується як «**мала відкрита**», що означає, зокрема, **високу залежність від зовнішньої кон'юнктури**, а також високу чутливість до зовнішньоекономічних шоків. Тому, з *одного боку*, можливе послаблення динаміки глобальної економіки чи навіть лише посилення ризиків такого послаблення у 2019р. може спровокувати негативну реакцію українських економічних агентів, підвищити депресивні ризики для України у найближчі роки.

З *іншого* – **прояви торговельних воєн** (посилення торговельних обмежень, нібито для захисту національних інтересів від недобросовісної конкуренції), які дедалі ширше розгортаються у світі і першочергово торкаються найбільших глобальних економік – США, Китаю, Європи, – матимуть стримуючий вплив на виробничий і експортний потенціал багатьох країн. **Для малих і нестійких країн** (до яких належить і Україна) торговельні обмеження, звичайно, **можуть мати шоківі наслідки**².

Прояви торговельних воєн ... матимуть стримуючий вплив на виробничий і експортний потенціал багатьох країн

Головні ж **ризики і виклики для України** мають внутрішнє (національне) підґрунтя і останніми роками не стільки знімалися, скільки **накопичувалися**. Наприкінці 2018р. Уряд України затвердив план пріоритетних дій на 2019р.³ Ухваленими заходами передбачалось забезпечити стійке соціально-економічне зростання (у т.ч. поліпшення бізнес-клімату), ефективне врядування (у частині державного управління і децентралізації), розвиток людського капіталу (насамперед, освіти і охорони здоров'я). Значною мірою напрями реформувань та запроваджені інструменти мали б визначатися Меморандумом про економічну і фінансову політику⁴ у контексті співпраці України з МВФ (*Меморандум*), який був затверджений у грудні 2018р. (і перший транш фінансування Україна отримала напередодні нового 2019р.).

Однак, швидко стало зрозуміло, що **у Меморандумі вкрай недостатньо були враховані, і навіть ігноровані, суспільно-політичні особливості виборчого 2019р.** та їх вплив на соціально-економічне середовище, реальну спроможність влади у втіленні накреслених трансформацій, а також готовності населення усвідомити і прийняти такі

² Зрозуміло, що більшості висхідних країн, особливо тих, в яких експортна складова сформована переважно з сировинних і напівсировинних товарів (з низькою доданою вартістю), доведеться вельми скрутно. Для них навіть **відносно незначне скорочення сукупного світового попиту** може призвести до **кризового шоку для виробничих потужностей і ринків збуту**.

³ Розпорядження Кабінету Міністрів України «Про затвердження плану пріоритетних дій Уряду на 2019 рік» №1106 від 18.12.2018р.

⁴ Україна: Лист про наміри. – <http://bloginside.in.ua/wp-content/uploads/2018/12/%D0%9C%D0%B5%D0%BC%D0%BE%D1%80%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D1%83%D0%BC-%D0%9C%D0%92%D0%A4.pdf>.

*Хоча підтримується
невисока позитивна
економічна динаміка,
проте залишаються
слабкими соціально-
економічні результати...*

*законодавчий процес...
заблокований і
законсервований...*

*розширення і
посилення домінування
популістських гасел...*

*серед нових політичних
лідерів... виявляється
дедалі менше тих, хто
має усталені знання
економічних основ
державотворення*

трансформації. Хоча в країні підтримується невисока позитивна економічна динаміка, проте залишаються вкрай слабкими і невиразними соціально-економічні результати останніх років, на покращення яких, очікувалось, будуть спрямовані головні зусилля влади. Вказана слабкість також поглиблює розчарування у владі, яка на початку своєї діяльності мала високий рівень довіри громадян).

Для економічної розбудови країни перша половина 2019р. позначилася як період **нових розчарувань**:

- законодавчий процес виявився заблокований і законсервований – проекти законів економічної спрямованості практично не розглядалися⁵;
- відбулося розширення і посилення домінування популістських гасел, а також безвідповідальних заяв стосовно рецептів швидких змін і звершень;
- серед нових політичних лідерів, які претендують на роль нової політичної еліти, виявляється **дедалі менше тих, хто має усталені знання економічних основ державотворення** (що закладає сумніви у спроможності нової влади до раціональних, результативних і ефективних накреслень та їх втілень).

Натомість перед Україною у соціально-економічній сфері постають складні термінові (короткострокові, які, втім, мають і довгострокову спрямованість) завдання, і всі владні зусилля мають бути спрямовані на формування і забезпечення (зрозуміло, не лише на них):

- **стійкого макроекономічного середовища** (економіка, що зростає; інфляція, що спадає; послаблення зовнішньоекономічних дисбалансів)⁶;
- послідовного **підвищення життєвих стандартів** і добробуту (з випереджаючим зростанням доходів малозабезпечених⁷);
- **припинення подальшої втрати** інвестиційного потенціалу;
- **формування сприятливого середовища для бізнесу загалом, малого і середнього зокрема** (насамперед, у частині зменшення тиску та

⁵ По суті, упродовж весняно-літньої парламентської сесії VIII скликання було ухвалено лише 2 (два !) закони, що мають безпосереднє відношення до соціально-економічної проблематики – «Про внесення змін до Закону України "Про Державний бюджет України на 2019 рік"» №2696 від 28.02.2019 і «Про соціальні послуги» №2671 від 17.01.2019.

⁶ Див., зокрема: Як втримати макростабільність та прискорити економіку. – <https://ces.org.ua/wp-content/uploads/2019/07/>.

⁷ Запроваджувана політика доходів мала суперечливий вияв. Так, упродовж минулої п'ятирічки темпи підвищення доходів населення суттєво перевищували темпи зростання номінального ВВП, що підтримувало купівельну спроможність населення (докладніше далі). Однак, обвал національної валюти та інфляційні шоки значно знецінили грошові заощадження.

обмежень на всі легітимні види економічної діяльності);

- **посилення фінансової стійкості**, як вагомої складової інвестиційної привабливості та економічного розвитку;
- **інтеграційного зміцнення** і розширення відкритості країни⁸, а з тим – і прискорене включення України до трансконтинентальних проектів.

На окремих із вказаних процесів і відповідних показниках і характеристиках далі зупинимось докладніше.

Реальний сектор

Головним економічним завданням для країни у 2019р. було і залишається утримання макроекономічної стабільності, посилення спроможності бізнесу до довгострокового зростання і розвитку. На жаль, логіка розвитку внутрішніх процесів – політичних, економічних, соціальних – значною мірою вже «скоригувала» дії влади, **упродовж півріччя жодне нове принципове законодавче соціально-економічне рішення не було ухвалено**. Зрештою це підтверджує, що особливі політичні виклики перед країною у 2019р., насамперед внаслідок чергових президентських і парламентських виборів (а надалі і формування владних структур), **домінуватимуть, а з тим – посилюватимуть невизначеності для бізнесу**⁹.

У першій половині 2019р. Україні вдалося продовжити невелику позитивну економічну динаміку, зростання реального ВВП у I кв. склало 2,5%¹⁰ і, за нашими оцінками, у II кв. виявиться навіть дещо вищим – 2,8%. Загалом **зростання реального ВВП у 2019р. складе 2,6-2,7%** (трохи вище показника 2017р. – 2,5%, проте не досягне рівня

...зростання реального ВВП України у 2019р. складе 2,6-2,7%, що нижче відповідних показників сусідніх країн...

⁸ Відкритість країни є вагомим чинником її залучення до сучасних ланцюгів створення доданої вартості, глобальної та регіональної інтегрованості. **Вища інтегрованість** означає вищий приплив ПІІ, а з тим **зростання продуктивності і посилення конкурентних позицій** національних виробників на внутрішніх і світових ринках.

⁹ Втім, законодавче «консервування» у короткостроковому аспекті має певні позитивні моменти, оскільки влада слабко змінює правила гри і менше втручається у податкову сферу, а популістичні вимоги спонукають навіть до певного наведення порядку у болючій житлово-комунальній сфері.

¹⁰ У цій публікації тут і далі, якщо не вказано інше, стосовно економіки України використані фактичні статистичні дані, наведені на офіційних сайтах Державної служби статистики України (Держстат, <http://ukrstat.gov.ua/>) і Національного банку України (НБУ, <https://bank.gov.ua/>). Оцінки і прогнози – Разумков центру.

2018р. – 3,3%), що, втім, залишається нижче відповідних показників сусідніх країн Центральної та Східної Європи¹¹.

Макроекономічна **структура ВВП** має надмірно **споживчий характер**. Обсяг кінцевих споживчих витрат у I кв. 2019р. навіть перевищив ВВП за цей період. Такий надвисокий рівень споживання **супроводжувався** практично **відмовою від інвестицій** (насамперед, в частині використання запасів, і валове нагромадження ледь перевищило 2% ВВП, хоча у попередні роки складало 19-20%), а **також зростанням зовнішньоторговельного дефіциту** до 5,4% ВВП (таблиця «Головні прогностні макроекономічні показники»). За попередніми оцінками, за результатами півріччя торговельний дефіцит ще зросте.

... низький рівень
заощаджень:

значні соціальні ризики

утримання
зовнішньоекономічного
дефіциту...

Наголосимо, вказана споживча структура ВВП визначає і **низький рівень заощаджень**, які є основою формування належних інвестиційних ресурсів. Нагадаємо, що низький рівень заощаджень для країни, яка змушена перманентно боротись з кризовими процесами, привносить **значні соціальні ризики**. Водночас, низький рівень національних заощаджень, що супроводжується виразно сировинно-імпортною моделлю вітчизняної економіки, призводить і **призводить до стійкого утримання зовнішньоекономічного дефіциту**, на фінансування якого потрібно залучати зовнішні (найчастіше боргові) ресурси.

Головні прогностні макроекономічні показники

	2017	2018	I кв. 2019	I п/р 2019 (о)	2019 (п)
Реальний ВВП, % зростання	2,5	3,3	2,7	2,8	2,6
ВВП, трлн. грн.	2,98	3,56	0,81	1,7	4,16
ВВП, \$ млрд.	112,2	130,8	30,0	65,0	150,8
Середня номінальна заробітна плата, тис. грн. (кінець періоду)	8,78	10,57	10,24	10,8	12,0
Кінцеві споживчі витрати, % ВВП	87,7	89,8	103,1	101,0	95,0
Валове нагромадження, % ВВП	19,9	18,8	2,3	5,5	14,2
Зростання ІСЦ, % (кін. періоду: груд.-груд)	13,7	9,8	2,4	3,6	8,7
(середнє), %	14,4	10,9	2,7	4,8	9,0
Зміна дефлятора ВВП, %	22,1	15,4	11,7	12,0	14,0
Курс: грн./\$1 (на кінець періоду)	27,5	27,8	27,2	26,2	27,9
Сальдо торгівлі товарами і послугами, % ВВП	-7,7	-8,6	-5,4	-6,5	-9,2

¹¹ За оцінками і прогнозами МВФ (квітень 2019р.), зростання реального ВВП у 2019р. у Польщі складе 3,8%, Угорщині – 3,6%, Болгарії – 3,3%, Румунії – 3,1%. – IMF World Economic Outlook, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019/>.

До кінця 2019р., якщо вдасться уникнути довготривалого марафону формування владних структур, насамперед нового Уряду, є підстави очікувати скорочення споживання, а з тим і певного **підвищення як рівня заощаджень, так і рівня інвестицій** у структурі ВВП. Підкреслимо, **нинішній низький інвестиційний потенціал просто відлякує інвесторів і не дозволяє очікувати значного інвестиційного залучення.**

Між тим, **зміна галузевої структури** (виробничих сфер), хоча й відбувається, проте **вкрай низькими темпами**, що означає як розмивання потенціалу зростання, так і низьку результативність у вияві нових **економічних «драйверів»**. Загалом упродовж останніх років вказана структура не зазнала суттєвих змін (таблиця «*Частка окремих сфер і галузей у виробничій структурі ВВП*») – основні виробничі сфери (промисловість, аграрний сектор, оптова і роздрібна торгівля, будівництво, транспорт) займають відносно сталу частку у формуванні доданої вартості (і структурі ВВП). Звичайно, це є відображенням недостатньо рішучих, а тому і слабких структурних змін, що, зрештою, гальмівним чином впливає на соціально-економічні показники і добробут громадян країни.

...збереження галузевої структури ... відображенням недостатньо рішучих, а тому і слабких структурних змін...

Частка окремих сфер і галузей у виробничій структурі ВВП,
% загального (якщо не вказано інше)

	2016	2017	2018
ВВП, млрд. грн	2 385	2 984	3 559
Сільське, лісове та рибне господарство	11,7	10,2	10,1
Добувна і переробна промисловість	17,7	18,0	17,5
Оптова та роздрібна торгівля	13,3	13,7	13,2
Транспорт, складське господарство	6,6	6,4	6,4

Зважаючи на усталену динаміку (переважно позитивні, проте низькі, показники зростання окремих сфер у попередні роки і у I п/р поточного року, діаграма «*Індекси виробництва в окремих економічних сферах*»)¹², є підстави стверджувати, що до кінця року помітних змін не відбудеться, що й надалі **ускладнюватиме залучення інвестицій**, а з тим і **гальмуватиме зростання.**

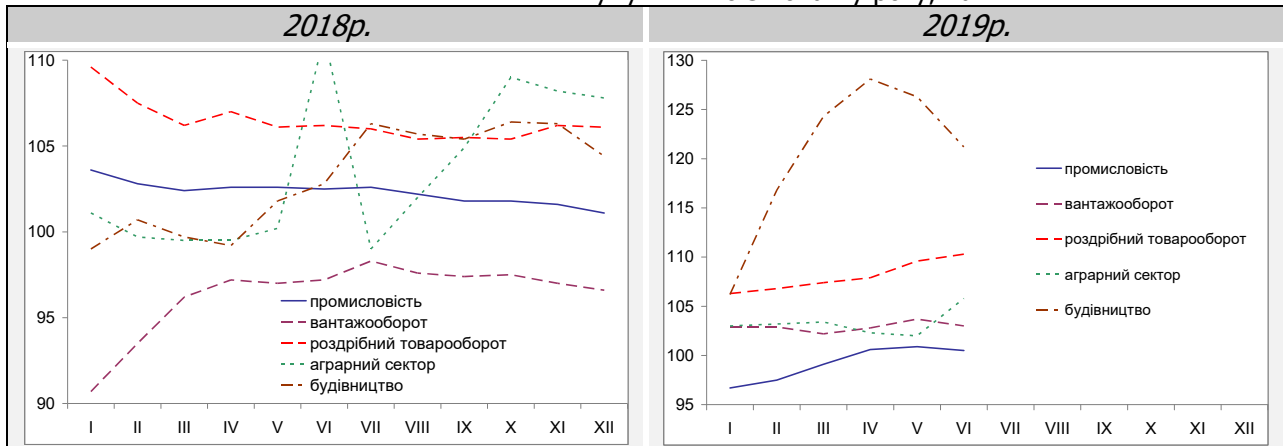
На жаль, поки не підтверджуються наші спостереження і очікування стосовно того, що у 2019р. **аграрний сектор суттєво зміцнить свої позиції** як у структурі ВВП, так і структурі експорту¹³. Так, у виробництві аграрної продукції

¹² Зокрема, у I п/р 2019р. промисловість зросла лише на 0,5%, порівняно з тим же періодом попереднього року.

¹³ Після кризових подій (анексія Криму, воєнні дії на Сході, продовольче ембарго Росії, обмеження транзиту товарів через

у I п/р 2019р. зростання залишається порівняно незначним (діаграма «Індекси виробництва...»), у т.ч. зважаючи на гарний врожай минулого року, що навряд чи повториться у поточному році, а тому динаміка виробництва в агросекторі й матиме «пологіший» (порівняно з 2018р.) характер¹⁴.

Індекси виробництва в окремих економічних сферах, кумулятивно з початку року, %



Поряд з цим, у зовнішньоторговельній сфері аграрна продукція все ж послідовно завойовує нові позиції. Так, упродовж 5 місяців 2019р. експорт продовольчих товарів і сировини для їх виготовлення збільшився майже на 22% і досяг \$8,9 млрд., або 46,3% загальних обсягів товарного експорту. Водночас, експорт чорних та інших недорогоцінних металів (і виробів з них) зменшився на понад 8% (до \$4,7 млрд.), а його частка у загальному експорті знизилась до 22,5% (докладніше далі). За нашими спостереженнями, попит на аграрну продукцію і продукти харчування у світі матиме стійку тенденцію до підвищення, тому, хоча багато намірів стосується посилення промислового сектору, аграрний сектор потребує свого зміцнення.

Попит на аграрну продукцію і продукти харчування у світі матиме стійку тенденцію до підвищення

... неодмінна умова сталого розвитку: підтримка сільсько-господарських товаровиробників ... держава так і не продемонструвала спроможності до їх підтримки ...

Хоча владою визнається, що неодмінною умовою сталого розвитку аграрного сектору економіки та забезпечення продовольчої безпеки держави є державна підтримка сільськогосподарських товаровиробників, проте держава так і не продемонструвала спроможності до підтримки агровиробників. Більше того, поки механізми дотацій, субсидій, фінансування інвестицій, бюджетної підтримки на

Росію) експорт з України продукції АПК впав на 20% (2015р.). Однак, українські аграрні експортери змогли переорієнтувати товарні потоки і диверсифікувати ринки збуту продукції, вийти на нові зовнішні ринки, покращити продуктивність та ефективність виробництва. Отож очікування подальшого задіяння потенціалу в аграрній сфері не були безпідставними.

¹⁴ Так, обсяги експорту агропродукції за I кв. 2019р. зросли на 18,4% (порівняно з відповідним періодом попереднього року) і українські сільгоспвиробники експортували аграрної продукції на \$6,9 млрд., що склало понад 26% від усіх надходжень України від експорту за цей період.

загальнодержавному і регіональному рівнях не мають належного втілення¹⁵.

Також переважно не вирішеними залишаються завдання державної підтримки фермерських господарств, малих та середніх сільськогосподарських товаровиробників шляхом надання пільгових кредитів, спрямованих на виробництво сільськогосподарської продукції (врізка «*Слабкість державної підтримки агросектору України*»).

СЛАБКІСТЬ ДЕРЖАВНОЇ ПІДТРИМКИ АГРОСЕКТОРУ УКРАЇНИ

Увага до розвитку агросектору, хоча й декларується як першочергова, залишається на неналежному рівні. Так, за перші півроку 2019р. із держбюджету агросектор отримав за 6 держпрограмами 707,1 млн. грн., що на понад 1 млрд. грн. менше, ніж було заплановано¹⁶.

Водночас, зазначимо, що загальна сума держпідтримки на 2019р. становить 5,9 млрд. грн., хоча у минулому році було 6,3 млрд. грн. (зважаючи на інфляцію, реальна купівельна спроможність вказаних обсягів ще менша).

При цьому, частково профінансованими були лише окремі програми, зокрема:

- фінансова підтримка заходів в агропромисловому комплексі шляхом здешевлення кредитів – 43,4 млн. грн. (із запланованих 127,0 млн. грн.);
- державна підтримка галузі тваринництва, зберігання та переробки сільськогосподарської продукції – 532,4 млн. грн. (з 3,5 млрд. грн.);
- фінансова підтримка сільгоспвиробників (зокрема й на компенсацію придбання сільгосптехніки) – 131,4 млн. грн. (з 882,0 млн. грн.).

Без фінансування лишилися учасники трьох програм:

- фінансова підтримка розвитку фермерських господарств (т.зв. фермерський мільярд);
- державна підтримка розвитку хмелярства, закладення молодих садів, виноградників;
- надання кредитів фермерським господарствам.

Слід також звернути увагу, що «традиційно» ресурси підтримки для аграрного сектору стають доступними переважно у III-IV кв. року. Однак, зважаючи на політичні особливості, є підстави стверджувати, що фактична підтримка аграрного сектору у 2019р. буде вкрай низькою.

Зазначимо, прискіплива увага до аграрного сектору значною мірою зумовлена тим, що саме в ньому зосереджені великі трудові ресурси, а самі галузі готові до інвестиційного розширення, що **вже у середньостроковій перспективі зможе підтримати суттєве збільшення виробництва і експорту**, а з тим і заробітних плат і доходів (сільських

¹⁵ Також не відбулося законодавчого рішення завдань приватизації державних підприємств, підпорядкованих Мінагрополітики. Хоча Міністерство декларувало готовність до передачі підприємств агропромислового комплексу до сфери управління Фонду держмайна, однак консервування приватизаційних процесів в Україні загалом означало відповідне гальмування і в аграрному секторі.

¹⁶ Аграрії недоотримали у 2019 р. понад 1 млрд держпідтримки. – <https://traktorist.ua/news/3494-agrariyi-nedootrimali-u-2019-r-ponad-1-mlrd-derjpidtrimki>.

жителів), а також сприятиме загальному розвитку сільських територій.

Слід знову зробити **загальне зауваження**. Ряд вітчизняних та міжнародних експертів пов'язують подальше зростання аграрного сектору з **відкритим продажем земель сільськогосподарського призначення**. Однак, ця частина аграрних реформувань, як вказувалось у наших попередніх публікаціях, *з одного боку*, **викликає спротив переважної більшості сільського населення**, *з іншого* – не може належно реалізовуватись внаслідок відсутності кваліфікованого земельного законодавства, сільськогосподарської інфраструктури тощо.

Інституційним підкріпленням такої ситуації стала запроваджена у 2018р. вимога Земельного кодексу України¹⁷, згідно з якою **мораторій на продаж землі буде знятий лише у випадку ухвалення закону про обіг земель**. Відповідно, Верховна Рада наприкінці грудня 2018р. ще на рік **продовжила мораторій на продаж землі**. Між тим, як вказувалось, аграрний сектор демонструє відносно позитивні результати (у т.ч. товарному експорті, див. далі), і в таких умовах **далеко не однозначним є положення про те, що зняття мораторію додасть стимулів** для розвитку сільськогосподарських галузей. Тим більше, що виконання необхідних інституційних та нормативних кроків, як правило, суттєво відстають як від планових термінів, так і фактичного стану справ (розвитку виробництва і підприємництва).

... далеко не однозначним є положення про те, що знаття мораторію додасть стимулів для розвитку сільськогосподарських галузей ...

Зокрема, вже кілька років очікується запровадження інвентаризації та розмежування земель сільськогосподарського призначення державної, комунальної та приватної власності (яке планувалось завершити до 1.01.2016р.). Однак, лише 24.01.2019р. було представлено проект постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку проведення інвентаризації земель»¹⁸. Урядом було доручено розробити та винести на розгляд парламенту новий проект закону про обіг земель сільськогосподарського призначення до 1.03.2019р.¹⁹, що не було виконано.

¹⁷ Закон України «Про внесення змін до розділу Х «Перехідні положення» Земельного кодексу України щодо продовження заборони відчуження сільськогосподарських земель» від 20.12.2018р.

¹⁸ Повідомлення про оприлюднення проекту постанови Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку проведення інвентаризації земель». – <https://land.gov.ua/info/proekt-postanovy-kabinetu-ministriv-ukrainy-pro-zatverdzhennia-poriadku-provedennia-inventaryzatsii-zemel/>.

¹⁹ Наразі у профільному комітеті знаходиться законопроект «Проект Закону про обіг земель сільськогосподарського призначення», поданий наприкінці 2016р. (реєстр. №5535 від 13.12.2016р.), і який було «передано парламентарям для ознайомлення. Подальші нормативно-процедурні дії не відбулися.

Значною мірою, **розгляд і подальше (не) ухвалення питання ринку землі** залежатиме, *з одного боку*, від складу нової коаліції, серед потенційних учасників якої поки нема єдності у питанні мораторію, *з іншого* – від результатів переговорів між Україною та МВФ стосовно нової програми співпраці восени 2019р.

У будь-якому випадку, держава потребує виваженої **раціональної політики підтримки і сприяння** найвагомішим і найперспективнішим сферам економічної діяльності, що й дозволить забезпечити прискорене зростання і розвиток. Втім, зважаючи на складнощі нинішнього політичного року, є значні сумніви у тому, що до його кінця вдасться відповідну політику започаткувати.

Заробітна плата і платоспроможність населення

До позитивних рис соціально-економічно середовища країни, звичайно, слід віднести **стійке зростання заробітної плати**. Попри досить низьку загальну економічну динаміку, нарощування заробітних плат відбувалось упереджуваними темпами. Так, упродовж двох з половиною років (з кінця 2016р. до середини 2019р.) середня номінальна заробітна плата зросла з 6,5 тис. грн. (\$250) у грудні 2016р. до 10,8 тис. грн. (\$407) у червні 2019р. (тобто, приблизно на 60%, у т.ч. у доларовому еквіваленті завдяки стабільності і навіть незначному зміцненню гривні), при помітному відставанні мінімальної (діаграма «*Середня номінальна зарплата і частка мінімальної в ній*»). Оскільки номінальне зростання значно випереджало офіційну інфляцію, то й **зростання реальної середньої зарплати** виявилось суттєвим – приблизно на чверть (діаграма «*Індекс реальної середньої заробітної плати*»).

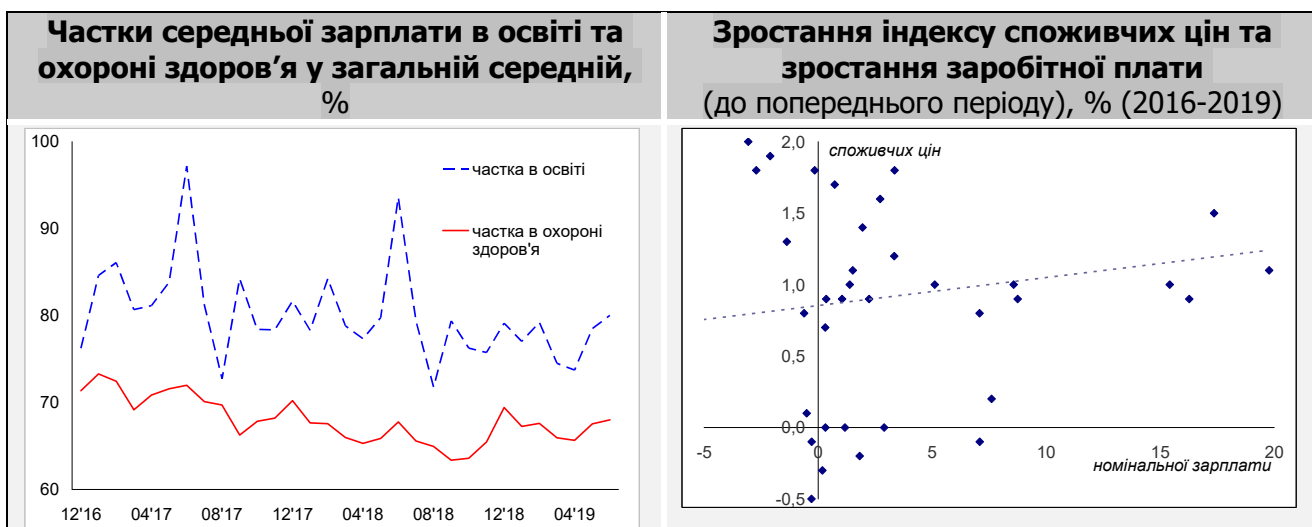
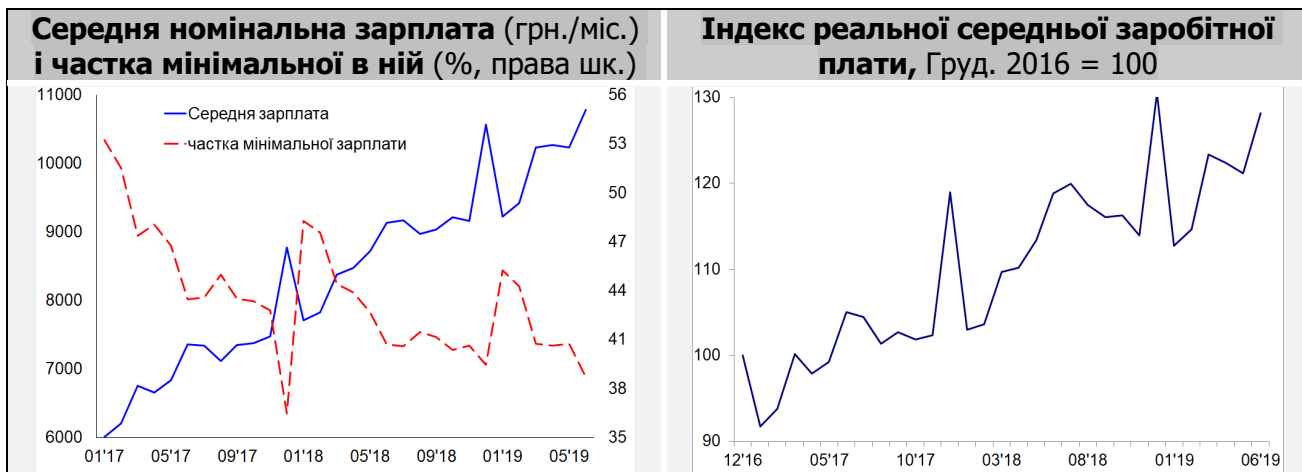
... нарощування номінальних заробітних плат відбувалось упереджуваними темпами ...

... зростання реальної середньої зарплати досягло 25% ...

Між тим, хоча влада **нібито опікується формуванням людського капіталу**, однак фінансування соціальних і гуманітарних сфер так і не стало пріоритетним. На наше переконання, важливим критерієм успішності реформувань стане динаміка заробітної плати, причому, і чи не найперше, покращення в системі оплати праці у тих сферах, від яких безпосередньо залежить формування людського капіталу. Динаміка ж останніх років засвідчує, що (порівняно з середньою зарплатою загалом) в освіті поки продовжуються спадні тенденції. Так, середня (номінальна) **заробітна плата**

Поряд з цим, проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення повноважень органів місцевого самоврядування з управління земельними ресурсами та посилення державного контролю за використанням і охороною земель» (№4355 від 31.03.2016р.), було ухвалено у першому читанні 19.04.2016р. Однак, хоча були підготовлені законодавчі документи до другого читання, подальший розгляд законопроекту донині не відбувся.

в освіті знизилась з 80-85% до 75-80% загальної середньої²⁰. Дещо покращилась ситуація в охороні здоров'я – упродовж трьох попередніх років в охороні здоров'я середні зарплати також знизились з 70-73% до 63-65% загальної середньої, проте у 2019р. зарплати сформували зростаючий тренд відносно попередніх років (до рівня 65-68%) (діаграма «Частки середньої зарплати в освіті та охороні здоров'я у загальній середній»).



Для випадку України ... не існує статистичних підтверджень значного негативного впливу приросту заробітних плат на зростання індексу споживчих цін

За нашими оцінками, **заробітні плати** в різних галузях **продовжуватимуть зростати** за набутою динамікою, відтак наприкінці року загальна **середня перевищить 12 тис. грн.** (таблиця вище «*Головні прогностичні макроекономічні показники*»). При цьому слід зняти перестороги, які періодично висловлюються (переважно прихильниками «класичних» економічних підручників), суть яких зводиться до того, що швидке зростання заробітних плат спровокуватиме

²⁰ Щорічні «сплески» зростання зарплати в освіті у червні (і різне зниження у серпні) пов'язані з виплатою відпускних перед літніми канікулами (фактично подвійні виплати у червні, які «компенсуються» у серпні).

прискорену інфляцію²¹. На інфляційних складових ми докладніше зупинимось далі, а тут лише вкажемо, що **не існує статистичних підтверджень** значного негативного впливу приросту заробітних плат на зростання індексу споживчих цін (діаграма «Зростання індексу споживчих цін та зростання заробітної плати»).

Заощадження населення

Стійке підвищення заробітних плат, не маючи (негативного) значимого впливу на розкручування інфляції, привносить позитивну динаміку у депозити населення (домогосподарств). У 2014-2015рр. внаслідок шокового обвалу економіки країни, населення масово забирало власні (насамперед, валютні) заощадження із банківської системи. Однак, із започаткуванням стабілізаційних процесів кошти знову почали повертатися до банків. Більше того, **прискорення нарощування заробітних плат**, водночас, і **пришвидшило наповнення банківської системи депозитами** населення (діаграма «Депозити населення і середня заробітна плата»).

... із започаткуванням стабілізаційних процесів кошти знову почали повертатися до банків

Поряд з цим, внаслідок краху (часто організованого за політичними мотивами) і виведення з ринку багатьох банків у 2014-2016рр., а з тим і втрати малим і середнім бізнесом своїх коштів, які зберігались у банківській системі, **посилилась взаємна недовіра** між банківською системою, бізнесом і населенням. «Найпростішу» позицію зайняли українські банки – практична відмова від надання кредитів домогосподарствам, або ж наддороге кредитування (що практично унеможливлювало отримання кредитів домогосподарствами). Лише з осені 2018р. кредитування домогосподарств поступово

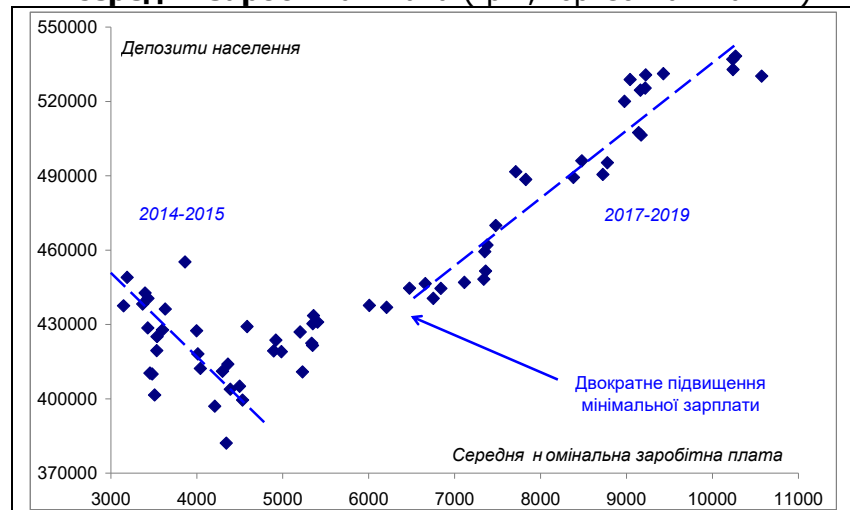
²¹ На жаль, слід констатувати, що почастишали «рекомендації» окремих представників міжнародних інститутів стосовно необхідності обмеження заробітних плат. Див., зокрема: Світовий банк стурбувала швидкість зростання «мінімалки» в Україні. – <https://ukr.segodnya.ua/economics/enews/vsemirnyy-bank-obespokoila-skorost-rosta-minimalki-v-ukraine-1301476.html>.

Те, що зарплата має поєднуватись із продуктивністю праці – не заперечується. Проте в Україні вкрай **зниженою є саме вартість праці**, що супроводжується низькою купівельною спроможністю домогосподарств. Лише належні заробітні плати зможуть сформувати належний добробут. Стосовно ж інфляційної складової, то в українському соціально-економічному середовищі нема підтверджень того, що прискорене нарощування зарплат є суттєвим інфляційним чинником (докладніше див. далі у монетарному підрозділі).

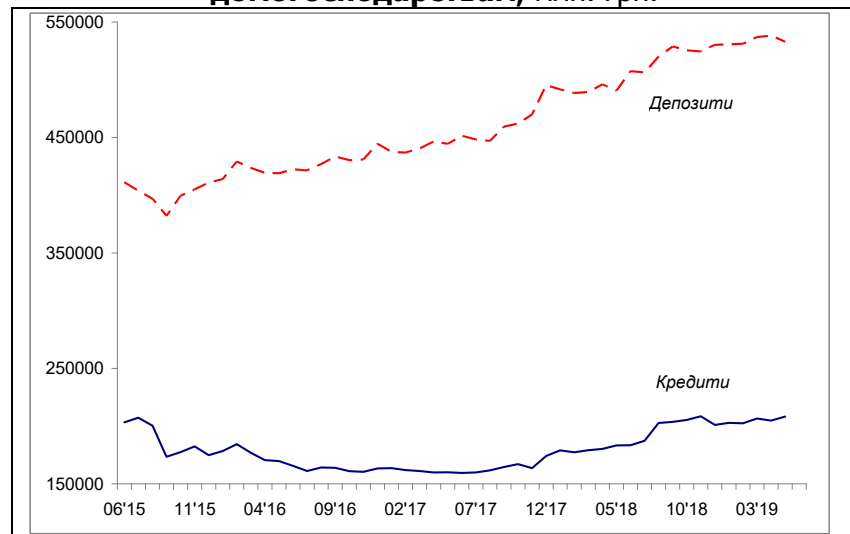
Більше того, **хибним є твердження, що зарплати в освіті і охороні здоров'я є низькопродуктивні**. Підкреслимо, **це сфери, де формується людський капітал**, а тому й їх фінансування за «залишковим принципом» є недопустимим.

почало відновлюватись²², одним з важливих чинників чого стало значиме наповнення банківської системи депозитами населення (діаграма «Депозити населення і кредити, надані домогосподарствам»).

**Депозити населення (млн. грн., вертикальна шк.)
і середня заробітна плата (грн., горизонтальна шк.)**



Депозити населення і кредити, надані домогосподарствам, млн. грн.



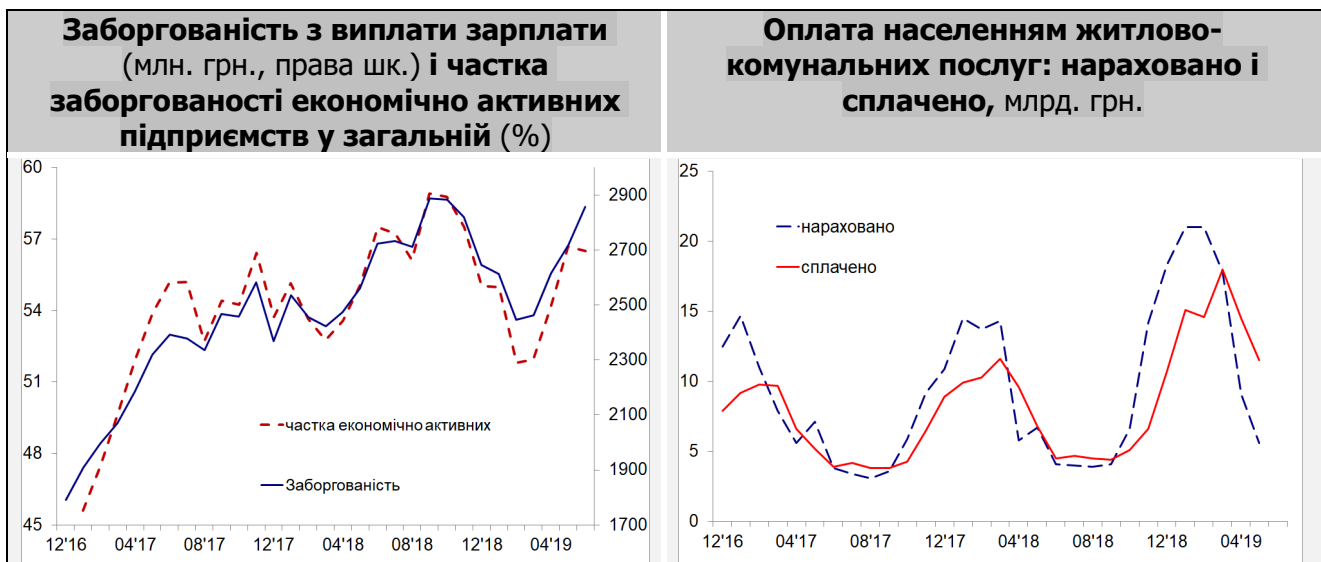
Поки ж **НБУ утримує політику високих процентних ставок**, сподіватись на **відновлення кредитування домогосподарств підстав немає**. Тому іпотечне кредитування, кредитування під відкриття малого бізнесу та інше середньо- і довгострокове кредитування залишатимуться малодоступними для населення.

²² Наприкінці I п/р 2019р. обсяги кредитів банків, наданих домашнім господарствам, вийшли на рівень середини 2015р. (період розпалу банківської кризи).

Заборгованості

Незважаючи на високу динаміку заробітних плат, **платоспроможність домогосподарств** залишається на **невисокому рівні**. Так, одним з «хронічних» недоліків української системи оплати праці залишаються **заборгованості з її (зарплати) вчасних виплат**. Звичайно, вони виникли не сьогодні, і очікувалось, що владі у передвиборчий період вдасться дещо знизити наявний рівень, принаймні на економічно активних підприємствах. Однак, як більша частина (близько 57%), так і загальні обсяги заборгованості безпосередньо пов'язані з економічно активними підприємствами (діаграма «*Заборгованість з виплати зарплати і частка заборгованості економічно активних підприємств у загальній*»), що, звичайно, впливає на добробут працівників (переважно з низькими доходами), негативно характеризує відповідні підприємства і є обмежувачим чинником для інвестиційних намірів.

... очікувалось, що владі у передвиборчий період вдасться дещо знизити рівень заборгованості з виплати зарплати



Іншим «хронічним» недоліком вітчизняного соціально-економічного середовища є **оплата населенням житлово-комунальних послуг** (вартість яких постійно зростає²³) (діаграма «*Оплата населенням житлово-комунальних послуг*»), а також заборгованості по їх (послуг) оплаті. Звернемо увагу на наступні особливості, притаманні вказаній сфері:

²³ Так, середні нарахування за житлово-комунальні послуги, з урахуванням електроенергії (із розрахунку 150 кВт/год), на одного власника особового рахунку в грудні («повноцінний» опалювальний зимовий місяць) 2017р. склали 1476,4 грн. Відповідні ж нарахування в грудні 2018р. становили 2292,8 грн. (тобто зростання вартості за послуги для домогосподарств склало 55%). Дещо менше подорожчання для літніх місяців. Так, подібні середні нарахування за житлово-комунальні послуги у червні 2018р. склали 604,9 грн., у травні (останні дані) 2019р. – 779,4 грн.

- нарахування за спожиті житлово-комунальні послуги, а також сплати за них мають природній циклічний (сезонний) характер. Оскільки населення не сплачує всі платіжки, то й, відповідно, наращуються заборгованості із сплати;
- рівень заборгованості помітно зростає (нараховані платежі перевищують сплачені) упродовж осінньо-зимового періоду (дорогий опалювальний сезон) і суттєво скорочується (сплата перевищує нарахування) по закінченню опалювального сезону, коли знижується поточна вартість «платіжок» (і населення вже може частково погашати накопичену у попередній період заборгованість з оплати). Тобто **населення не уникає сплати** – воно просто не в змозі «поточно» сплачувати високі нарахування за спожиті послуги в період осінньо-зимового опалення;
- оскільки старі заборгованості з часом «дешевшають» (у т.ч. внаслідок підвищення номінальної заробітної плати), то частина громадян може свідомо йти на заборгованості, очікуючи їх реального здешевлення з часом. Звичайно, це «допустимо», оскільки поки не застосовуються жорсткі санкції проти тих, хто є хронічним боржником. Поряд з цим, у випадку малозабезпечених може йтися і про певне «свідоме» покращення (без оплати спожитих послуг) таких верств населення²⁴;
- складність ситуації погіршується, зважаючи на те, що **заборгованість притаманна всім видам послуг** (таблиця «*Заборгованість населення зі сплати за житлово-комунальні послуги*»).

Заборгованість населення зі сплати за житлово-комунальні послуги,
млрд. грн. (на кінець періоду)

	<i>Грудень 2017</i>	<i>Червень 2018</i>	<i>Грудень 2018</i>	<i>Травень 2019</i>	<i>% зростання: трав. 2019 / груд. 2017</i>
газопостачання	12,4	16,8	26,4	26,2	111,3
централізоване опалення та гаряче водопостачання	11,1	11,4	16,7	16,8	51,4
утримання будинків і споруд та прибудинкових територій	3,0	3,9	4,0	4,6	53,3
централізоване водопостачання та водовідведення	1,8	2,7	3,1	3,7	105,6
вивезення побутових відходів	0,4	0,5	0,6	0,7	75,0
електроенергія	3,6	4,0	4,8	5,2	44,4

²⁴ Цим **ускладнюється однозначне трактування** (як переважно позитивне чи негативне) **змін у динаміці заборгованості** населення по сплаті житлово-комунальних послуг та її вплив на загальну економічну спроможність.

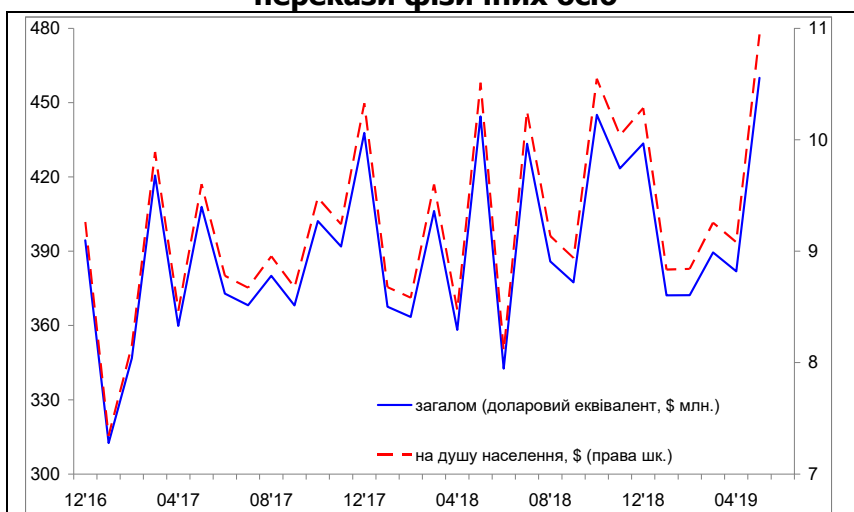
Упродовж останніх років, хоча номінальні зарплати прискорено зростали (як вказувалось, на майже 60%), це не суттєво вплинуло на поведінку українців стосовно утримання (і зростання) заборгованостей із виплат зарплати і сплати за житлово-комунальні послуги. На сьогодні поки не видно раціональних і дієвих інструментів наведення фінансового порядку у сфері, що значною мірою обмежуватиме можливості влади у напрямі посилення контролю платоспроможності загалом.

Особисті валютні ресурси

Важливим джерелом добробуту для українців виявляються **кошти, отримвані від «заробітчани»** (членів сімей чи близьких родичів, які працюють за кордоном). Причому, якщо раніше до вказаної категорії належали переважно жителі західних областей країни, то сьогодні виїзд за кордон на заробітки вже притаманний жителям всієї території країни. Хоча Україна у цьому процесі втрачає трудові ресурси, однак доречно виокремити й позитивні елементи.

Зокрема, останніми роками обсяг **коштів (переказів), які надходять громадянам України з-за кордону** (як вказувалось, насамперед, від українських «заробітчани»²⁵), суттєво **перевищує обсяги припливу ПІІ** (діаграма «*«Чистий» приплив іноземної валюти до України...»*) – у 2019р., як і у попередньому році, такі «чисті» обсяги складатимуть \$5-6 млрд. (при ПІІ – \$2,5 млрд.) Тобто **головними зовнішніми інвесторами** є і, вірогідно, найближчими роками залишатимуться **українці-«заробітчани»**, які працюють в країнах Європи.

Чистий приплив іноземної валюти до України через перекази фізичних осіб



²⁵ ...і використовувались переважно на будівництво житла, відкриття бізнесу, купівлю авто та ін..

Важливо, що в таких умовах позитивний вплив проявляється не лише через підвищення добробуту населення, але й привносить макроекономічний позитивний ефект – значного покращення зовнішньоекономічних балансів – і **сальдо рахунку поточних операцій** хоча й залишиться **негативним** (внаслідок високого зовнішньоторговельного дефіциту), проте є **помітно меншим** (див. далі зовнішньоекономічний підрозділ).

... вже до кінця поточного року ... приплив коштів за переказами може суттєво скоротитись

Поряд з цим, подальший **приплив коштів** за переказами **може суттєво скоротитись** вже до кінця поточного року. Насамперед, це може бути зумовлено невдалим стартом діяльності нової владної команди, погіршенням бізнес і суспільного середовища, внаслідок хаотичних трансформацій. В таких умовах, *по-перше*, все менше «старих» і «нових» українців-емігрантів розглядатимуть варіанти повернення на Батьківщину. *По-друге* – може відновитись еміграційна хвиля (дещо знизилась у 2019р. порівняно з 2016-2017рр.), і зменшиться чисельність тих, хто віритиме у швидке відновлення країни. Поки ми залишаємо слабкий висхідний тренд чистих переказів до України (діаграма «*«Чистий» приплив...»*»), однак у цій площині відчуються значні невпевненості.

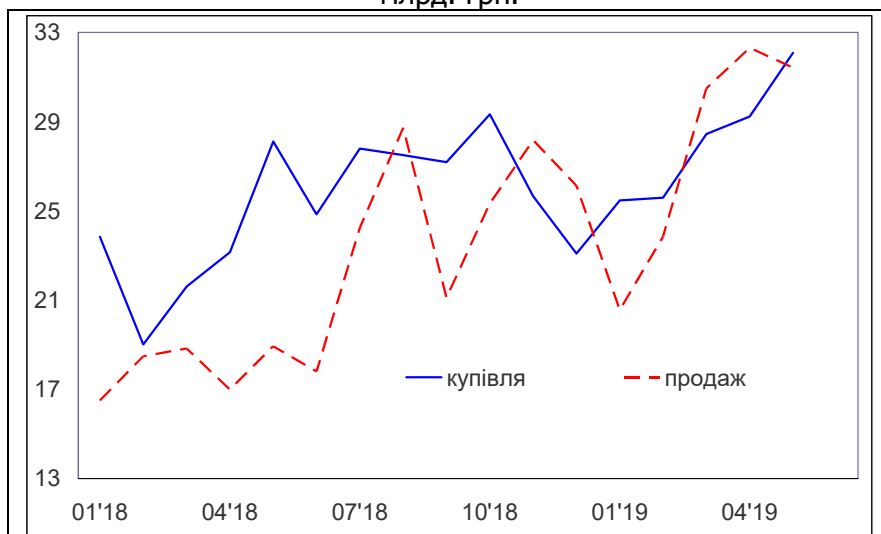
Ще одним важливим джерелом добробуту виступають **власні заощадження населення в іноземній валюті**, які зосереджені поза банківською системою, та й поза офіційним обліком загалом. **Власні валютні готівкові кошти** громадяни завжди розглядали як **важливий і надійний довгостроковий «внутрішній» ресурс** і активно застосовували операції купівлі-продажу готівкової валюти залежно від потреб.

... купівля готівкової валюти населенням розглядається як формування ресурсів-заощаджень

Купівля-продаж іноземної валюти в Україні може слугувати надійним індикатором стабілізаційних процесів і добробуту. Так, **в умовах макроекономічної стабілізації** і підвищення доходів **населення нарощує також обсяги купівлі іноземної валюти** (для накопичення, розглядаючи її як надійне джерело заощаджень). Тобто, купівля готівкової валюти населенням розглядається як формування ресурсів-заощаджень (в умовах довгострокової ненадійності банківської системи). Саме у періоди загроз кризових проявів обсяги продажу банками населенню готівкової валюти стрімко зростають (діаграма «*Купівля-продаж готівкової іноземної валюти населенням»*).

Збільшення ж обсягів **продажу валюти** населенням пов'язується з тим, що населенню **не вистачає наявних гривневих ресурсів на здійснення поточних платежів**, тобто утворюється дефіцит гривні (або «гривнева недостатність»), який необхідно покривати. Що є індикатором погіршення поточного добробуту, а також вимивання валютних заощаджень.

Купівля-продаж готівкової іноземної валюти населенням, млрд. грн.



Звичайно, при макроекономічних шоках населення всі гривневі заощадження спрямовуватиме на купівлю готівкової іноземної валюти, що привносить додатковий негативний тиск на валютних ринках країни. Вчасне погашення панічних настроїв, у т.ч. через задоволення основного попиту на готівкову валюту у такі періоди, залишатиметься важливим завданням НБУ. За нашими оцінками, **наприкінці року можуть бути валютні ускладнення** (у т.ч. внаслідок погіршення платіжного балансу і боргових виплат) (докладніше далі). Однак, за виваженої політики НБУ вдасться збалансувати і заспокоїти ринки.

... при макроекономічних шоках населення всі гривневі заощадження спрямовуватиме на купівлю готівкової іноземної валюти

Зайнятість

При запровадженні стабілізаційних заходів уряди повинні брати до уваги, що в умовах послаблення економічної динаміки інфляція і безробіття у тій чи іншій мірі пов'язані «класично» і мають обернену залежність (згідно з т.зв. моделлю Філіпса²⁶). Тому висхідні країни часто змушені вибирати між альтернативними напрямками стабілізації – приборкання інфляції чи зниження безробіття (покращення зайнятості)²⁷.

В Україні ж завдання утримання офіційно низького рівня безробіття було серед пріоритетних для влади, а роботодавцям «вигідніше» було не допускати масових звільнень працівників. Підтримці зайнятості, звичайно,

... завдання утримання офіційно низького рівня безробіття було серед пріоритетних для влади

²⁶ За **зростання безробіття** знижуються доходи і купівельна спроможність населення, а з тим і **інфляційна динаміка** може зазнати **гальмування**.

²⁷ Так, у країнах Балтії головні зусилля зосереджувались на антиінфляційній політиці, а проблема безробіття була поставлена у залежність від економічної динаміки.

сприяло і бюджетне фінансування великих державних підприємств, значна частка яких була (принаймні офіційно) збитковою.

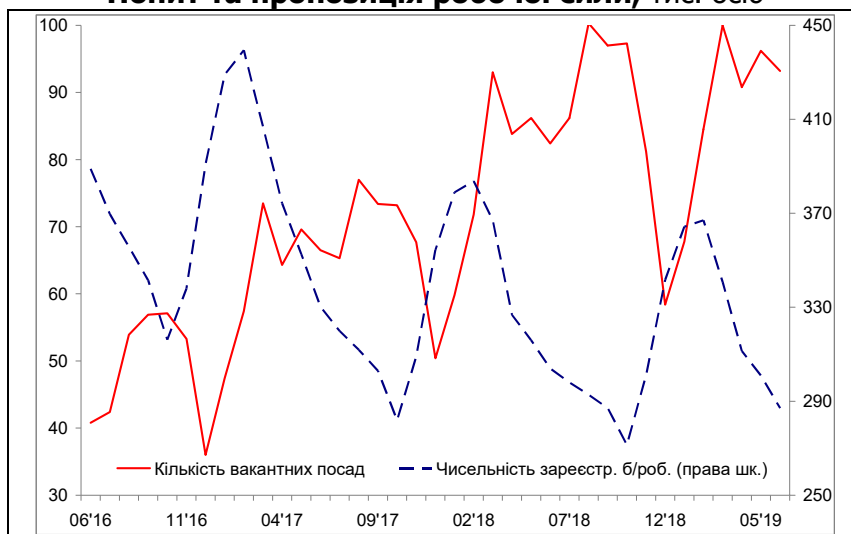
Між тим, саме через попит і пропозицію робочої сили формуються умови для належної оплати праці, а з тим і добробуту працівників. З іншого боку, належна зарплата є достатньо вагомим стимулом для працівників у пошуку роботи, а з тим – підвищення зайнятості.

В Україні використовуються **різні методики оцінки рівня зайнятості чи безробіття**. Зокрема, йдеться про дані **офіційної статистики** – Держстату, які стосуються лише працівників, які зареєстровані у Державній службі зайнятості (і, відповідно, які є офіційно безробітними), а також дані, отримані в результаті соціологічних опитувань чи **обстежень домогосподарств** (за методологією Міжнародної організації праці – МОП). Звичайно, оцінки за вказаними методиками суттєво різняться, у т.ч. внаслідок неповної інформації стосовно попиту на робочу силу у різних сферах.

Загалом, в Україні попит на робочу силу (потреба роботодавців у працівниках для заповнення вакантних посад) має виразну сезонність (попит зростає у весняно-літній період, що пов'язано з розширенням робіт в аграрному секторі, будівній галузі, сфері відпочинку та інших). Поряд з цим, упродовж останніх років проявляється чітка тенденція до розширення вакантних посад. Відповідним чином, у періоди розширення потреб у працівниках відбувається і зниження офіційної чисельності безробітних (діаграма «*Попит та пропозиція робочої сили*»).

... чітка тенденція до розширення вакантних посад і зниження зареєстрованого безробіття...

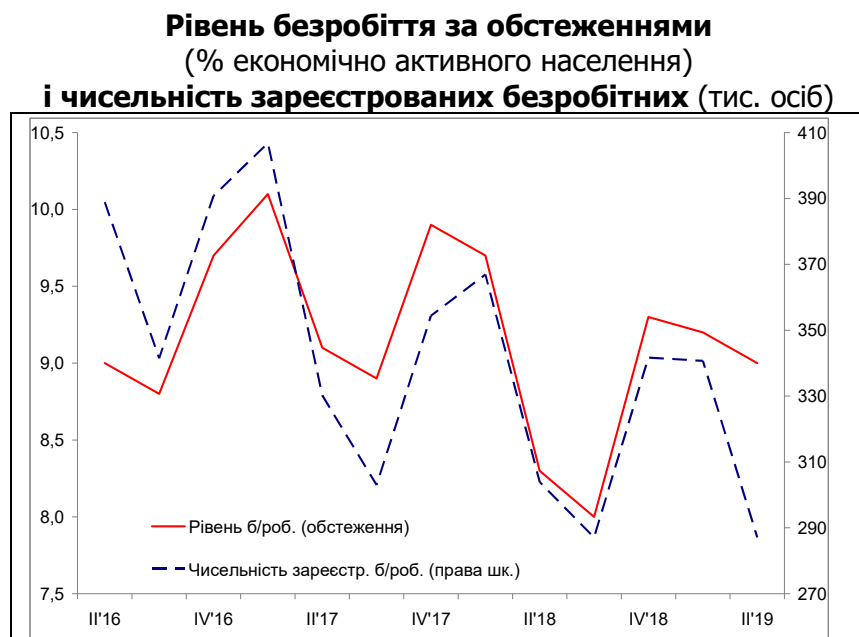
Попит та пропозиція робочої сили, тис. осіб



Як не дивно, із чисельністю зареєстрованих безробітних позитивно корелює рівень безробіття, дані стосовно якого отримані за результатами вибірових обстежень домогосподарств (діаграма «*Рівень безробіття за обстеженнями...*»).

Звичайно, далеко не всі ті, хто втратив роботу, реєструються як безробітні (важливим, крім іншого є соціальний аспект включеності у суспільство), а переважно ті, хто по суті відчайвіс самостійно знайти роботу (таких, за певними оцінками, приблизно 15-20% тих, хто фактично є безробітним). Так, офіційний рівень безробіття в Україні менше 2% (населення працездатного віку), а рівень безробіття за обстеженнями – 9-10%.

... із чисельністю зареєстрованих безробітних позитивно корелює рівень безробіття за результатами вибіркового обстеження домогосподарств



У таких умовах, хоча показники за різними методиками суттєво різняться, однак, офіційний рівень безробіття (який щомісяця реєструється) може виступати досить точним індикатором динаміки фактичного рівня безробіття в країні. А з тим, і відпрацьовуватись необхідні заходи економічної політики.

Однак, **поки не видно, яким чином** (без суттєвих структурних змін і економічного прискорення) **можна суттєво знизити рівень безробіття**. Після очікуваного зниження у III кв. (приблизно до 8,5%) у наступні півроку рівень безробіття коливатиметься у вузькому діапазоні 9,2%-9,5% (за методологією МОП). **І лише за умови дійсної активізації економічної діяльності** вже з весни 2020р. можна **очікувати започаткування стійкого тренду послідовного підвищення зайнятості** і, відповідно, зниження безробіття нижче 8%.

Зробимо **загальне зауваження**. Підтримка конкурентного рівня працівників, а відтак і заробітних плат, значною мірою базується на постійному оновленні знань і кваліфікацій, а тому й вимагає **розширеного фінансування освіти**. Відповідним чином і фірми, в яких у працівників стимули освіченості залишаються низькими, навряд чи можуть сподіватись на суттєве підвищення продуктивності (а з нею і зарплати) чи посилення конкурентоспроможності.

У таких умовах часто спостерігається свого роду «**пастка середньої освіти**», коли до певного рівня освіченості працівники відчують потребу у нових знаннях і готові інвестувати у набуття додаткових знань і кваліфікацій, що, водночас, приносить додаткові матеріальні вигоди. А далі, якщо стимули до набуття освіти послабли або додаткові рівні освіти не надають працівникам перспектив покращення їх кар'єри і добробуту, то й стимули до набуття додаткових знань та умінь втрачаються, що (замикаючи негативне коло) означає і втрату доходів.

Інфляція та впливи на неї

Хоча в Україні задекларовано політику інфляційного таргетування (що також зафіксовано у *Меморандумі*), проте рівень споживчої інфляції залишається помітно вищим, ніж річні цільові показники. Попри декларації НБУ про його зусилля на досягнення низького (однозначного) рівня інфляції²⁸, індекс споживчих цін у 2018р. зазнав лише незначних змін – зростання споживчих цін (грудень до грудня) склало 9,8% (середньорічне зростання – 10,9%), при тому, що у 2017р. – 13,7% і 14,4, відповідно. У І п/р 2019р. зростання споживчих цін склало 3,6% (у червні була зафіксована незначна дефляція – 0,5%) (діаграма «*Зміна індексу споживчих цін*»).

... рівень споживчої інфляції в Україні залишається помітно вищим, ніж урядові річні цільові показники

Зазначимо, що серед чинників **інфляційного тиску** останніми роками виокремлюється **цінове адміністрування у системі житлово-комунальних послуг (ЖКП)**²⁹. Хоча на початку 2019р. деякі з монополістів та регуляторів ЖКП оголосили про продовження зростання тарифів упродовж року), проте перипетії парламентського марафону і програмні цілі і завдання головних політичних сил внесли суттєві коригування у подальші очікування стосовно динаміки тарифів у сфері ЖКП. Найвірогідніше нова влада першочергово захоче продемонструвати турботу про добробут українців, і восени 2019р. демонстративно утримуватиме (або навіть незначним чином зменшить)

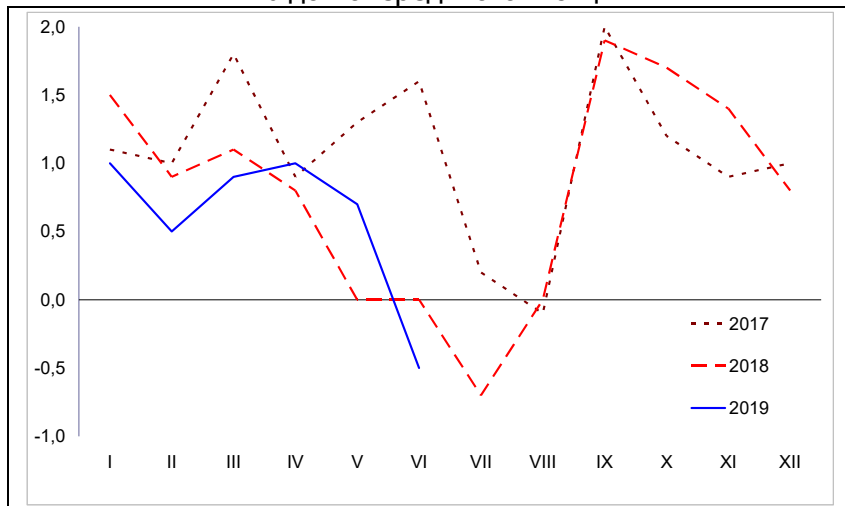
... перипетії парламентського марафону ... внесли суттєві коригування у подальші очікування ... динаміки тарифів у сфері ЖКП

²⁸ На наш погляд, «**захоплення**» **НБУ** спробами різкого зниженням інфляції в умовах цінового адміністрування у сфері ЖКП є **надмірними і невинуватими**, оскільки зовсім не враховують згубну дію монетарних обмежень на розвиток реального сектору. Більше того, в Україні **рівень інфляції є «непрозором» формованим** показником (і викликає сумнів у адекватності), оскільки легко піддається **політизованому маніпулюванню**. Тому, на наше переконання, такий індикатор **не може відігравати роль цільового** для формування економічної політики, а також не може виступати у якості критерія успішності результатів економічної політики.

²⁹ Нагадаємо, що в Україні зростання тарифів у сфері ЖКП значною мірою, крім адміністрування, залежить від курсової динаміки.

житлово-комунальні тарифи. Тому ми також **покращуємо наш інфляційний прогноз** – за нашими оцінками, зростання ІСЦ (грудень-грудень) складе 8,7% (при затверджені у Бюджеті-2019 – 7,4%)³⁰.

Зміна індексу споживчих цін, % до попереднього місяця



Звичайно, йдеться про офіційні показники інфляції. У дійсності, видається, рівень інфляції в Україні значно вищий, ніж той, який подається Держстатом. Принаймні на побутовому рівні населення відчуває більш значиме зростання роздрібних цін.

Однак, оскільки в Україні ніхто не несе відповідальності за планові чи прогнозні некоректні макроекономічні показники, то фактично **вища, ніж задекларована урядом, інфляція** має цілком **зрозумілі політичні «вигоди»** – навіть в умовах низької економічної динаміки номінальні показники ВВП і бюджетів можуть мати цілком позитивну зростаючу динаміку, що, своєю чергою, дозволяє владі розширювати соціальні (номінальні) виплати.

Слід зазначити, що окрім складнощів визначення інфляції в Україні (а відтак – не достатньо коректного визначення складових інфляційних процесів), часто допускаються **некоректні інтерпретації** українського макроекономічного середовища та головних показників та індикаторів взаємопов'язаних з інфляційними. Тому далі ми зупинимось на окремих впливах докладніше.

Насамперед, як вказувалось, не існує статистичних підтверджень значимого негативного впливу приросту заробітних плат на зростання індексу споживчих цін (діаграма вище *«Зростання індексу споживчих цін та зростання*

³⁰ За нашими спостереженнями, зростання інфляції в осінній період головним чином матиме девальваційну (для гривні) складову (докладніше далі).

заробітної плати»). Тому й **заходи економічної політики**, які (для приборкання інфляції) **передбачають обмеження чи навіть заморожування заробітних плат, не можуть бути результативними**, а призведуть лише до погіршення купівельної спроможності населення.

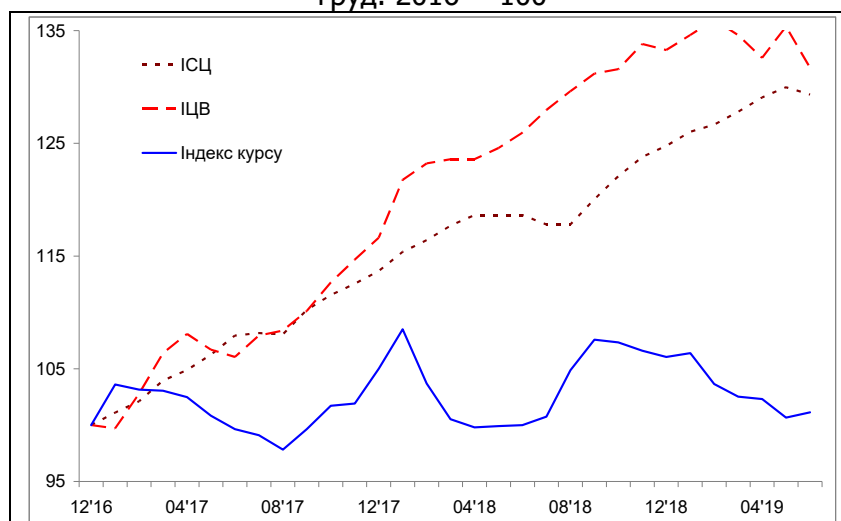
... в українських реаліях... саме монетарне звуження провокує інфляційні дисбаланси

Ще одне «непорозуміння» виникає при аналізі впливу пропозиції грошей M2 на рівень інфляції. Класичним є твердження про те, що монетарна експансія провокує прискорення інфляції. Однак, в українських реаліях (слабкого ринкового середовища) виявляється, що **обмеження на темпи нарощування грошей M2** спричиняють високі процентні ставки, які закладаються у цінові характеристики товарів і послуг і, як наслідок, відбувається **прискорення інфляції**. Тобто монетарне звуження і провокує інфляційні дисбаланси (докладніше див. далі у монетарному підрозділі). Також важливими є фактори взаємного впливу між ціновими індикаторами. Так, інфляція на споживчих ринках, звичайно, піддається значному **тиску з боку динаміки цін виробників**. А значне наповнення національних ринків імпортованими товарами спричиняє високу залежність вартості споживчих товарів від курсу гривні.

... завдяки періодичному зміцненню гривні вдавалося стримувати зростання як споживчих, так і виробничих цін

Упродовж 2018р. ціни виробників помітно випереджали споживчі ціни, що спричинило утворення т.зв. **інфляційного навісу** (над споживчими ринками) (діаграма «Індекси споживчих цін і цін виробників та курсу»), нейтралізація якого часто проявляється через ціновий шок для споживачів. Як не дивно, упродовж двох попередніх років **стримуванню обвалу інфляційного навісу сприяв валютний курс** – завдяки періодичному зміцненню гривні вдавалося стримувати зростання як споживчих, так і виробничих цін.

Індекси споживчих цін і цін виробників та курсу, груд. 2016 = 100



З початку 2019р. завдяки стабілізації вартості енергетичних товарів (нафта, газ) на світових ринках і зміцненню гривні, знизилась і індекси цін виробників, що ослабило інфляційний

навіс і підтримувало у I п/р помірний рівень споживчої інфляції.

Однак, як вказувалось, **в осінньо-зимовий період спостерігатиметься низка дисбалансуючих процесів** – погіршення зовнішньоторговельного сальдо, ослаблення гривні, високі боргові виплати та інші. Наслідком чого стане і **прискорення споживчої інфляції**. Проте, розкручування інфляційно-девальваційної спіралі очікувати не слід.

Фінансові результати та інвестиції

Ділове і регуляторне середовище країни, попри окремі позитивні зміни, **залишається незадовільним**. Хоча Україна і поліпшила свої позиції у світовому рейтингу *Doing Business-2019*³¹, проте поки країна залишається на 71 місці. Тобто до виконання мети входження до провідної двадцятки країн світу за сприятливістю умов для підприємницької діяльності країні ще надто далеко³².

Запровадження механізмів, які дозволили істотно **покращити державну реєстрацію нового бізнесу**, часткове скасування низки ліцензій та дозволів, реформування контролюючих органів та обмеження ними перевірок бізнесу, поступ у реформуванні податкової системи та реформі публічних закупівель, спрощення регулювання міжнародної торгівлі у спосіб поступової гармонізації з вимогами Угоди про асоціацію з ЄС – сприяли досягненню вищих оцінювань.

Однак, у рейтингу *Doing Business-2019* за категорією захист прав інвесторів Україна посідає 72 місце – найгірший результат серед країн ЄС і висхідних країн Центральної та Східної Європи. Тобто не може йтися про швидку зміну ситуації (як знову декларується новим керівництвом країни) – заміни існуючої системи регулювання підприємницької діяльності на європейську, оскільки окрім декларацій вагомою є історична практика.

... за захистом прав інвесторів Україна посідає 72 місце – найгірший результат серед європейських країн

На **посилення негативних тисків** в економіці України вказують також **результати діяльності підприємств**. Так, за I кв. 2019р.³³ **фінансовий результат** до оподаткування

³¹ Doing Business Reports. –

<http://www.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/>.

³² Між тим, слід зазначити, що в окремих категоріях за останній період Україна змогла продемонструвати вражаючі позитивні зсуви. Так, в рейтингу оподаткування сьогодні країна посідає 54 місце (поліпшення на 110 позицій), міжнародна торгівля – 79 місце (+70 позицій), захист прав інвесторів – 72 місце (+56). Однак, є позиції, по яких Україна погіршила свій рейтинг – реєстрація власності (-3), доступ до отримання кредитів (-15), забезпечення виконання контрактів (-14), вирішення проблем із неплатоспроможністю (-3).

³³ Останні звітні дані на момент підготовки цієї публікації.

великих та середніх підприємств становив 111,1 млрд. грн. прибутку (що гірше відповідного показника попереднього року – 119,6 млрд. грн.).

При цьому **прибутки зменшились, а збитки зросли**. Зокрема, прибуток становив 152,5 млрд. грн. (93,2% порівняно із січнем-березнем 2018р.), збитків допущено на 41,4 млрд. грн. (або 101,7%). Частка збиткових підприємств за січень-березень 2019р. становила 27,2% (за січень-березень 2018р. – 26,3%). За нашими спостереженнями у II кв. прибутковість підприємств не покращиться. Вказані фінансові результати у I п/р (які співвідносяться із зазначеним вище витісненням інвестицій) демонструють, що і до кінця поточного року **ситуація не матиме тенденцій до помітного покращення**, що не дозволяє сподіватись на інвестиційне розширення.

Одним з **гальмівних чинників** виступає **структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування**. Так, у I кв. 2019р. підприємствами та організаціями за рахунок усіх джерел фінансування освоєно лише 108,3 млрд. грн. капітальних інвестицій. **Структура ж їх (інвестицій) фінансування** останніми роками **не зазнає помітних змін**: лівова частка інвестицій сформована за рахунок власних джерел – 74,1% загальних обсягів, а кошти державного і місцевих бюджетів, а також іноземних інвесторів сумарно лише незначним чином перевищили 7% (загального). Зважаючи на політизований рік, є підстави стверджувати, що й станом на кінець 2019р. частка капітальних інвестицій за рахунок власних коштів підприємств та організацій залишиться на рівні 75% загальних обсягів.

... чинні інвестиційні показники ... не дають підстав сподіватись на стійке довгострокове зростання на основі міцного інвестиційного базису

Наголосимо, інвестиційні показники залишаються вкрай низькими і поки не дають підстав говорити ані про нову (інвестиційну) модель розвитку української економіки, ані сподіватись на стійке довгострокове зростання на основі міцного (законодавчо підкріпленого) інвестиційного базису, насамперед інфраструктурного (врізка *«Нереалізовані інфраструктурні наміри»*).

НЕРЕАЛІЗОВАНІ ІНФРАСТРУКТУРНІ НАМІРИ

Формально влада опікувалася завданнями розвитку української інфраструктури, зокрема транспортної. Хоча урядом розроблено і затверджено низку важливих документів, зокрема Національну транспортну стратегію України на період до 2030р.³⁴, однак законодавчо подібні наміри не мали належного продовження.

Так, упродовж останніх років було здійснено кілька спроб ухвалення нової редакції Закону України «Про залізничний транспорт». Однак, відповідні законопроекти після представлення були відхилені і зняті з розгляду. На сьогодні у профільному комітеті

³⁴ Розпорядження КМУ «Про схвалення Національної транспортної стратегії України на період до 2030 року» № 430-р. від 30 травня 2018р.

Верховної Ради знаходиться Проект закону «Про залізничний транспорт України» (реєстр. № 9512, від 30.01.2019р.). Важливою особливістю цього законопроекту є те, що ним передбачається імплементація 6 директив та 2 регламентів ЄС відповідно до Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, що вкрай важливо для інтеграційної спрямованості країни. Слід, однак, констатувати, що, як і стосовно більшості запланованих парламентських розглядів, законотворчість у економічній сфері відтермінується на невизначений термін.

Приватизація

Кращі результати діяльності підприємств і покращення структури їх фінансування **можна було б очікувати після включення процесів приватизації** великих підприємств, які (процеси) були довгий час законсервовані. Ледь не щороку законодавчо відбувається скорочення переліку об'єктів права державної власності, що не підлягають приватизації, однак на цьому приватизація «завершується». Хоча Верховною Радою було ухвалено, як вважалось, важливий приватизаційний закон³⁵, проте це не вплинуло на **приватизаційний процес в Україні**, який загалом **виявився провальним**. Відтак, не відбуваються ані зміни структури власності та ефективності діяльності, ані наповнення державного бюджету.

*... провальний
приватизаційний
процес ...
не відбуваються зміни
структури власності*

Тільки у 2017р. відбулось хоча б часткове наповнення бюджету від Фонду держмайна, однак це сталось лише завдяки спеціальному продажу окремих пакетів акцій, а також оренді держмайна³⁶, що жодним чином не впливає на

³⁵ 7.03.2018р. набув чинності Закон України «Про приватизацію державного і комунального майна», з ухваленням якого пов'язувалось розблокування приватизації великих привабливих підприємств, зокрема, одеського припортового заводу, Азовмашу, низки українських ТЕЦ та інших. Однак, жоден конкурс так і не відбувся.

³⁶ Так, надходження до державного бюджету від приватизації у 2017р. (найбільш успішний «приватизаційний» рік у постмайданний період) склали 3,4 млрд. грн. з 17,1 млрд. грн. запланованих у відповідному Законі про Держбюджеті. Упродовж року не було проведено жодного конкурсу приватизації великого привабливого підприємства. Замість послідовної реалізації приватизаційної політики, **ФДМУ обмежився продажем окремих пакетів акцій, а також орендою державного майна**. Так, у серпні 2017р. ФДМУ були реалізовані пакети державних акцій (по 25% кожен) ПАТ «Донецькобленерго», ПАТ «Західенерго» та ПАТ «Київенерго». Слід зазначити, що, *по-перше*, всі три пакети акцій придбала компанія Ornexlimited, що належить до найбільшої фінансово-промислової групи України СКМ (фактично СКМ докупила блокуючі пакети акцій тих енергокомпаній, які вона вже контролювала). *По-друге*, загальна сума, за яку були продані пакети акцій трьох енергетичних компаній, склала близько 1,32 млрд. грн., при цьому придбані

... для покриття розриву в обсягах фінансування дефіциту держбюджету Уряд збільшив внутрішні запозичення

виконання завдань та результативність приватизації. Негативна ситуація склалася у 2018р. (хоча, як вказано, Верховна Рада й ухвалила новий Закон). Надходження від приватизації державного майна склали лише 355 млн. грн., тобто близько 2% річного показника, затвердженого у держбюджеті. Відтак, для покриття розриву в обсягах фінансування дефіциту держбюджету Уряд збільшив залучення внутрішніх запозичень обсягом близько 18,5 млрд. грн. (що, звичайно, є проінфляційним чинником).

... за відсутності т.зв. політичної волі процеси приватизації не зможуть бути зрушені з місця

Вірогідно, ситуація 2019р. у приватизаційній сфері не відрізнятиметься від минулорічної. Хоча відбулася низка судових рішень, які мали б сприяти приватизаційному пошукванню, однак, видається, за відсутності т.зв. політичної волі процеси не зможуть бути зрушені з місця. Звичайно, за неготовності до входження приватного інвестора (національного чи іноземного) у ті державні підприємства, які ще зберігають привабливість, як консервуватиметься нераціональна виробнича структура, так і надалі вимиватимуться фінансові ресурси. Так, у I п/р від приватизації державного майна надійшло до державного бюджету лише 0,3 млрд. грн. або 1,6% річного планового показника. Звичайно, таку бюджетні «дірку» знову буде закрито через емісію ОВДП.

... запровадження обов'язкового щорічного аудиту господарської діяльності всіх суб'єктів господарювання, що користуються державними пільгами

Зауважимо, що в умовах гальмування приватизаційних процесів **влада уникає й пошуку альтернатив покращення результативності та ефективності діяльності державних підприємств.** Так, важливою ініціативою, яка б сприяла посиленню бюджетної дисципліни (принаймні у частині державних видатків на діяльність підприємств), змогло б стати запровадження **обов'язкового щорічного аудиту** (аудиторами, які відповідають міжнародним стандартам) господарської діяльності **всіх суб'єктів господарювання, що користуються державними пільгами (прямими та опосередкованими)**, на предмет відповідності способу використання пільг та коштів, заощаджених від пільги³⁷.

Слід згадати про ще одну важливу законодавчу ініціативу (спрямовану на посилення захисту інвесторів та власників), яка так і залишилась нездійсненою. З метою зниження ризиків «рейдерських захоплень» у листопаді 2018р. Уряд схвалив т.зв. **«3-й антирейдерський» законопроект.** Очікувалося, що вже на початку 2019р. вказаний законопроект буде

активи лише компанії ПАТ «Західенерго» перевищили стартову ціну, а два інші активи – продані за стартовою ціною, що свідчить про відсутність конкуренції.

³⁷ Видається, це зможе стати складовою «ревізії» новою командою Президента стану державного сектору економіки, результативності та ефективності державних видатків.

поданий Президентом як **невідкладний** для ухвалення Верховною Радою³⁸. Чого, однак, **так і не відбулося**.

Державні фінанси

Фіскальні можливості економічного прискорення в Україні значною мірою обмежені, внаслідок наявної структури бюджетних надходжень і видатків, а також незадовільного рівня структурних реформувань. Водночас, **вимога Меморандуму стосовно обмеження дефіциту держбюджету на рівні 2,2-2,3%**, в умовах високих соціальних зобов'язань, практично **виключає економічне стимулювання**. У якості позитиву, слід нагадати, що Україна зобов'язалася перед МВФ **утримуватися** від надання будь-якої податкової амністії, введення нових податкових пільг або привілеїв, зміни податку на прибуток підприємств та ін., а **зміни до податкової системи**, які можуть зашкодити фіскальній стійкості, **не ухвалюватимуться**. Як не дивно, завдяки виборчим марафонам, як вказувалось, владі було не до економічних реформувань, і податкових експериментів у І п/р 2019р. вдалося уникнути³⁹.

Україна зобов'язалася утримуватися від надання будь-якої податкової амністії чи введення нових податкових пільг або привілеїв...

Серед найважливіших цілей діяльності влади у системі державних (публічних) фінансів, оприлюднених останніми роками, виокремлювалось запровадження **середньострокового бюджетного прогнозування та планування**, у т.ч. шляхом запровадження трирічної бюджетної декларації та стратегічних планів міністерств. Як вже традиційно, **реалізація виявилась суперечливою**.

З одного боку, дійсно, у квітні 2018р. Кабмін підготував проект постанови про основні напрямки бюджетної політики на 2019-2021 роки (бюджетну декларацію), що оцінювалось як важливий крок, на основі якої у подальшому відбуватиметься бюджетний процес. Однак, *з іншого* – **вже у**

³⁸ Третій "антирейдерський законопроект" буде внесений в Раду найближчим часом. – <https://economics.unian.ua/finance/10343349>.

³⁹ Значною «податковою» подією могло б стати запровадження т.зв. **податку на виведений капітал** замість податку на прибуток підприємств, на що й був спрямований президентський законопроект «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо податку на виведений капітал», зареєстрований у Верховній Раді ще 5.07.2018р. Його (закону) ухвалення нібито перешкодить утіканню капіталів, підвищить інвестиції в Україні, надасть бізнесу додаткові ресурси. Однак, з вказаним податком небезпідставно пов'язується низка суперечностей і ускладнень для Держбюджету, насамперед, у частині **відсутності належних компенсаційних джерел** (внаслідок різкого падіння надходжень до бюджету принаймні у перші 3-5 роки – за окремими оцінками, у перший рік впровадження податку на виведений капітал в Україні втрати бюджету складатимуть 40-50 млрд. грн.). Тому НЕухвалення вказаного закону є радше позитивним фактом для державних фінансів.

2019р. Верховна Рада про декларацію по суті «забула», не було здійснено жодних заходів по підготовці та розгляду відповідних документів (частково це можна пояснити виборчим марафоном, проте Мінфін і Уряд формально не мають безпосереднього відношення до виборів Президента, а тому бюджетотворча діяльність не могла бути ігнорована).

упродовж весняно-літньої сесії Верховна Рада ухвалила лише один законодавчий акт, спрямований на бюджетно-податкову сферу

Як вказувалось, упродовж весняно-літньої сесії Верховна Рада спромоглася ухвалити лише один законодавчий акт, спрямований на бюджетно-податкову сферу (уточнення головних показників Бюджету-2019). Тому можна вважати, що 2019р. виявився чи не першим роком, коли упродовж двох кварталів не відбувались термінові податкові зміни (як до того ж могли запроваджуватись «заднім числом»).

Упродовж останнього п'ятиріччя уряд знаходився під значним тиском **необхідності утримувати дефіцит бюджету в рамках затверджених показників**. Що, хоча й обмежувало в оперативності, проте спонукало до посилення бюджетної дисципліни. Так, якщо у 2014-2015рр. дефіцит державного бюджету складав 4,5-5,0% ВВП (у т.ч. внаслідок необхідності нейтралізації кризових шоків), то вже у 2016р. скоротився до нижче 3% ВВП, а упродовж 2017-2018рр. – нижче 2% ВВП (таблиця «Виконання Державного бюджету України»⁴⁰).

Виконання Державного бюджету України

	Доходи		Видатки і кредитування		Сальдо (- дефіцит)	
	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП
2016	616,3	25,9	686,4	28,8	-70,1	-2,94
2017	793,3	26,6	841,1	28,2	-47,8	-1,60
2018	928,1	26,1	987,3	27,7	-59,2	-1,66

Виконання (державного і зведеного) Бюджету-2019

у I п/р за основними показниками певною мірою повторювало динаміку попереднього року (з врахуванням інфляції і номінального ВВП) і, як у попередні роки, **носило суперечливий характер**. Так (див., зокрема таблицю «Надходження до Державного і місцевих бюджетів»):

- доходи державного бюджету склали майже 507 млрд. грн., що на приблизно 13% більше відповідного показника 2018р. (і узгоджується зі зростанням номінального ВВП) і незначним чином (на 4%) перевищили планові показники на цей період;
- водночас, доходи загального фонду держбюджету, хоча і зросли на 9,5% (відносно попереднього

⁴⁰ Виконання державного бюджету України. – <https://index.minfin.com.ua/ua/finance/budget/gov/>.

року), однак виявились на 6% менше планових показників⁴¹;

- надходження власних доходів загального фонду місцевих бюджетів України зросли на 20% (порівняно з тим же періодом 2018р.) і перевищили 130 млрд. грн.;
- надходження від податку на доходи фізичних осіб зросли на 21% (порівняно з I п/р попереднього року), перевищивши 51 млрд. грн., що, своєю чергою, співвідноситься із зростанням середніх номінальних заробітних плат.

Однак, до кінця 2019р. заплановане **виконання бюджету буде суттєво ускладнене**, а «запланований» дефіцит держбюджету обсягом близько 90 млрд. грн. **навряд чи зможе бути утриманий**⁴².

Надходження до Державного і місцевих бюджетів,
млрд. грн. (наростаючим підсумком)

<i>2019р.</i>	<i>держбюджет</i>	<i>місцеві бюджети</i>	<i>разом</i>
березень	201,5	62,3	272,8
червень	506,8	132,5	639,3

Характерною ознакою виборчих марафонів (а також перших місяців роботи утвореного новим парламентом уряду) є **помітне розширення соціальних виплат**, що вже відбувалося і відбуватиметься надалі у 2019р. Вірогідно, в рамках бюджетного процесу на 2020р. важливою складовою стане перегляд доходної і видаткової частини державного (і консолідованого) бюджету 2019р. з одночасним перерозподілом ресурсів між окремими складовими економічної класифікації з намаганням продемонструвати соціальну спрямованість політики нової влади. Зважаючи на обмежений досвід (нових парламентарів) бюджетного процесу, видається, що **видаткова частина вийде за рамки** раціональних показників.

У частині державних фінансів слід також звернути увагу на ще один (позитивний) процес у податковій сфері, який у попередні роки **вважався надмірно корупційним**, і упродовж довгого часу не робилося дійсних кроків до його вноормування. Йдеться про **відшкодування ПДВ**, що сьогодні відбувається значною мірою на автоматизованій і прозорій основі. Так, за результатами 2018р. відшкодування (повернення сплаченого) ПДВ склало 131,7 млрд. грн. У 2019р. обсяги і темпи відшкодування перевищують

⁴¹ Одним з чинників стало зміцнення гривні з початку року, що суттєво вплинуло на надходження від зовнішньоторговельної діяльності.

⁴² Доходи держбюджету у 2019р. передбачаються у сумі 1,026 трлн. грн., видатки – 1,112 трлн.

минулорічні – упродовж I п/р. було відшкодовано 83,7 млрд. грн. Поки ми не можемо оцінити, як процеси сплати і відшкодування ПДВ протікатимуть за нового уряду.

Монетарна і валютна динаміка

Монетарна політика НБУ упродовж 2017-2018рр. мала **виразно обмежувальний характер**, що аргументувалось необхідністю продовження політики «інфляційного таргетування». Однак, на практиці, **НБУ не спромігся знизити темпи інфляції** до цільового (7% у 2018р.) показника. Намагання ж НБУ обмежити інфляцію шляхом подальшого сповільнення приросту грошових залишків, в кращому випадку, призведе до консервації нинішнього рівня слабкої динаміки зростання економіки країни.

Намагання НБУ обмежити інфляцію шляхом сповільнення приросту грошових залишків ... призведе до утримання слабкої економічної динаміки

Ситуація у монетарній сфері з початку 2019р. набула певним чином **критичного характеру**. У переважній більшості партнерських країн центральні банки дедалі активніше проводять монетарну експансію (розширена пропозиція грошей), знижують процентні ставки (де це можливо) або застосовують монетарне послаблення (через викуп цінних паперів), що розглядається як важлива умова підтримки економічного зростання і розвитку. Україна ж, навпаки, скорочує пропозицію грошей, обмежує доступ економічних агентів до ресурсів, утримуючи їх вартість на надзвичайно високому рівні⁴³. Нинішнє **скорочення реальних грошей** в економіці (таблиця «Монетарні агрегати») є **вагомим обмеженням для відновлення** реального сектору⁴⁴.

Україна скорочує пропозицію грошей, обмежує доступ економічних агентів до ресурсів, утримуючи їх високу вартість

Ситуація з доступом економічних агентів до фінансових ресурсів погіршується тим, що кредитні **процентні ставки в Україні залишаються зависокими**. Так, упродовж 2018-2019рр. міжбанківські кредитні ставки та ставки за новими кредитами у національній валюті резидентам коливались переважно у діапазоні 17-18% (для домогосподарств – 29-31%), за новими депозитами знаходились на рівні 10-12% (для домогосподарств – 6,7-7,8%). Ставка ж рефінансування НБУ (облікова ставка) з вересня 2018р. до кінця квітня 2019р.

⁴³ Для банків така ситуація може розглядатись навіть як «виграшна». В умовах монетарних обмежень центрального банку і високих потреб держави у грошових коштах, відбувається їх (коштів) «перетікання» (у т.ч. через дорогі внутрішні запозичення), а реальний сектор практично залишається без виробничих ресурсів. Доходи ж банків значною мірою формуються за рахунок безризикових високодохідних інструментів – депозитних сертифікатів НБУ та облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

⁴⁴ Вкажемо, що реальне економічне **зростання досягалося лише у роки**, коли відбувалося **суттєве нарощування грошової маси** (пропозиції широких грошей). Обмеження пропозиції грошей супроводжувалось зниженням показників економічного зростання. **Подальше монетарне звуження** розглядається нами як **згубне для України**.

складала 18%⁴⁵ (хоча НБУ в рамках власної політики «інфляційного таргетування» декларував зниження інфляції нижче 10%).

Монетарні агрегати,
на кінець періоду (якщо не вказано інше)

	2017	2018	6 міс. 2019	2019 (п)
Грошова база, млрд. грн.	399	436	445	455
<i>Зростання грошової бази, % до початку року</i>	<i>4,6</i>	<i>9,2</i>	<i>2,1</i>	<i>4,5</i>
Готівка в обігу, млрд. грн.	333	364	359	380
<i>Зростання готівки в обігу, % до початку року</i>	<i>5,8</i>	<i>9,3</i>	<i>-1,2</i>	<i>4,5</i>
Грошова маса, трлн. грн.	1,21	1,28	1,29	1,34
Швидкість обігу грошової маси (ВВП/М2-середньорічне)	2,6	2,9	2,7	3,2
Депозити, залучені депозитними корпораціями, млрд. грн.	899	933	958	970
у т.ч. депозити домогосподарств, млрд. грн.	495	530	549	560
Кредити, надані депозитними корпораціями, млрд. грн.	1 017	1 073	1 024	1 112
у т.ч. кредити домогосподарств, млрд. грн.	174	201	208	230

Як вказувалось, особливо ускладненим був доступ до фінансових ресурсів у домогосподарств. Кредитні ставки наближались до 30%, а різниця у процентних ставках між депозитами і кредитами упродовж 2018р. - початку 2019р. (крім березня-квітня) демонструвала чітку тенденцію до зростання (діаграма «Процентні ставки для домогосподарств»).

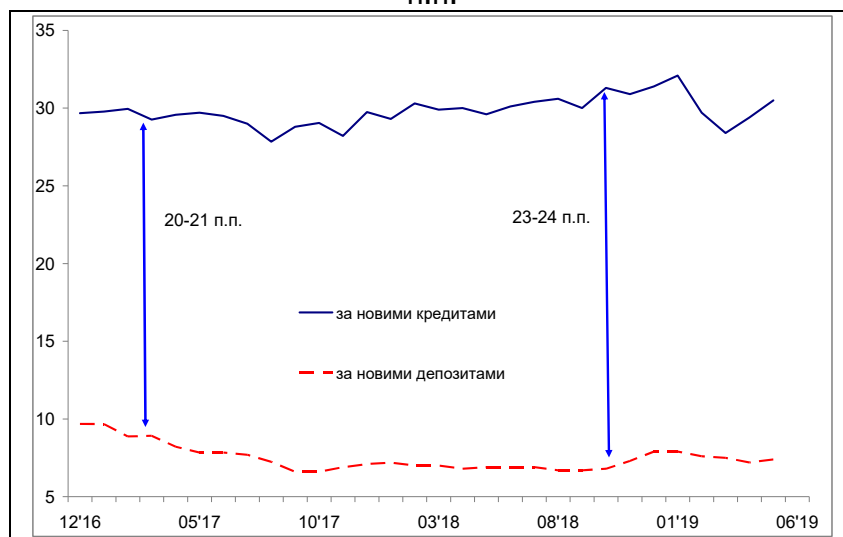
особливо ускладненим залишається доступ до фінансових ресурсів у домогосподарств

Вище ми застерігали стосовно «обережного» трактування класичних закономірностей у вітчизняному економічному середовищі. Зокрема, **сумнівним (для випадку сучасного економічного середовища України) видається твердження про те, що монетарна експансія провокує прискорення інфляції**. В українських реаліях виявляється, що **обмеження на темпи нарощування грошей М2 означає незадоволення попиту економічних агентів на фінансові ресурси**, безпосереднім наслідком чого є здорожчення таких ресурсів і зростання процентних ставок.

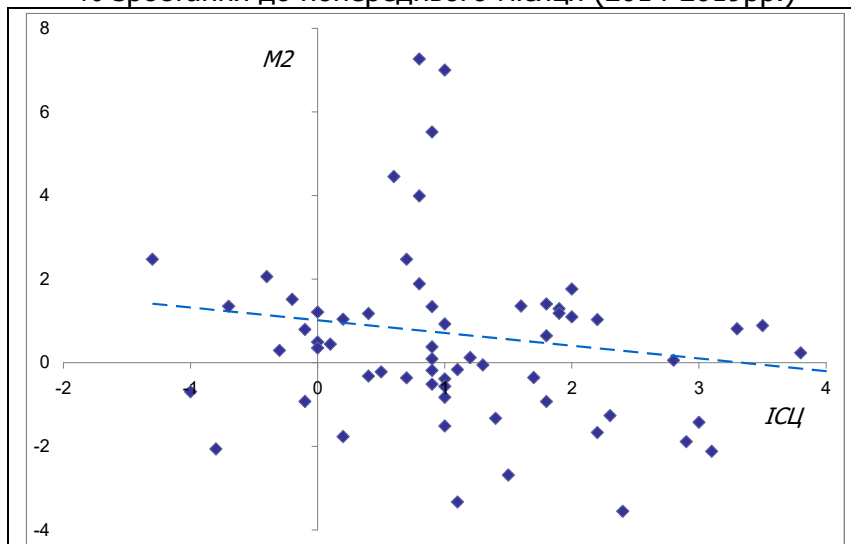
Своєю чергою, отримавши дорогі ресурси, виробники закладають їх вартість у цінові характеристики товарів і послуг, що означає **прискорення інфляції**. Тобто **саме монетарне звуження і провокує інфляційні «розкручування»** (діаграма «Пропозиція грошей М2 та Індекс споживчих цін»).

⁴⁵ З 19 липня 2019р. облікова ставка НБУ встановлена на рівні 17% при цільовому показнику інфляції 6,3%.

Процентні ставки для домогосподарств, п.п.



Пропозиція грошей M2 та Індекс споживчих цін, % зростання до попереднього місяця (2014-2019рр.)

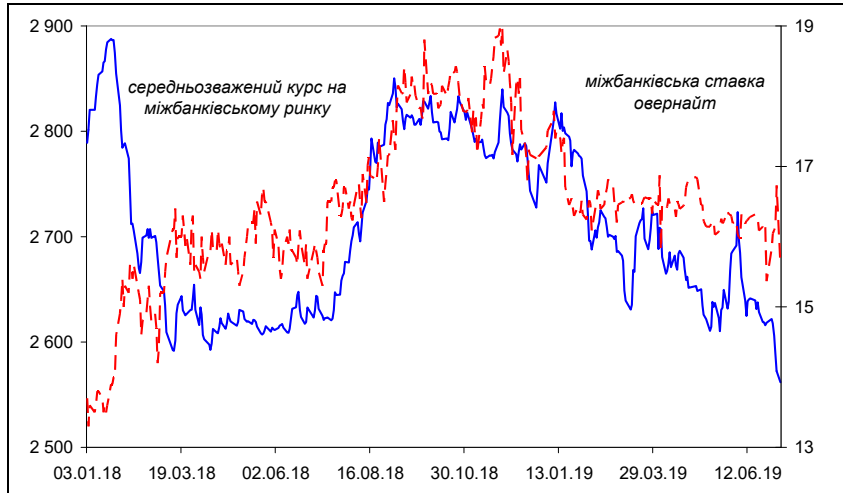


Слід вказати, що **визначальним індикатором для кредитних ринків** (насамперед, міжбанківського) виступала **валютна динаміка** (діаграма «Курс гривні і процентні ставки овернайт ...») (яка значною мірою відіграє роль чутливого індикатора довіри населення і бізнесу до намірів і дій влади): у періоди зміцнення гривні спостерігалась стабілізація чи навіть певне зниження міжбанківських ставок (січень-серпень 2017р., березень-липень 2018р., лютий-липень 2019р.), послаблення ж гривні супроводжувалось підвищенням ставок (вересень 2017р. - лютий 2018р., серпень-вересень 2018р.).

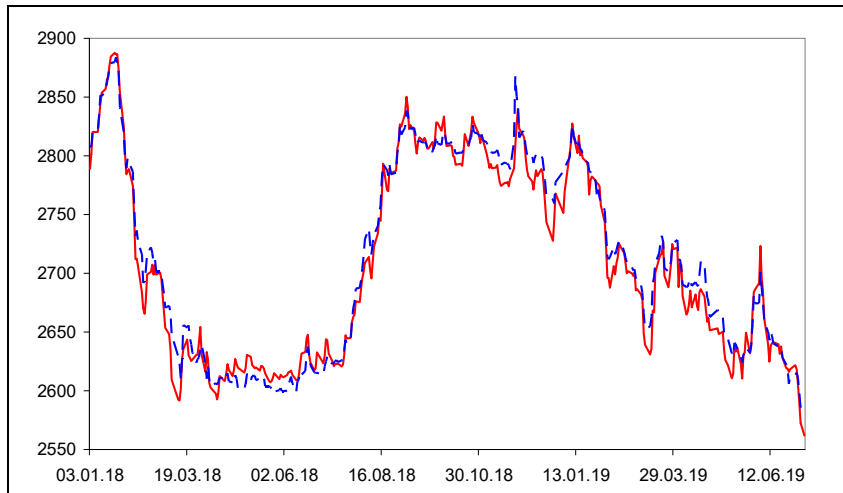
Зауважимо, що саме на **міжбанківському ринку визначається збалансований валютний курс** (гривні до долара), і останніми роками **готівковий курс** (купівлі-продажу готівкової валюти населенням) **по суті не відрізнявся від міжбанківського** (діаграма «Курс гривні на готівковому і міжбанківському ринках»). Тобто всі економічні

агенти могли вчасно і на належному рівні (мінімальна асиметричність) отримувати курсову інформацію.

**Курс гривні (грн./\$100) і процентні ставки овернайт
(%, права шк.) на міжбанківському ринку,
2018-2019**



**Курс гривні (грн./\$100) на готівковому і
міжбанківському ринках,
2018-2019**



Зважаючи на **політичні особливості 2019р.**, а з тим і утримання високих невизначеностей і викликів, є підстави стверджувати, що **загалом монетарна ситуація і монетарні тенденції** (включаючи процентні ставки, курсову та інфляційну динаміку) до кінця року **не зазнають суттєвих змін, і у III-IV кв. слід очікувати:**

- помірну девальвацію гривні, яка, втім, не матиме шокового характеру. І на кінець року значення курсу гривні вийде на рівень кінця попереднього 2018р. – трохи менше 28 грн./\$1;

- прискорення інфляційних процесів, які, однак, не перетворяться на гіперінфляційну спіраль. І вперше з 2013р. середньорічне зростання індексу споживчих цін складе однозначну величину.

*...лише за умови
монетарного
розширення можна
сподіватись
започаткувати в Україні
стійку позитивну
динаміку*

На наше переконання, для відновлення зростання (а не лише стабілізації індексу споживчих цін) **країна потребує розширення доступу до фінансових ресурсів, запровадження стимулюючої монетарної політики. І вже з початку 2020р.** (після завершення виборчих перегонів і сформування нових інститутів влади) відкриваються **перспективи до активного запровадження стимулюючих монетарних інструментів.** Підкреслимо, **лише за умови монетарного розширення можна сподіватись започаткувати в Україні стійку позитивну динаміку.** В Україні, як і у багатьох інших висхідних країнах, **помірна інфляція не є перешкодою до реального зростання економіки.**

*...національній
банківській системі під
приводом «очищення»
було завдано значної
шкоди*

Зробимо ще одне **загальне зауваження.** У 2014-2016рр. **національній банківській системі під приводом «очищення» було завдано значної шкоди валютнаристськими рішеннями** тодішнього керівництва. Виведено з ринку було понад третину діючих банків (значна частина таких дій була не виправданою), стосовно чого сьогодні відбуваються численні судові процеси. Хоча останні 2 роки НБУ **докладав зусилля**, спрямовані на внормування банківського середовища і «звільнення» його від політизованого тиску, проте фактично **залишив поза увагою заходи**, які необхідно здійснити, щоб сприяти відновленню довіри з боку бізнесу і населення.

*проведення
прискіпливого
деполітизованого
аналізу ситуації у
банківському секторі*

Перш за все йдеться про проведення **прискіпливого аналізу ситуації у банківському секторі**, насамперед, в частині як **невиправданих (політизованих) банкрутств** окремих банків, так і **надмірного збагачення інших** (наближених до влади) упродовж 2014-2017рр.⁴⁶ Однак, **поки жодних дій** у вказаному напрямі **зроблено не було.** Видається такого сорту **«очищення» було б дійсно раціональним і корисним** для національного інституційного, економічного і фінансового середовища.

Зовнішньоторговельний сектор. У зовнішньоторговельній сфері результати для України також залишаються **суперечливими.** *З одного боку,* Україна суттєво **змінила і розширила географію зовнішньої торгівлі**, наростила зовнішньоторговельний оборот з ЄС, азійськими країнами. *З іншого –* з року в рік **зростає торговельний дефіцит**, у структурі зовнішньої торгівлі переважає номенклатура з низькою доданою вартістю, країна слабко залучена до сучасних ланцюгів формування доданої вартості (*value-added chains*). Лише символічним залишається приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ).

⁴⁶ При цьому, водночас, мала б переслідуватись мета **відновлення ділової репутації власників і керівників** тих банків, які не виправдано були виведені з банківської системи.

Хоча Україна послідовно нарощує експорт, проте, *по-перше*, темпи зростання імпорту помітно перевищували темпи експорту, *по-друге* – динаміка нарощування обсягів зовнішньої торгівлі помітно знижується (що частково є відбиттям сповільнення глобальної торгівлі загалом).

Так, у 2018р. товарний експорт України зріс на трохи більше 9%, однак імпорт – на 15%. За січень-травень 2019р. експорт товарів зріс на 7,4% (порівняно з відповідним періодом минулого року) і склав \$20,9 млрд., імпорт – на 9,3%, досягши \$23,5 млрд., а з тим торговельний дефіцит перевищив \$2,6 млрд. (роком раніше дефіцит складав \$2,1 млрд.).

Подібна **тенденція навіть прискориться до кінця поточного року**. Так, якщо експорт товарів і послуг у 2017р. зріс на 17,1% (порівняно з попереднім роком), а імпорт (товарів і послуг) на 19,2%, то у 2019р. (за нашими оцінками) експорт зросте менше, ніж на 8%, а імпорт – трохи більше, ніж на 9% (відносно 2018р.)⁴⁷. У таких умовах, **зовнішньоторговельний дефіцит** (як окремо торгівлі товарами, так і торгівлі товарами і послугами) продовжуватиме зростати, і найвищий рівень дефіциту останніх років буде досягнуто саме у 2019р. (9,2% ВВП) (таблиця «*Зовнішньоторговельний баланс України*»).

Зовнішньоторговельний баланс України

	2017	2018	2019 (п)
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами, \$ млрд.	-9,7	-12,6	-15,4
Сальдо зовнішньої торгівлі товарами і послугами, \$ млрд.	-8,6	-11,3	-13,9
Сальдо рахунку поточних операцій (РПО), \$ млрд.	-2,4	-4,6	-6,9
РПО, % ВВП	-2,2	-3,5	-4,6
РПО + ПІІ, % ВВП	0,1	-1,7	-2,9
Коефіцієнт покриття імпорту експортом (товарів і послуг), %	86,2	84,0	80,9

Стосовно **географічної структури торгівлі товарами** звернемо увагу на дві обставини. *По-перше*, продовжує зростати зовнішньоторговельний оборот України з країнами ЄС – за результатами 5 місяців 2019р. на країни ЄС припадає 42% загального українського як експорту, так і імпорту. *По-друге*, **Китай вперше в історії став найбільшим для**

... на країни ЄС припадає 42% загального українського експорту

⁴⁷ Імпорт зростатиме вищими темпами, зважаючи на високу схильність українців до споживчого імпорту, який «підкріплюватиметься» підвищенням доходів у виборчий рік.

України зовнішньоторговельним партнером (серед країн)⁴⁸, витіснивши Росію, яка всі роки посідала перше місце.

Хоча Україна, як вказано, матиме значний зовнішньоторговельний дефіцит, однак **сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу**, хоча й залишиться **негативним**, проте буде **помітно меншим** (таблиця «Зовнішньоторговельний баланс України»). По-перше, позитивною є динаміка торгівлі послугами, навіть при тому, що Україна у поточному році втратить частину надходжень за транзит енергетичних ресурсів з Росії до країн Європи⁴⁹.

По-друге, можна очікувати продовження позитивної динаміки експорту ІТ-послуг, який, за окремими оцінками, у 2019р. перевищить рівень \$5,5 млрд. По-третє, як вказувалось, у поточному році збережеться високий рівень **коштів (переказів)**, які надходять громадянам України з-за кордону, насамперед, від українських «заробітчан».

Крім того, частина дефіциту рахунку поточних операцій зможе бути профінансована прямими іноземними інвестиціями. Поки їх рівень вкрай низький⁵⁰, однак певне нарощування ми пов'язуємо з покращенням інвестиційного іміджу країни як результат швидкого формування нового уряду і активізація його відкритої раціональної діяльності.

Слід знову зробити **загальне зауваження** стосовно макроекономічних впливів. Для українського середовища характерною є «норма», за якої значне **негативне сальдо РПО** (за нашими спостереженнями понад 7%) **провокує девальваційний обвал** національної грошової одиниці (гривні). А спроби утримати гривню лише монетарними заходами (валютними інтервенціями, підвищенням процентних ставок) виявлялися малорезультативними і лише посилювали девальваційний «ефект пружини».

Тому, з одного боку, **утримання у 2019р. дефіциту РПО нижче 5% ВВП** (як і зазначено в таблиці вище), з іншого – **контрольована помірна девальвація гривні** (на що вказували у монетарному підрозділі) дозволять **підтримати**

⁴⁸ Експорт України до Китаю становить 6,2% загального українського експорту (до Росії – 6,4%), імпорт з Китаю – 13,8% загального імпорту (з Росії – 13,4%).

⁴⁹ Водночас, ризики значних втрат від транзиту суттєво зростають для наступного 2020р.

⁵⁰ Лише у 2020р., коли стане зрозумілою нова структура влади і будуть сформовані нові інститути, іноземні інвестори будуть розглядати можливості інвестування в Україну більш сміливо, проте безпосередньо приплив ПІІ відбуватиметься вкрай обережно і значною мірою залежатиме від прозорості і результативності приватизаційних процесів, які, на жаль, залишаться законсервованими до кінця 2019р.

...продовження
позитивної динаміки
експорту ІТ- послуг

зовнішньоекономічний баланс, зменшити (у 2020р.) дефіцит РПО до відносно безпечного рівня у 3,5-4,0% ВВП.

Боргові позиції

Практично всіма стратегічними документами розвитку України передбачається **раціональне управління державним боргом і поступове його зниження до прийнятного рівня** (за обсягами і структурою). І якщо зовнішні запозичення значною мірою (принаймні опосередковано) регулюються міжнародними фінансовими інститутами, то внутрішній борговій політиці притаманні значні упущення та ірраціональності.

Так, ще 2-3 роки тому передбачалося, що уряду і НБУ вдасться розширити вторинний ринок державних облігацій за рахунок проведення активних операцій з державним боргом (у т.ч. операції на відкритому ринку). Особливістю внутрішнього боргу України є те, що він сформований через облігації внутрішньої державної позики (ОВДП). Однак, поки такі **облігації використовуються виключно для фінансування дефіциту бюджету** (а не управління боргом), є високодоходним інструментом, який залишається привабливим **для отримання високих фіксованих прибутків**, у т.ч. у доларовому еквіваленті⁵¹.

Іншою особливістю структури внутрішнього боргу є надмірна участь у ньому нерезидентів. Перша хвиля **інтересу до ОВДП з боку нерезидентів** була здійснена у лютому-березні 2018р. – майже втричі збільшився обсяг ОВДП в їх портфелі. Однак, всі облігації були короткострокові, а «інтерес» був зумовлений, *з одного боку, підвищенням ставок НБУ* (середньозважена ставка НБУ зросла з 16,62% до 18,0%) і зростанням прибутковості цінних паперів НБУ разом із прибутковістю ОВДП, *з іншого – початком (сезонного) зміцнення гривні*. Що означало **для нерезидентів практично безризикову можливість отримати валютну доходність на рівні гривневої**.

... інтерес до ОВДП з боку нерезидентів...

...для нерезидентів практично безризикову можливість отримати валютну доходність на рівні гривневої

Звичайно, отримавши прибутки нерезиденти не збиралися їх капіталізувати, що означало додаткові державні втрати, які й проявились на початку вересня через виведення певних капіталів і девальвації гривні. Звичайно, такі епізоди **не мають нічого спільного з дійсним фінансуванням державного дефіциту**.

⁵¹ Зокрема, у 2018-2019рр. нерезиденти інвестували значні ресурси у **короткострокові ОВДП** під прибутковість 18-19%. В умовах валютної стабільності це означає **безризикову доларову доходність** принаймні на тому ж рівні, що є вкрай не вигідним для державних фінансів.

Практика 2018р. була перенесена і у 2019р., тільки вже у значно більших масштабах. Так, на початку року у власності нерезидентів перебувало ОВДП обсягом **6,4-6,7** млрд. грн., надалі ж зацікавленість нерезидентів українськими ОВДП знову різко зростає (діаграма «Обсяги ОВДП у власності нерезидентів»). На кінець квітня обсяг ОВДП у власності нерезидентів **перевищив 36 млрд. грн.**, а **у середині липня – 65 млрд. грн.** при доходності короткострокових облігацій **18-19%**⁵². Звичайно, такі параметри вказують на надприбутки для інвесторів, які сформовані «спільною політикою» Міністерства фінансів України і НБУ.

Водночас, це означає, що:

- іноземні інвестори були переконані, що упродовж найближчих 9 місяців українські валютні ринки будуть достатньо стабільними;
- гривня навіть зможе зміцнитись весняно-літній період (до повного закінчення виборчих марафонів);
- **великі обсяги погашень** ОВДП нерезидентів (в осінній період), а з тим і виведення отриманих доларових доходів за кордон, призведуть до **значного девальваційного тиску**, що, своєю чергою, також означатиме суттєве зростання процентних ставок (діаграма вище «Курс гривні і процентні ставки...») і подальше погіршення можливостей фінансування реального сектору.



Такі запозичення є наслідком слабкої фіскальної політики (постійних значних дисбалансів між бюджетними доходами і видатками), що формує додаткові девальваційні та інфляційні ризики. Звичайно, така **практика не має нічого спільного** з раціональною політикою управління внутрішнім боргом.

⁵² «Бум» нерезидентів українських ОВДП перевищив всі прогнози і не може інтерпретуватись інакше як **гонитва за надприбутками**.

Зовнішні сплати і міжнародні резерви

Збереження високих зовнішньоторговельних дефіцитів, в умовах низького припливу зовнішніх ресурсів, у т.ч. ПІІ, означає, що Україна змушена буде досить активно **використовувати власні валютні резерви**, як для поточних виплат, так і забезпечення вимог за зовнішніми боргами (насамперед, державними).

На початку 2019р. виникла висока занепокоєність стосовно зовнішньоборгових виплат, які Україна мала здійснити упродовж року в рамках виконання своїх зобов'язань (у т.ч. з врахуванням того, що **країна не могла напевне розраховувати на фінансування міжнародних фінансових інститутів**). Однак, сприятлива кон'юнктура і значні обсяги валютних надходжень дозволили країні безболісно здійснити зовнішні платежі у I п/р.

... сприятлива кон'юнктура і значні валютні надходження дозволили країні безболісно здійснити зовнішні платежі

Зокрема, у II кв. 2019р., за державним боргом і зобов'язаннями НБУ, Україна виплатила трохи більше \$2 млрд., а загальні боргові виплати (у т.ч. за гарантованими урядом залученнями) склали близько \$5 млрд. Хоча це значні обсяги, однак, завдяки вказаним вище надходженням (у т.ч. через перекази населенню чи купівлю нерезидентами ОВДП) процеси виплат протікали спокійно: якщо на початку року валові міжнародні резерви склали \$20,8 млрд., у травні (після необхідних виплат, пік яких саме припав на травень) знизились до \$19,4 млрд., то наприкінці червня обсяг резервів практично повернувся до рівня початку року – \$20,6 млрд.

В такій ситуації вже зрозуміло, що **у 2019р. ризики дефолту для України суттєво послаблюються**. Так, упродовж II п/р зобов'язання до зовнішньо боргових виплат уряду і НБУ складають близько \$3,2 млрд. Звичайно, Україна втратить ще близько \$1 млрд., внаслідок погашення нерезидентами ОВДП і виведення доходів (конвертованих у долари) за кордон. І навряд чи з'явиться сприятлива можливість вигідно розмістити нові суверенні євробонди⁵³.

Тобто, **частину боргових виплат Україна змушена буде зробити за рахунок резервів**. Однак, зрозуміло, що витратити значні обсяги резервів нераціонально, тим більше в умовах девальваційного тиску (як ми вказували, досить високою є його вірогідність в осінньо-зимовий період). Тому, найвірогідніше, Уряд і НБУ «комбінуватимуть» резервні виплати і поступову (безшокову) девальвацію гривні. Отож, вказане **зменшення валових міжнародних резервів** видається неминучим, проте **їх рівень залишатиметься достатнім** для покриття трохи менше, ніж 3-місячного

⁵³ Як вказувалось, розміщені у 2018р. євробонди були надто дорогими. Так, 5-річні облігації мали доходність 8,99%, а 10-річні – 9,75%. У 2019р. українські зовнішні розміщення не можуть бути суттєво вигіднішими.

імпорту, а тому це **не матиме критичного впливу** на макроекономічне середовище загалом (таблиця «*Валютні резерви*»).

Валютні резерви

	2017	2018	2019 (п)
Валові резерви, \$ млрд.	18,8	20,8	18,5
% ВВП	16,8	15,9	12,3
Покриття грошової бази резервами, %	129,6	132,6	113,3
Резерви у місяцях імпорту (товарів і послуг) наступного періоду	3,2	3,4	2,8

Отже, незважаючи на зовнішньоборговий тиск, **Україні у 2019р. вдасться уникнути дефолту і не допустити нового економічного обвалу**, а з тим – хоча Україна й не зможе вийти на шлях стійкого зростання (вказане річне зростання у 2-3% жодним чином не означає макроекономічної довгострокової стійкості), проте все ж **убережеться від нової хвилі руйнівної кризи**.

Заключні зауваження і висновки

Соціально-економічні результати України останніх років не стали вражаючими, радше вкотре слід говорити про суперечливі наміри і заходи, а з тим – втрачені можливості для прискорення країни. Слабка позитивна економічна динаміка – середньорічне зростання реального ВВП упродовж 2017-2019рр. на рівні 2,5-2,7% – значною мірою консервує недосконалу застарілу структуру національної економіки.

Водночас, хоча Україна й не вийшла на шлях стійкого зростання, не спромоглася безумовно зміцнити національну економіку і убезпечитися від кризових проявів, проте, зважаючи на зовнішні і внутрішні виклики, започатковані напрями реформувань і розвиток країни упродовж останніх років немає підстав оцінювати лише негативно.

Певні стратегічні ускладнення були пов'язані з упущеннями при розробці та ухваленні *Меморандуму* України з МВФ стосовно економічної і фінансової політики. У цьому документі вкрай недостатньо були враховані, і навіть ігноровані, суспільно-політичні особливості виборчого 2019р. та їх вплив на соціально-економічне середовище, реальну спроможність влади у втіленні накреслених трансформацій, а також готовності населення усвідомити і прийняти пропоновані зміни.

Макроекономічна структура ВВП демонструвала відверто споживчий характер вітчизняної економіки. Надвисокий рівень споживання визначає і низький рівень заощаджень, які є основою формування належних інвестиційних ресурсів, і,

водночас, призводить до стійкого утримання зовнішньоекономічного дефіциту.

Суттєві обмеження для розвитку також зумовлені структурою фінансування інвестицій – левова частка фінансування підприємств сформована за рахунок власних джерел. Утворюваний в таких умовах низький інвестиційний потенціал відлякує національних і міжнародних інвесторів і не дозволяє очікувати значного інвестиційного залучення.

Зміна галузевої структури (виробничих сфер), хоча й відбувається, проте вкрай низькими темпами, що означає як розмивання потенціалу зростання, так і збереження низької вартості праці.

У площині добробуту політика доходів мала досить суперечливий вияв. Так, упродовж минулої п'ятирічки темпи підвищення доходів населення суттєво перевищували темпи зростання номінального ВВП, що підтримувало і покращувало купівельну спроможність населення. Однак, обвали національної валюти та інфляційні шоки суттєво знецінювали грошові ресурси і заощадження домогосподарств.

Однак, динаміка заробітних плат є неоднорідною, існують значні регіональні і галузеві дисбаланси. Оплата праці в освіті і охороні здоров'я, базових сферах для людського капіталу, продовжує суттєво відставати від виробничих сфер.

«Хронічним» недоліком вітчизняного соціально-економічного середовища, що позначається на добробуті, є заборгованості з виплат працівникам зарплати та оплати населенням житлово-комунальних послуг. Надмірно високі платіжки (а з тим і вимушені сплати) означають низьку платоспроможність домогосподарств, а заборгованості з оплати за спожиті послуги обмежують їх (домогосподарств) можливостями вільно розпоряджатись власними ресурсами.

Впроваджувана політика НБУ виявлялась надто жорсткою, задеклароване інфляційне таргетування не досягло цілей швидкого і суттєвого зниження інфляції (рівень споживчої інфляції залишається помітно вищим, ніж річні цільові показники), проте утримувало високі процентні ставки, які гальмували економічне зростання. Поки НБУ проводить політику високих процентних ставок, сподіватись на відновлення кредитування підстав немає.

Не має емпіричних підтверджень (в українському середовищі) доцільності обмеження чи навіть заморожування заробітних плат для приборкання інфляції. Так само сумнівним видається твердження про те, що монетарна експансія провокує прискорення інфляції. В українських реаліях виявляється, що обмеження на темпи нарощування пропозиції грошей означають незадоволення попиту економічних агентів на фінансові ресурси, безпосереднім наслідком чого є

здорожчення таких ресурсів, зростання процентних ставок, а з тим і інфляції. Лише за умови монетарного розширення можна сподіватись започаткувати в Україні стійку позитивну динаміку.

Суперечливими також є зовнішньоекономічні результати. Україна суттєво змінила і розширила географію зовнішньої торгівлі, наростила зовнішньоторговельний оборот з ЄС, азійськими країнами. Поряд з цим, з року в рік зростає торговельний дефіцит, а у структурі зовнішньої торгівлі товарами переважає номенклатура з низькою доданою вартістю; країна слабо залучена до сучасних ланцюгів формування доданої вартості; лише символічним залишається приплив прямих іноземних інвестицій (ПІІ).

Започатковані позитивні зміни у бюджетно-податковій сфері не отримали належного продовження. Перехід до трирічного бюджетного циклу розглядався як позитивний крок у напрямі впорядкування державних фінансів. Однак, вже у 2019р. під впливом виборчих марафонів Верховна Рада «забула» про власні стратегічні наміри. Існують високі ризики зміни бюджетно-податкової системи новою владною командою без належного аналізу доцільності і можливості.

Особливо високі ризики сконцентровані у структурі внутрішнього боргу України, який сформований через облігації внутрішньої державної позики і який є привабливим для нерезидентів внаслідок високої прибутковості і отримання ними високих фіксованих доларових доходів.

Збереження високих зовнішньоторговельних дефіцитів, в умовах низького припливу зовнішніх ресурсів, у т.ч. ПІІ, означає, що Україна змушена буде досить активно використовувати власні валютні резерви, як для поточних виплат, так і забезпечення вимог за зовнішніми боргами (насамперед, державними).

Хоча найближчим часом зменшення валових міжнародних резервів видається неминучим, проте їх рівень залишатиметься достатнім для збалансування макроекономічного середовища загалом.

На завершення вкотре наголосимо, Україна має значний внутрішній потенціал для суттєвого покращання економічної динаміки. Так, послаблення податкового і адміністративного тиску, відновлення приватизаційних процесів, монетарне розширення, активізація участі в європейських інтеграційних та інфраструктурних проектах дозволить наростити інвестиції, а з тим – почати формувати базис запровадження в Україні нової економічної моделі «інвестиції-інфраструктура-інтеграція».