



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

# ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



квітень 2016

## ПЕРЕДМОВА

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

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

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників підготовлено Департаментом монетарної політики та економічного аналізу та 21 квітня 2016 року їх схвалено на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченого питанням монетарної політики<sup>1</sup>. Прогнози макроекономічного розвитку, у тому числі інфляції, є основними, але не єдиними чинниками прийняття рішень Правлінням. Крім прогнозу інфляції та інших макроекономічних показників, члени Правління беруть до уваги нову інформацію, що з'являється після підготовки прогнозу. Оцінка членами Правління ризиків прогнозу чи взаємозв'язків між макроекономічними параметрами може відрізнитися.

Аналіз в Інфляційному звіті ґрунтується на наявних макроекономічних даних на дату його підготовки, тому період аналізу для окремих індикаторів може бути різним. Остання дата оновлення даних у цьому звіті – 15 квітня 2016 року.

---

<sup>1</sup> Постанова Правління Національного банку України від 21 квітня 2016 року № 279 “Про схвалення Інфляційного звіту”.

**ЗМІСТ**

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ .....	4
1. ГОЛОВНЕ .....	5
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	8
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ .....	8
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА .....	13
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК .....	13
2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК .....	17
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ .....	22
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР .....	25
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	28
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ .....	36
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ .....	42
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ .....	42
3.2. ЦІНИ .....	44
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА .....	45
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	47
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ.....	49
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ .....	50

## АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	Агропромисловий комплекс
АТО	Антитерористична операція
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВДВ	Валова додана вартість
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України
ДССУ	Державна служба статистики України
ДФС	Державна фіскальна служба
ЄС	Європейський Союз
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство
ЗВТ	Зона вільної торгівлі
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей
ІСЦ	Індекс споживчих цін
ІЦВ	Індекс цін виробників
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України
КМУ	Кабінет Міністрів України
КПБ5, КПБ6	П'яте і шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОП	Міжнародна організація праці
МФО	Міжнародні фінансові організації
НБУ	Національний банк України
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ОЕСР	Організація економічного співробітництва і розвитку
ООН	Організація Об'єднаних Націй
ОПЕК	Організація країн-експортерів нафти
ОТП	Основні торговельні партнери
ПДВ	Податок на додану вартість
ПФТС	Перша фондова торговельна система
РФ	Російська Федерація
СЗДУ	Сектор загального державного управління
СНД	Співдружність Незалежних Держав
СОТ	Світова організація торгівлі
США	Сполучені Штати Америки
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
MSCI	Morgan Stanley Capital International
млн.	мільйон
млрд.	мільярд
грн.	гривня
дол. США	долар США
руб.	російський рубль
МО	готівка
МЗ	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
дол./бар.	доларів США за 1 барель
дол./т	доларів США за 1 тону
дол./євро	доларів США за 1 євро
руб./дол.	російських рублів за 1 долар США
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі



## 1. ГОЛОВНЕ

У IV кварталі 2015 року та в січні-лютому 2016 року зовнішні умови для розвитку української економіки в цілому залишалися несприятливими. Це було пов'язано з подальшим стрімким зниженням цін на світових товарних ринках та слабким зовнішнім попитом з боку торговельних партнерів. Однак із середини лютого 2016 року умови на світових товарних ринках суттєво змінилися – тривала тенденція до зниження цін змінилася їх різким зростанням. Зокрема з середини лютого 2016 року ціни на нафту зросли в середньому на 35%. Така динаміка була зумовлена очікуваннями щодо зменшення надлишкової пропозиції на ринку нафти та високими ризиками перебоїв із постачанням нафти з країн Близького Сходу внаслідок інфраструктурних проблем. У свою чергу, динаміка цін на нафту надала суттєву підтримку світовим цінам на неенергетичні сировинні товари. Так, за підсумками I кварталу ціни на сталь зросли майже на 30% на тлі поступового, але сталого зниження обсягів світового виробництва, заяв уряду Китаю щодо заходів, спрямованих на зменшення обсягів перевиробництва на ринку сталі, а також запровадження антидемпінгових мит окремими країнами.

Значна волатильність на світових товарних і фінансових ринках та слабкість глобальної економіки відобразилися на монетарних рішеннях провідних центральних банків світу. Зокрема, ФРС США прийняла рішення відтермінувати підвищення процентних ставок, а пом'якшення монетарної політики ЄЦБ було суттєвішим, ніж очікував ринок. Це зумовило помітне послаблення долара США до провідних валют, зокрема й відносно євро. У свою чергу, така динаміка долара США та домінування позитивних очікувань на світових товарних ринках сприяли підвищенню попиту інвесторів на активи країн, ринки яких розвиваються. Ці фактори зумовили зміцнення валют таких країн за підсумками I кварталу, незважаючи на значний девальваційний тиск на початку року. Це на тлі стійкої дезінфляції в Україні та посилення девальваційного тиску на гривню на початку 2016 року зумовило послаблення РЕОК гривні.

Поступове вирівнювання дисбалансів на світових товарних ринках, що зумовить помірне зростання сировинних цін, лежить в основі зміни зовнішніх припущень базового сценарію прогнозу економічного розвитку України<sup>2</sup>. Однак у 2016 році в середньому ціни залишатимуться нижчими, ніж рік тому, та помірно зростуть у 2017 році. Подальша адаптація країн до низьких цін в умовах м'якої монетарної політики провідних центральних банків дасть змогу поживити світову економічну активність у другій половині 2016 року та в 2017 році.

Натомість внутрішні припущення практично не змінилися. Вони насамперед передбачають, що ситуація на сході країни не погіршуватиметься, триватиме співпраця з МВФ (хоча строки надходження офіційного фінансування будуть зміщені на один квартал вперед порівняно з попередніми оцінками), з другої половини 2016 року поступово відновлюватиметься кредитна активність.

У I кварталі 2016 року, як і очікувалося, тривала тенденція до уповільнення споживчої інфляції в Україні завдяки стриманій монетарній та фіскальній політиці, низьким світовим цінам на сировинні товари та стабілізації інфляційних очікувань. При цьому зниження інфляції (до 20.9% р/р у березні) відбувалося швидше, ніж прогнозував Національний банк. Це пояснюється насамперед розширенням пропозиції сирих продовольчих товарів на внутрішньому ринку внаслідок скорочення експортних можливостей для вітчизняних виробників та зростанням імпорту овочів і фруктів. Крім того, конкуренція між виробниками тютюнових виробів зумовила помірніше, ніж очікувалося, зростання цін та тарифів, що регулюються адміністративно. Динаміка базової інфляції в I кварталі відповідала нашому прогнозу.

Незважаючи на відхилення фактичної інфляції в I кварталі 2016 року від прогнозу, прогнозні показники інфляції залишаються незмінними та збігаються з цільовими рівнями – 12% на кінець 2016 року та 8% на кінець 2017 року. Незмінність прогнозу пов'язана насамперед з тим, що більшість факторів пропозиції мають короткостроковий характер та їхній вплив буде нівельовано в наступних періодах. Також повернення показника інфляції до цільових значень буде підтримане зростанням цін на світових товарних ринках. Базова інфляція так само залишається на рівні попереднього прогнозу (9.1% на кінець 2016 року). З огляду на інтенсивність дії факторів пропозиції в I кварталі, ризики прогнозу інфляції на 2016 рік змістилися в бік її зниження.

Вагомим чинником уповільнення інфляції буде проведення виваженої фіскальної політики. У січні – лютому 2016 року сформовано значний профіцит зведеного бюджету (9.9 млрд. грн.) на відміну від дефіциту в цей

<sup>2</sup> Тут і надалі при порівнянні з попереднім прогнозом використано прогноз Національного банку, опублікований в "Інфляційному звіті" за січень 2016 року.

період у минулі роки. Такий результат забезпечило зростання доходів бюджету, яке перевищило очікування, та помірне підвищення видатків. Зменшення надходжень до соціальних фондів унаслідок зниження ставки ЄСВ зумовить суттєве зростання бюджетної підтримки на покриття витрат Пенсійного фонду в 2016 році. Однак широкий дефіцит сектору загальнодержавного управління знизиться завдяки обмеженню інших витрат бюджету, зниженню дефіциту НАК “Нафтогаз” та інших квазіфіскальних видатків. **На відміну від попередніх років, у 2016 році монетарна політика не буде проводитися в умовах фіскального домінування.**

**Економіка України в IV кварталі 2015 року продовжувала відновлюватися, підтвердивши оцінки Національного банку щодо проходження дна падіння в першому півріччі.** Вагомим внутрішнім чинником впливу на економічний розвиток України в другій половині 2015 року стала деескалація військового конфлікту на сході країни, яка зумовила відновлення виробничих зв'язків та поліпшення ділових очікувань. При цьому відновлення відбувалося швидше, ніж прогнозувалося: реальний ВВП у IV кварталі 2015 року зріс на 1.4% порівняно з попереднім кварталом у сезонно скоригованому вимірі, а порівняно з відповідним кварталом минулого року падіння сповільнилося до 1.4%. Відхилення фактичних показників від прогнозу пояснюється насамперед відновленням зростання інвестицій та суттєвішим, ніж очікувалося, збільшенням державного споживання. **У цілому в 2015 році спад реального ВВП становив 9.9%, що також було краще, ніж у нашому прогнозі.**

За нашими оцінками, у I кварталі 2016 року спостерігатиметься подальше відновлення економічної активності, зокрема, незначний приріст ВВП у річному вимірі, як і передбачалося в попередньому прогнозі. Також незмінним залишається прогноз зміни реального ВВП – 1.1% в 2016 році та 3.0% – у 2017-му. Хоча припущення щодо цінової кон'юнктури на світових товарних ринках поліпшено, їхній вплив може бути нівельований погіршенням ділових очікувань та настроїв інвесторів на тлі зростання політичної невизначеності в I кварталі 2016 року та затримки з відновленням співпраці з МВФ. Ризики прогнозу ВВП ми оцінюємо як симетричні.

На початку 2016 року несприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура, нові торговельні обмеження з боку РФ та дія низки тимчасових факторів зумовили більше, ніж очікувалося, зниження експорту. Крім того, хоча падіння імпорту прогнозовано сповільнилося на тлі послаблення імпорتنих тарифних обмежень, вплив відкладеного внутрішнього попиту був вищим від очікуваного. Як наслідок, **дефіцит поточного рахунку в січні – лютому 2016 року (543 млн. дол. США) перевищив наші очікування.** Водночас його було компенсовано більшими чистими надходженнями за фінансовим рахунком (562 млн. дол. США), насамперед за залученнями приватного сектору. Державний сектор здійснював лише погашення своїх зовнішніх зобов'язань через відтермінування запланованого офіційного фінансування. У результаті в січні – лютому 2016 року зведений платіжний баланс був врівноважений (+46 млн. дол. США). Міжнародні резерви в I кварталі знизилися на 0.5 млрд. дол. США до 12.7 млрд. дол. США (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду). Скорочення резервів було пов'язано із виплатами за зовнішніми зобов'язаннями державного сектору в березні та інтервенціями Національного банку, спрямованими на зниження надмірних коливань на валютному ринку.

**Прогноз дефіциту поточного рахунку в 2016 році також залишився майже незмінним (2.3 млрд. дол. США),** хоча відбулися зміни в квартальній динаміці. Збільшення від'ємного сальдо товарного балансу в 2016 році буде компенсовано вищими надходженнями від приватних грошових переказів. Водночас порівняно з попереднім прогнозом заплановано суттєвіше зменшення імпорту природного газу. **У 2017 році прогноз поточного рахунку також залишився майже без змін – дефіцит скоротиться до 1.8 млрд. дол. США.** Прогноз показників фінансового рахунку на 2016 та 2017 роки практично не змінився. **У 2016 році очікується профіцит зведеного платіжного балансу (1.2 млрд. дол. США),** що разом із надходженнями від МВФ дасть змогу наростити міжнародні резерви до 18.7 млрд. дол. США, або 4.7 місяця імпорту майбутнього періоду. **У 2017 році прогнозується подальше зростання міжнародних резервів до 22.6 млрд. дол. США,** або 5.3 місяця імпорту майбутнього періоду завдяки профіциту зведеного платіжного балансу (1.6 млрд. дол. США) та подальшому надходженню кредитів від МВФ.

З огляду на збереження ризиків для цінової стабільності **Національний банк у I кварталі 2016 року продовжив проводити стриману грошово-кредитну політику, утримуючи облікову ставку на рівні 22% річних.** Посилення девальваційного тиску через зовнішні та внутрішні шоки протягом січня – лютого 2016 року змінилося стабілізацією ситуації в березні 2016 року. Банківська система продовжувала функціонувати в умовах структурного профіциту ліквідності. Водночас обсяги розміщених коштів на депозитних сертифікатах

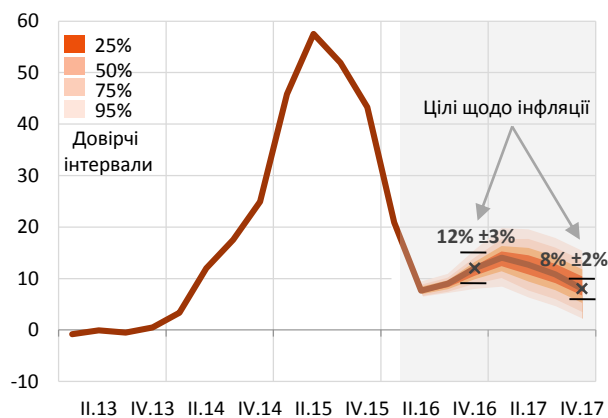
Національного банку впродовж I кварталу дещо знизилися через активізацію поглинання вільної ліквідності іншими каналами. Зокрема цьому сприяло повернення Уряду на ринок внутрішніх запозичень.

Зберігалися позитивні тенденції щодо залучення до банківської системи коштів економічних агентів: зростання обсягів депозитів у національній валюті в річному вимірі прискорилося, а в іноземній валюті – сповільнилося падіння. Також, незважаючи на загалом слабку кредитну активність, у лютому спостерігалися ознаки її поживлення. Водночас унаслідок зниження попиту на готівку та на тлі значних ефектів переоцінки депозитів у минулому році монетарні агрегати в I кварталі 2016 року продемонстрували значне падіння в річному вимірі. **Передбачається, що в 2016 році триватиме приплив депозитів у національній валюті, а також відновиться приплив коштів у іноземній валюті.**

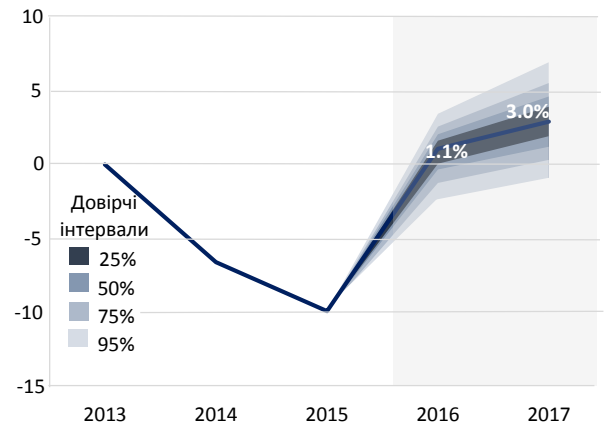
Крім окресленого базового прогнозного сценарію, який є найбільш імовірним, Національним банком розглядаються як оптимістичний, так і песимістичний сценарії розвитку.

З одного боку, **відновлення зростання світових цін на сировинні товари та збільшення попиту на товари українського експорту можуть стимулювати як приплив інвестицій, так і швидше відновлення економічної активності.** Додатковим чинником більш стрімкого припливу капіталу в країну порівняно з базовим сценарієм може бути успішне проведення приватизації.

ІСЦ, прогноз та цілі Національного банку, % річна зміна



Прогноз реального ВВП, % річна зміна



З іншого боку, **основними негативними ризиками прогнозу для економічного розвитку** Національний банк вважає можливе відновлення бойових дій на сході України, поглиблення падіння світових цін на сировинні товари, зменшення зовнішньої підтримки у випадку гальмування реформ та повне блокування українського експорту через територію РФ. **У випадку реалізації цих ризиків тиск на ціни відбуватиметься переважно через валютний ринок та інфляційні очікування економічних агентів.**

**Послаблення ризиків для цінової стабільності дозволило Національному банку пом'якшити монетарну політику.** З 22 квітня 2016 року облікова ставка знижена до 19% (Постанова Правління Національного банку України від 21 квітня 2016 року № 278 “Про регулювання грошово-кредитного ринку”). Основними факторами, які визначили зниження інфляційних ризиків, стали: зменшення політичної напруги (у зв'язку з формуванням нового Уряду) та покращення зовнішніх умов, зокрема відновлення транзиту українських товарів через РФ і поступове зростання світових цін на вітчизняний експорт. Очікується, що Національний банк продовжить пом'якшення монетарної політики у разі подальшого зниження ризиків для цінової стабільності, у тому числі після успішного завершення другого перегляду Програми розширеного фінансування з МВФ. Також **в рамках запровадження режиму інфляційного таргетування Національний банк продовжив вдосконалювати монетарний інструментарій.** Зокрема, було змінено операційний дизайн процентної політики. **Найвагоміша зміна полягає у перетворенні облікової ставки на де-факто ключову ставку монетарної політики.** Відтепер процентна ставка за ключовим інструментом монетарної політики (наразі – за 2-тижневими депозитними сертифікатами) встановлюватиметься на рівні облікової ставки. Також запроваджено симетричний та фіксований коридор процентних ставок (+/- 2 п. п. від облікової ставки) за інструментами постійного доступу (кредитами та депозитами овернайт), а допоміжні інструменти були оптимізовані. **Перехід до цієї системи дає змогу підвищити прозорість та передбачуваність монетарної політики, сприяє підвищенню впливу процентної політики Національного банку на ціни інших фінансових інструментів, процентні ставки за операціями банків та в підсумку досягненню цілей щодо інфляції.**

## 2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

### 2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

У IV кварталі 2015 року середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України залишався низьким, однак майже не змінився порівняно з попереднім кварталом. Це відбулося завдяки м'якій політиці провідних центральних банків та пристосуванню країн до низького рівня цін на світових товарних ринках. Водночас інфляція в країнах – ОТП поволі зменшувалася.

Ситуація на світових товарних ринках з початку року характеризувалася суттєвою волатильністю. Так, у першій половині кварталу спостерігалось подальше стрімке падіння цін, яке змінилося на значне їх зростання в другій половині кварталу. Зокрема, на тлі скорочення обсягів виробництва Китаєм та активізації антидемпінгової політики ЄС і США за підсумками I кварталу ціни на сталь зросли майже на 30%. Така динаміка цін сприяла поліпшенню зовнішніх умов для українських виробників з другої половини I кварталу 2016 року.

Вирівнювання ситуації на товарних ринках на тлі неоднорідності відновлення економік провідних країн світу посилює попит інвесторів на активи країн, ринки яких розвиваються. Це, у свою чергу, забезпечило підтримку валютам таких країн та дало їм змогу зміцнитися.

**У IV кварталі 2015 року зовнішній попит з боку торговельних партнерів України (виражений динамікою індексу UAWGDP) залишався слабким, однак стабілізувався порівняно з попереднім кварталом.** Це пов'язано зі:

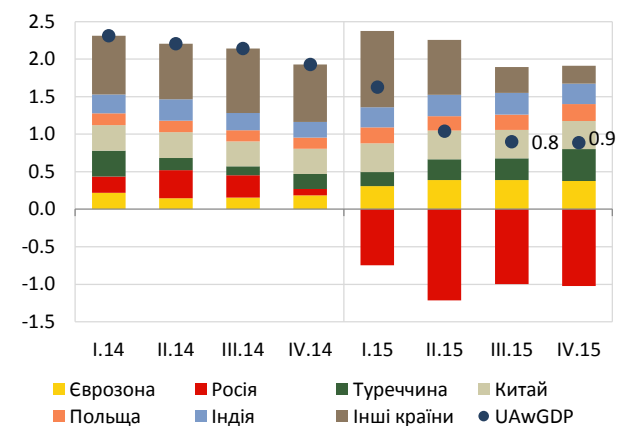
- стрімким економічним зростанням Туреччини (на 5.7% р/р у IV кварталі 2015 року) за рахунок внутрішнього споживання, незважаючи на геополітичну напруженість у регіоні та волатильність на світових фінансових ринках;
- стабільними темпами зростання ділової активності в Єврозоні (на 1.6% р/р) на тлі девальвації євро та дії програми кількісного пом'якшення ЄЦБ;
- уповільненням темпів падіння в Росії (до 3.8% р/р), насамперед за рахунок зростання в добувній промисловості.

Це компенсувало вплив сповільнення економічної активності в двох найбільших економіках світу – Китаї та США<sup>3</sup>.

**Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України (індекс UAWCPI) у I кварталі 2016 року поволі зменшувався, що пов'язано з:**

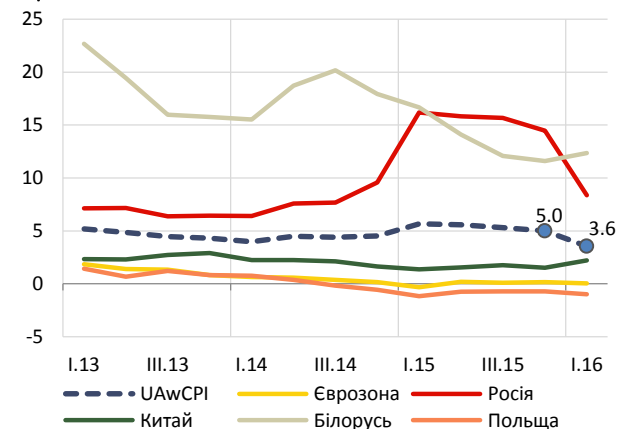
- зменшенням девальваційного тиску на валюти країн, ринки яких розвиваються (зокрема, країн СНД та Туреччини), на тлі відтермінування підвищення процентної ставки ФРС та певного зростання цін на сировинні товари;
- уповільненням зростання інфляції в Росії на тлі стабілізації обмінного курсу рубля до долара США;
- дефляційним тиском у Єврозоні, незважаючи на дію програми кількісного пом'якшення.

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAWGDP, %



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Показники споживчої інфляції в країнах – ОТП України, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

<sup>3</sup> Зростання реального ВВП Китаю у IV кварталі 2015 року сповільнилось до 6.8% р/р на тлі помірного процесу реформування економіки, накопичених фінансових дисбалансів та відпливу капіталу. Зростання реального ВВП США сповільнилось до 2% р/р завдяки зміцненню долара США, уповільненню інвестицій та послабленню споживання.

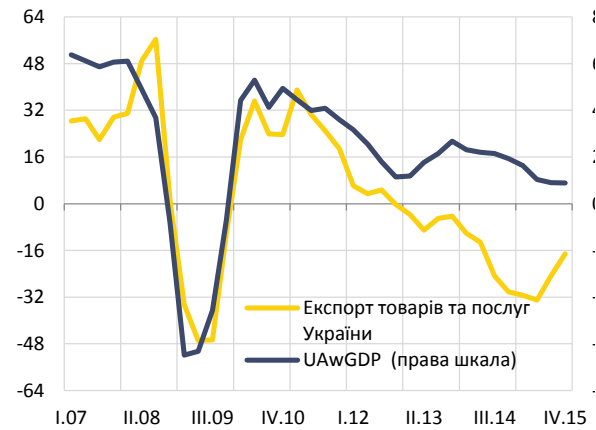


## Показники зміни зовнішнього попиту й інфляційного тиску з боку країн – ОТП

**Ukraine-weighted GDP Index (UAWGDP) – середньозважений індекс темпів зростання країн – ОТП України.** Зростання UAWGDP означає, що зовнішній попит для українських виробників з боку основних торговельних партнерів підвищується, що може сприяти зростанню обсягів експорту. Згідно з розрахунками Національного банку даний індекс є випереджальним індикатором впливу зовнішнього середовища на внутрішню економіку з лагом у один квартал.

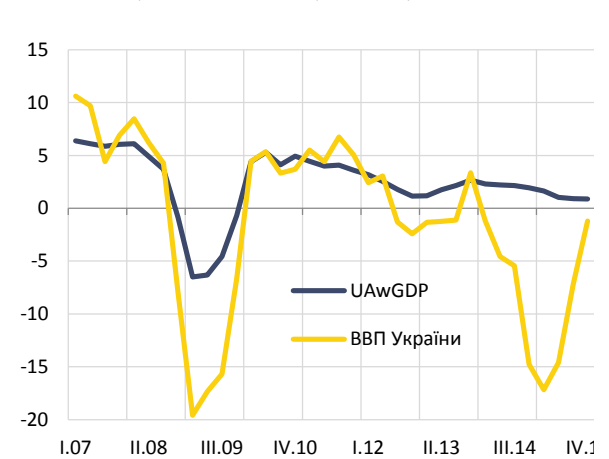
Базою для розрахунку UAWGDP є річні темпи зростання реального ВВП країн – ОТП у відповідному кварталі. Для розрахунку UAWGDP використовуються вагові коефіцієнти, які відображають питому вагу країн – основних торговельних партнерів України в її загальному обсязі експорту товарів та послуг за попередній рік. Критерієм включення країни до переліку основних торговельних партнерів слугує її частка в обсязі експорту товарів та послуг України. На поточний момент значення критерію встановлено на рівні 0.3%, відповідно UAWGDP розраховується з урахуванням Єврозони (19) та 21 країни – основних торговельних партнерів України. Сукупний обсяг експорту товарів та послуг з країнами, що враховуються при обчисленні UAWGDP, становить 75% від загального обсягу експорту України.

UAWGDP та експорт товарів та послуг України, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

UAWGDP та реальний ВВП України, % річна зміна

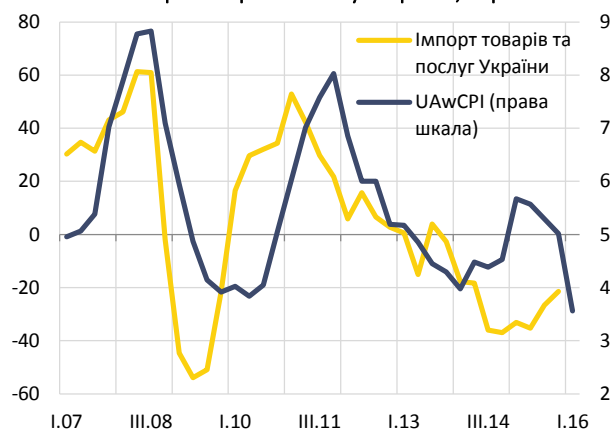


Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

**Ukraine-weighted Inflation Index (UAWCPI) – середньозважений індекс споживчої інфляції в країнах – ОТП України.** Зростання UAWCPI за інших рівних умов означає з одного боку, зростання внеску імпортованої інфляції в розвиток споживчої інфляції в Україні, а з іншого – підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів на внутрішньому ринку відносно закордонних аналогів, що може сприяти скороченню обсягів імпорту товарів.

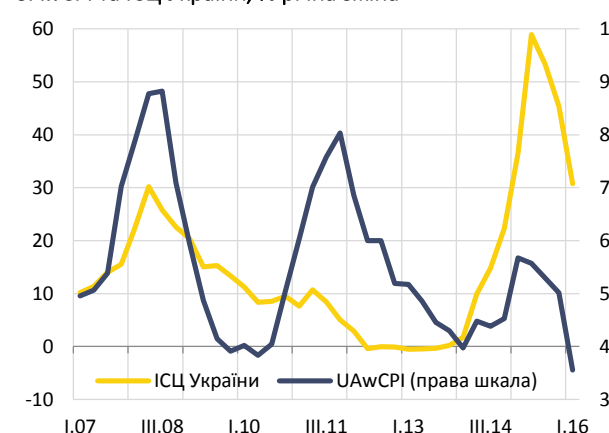
У розрахунках UAWCPI показником для вимірювання рівня інфляції є індекс споживчих цін (ІСЦ) країн – основних торговельних партнерів у середньому за квартал. Для розрахунку UAWCPI використовуються вагові коефіцієнти, які відображають питому вагу країн – основних торговельних партнерів України в її загальному обсязі імпорту товарів та послуг за попередній рік. На поточний момент UAWCPI розраховується за 39 країнами – основними торговельними партнерами. Сукупний обсяг імпорту товарів та послуг із цих країн становить 88% від загального обсягу імпорту України.

UAWCPI та імпорт товарів та послуг України, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

UAWCPI та ІСЦ України, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Джерелами даних щодо темпів зростання реального ВВП є МВФ, національні статистичні агентства та агенція Thomson Reuters.

Розрахунки UAWGDP та UAWCPI базуються на методології міжнародних фінансових організацій (зокрема, МВФ) та державних органів окремих країн світу (зокрема, Банку Англії, Румунії, Туреччини). Оновлення статистичної інформації відбувається щоквартально.

На початку 2016 року економічна активність основних торговельних партнерів України демонструвала різноспрямовану динаміку. Зокрема, за рахунок активізації в обробній промисловості відбулося прискорення зростання в Китаї. Падіння промислового виробництва Росії завдяки зростанню в добувній промисловості уповільнилося. Водночас тривало зниження промислового виробництва США на тлі відносно низьких цін на енергоресурси<sup>4</sup>.

Світові ціни на нафту протягом I кварталу 2016 року зазнали суттєвих коливань (від 25 дол./бар. до 40 дол./бар.) внаслідок дії як фундаментальних, так і тимчасових факторів. Фундаментальні фактори були пов'язані зі збереженням надлишкової пропозиції на ринку нафти, що, відповідно, продовжило тиск у бік зниження цін. Такими факторами були: зняття заборони на експорт нафти зі США, зняття санкцій з Ірану, зростання запасів товарної нафти в США (на 12.4% р/р – до 529.9 млн. барелів станом на 1.04.2016) тощо.

Водночас, починаючи із середини лютого, на зростання ціни на нафту істотно вплинуло повідомлення про ймовірну згоду між країнами-провідними виробниками нафти вже в середині квітня зафіксувати обсяги видобутку. Додатковими факторами були: скорочення видобутку вперше за багато років найбільшими виробниками сланцевої нафти у США; подальше стрімке зниження кількості бурових установок в усьому світі (за плинний рік – в 1.7 раза); перебої з постачанням нафти з Іраку та Нігерії через проблеми зі старою інфраструктурою.

У результаті світові ціни на нафту сортів Brent і WTI на кінець I кварталу 2016 року становили 38.9 дол./бар. та 36.9 дол./бар., збільшившись з середини лютого в середньому на 35%.

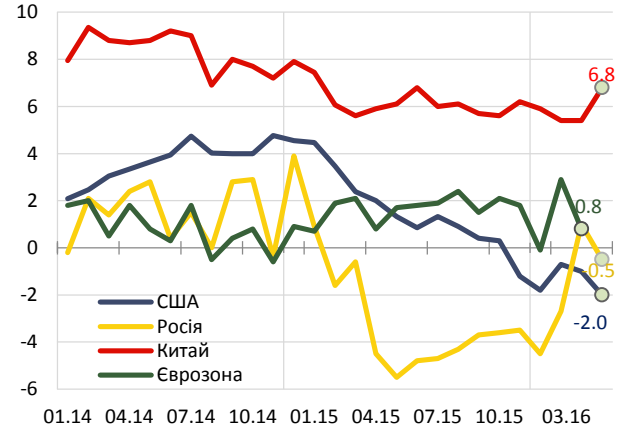
**Ціни на сталеву продукцію на світових ринках під впливом динаміки цін на нафту та слабкої економічної активності Китаю в період свят демонстрували на початку року стрімке падіння. Однак із середини лютого ціни на сталь стрімко зрости на тлі:**

- запровадження антидемпінгових мит ЄС та США на сталеві вироби з Китаю, Росії та інших країн;
- зростання цін на залізну руду внаслідок відновлення виробництва сталі Китаєм після свят у лютому;
- подальшого зниження пропозиції сталі на світовому ринку (на 3.3% р/р у лютому);
- наближення сезонного поживлення ділової активності в країнах Північної півкулі.

Крім того, на початку березня уряд Китаю підтвердив намір продовжити проведення започаткованого попереднього року комплексу заходів, спрямованих на зменшення обсягів перевиробництва на ринку сталі<sup>5</sup>. У результаті ціни на сталеву продукцію китайського виробництва (у доларовому еквіваленті), незважаючи на певну корекцію в березні, за результатами I кварталу збільшилися в середньому на 30%.

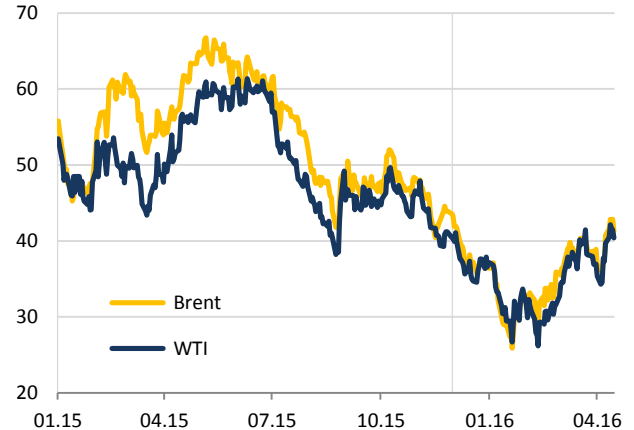
**У цілому цінова кон'юнктура для українських експортерів за I квартал поліпшилася – індекс зміни світових цін на товари**

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



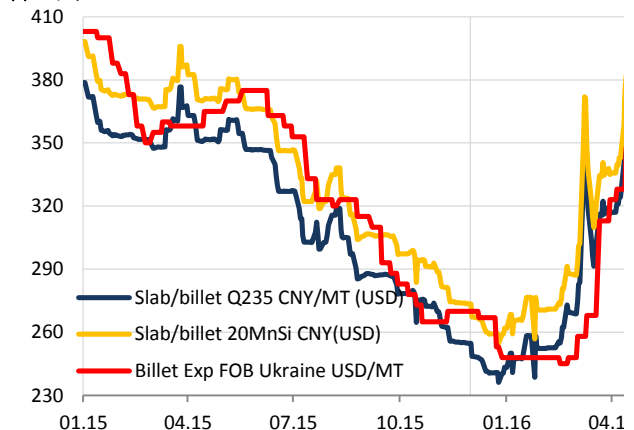
Джерело: Національні статистичні агенції.

Ціни на нафту сортів Brent і WTI, дол./бар., станом на 15.04.2016



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 15.04.2016



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>4</sup> Падіння у добувній промисловості США в березні становило 12.9% р/р, а в перерозподілі електроенергії, газу і води – 7.7% р/р.

<sup>5</sup> Скорочення виробництва сталі Китаєм за 2015 рік становило 2.3%, або 19 млн. т. Відповідно до заяви прем'єр-міністра Китаю від 05 березня 2016 року виробництво сталі скоротиться на 100-150 млн. т. або 12-19% від поточного рівня виробництва до 2020 року.

українського експорту (ЕСПІ)<sup>6</sup> зріс із початку року на 5.7%. Значний позитивний внесок у підвищення індексу зробило стрімке збільшення цін на сталеві вироби та залізну руду. Крім того, для українських виробників розширилися можливості для нарощування обсягів продажу завдяки запровадженню антидемпінгових мит ЄС та США.

Додатковими факторами зростання ЕСПІ були:

- підвищення цін на деревину та вироби з пластмаси через відновлення зростання в будівельній галузі країн Північної півкулі;
- збільшення світових цін на м'ясо, зокрема на яловичину значною мірою через обмеження її поставок з Австралії і Сполучених Штатів.

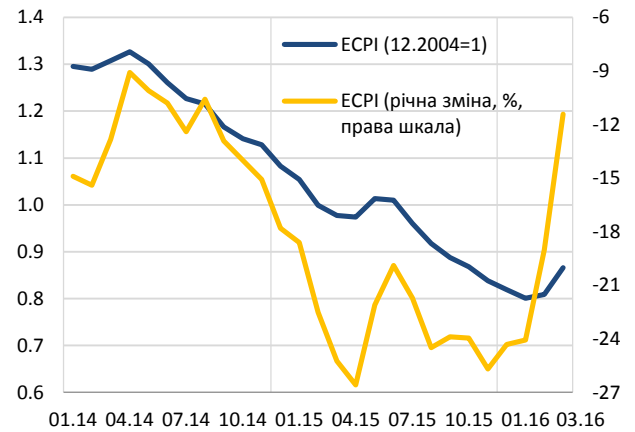
Ці фактори компенсували подальше зниження цін на зернові на світовому ринку внаслідок значних обсягів перехідних запасів у поточному маркетинговому році.

Протягом I кварталу 2016 року на світових фінансових ринках **провідні фондові індекси продемонстрували значну кореляцію з динамікою світових цін на товарних ринках**, яка підкріплювалася дією тимчасових факторів. Так, суттєве падіння S&P 500 та Eurostoxx 50 на початку року було викликане, крім усього іншого, падінням на фондовому ринку Китаю внаслідок панічних настроїв інвесторів щодо поглиблення уповільнення економіки Китаю; погіршенням прогнозів зростання світової економіки; побоюваннями щодо виходу Великобританії з ЄС; занепокоєнням інвесторів скороченням прибутковості банків, зокрема європейських в умовах поширення використання центральними банками від'ємних ставок, жорсткішого регулювання банківської діяльності та значних витрат на реструктуризацію окремими банками.

Водночас, **починаючи з середини лютого на світових фондових ринках відновилося зростання**. На тлі розвороту цін на світових сировинних ринках цьому також сприяли: заяви керівництва ФРС щодо можливого більш поступового підвищення процентних ставок, які підтвердилися на березневому засіданні; спочатку сигнали, а далі пом'якшення монетарної політики ЄЦБ; пом'якшення вимог до резервів банків Народним банком Китаю.

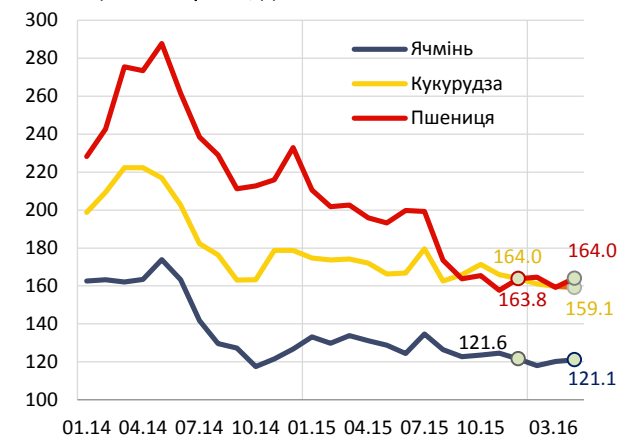
За таких умов спостерігалось поступове відновлення інтересу інвесторів до фінансових активів країн, ринки яких розвиваються – з 11 лютого до кінця березня 2016 року **індекс MSCI EM підвищився на 17.4%**. Вперше за останні вісім місяців у лютому 2016 року **призупинився вплив портфельних інвестицій із країн, ринки яких розвиваються** (насамперед за рахунок припливу інвестицій до фондів облігацій цих країн), а вже в березні інвестори вклали близько 36.8 млрд. дол. США в акції та облігації країн, ринки яких розвиваються<sup>7</sup>. Це стало найбільшим щомісячним обсягом припливу капіталу за останні два роки та значно перевищило середньомісячний рівень останніх чотирьох років.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ)



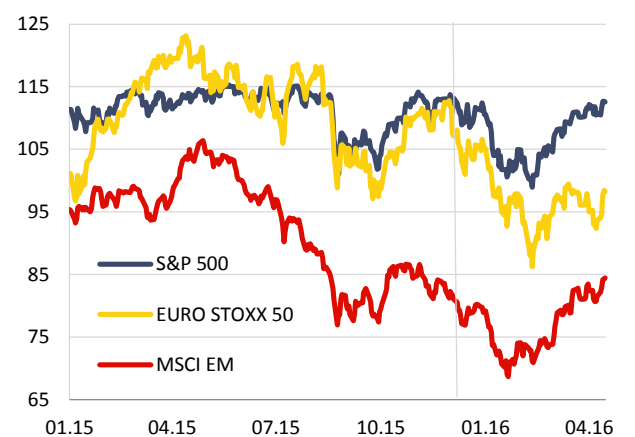
Джерело: розрахунки Національного банку України.

Світові ціни на зернові, дол./т



Джерело: МВФ.

Індекси світового фондового ринку, 01.01.2014=100, станом на 15.04.2016



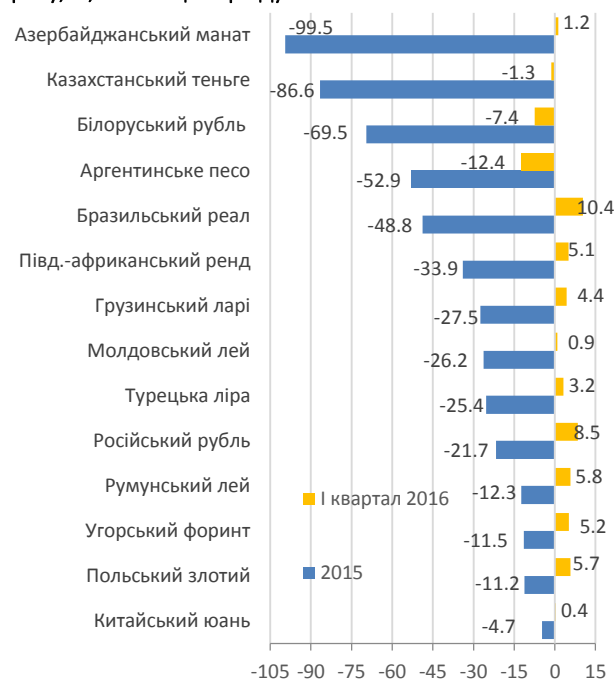
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>6</sup> ЕСПІ - індикатор зміни світових цін на основні товари українського експорту. Вагові коефіцієнти для розрахунку ЕСПІ відображають середню за відповідний квартал попереднього року питому вагу товару українського експорту в загальному обсязі експорту, що дозволяє враховувати сезонні коливання цін. Наразі ЕСПІ розраховується за кошиком із 14 світових цінових індикаторів. При обчисленні ЕСПІ використовуються 10 українських експортних товарних груп, сукупний обсяг яких становить 67% від загального експорту України.

<sup>7</sup> За даними The Institute of International Finance.

Рішення з монетарної політики провідних центральних банків у березні 2016 року відобразили наявність суттєвих ризиків на глобальних фінансових ринках та відносну слабкість світової економіки. Так, відбулося більш суттєве, ніж очікувалося, пом'якшення монетарної політики ЄЦБ. У свою чергу, ФРС підтвердила відтермінування підвищення процентних ставок. Як наслідок, на світових валютних ринках за підсумками I кварталу долар США знецінився відносно провідних валют (на 4.1%), зокрема й щодо євро (на 4.9% – до 1.14 дол/євро). Під впливом динаміки долара США, світових цін на сировинних ринках та відновлення інтересу інвесторів до ризикових активів валюти країн, ринки яких розвиваються, переважно зміцнилися за підсумками I кварталу 2016 року, незважаючи на значний девальваційний тиск на початку року.

Зміна обмінних курсів валют окремих країн, ринки яких розвиваються, до долара США в 2015 та I кварталі 2016 року, %, на кінець періоду



Джерело: Thomson Reuters Datastream.



## 2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

### 2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

У I кварталі 2016 року тривало стрімке уповільнення споживчої інфляції в Україні (до 20.9% р/р у березні). За I квартал зростання ІСЦ становило 1.5%, що виявилось значно менше, ніж прогнозував Національний банк (4.0%).

Головним чином відхилення від прогнозних оцінок пояснюється впливом факторів пропозиції сирих продовольчих товарів, більшість яких має короткостроковий характер. Так, запровадження РФ обмежень на торгівлю і транзит через свою територію, а також звуження можливостей щодо експорту окремих продуктів (зокрема яєць) зумовили суттєве розширення пропозиції продовольчих товарів на внутрішньому ринку. Також зросла пропозиція імпортованих овочів та фруктів, у першу чергу з Білорусі та Туреччини. Вплив дії факторів пропозиції був підтриманий також низхідною динамікою світових цін на продукти харчування. У результаті ціни на сирі продукти харчування за квартал підвищилися всього на 0.2% порівняно з прогнозованим зростанням на 7.6%.

Також конкуренція виробників тютюнових виробів привела до більш помірного зростання адміністративно регульованих цін і тарифів (2.1% за I квартал) порівняно з нашим прогнозом (3.3%). Значною мірою зростання цін за цією компонентою споживчого кошика було забезпечено плановим підвищенням тарифів на електроенергію для населення.

Водночас базова інфляція (2.3% за I квартал) та її уповільнення в річному вимірі (до 15.0% р/р у березні) відповідали нашому прогнозу.

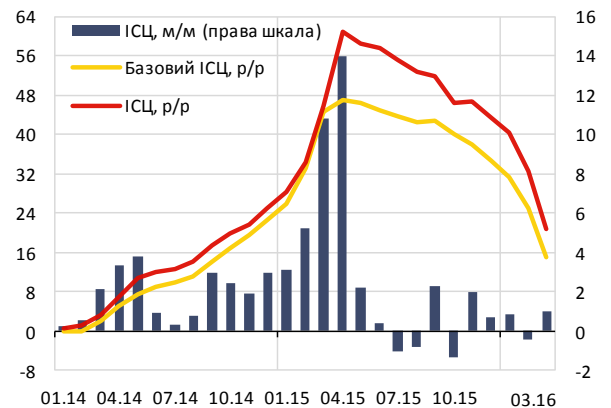
#### Базова інфляція

**Базова інфляція протягом I кварталу 2016 року очікувано сповільнювалася, що було зумовлено стриманим споживчим попитом, високою базою порівняння та поліпшенням інфляційних очікувань.**

Незважаючи на посилення девальваційного тиску на обмінний курс гривні в перші два місяці 2016 року, зростання цін на непродовольчі товари, які значною мірою представлені імпортними товарами (у тому числі одяг і взуття, побутова техніка, фармацевтична продукція, аудіотехніка, фотоапаратура та обладнання для оброблення інформації) і далі поступово сповільнювалося – до 17.9% р/р у березні.

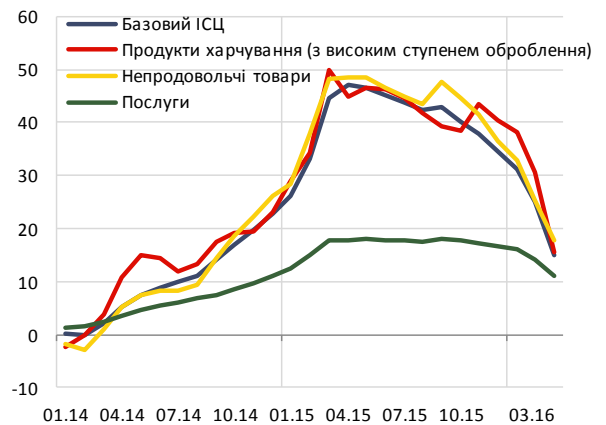
Як для цих товарів, так і для інших ефект перенесення зміни обмінного курсу гривні на ціни був набагато менш вираженим, ніж у 2014 році – першій половині 2015 року. Це можна пояснити тим, що девальваційний тиск наприкінці 2015 року – на початку 2016 року був зумовлений дією таких факторів, як падіння цін на глобальних сировинних ринках, запровадження додаткових обмежень з боку Росії, послаблення валют торговельних партнерів відносно долара США. Водночас ці самі фактори стримували зростання цін в Україні. Натомість у 2014 році – першій половині 2015 року девальвація була зумовлена насамперед різким зростанням премії за ризик для української економіки та необхідністю коригування накопичених зовнішньоекономічних дисбалансів. Крім того,

Зміна цінних індексів, %



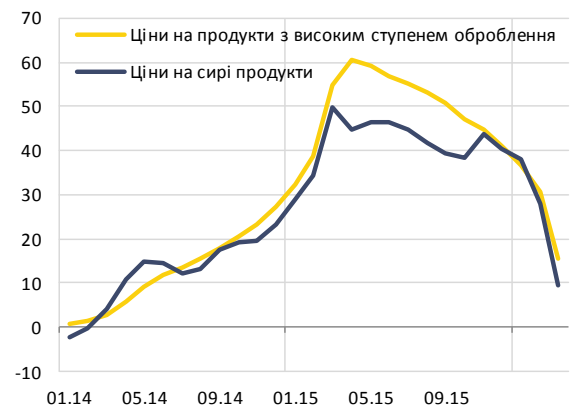
Джерело: ДССУ.

БІСЦ та його компоненти, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни на сирі продукти та продукти з високим ступенем оброблення, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

важливу роль для величини ефекту перенесення відігравали й інші чинники – швидкість і розмір девальвації, рівень інфляційних та курсових очікувань.

Зокрема, вагомим чинником уповільнення базової інфляції була стабілізація інфляційних очікувань на наступні 12 місяців усіх груп респондентів. Найнижчими, хоч і доволі волатильними, залишалися очікування фінансових аналітиків, тоді як інфляційні очікування домашніх господарств наприкінці кварталу стрімко знизилися – до 17.1%, що є найнижчим значенням з листопада 2014 року.

Інфляція продуктів харчування, що входять до базового ІСЦ (переважно з високим ступенем оброблення), теж стрімко уповільнювалася (до 15.6% р/р у березні). Це, серед іншого, відображало вплив зниження цін за компонентами небазового ІСЦ (зокрема на пальне та окремі види сирих продуктів), низьких цін на зовнішніх продовольчих ринках та слабкого споживчого попиту.

Поліпшення інфляційних очікувань та низький споживчий попит стримували зростання цін на послуги базового ІСЦ, яке сповільнилося до 11.2% р/р у березні. Така динаміка також частково зумовлювалася високою базою порівняння.

## Небазова інфляція

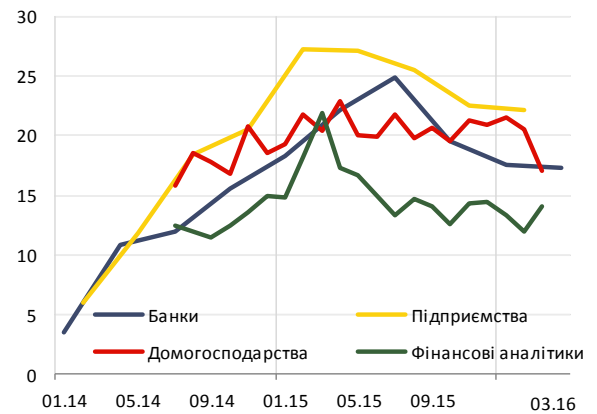
Небазова інфляція протягом I кварталу 2016 року стрімко сповільнилася – до 21.3% р/р у березні (у цілому за квартал становила лише 1%). Цьому сприяло насамперед різке уповільнення інфляції сирих продуктів (до 9.3% р/р у березні), яке було суттєвішим, ніж ми очікували. Зокрема, за I квартал ціни на сири продукти харчування підвищилися лише на 0.2% порівняно з прогнозованим зростанням на 7.6%. Такі низькі темпи зміни цін пояснюються насамперед збільшенням пропозиції сирих продовольчих товарів, зокрема через:

- звуження експортних можливостей для вітчизняних виробників. Це пов'язано з обмеженнями РФ на торгівлю і транзит через свою територію, ускладненнями поставок через військовий конфлікт на Близькому Сході та труднощами з отриманням дозвільної документації на постачання окремих товарів. Як результат, ціни на яйця на вітчизняному ринку за I квартал знизилися на 39.6%, а в річному вимірі – на 5.3% р/р у березні (після 59.4% зростання в 2015 році);
- розширення імпорту овочів і фруктів, у першу чергу з Білорусі та Туреччини. Зокрема, переорієнтація експорту Туреччини з російського ринку на український унаслідок торговельних обмежень, запроваджених РФ, зумовила розширення пропозиції продовольчих товарів турецького виробництва на вітчизняному ринку, у тому числі цитрусових і тепличних овочів. У результаті ціни на фрукти й овочі зростали значно нижчими темпами порівняно із сезонним зростанням у попередні роки.

Висока база порівняння значною мірою зумовила сповільнення зростання цін на молоко, не зважаючи на підвищений попит з боку виробників на сировинне молоко в умовах розширення їхніх експортних можливостей.

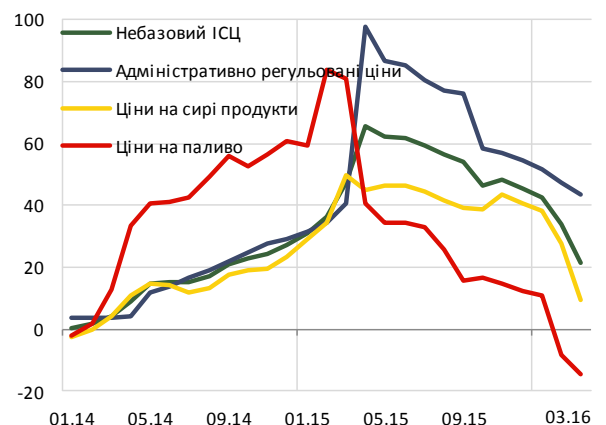
Крім того, на тлі стриманого споживчого попиту і скорочення поголів'я худоби та птиці відбулося розширення пропозиції

## Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



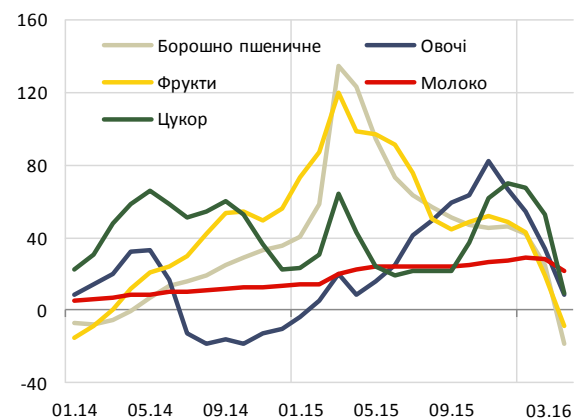
Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

## Небазовий ІСЦ та його компоненти, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

## Ціни на сири продукти, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

м'яса, що сприяло зниженню темпів зростання цін на м'ясо та м'ясопродукти.

У I кварталі 2016 році ціни на пальне на внутрішньому ринку знизилися. Це було зумовлено низхідною тенденцією світових цін на нафту, що спостерігалася до середини лютого поточного року, а також регулятивними ініціативами уряду<sup>8</sup>. **На тлі високої бази порівняння темпи зниження цін на пальне прискорилися до 14.7% р/р у березні, що було близьким до наших очікувань.**

**Зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, у I кварталі становило 2.1% та було більш помірним порівняно з нашим прогнозом (3.3%).** Нижчі темпи зростання порівняно з прогнозом пояснюються зокрема конкурентною боротьбою виробників тютюнових виробів. Це значною мірою компенсувало вплив планових підвищень акцизів на алкогольні напої, а також тарифів на окремі послуги ЖКГ. Зокрема в січні було підвищено тарифи на водопостачання та каналізацію, а з 1 березня 2016 року – на електроенергію (на 25.2%). Зростання тарифів на інші послуги ЖКГ було більш помірним.

У річному вимірі зростання адміністративно-регульованих цін і тарифів **сповільнювалося до 43.4% р/р у березні** та відбулося за більшістю компонент, у тому числі цін на хліб та хлібопродукти, вартості послуг зв'язку, а також транспортних послуг. Останнє, крім високої бази порівняння, пов'язане зокрема зі здешевленням пального. Річні темпи зростання вартості послуг ЖКГ протягом I кварталу в річному вимірі майже не змінилися.

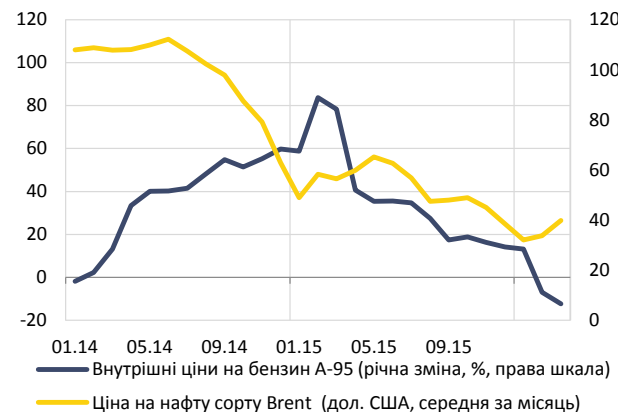
### Індекс цін виробників

У I кварталі 2016 року тривало стале сповільнення промислової інфляції – до **10.5% р/р у березні з 25.4% р/р у грудні минулого року**. Таке сповільнення пов'язане насамперед з ефектом високої бази порівняння і було характерним як для добувної, так і для переробної промисловості.

Водночас уповільнення зростання цін у добувній промисловості стримувалося низкою чинників. Зокрема в лютому та березні прискорилося зростання цін у добуванні кам'яного вугілля (порівняно із січнем), що пов'язано із ціновою політикою окремих виробників. Крім того, цінова динаміка в промисловості значною мірою зумовлювалася кон'юнктурою на зовнішніх ринках. Так, через зростання світових цін на нафту та інші сировинні товари з другої половини лютого ціни в Україні у добуванні металевих руд (у лютому – березні) та сирій нафти та природного газу (в березні) зростали у місячному вимірі.

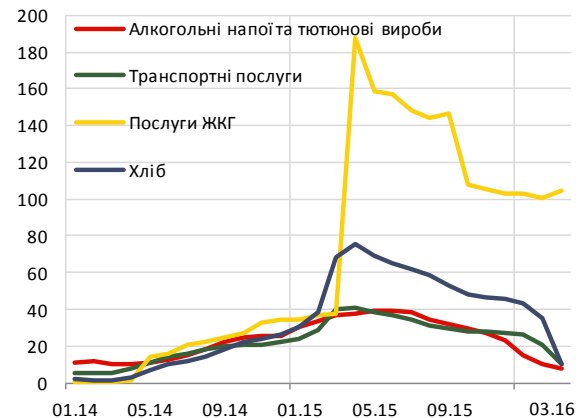
Зростання цін у добувній промисловості протягом I кварталу зумовило підвищення цін у наступних ланках виробництва – виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення, а також у металургійному виробництві. Однак вплив високої бази порівняння минулого року був суттєвим. Як результат, у металургійному виробництві, після сповільнення річного

### Ціни на бензин та нафту



Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

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



Джерело: ДССУ.

### Зміна індексу цін виробників, %



Джерело: ДССУ.

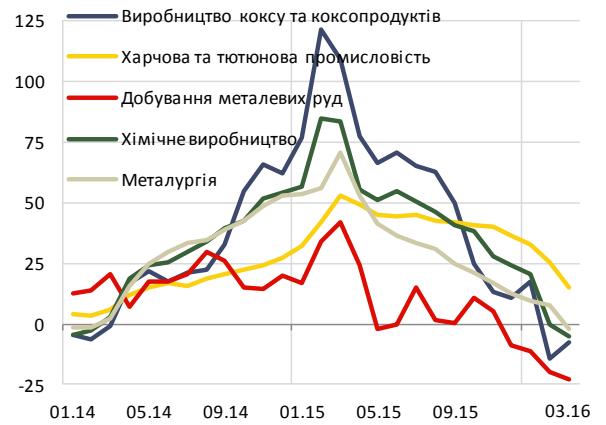
<sup>8</sup> У середині січня Міністерство енергетики та вугільної промисловості України домовилося про зниження цін на пальне з нафтотрейдерми, а також почало регулярно розміщувати на своїй сторінці в мережі Інтернет [індикативні роздрібні ціни на АЗС та їх структуру](#).

зростання цін у січні-лютому, в березні відновилося зниження цін (2.4% р/р). У виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення зниження цін у березні сповільнилося до 10.1% р/р.

У I кварталі відновилося зниження цін у хімічній промисловості, яке в березні прискорилося до 5.3% р/р. Це пов'язано передусім із насиченням внутрішнього ринку мінеральних добрив в умовах високої конкуренції та зниженням цін на добрива на світових ринках, що спостерігалось з жовтня минулого року по лютий 2016 року.

Зростання цін у харчовій промисловості у I кварталі сповільнювалося щомісячно (до 14.7% р/р в березні), у тому числі практично в усіх її підгалузях. Це пов'язано насамперед із ефектом високої бази порівняння, який переважив вплив від розширення експортних можливостей для виробників молока та соняшникової олії.

Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ.



## 2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК

Після досягнення дна падіння в I півріччі 2015 року економіка України в подальшому відновлювалася швидше, ніж очікувалося. Зокрема, у III та IV кварталах ВВП зріс на 1.1% та 1.4% відповідно (за вирахуванням сезонного чинника). У результаті, як за IV квартал, так і за весь 2015 рік спад ВВП у річному вимірі (на 1.4% та 9.9% відповідно) був дещо меншим, ніж прогнозувалося.

Відхилення фактичної траєкторії економічної активності від прогнозованої пояснювалося насамперед приростом ВДВ більшості секторів сфери послуг, статистика за якими не спостерігається на щомісячній основі. Також неочікуваним був результат у будівництві, яке продемонструвало високі темпи зростання на тлі сприятливих погодних умов, а також значних капітальних видатків із бюджету. Водночас передбачуваним було подальше сповільнення спаду в промисловості і торгівлі, а також зростання в транспорті. Це було пов'язано передусім із відновленням виробничих зв'язків в умовах деескалації конфлікту на сході країни та відповідним поліпшенням ділових очікувань. Поглиблення спаду у фінансовій та страховій діяльності було основним чинником, який гальмував економічне відновлення.

У розрізі ВВП за категоріями кінцевого споживання відновилося зростання валового нагромадження основного капіталу (інвестицій) та споживання державного сектору (+1.4% р/р та +8.1% р/р відповідно). Хоча падіння приватного споживання і далі сповільнювалося (до 13.2% р/р), воно зберегло значний від'ємний внесок у зміну ВВП.

Показники випуску в основних секторах економіки вказують на подальше відновлення економічної активності в I кварталі 2016 року, яке, однак, поки що нестійке. Зокрема торговельні і транзитні обмеження з боку РФ, подальше зниження світових цін на сировинні товари, а також тимчасово несприятливі погодні умови дещо погіршили динаміку економічних показників у січні. Однак подальше розблокування транзитних потоків через РФ, поліпшення зовнішньої кон'юнктури, а також низька база порівняння визначали відновлення приросту випуску в основних секторах економіки в лютому – березні. З огляду на це, очікується, що в I кварталі 2016 року відновилося зростання ВВП в річному вимірі (хоча й на невисокому рівні).

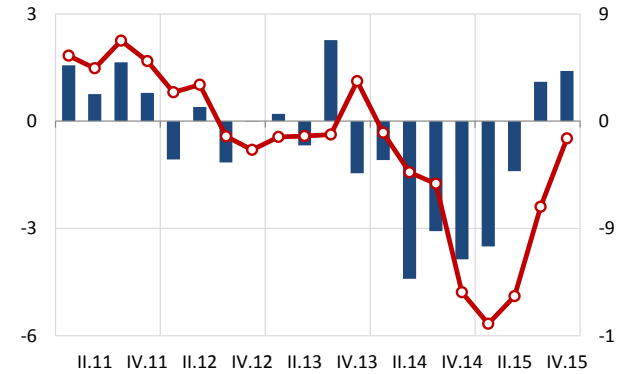
### Випуск

У III і IV кварталах 2015 року реальний ВВП України демонстрував приріст порівняно з попереднім кварталом, що підтвердило попередні оцінки Національного банку щодо проходження дна падіння в першому півріччі та початок слабкого відновлення в другому.

У річному вимірі зниження ВВП сповільнилося до 1.4% у IV кварталі. Зростання ВДВ у річному вимірі спостерігалось в більшості секторів економіки, за винятком фінансової та страхової діяльності. Найістотніше поліпшилася динаміка ВДВ сфери послуг, що й зумовило відхилення фактичної динаміки ВВП від прогнозованої, оскільки за цими секторами статистика на щомісячній основі переважно не простежується.

Зокрема спостерігалися такі тенденції:

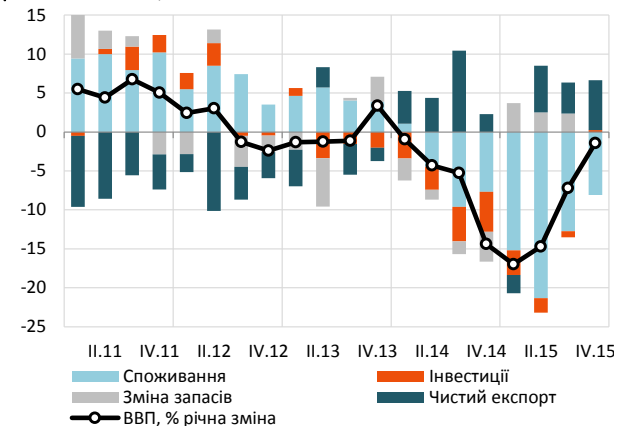
Зміна реального ВВП, %



■ Порівняно з попереднім кварталом, сезонно скориговані дані  
○ Річна зміна (права шкала)

Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс виробництва базових галузей\*, % річна зміна



\*за II-IV квартали надано середні значення індексу.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

- зростання ВДВ у таких секторах як охорона здоров'я та надання соціальної допомоги (на 11.8% р/р), освіта (на 4.5% р/р) та державне управління й оборона (на 0.3% р/р), що узгоджувалося з приростом за категорією "споживання сектору загальнодержавного управління" (на 8.1% р/р) у розрізі ВВП за елементами кінцевого використання, відображаючи нарощування бюджетних витратків;
- зростання ВДВ сектору операцій з нерухомим майном (на 5.8% р/р) визначалося певною активізацією попиту на первинному ринку нерухомості та, як наслідок, послуг з супроводження його операцій;
- приріст ВДВ сектору інформації і телекомунікацій (на 6.5% р/р) пояснювався зокрема стійким зовнішнім попитом на послуги інформаційних технологій.

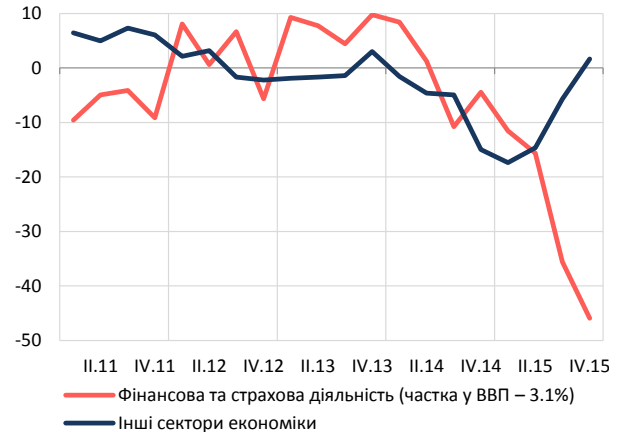
Неочікуваним було значне підвищення ВДВ будівництва в IV кварталі (на 10.8% р/р), хоча його додатний внесок у зміну ВВП був відносно несуттєвим (0.2 в. п.). Приріст ВДВ будівництва, насамперед його нежитлового сегмента, був зумовлений зростанням капітальних витратків зведеного бюджету протягом 2015 року (інфраструктурні та соціальні об'єкти, будівництво яких фінансувалося з бюджету, переважно здавалися наприкінці року). Крім того, після досягнення відносного перемир'я розпочалася поступова відбудова об'єктів транспортної інфраструктури в східних регіонах. Також суттєвий вплив на показники цього сектору мали сприятливі погодні умови<sup>9</sup>.

В інших секторах економіки динаміка показників ВДВ відповідала очікуванням. Зокрема ВДВ промисловості, яка є найбільшою складовою вітчизняного ВВП (понад 20%<sup>10</sup>), у IV кварталі сповільнила падіння майже до нульового рівня (0.3% р/р<sup>11</sup>). На динаміку промислового виробництва, крім низької бази порівняння, впливало дотримання перемир'я на сході країни, завдяки якому відбувалося поліпшення ділових очікувань, поступово відновлювалася транспортна та виробнича інфраструктура потерпілих регіонів.

Зокрема, відновився приріст виробництва в добувній промисловості (на 1.9% р/р) після спаду, що тривав з початку 2014 року. Зростання обсягів видобутку вугілля (на 7.9% р/р<sup>12</sup>) пояснювалося переважно налагодженням його постачання на переробні підприємства. Незначний приріст обсягів видобутку металевих руд тривав другий квартал поспіль (на 1.2% р/р у IV кварталі) та був зумовлений передусім збільшенням обсягів експорту.

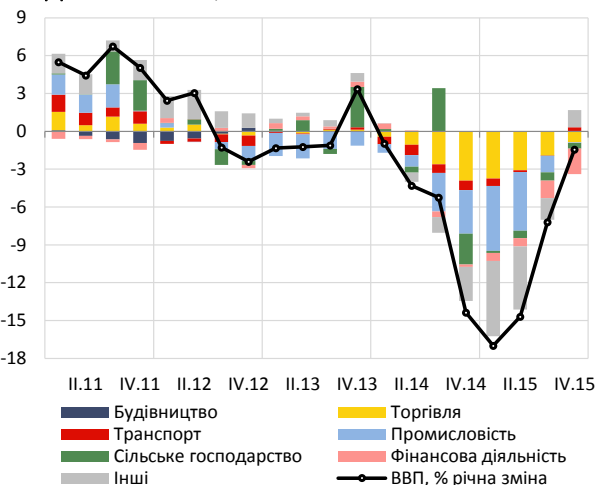
У переробній промисловості вперше із середини 2012 року припинився спад обсягів випуску в машинобудівній галузі (+0.2% р/р). Зокрема суттєво зросло виробництво автотранспортних засобів<sup>13</sup> у результаті активізації випуску всіх категорій продукції (легкових та вантажних автомобілів, автобусів). Проте завантаженість виробничих потужностей виробників транспортних засобів залишалася низькою.

Зміна ВДВ у фінансовому та інших секторах економіки, % річна зміна



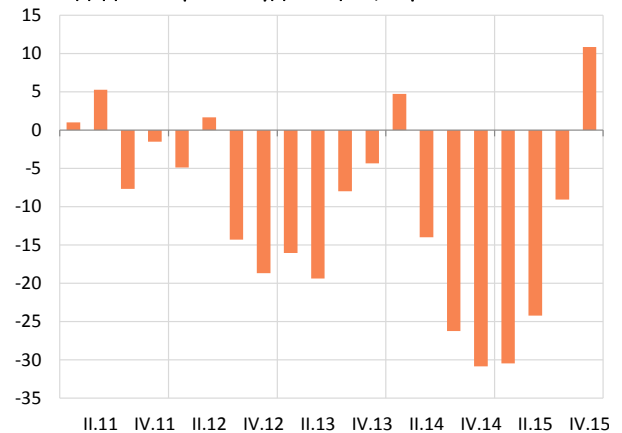
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески окремих видів економічної діяльності в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Валова додана вартість будівництва, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

<sup>9</sup> У листопаді та грудні 2015 року температура повітря на 2.6 °С та 3.2 °С відповідно перевищувала норму, тоді як у листопаді – грудні 2014 року температура повітря була близькою до норми.

<sup>10</sup> Розраховано на основі ВДВ за видами діяльності за 2015 рік.

<sup>11</sup> За розрахунками Національного банку на основі ВДВ у основних видах промислової діяльності.

<sup>12</sup> У розрізі галузей промисловості та видів торгівлі надається середньоквартальна зміна обсягів випуску.

<sup>13</sup> За даними асоціації "Укравтопром".

Тривало подальше сповільнення спаду металургійного виробництва (до 3.4% р/р), що, крім інших чинників, пов'язано зі стабілізацією постачання окремих видів сировини на металургійні підприємства. Зокрема і далі зростали обсяги виробництва коксу (на 23.0% р/р). Водночас украй низькими залишалися поставки металобрухту в умовах нарощування його експорту, а також низьких обсягів заготівлі.

Істотно сповільнився спад виробництва хімічних речовин і хімічної продукції (до 3.9% р/р) завдяки відновленню роботи двох великих хімічних заводів наприкінці III кварталу 2015 року<sup>14</sup>.

Водночас майже незмінними залишалися темпи спаду виробництва електроенергії (на 8.0% р/р) насамперед через теплі кліматичні умови звітної квартили.

Значно сповільнився спад ВДВ торгівлі (до 6.1% р/р). Передусім скоротилися темпи падіння оптового товарообороту (до 5.2% р/р), що пов'язано з певним відновленням ланцюгів сировинного забезпечення та постачання готової продукції в промисловості, а також поліпшенням експортної динаміки.

Попри зниження темпів падіння реальних заробітних плат населення та подальше поступове поліпшення споживчих настроїв<sup>15</sup>, збереглися суттєві темпи падіння роздрібногo товарообороту (-16.8% р/р).

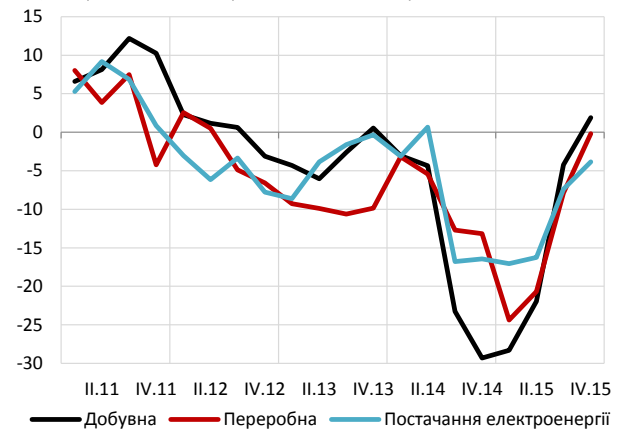
У IV квартилі відновилося зростання ВДВ транспорту (на 4.9% р/р), що пов'язано з відповідною динамікою вантажообороту трубопровідного транспорту в умовах значних обсягів транзиту газу з РФ та з поживленням експорту.

Майже не змінилися темпи падіння ВДВ сільського господарства (3.6% р/р). У цілому в 2015 році спостерігалось зниження площі посівів більшості сільськогосподарських культур, а також падіння врожайності пізніх зернових і технічних культур через засушливі погодні умови в період їх активного дозрівання. У результаті показники збору окремих сільськогосподарських культур у IV квартилі, як і в цілому за 2015 рік, були дещо нижчими, ніж у 2014 році.

У тваринництві певне погіршення тенденцій спостерігається у виробництві м'яса: в IV квартилі зниження прискорилося до 2.2% р/р. Натомість за підсумком року сповільнилося скорочення поголів'я тварин (худоби, свиней, та птиці).

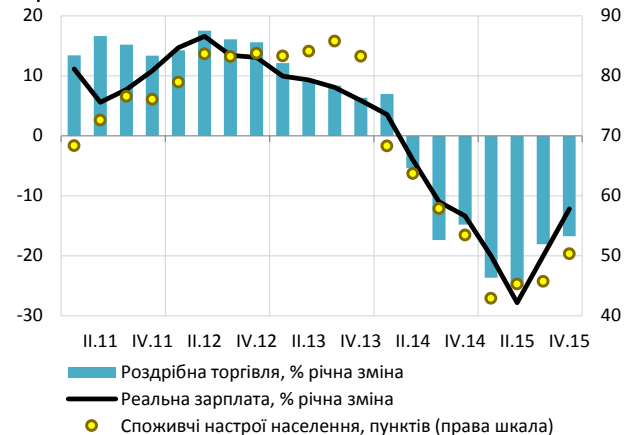
Показники випуску в основних секторах економіки вказують на подальше поступове відновлення економіки в I квартилі 2016, яке, проте, залишалось нестійким. Із початку 2016 року було заблоковано транзитні перевезення через територію РФ та відбувалося подальше зниження світових цін на сировинні товари. Крім того, протягом січня спостерігалися тимчасові ускладнення погодних умов. Ці чинники позначилися на активності в окремих виробничих та суміжних до них секторах економіки та в підсумку призвели до погіршення показників їх активності. Однак у подальшому переважно домінували позитивні фактори впливу на економічну активність зокрема

ВДВ окремих видів промисловості, % річна зміна



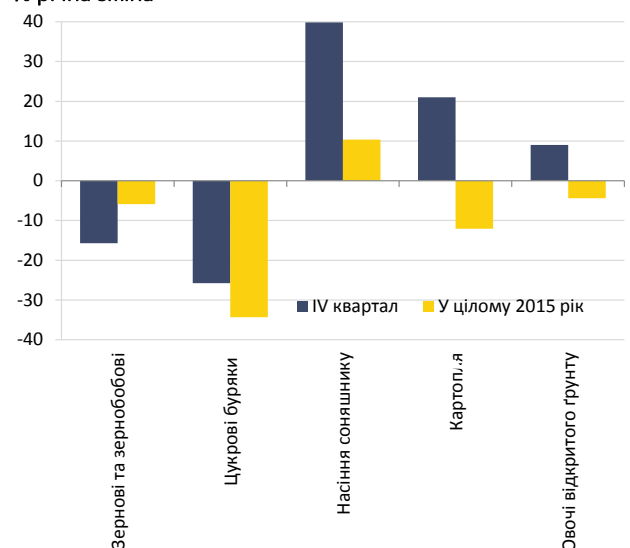
Джерело: ДССУ.

Роздрібна торгівля, споживчі настрої населення та заробітна плата



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Валовий збір окремих сільськогосподарських культур, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>14</sup> ПАТ "Азот" (Черкаси) і ПАТ "Рівнеазот", які входять до складу хімічного холдингу Ostchem, відновили роботу наприкінці вересня після чотирьох місяців простою.

<sup>15</sup> Індекс споживчих настроїв GfK Ukraine підвищився третій квартал поспіль, зокрема з 45.7 пунктів у середньому за III квартал до 50.3 пунктів у середньому за IV квартал.

було значною мірою розблоковано транзитні потоки (з кінця лютого), а також спостерігалися чіткі ознаки поліпшення кон'юнктури на світових сировинних ринках. Завдяки цьому, а також на тлі низької бази порівняння розпочався приріст промислового виробництва, сповільнився спад у будівництві, транспорті і торгівлі. Продовжувало сповільнюватися скорочення обсягів виробництва в сільському господарстві (у I кварталі враховувалася лише динаміка тваринництва), насамперед завдяки поліпшенню динаміки виробництва м'яса та молока, в тому числі за рахунок розширення експортних можливостей.

Усе це підтверджує попередню оцінку Національного банку щодо відновлення незначного приросту реального ВВП у річному вимірі в I кварталі 2016 року.

**Внутрішній попит**

Зниження реального ВВП у IV кварталі продовжило визначатися падінням внутрішнього споживання (від'ємний внесок становив 7.8 в. п.). На відміну від попередніх періодів, у звітному кварталі воно зумовлювалося виключно спадом споживання населення, тоді як інвестиційний попит і попит державного сектору, як і очікувалося, продемонстрували певне відновлення.

Попри подальше сповільнення, зниження кінцевих споживчих витрат домогосподарств залишалося суттєвим (13.0% р/р) та пояснювалося зменшенням реальних наявних доходів, стисненням кредитування та все ще досить стриманими споживчими настроями населення.

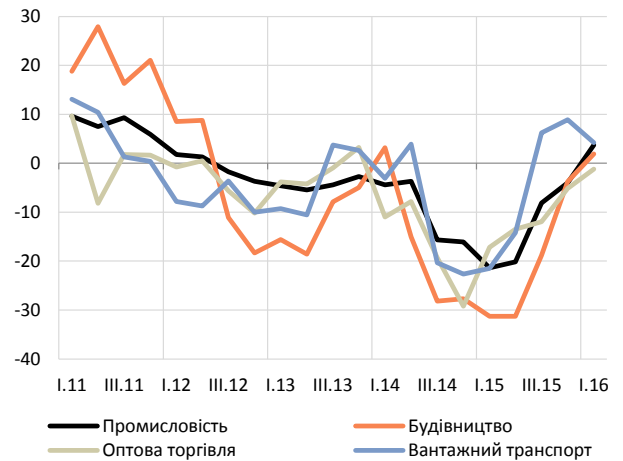
Скорочення споживчого попиту спостерігалось за всіма цілями, однак зниження реальних кінцевих споживчих витрат на продукти харчування стрімко сповільнилося (до 4.6% р/р). Водночас відповідні витрати на послуги ЖКГ суттєво знизилися (на 37.4% р/р), що може пояснюватися як порівняно економічнішим споживанням таких послуг домогосподарствами в умовах їх істотного подорожчання, так і зростанням обсягів наданих субсидій. У результаті дещо знизилася частка витрат домогосподарств на послуги ЖКГ (до 12.6% з 15.4% у III кварталі), що додатково було зумовлено сезонним підвищенням цін та, як наслідок, витрат на продовольчі товари. У цілому за 2015 рік частка витрат на послуги ЖКГ підвищилася (до 14.8% з 12.3% у 2014 році).

Споживчі витрати сектору загальнодержавного управління в IV кварталі відновили зростання в річному вимірі (на 8.1%), що пов'язано насамперед зі значними бюджетними видатками наприкінці року.

У IV кварталі відбувся злам спадної тенденції в інвестиційному попиті: валове нагромадження основного капіталу в реальному вимірі зросло на 1.4% р/р.

Зокрема завдяки активізації попиту на первинному ринку нерухомості в IV кварталі відбувся значний приріст інвестицій у житлові будівлі (на 18.1% р/р). Тривало сповільнення спаду інвестицій у нежитлові будівлі та споруди (до 10.1% р/р), у тому числі завдяки поступовому відновленню соціальної і транспортної інфраструктури на сході країни. Близькою до нуля залишалася зміна інвестицій у машини та обладнання (-0.9%

Випуск в окремих секторах економіки, % річна зміна



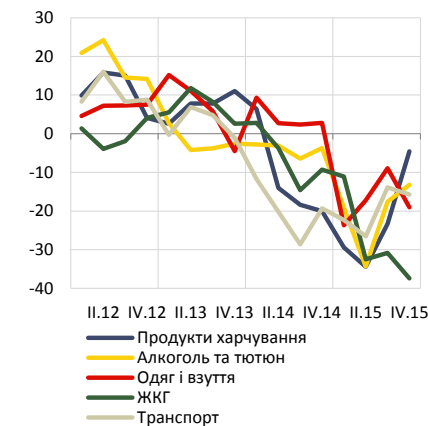
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Категорії внутрішнього споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Кінцеві споживчі витрати домогосподарств за цілями, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Структура витрат по роках, в. п.





р/р). Водночас відновився спад інвестицій у продукти інтелектуальної власності, що може бути пов'язано з формуванням негативних очікувань на тлі сигналів щодо ускладнення податкових умов для галузі інформаційних технологій<sup>16</sup>. Водночас слабка кредитна активність та обмежений доступ до зовнішніх фінансових ресурсів і надалі стримували інвестиційну активність.

Високі обсяги експорту зернових у IV кварталі визначали скорочення запасів матеріально-технічних засобів, унаслідок чого внесок цієї складової у зміну ВВП був нульовим (після додатного внеску на рівні 2.4 в. п. у III кварталі).

**Зовнішній попит<sup>17</sup>**

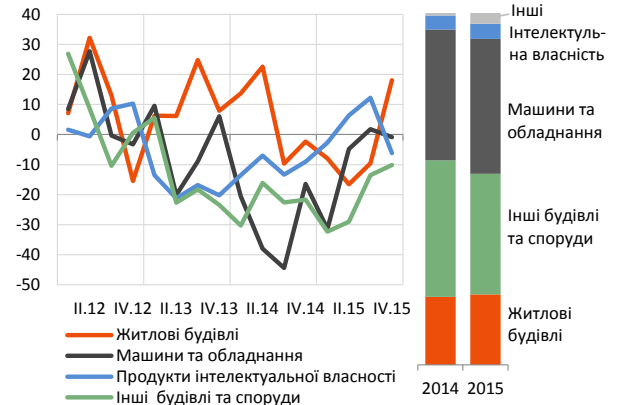
У IV кварталі зниження експорту в річному вимірі суттєво сповільнилося, тоді як темпи падіння імпорту були значно вищими та практично не змінилися порівняно з попереднім кварталом. За таких умов істотно зріс додатний внесок чистого експорту в зміну ВВП (до 6.4 в. п.).

Зниження темпів падіння експорту в IV кварталі (до 5.8% р/р) спостерігалось майже за всіма товарними групами на тлі низької бази порівняння, а також освоєння нових ринків збуту продукції харчової промисловості.

Незначне сповільнення падіння імпорту в IV кварталі (до 17.3 р/р) було зумовлене поступовим відновленням економічної активності, однак стримувалося зменшенням обсягів імпорту природного газу на тлі теплих погодних умов і відкладенням закупівель імпортованих товарів напередодні податкових змін на початку 2016 року.

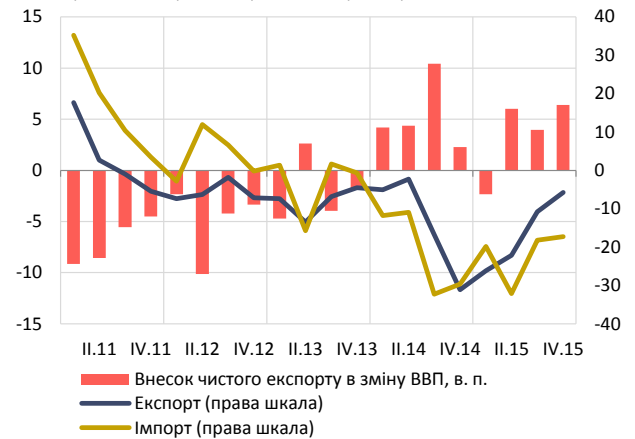
**Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна**

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



Джерело: ДССУ.

**Експорт та імпорт товарів і послуг, % річна зміна**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>16</sup> У процесі підготовки нового податкового кодексу наприкінці 2015 року велися дискусії щодо посилення податкового навантаження на галузь інформаційних технологій, однак у підсумку істотних змін не відбулося.

<sup>17</sup> Оцінки зміни фізичного обсягу експорту-імпорту за групами товарів розраховані на підставі даних Національного банку.

## 2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

Незважаючи на погравлення економічної активності в другому півріччі 2015 року ситуація на ринку праці залишалася напруженою. Однак наприкінці 2015 року та на початку 2016 року з'явилися окремі сигнали поступового відновлення попиту на робочу силу. Рівень безробіття за методологією Міжнародної організації праці в IV кварталі 2015 року незначно знизився в сезонно скоригованому вимірі, хоча в цілому за 2015 рік був на достатньо високому рівні (9.1%).

У 2015 році номінальні доходи населення зросли порівняно з попереднім роком на 15% переважно за рахунок заробітної плати та соціальних допомог. Так номінальна середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника) за рік зросла на 30.4%, однак у січні-лютому 2016 року темпи її зростання дещо уповільнилися. Водночас послаблення інфляційного тиску, що розпочалося з травня 2015 року, спричинило суттєве сповільнення падіння як реальної заробітної плати, так і реальних наявних доходів населення.

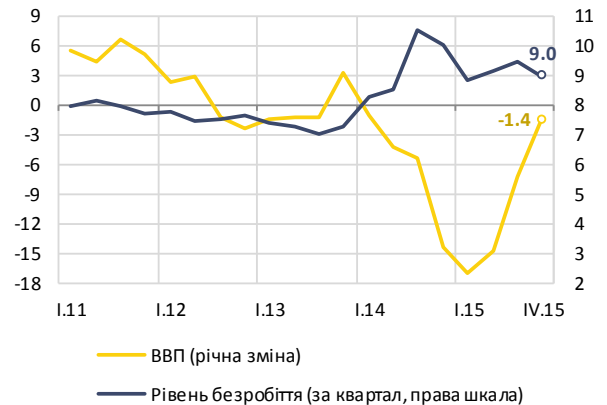
### Ринок праці<sup>18</sup>

**Рівень безробіття населення за методологією МОП** (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) у 2015 році залишався на високому рівні – 9.1% (у минулому році – 9.3%). Разом із тим у IV кварталі 2015 року сезонно скоригований рівень безробіття знизився до 9.0% (проте офіційний рівень безробіття збільшився).

*Довідково: Зареєстроване безробіття на кінець 2015 року та в січні-лютому становило 1.9%<sup>19</sup>, у сезонно скоригованому вимірі практично не змінювалося з середини 2011 року (1.6% – 1.8%). Кількість зареєстрованих безробітних у Державній службі зайнятості України в річному вимірі мала тенденцію до зниження, починаючи з липня 2015 року, і станом на кінець лютого 2016 року становила 508.2 тис. осіб. Це пояснюється як необхідністю дотримуватися певних умов реєстрації/збереження статусу безробітного, так і бажанням/небажанням осіб ставати на такий облік в основному через низькооплачувані роботи, що пропонуються, та низький рівень допомоги по безробіттю<sup>20</sup>.*

**Кількість штатних працівників за 2015 рік знизилася** (на 3.5%). Зниження відбувалося у всіх видах економічної діяльності (окрім сільського господарства) переважно за рахунок промисловості, фінансової і страхової діяльності, транспорту та торгівлі (сукупний внесок у річне зниження становив понад 50%). На початку 2016 року зниження кількості штатних працівників тривало (до 7.8 млн. осіб<sup>21</sup> на кінець лютого), що могло бути зумовлене плановими скороченнями. Зокрема, у січні-лютому 2016 року підприємства проінформували ДСЗУ

Сезонно скоригований рівень безробіття за методологією МОП<sup>1,2</sup> та ВВП<sup>3</sup>, %



<sup>1</sup> У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.

<sup>2</sup> Без урахування АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також частини зони проведення АТО.

<sup>3</sup> Без урахування АР Крим та м. Севастополь, з 2014 року – також частини зони проведення АТО.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

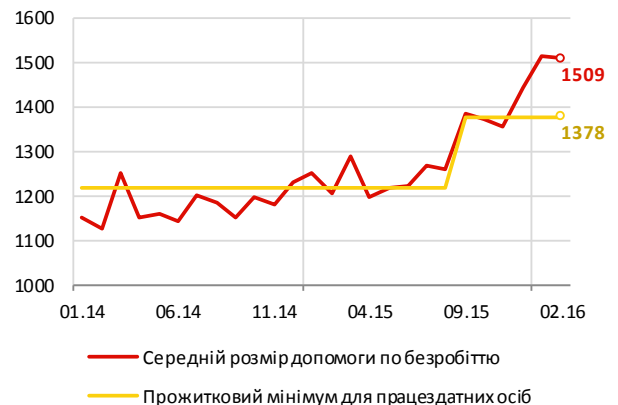
**Рівень безробіття населення за МОП\*, у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років**



\* Без урахування АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також частини зони проведення АТО.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Середній розмір допомоги по безробіттю та прожитковий мінімум для працездатних осіб, за місяць, грн.**



Джерело: ДССУ; Закон України "Про Державний бюджет України на 2015 рік".

<sup>18</sup> З початку 2015 року ДССУ публікує окремі дані без урахування частини зони проведення АТО, тому деякі показники ринку праці можуть бути недооцінені.

<sup>19</sup> Розрахунок рівня зареєстрованого безробіття ґрунтується на чисельності осіб, які перебувають на обліку в центрах зайнятості.

<sup>20</sup> Так за даними Державної служби зайнятості станом на 01 січня 2016 року в третині вакансій пропонувалася заробітна плата менше 1 500 грн. (що становило менше 30% від середньої заробітної плати станом на кінець 2015 року), та лише в 3.6% вакансій вона перевищувала 5 000 грн. Крім того, середній розмір допомоги по безробіттю протягом 2015 року майже дорівнював прожитковому мінімуму для працездатних осіб, однак з початку 2016 року різниця між цими показниками дещо зросла.

<sup>21</sup> У січні 2015 року кількість штатних працівників становила 8.1 млн. осіб.

про плани скоротити 83 тис. осіб, що на 40% більше, ніж у відповідному періоді минулого року.

Довідково: За даними ДСЗУ в 2015 році був досить істотним також і обсяг вимушеної неповної зайнятості. Так кількість працюючих, переведених з економічних причин на неповний робочий день (тиждень) становила 9.2% середньооблікової кількості штатних працівників (у 2014 році – найвищий рівень за останніх п'ять років), а кількість осіб, які перебували у відпустках без збереження заробітної плати, становила 0.8% середньооблікової кількості штатних працівників (у 2014 році – 1%). Найбільш поширеною ця форма зайнятості була в Дніпропетровській, Харківській, Полтавській, Сумській, Запорізькій, Донецькій та Луганській областях, де в скороченому режимі працювало від 11% до 21% працівників. Режим скороченого робочого часу також найчастіше фіксувався в промисловості та транспортній галузі.

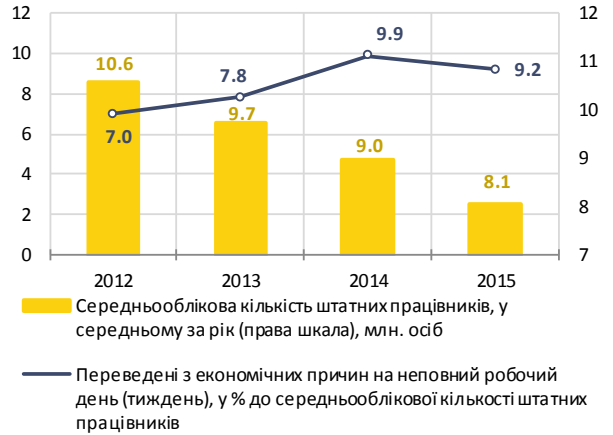
Разом із тим через економічну кризу протягом 2015 року потреба роботодавців у працівниках скорочувалася практично в усіх видах економічної діяльності та за всіма професійними групами. Це призвело до зростання рівня навантаження на 10 вільних робочих місць (у середньому в 2015 році він перевищував показник 2014 року на 20%). Однак наприкінці 2015 року та на початку 2016 року спостерігалися окремі ознаки поліпшення ситуації – рівень навантаження в сезонно скоригованому вимірі в лютому 2016 року знизився (у листопаді 2015 року – 134 особи), що може свідчити про поступове підвищення попиту на робочу силу.

**Доходи домогосподарств та заощадження<sup>22</sup>**

У 2015 році номінальні доходи населення зросли порівняно з минулим роком на 15%, що здебільшого було зумовлено зростанням заробітної плати і соціальних допомог та інших одержаних поточних трансфертів (сукупний внесок у річне зростання становив 10.5 в. п.). У IV кварталі 2015 року зростання номінальних доходів населення суттєво прискорилося переважно за рахунок соціальних допомог та інших одержаних поточних трансфертів, що зросли на 39.1% р/р. Заробітна плата у структурі номінальних доходів у IV кварталі 2015 року зросла лише на 18.2% р/р.<sup>23</sup> Таким чином, частка соціальних допомог у номінальних доходах населення вперше з II кварталу 2009 року перевищила частку заробітної плати (40% та 36% відповідно).

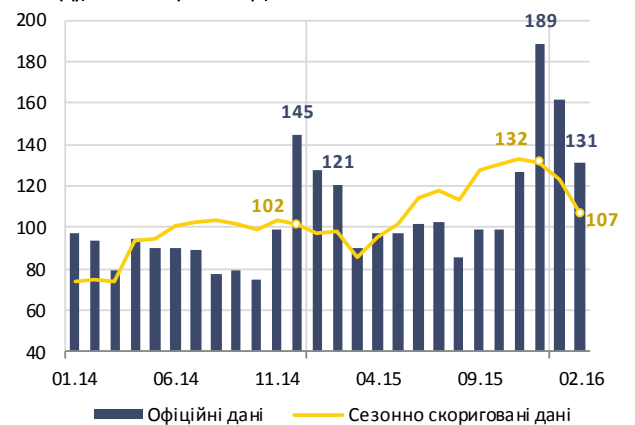
Номінальна середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника) впродовж 2015 року зростала більш високими темпами. У IV кварталі 2015 року темпи зростання номінальної заробітної плати прискорилися (у середньому за квартал вона становила 4 753 грн.). Основними причинами її зростання в IV кварталі 2015 року були підвищення мінімальної заробітної плати (з 01 вересня 2015 року на 13% – до 1 378 грн.) та вищі порівняно

**Середньооблікова кількість штатних працівників та рівень вимушеної неповної зайнятості\***



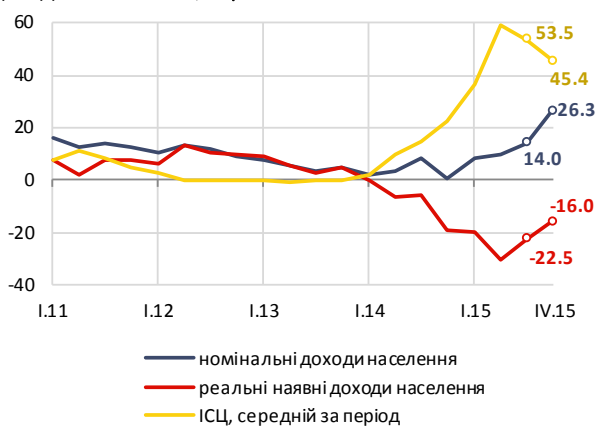
\* з 2013 року без АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також частини зони проведення АТО. Джерело: ДССУ.

**Навантаження на 10 вільних робочих місць (вакантних посад), на кінець місяця, осіб\***



\* з 2014 року без урахування АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також частини зони проведення АТО. Джерело: ДССУ.

**Індекс споживчих цін, номінальні та реальні наявні доходи населення\*, % річна зміна**



\* з 2014 року без урахування АР Крим, м. Севастополь та частини зони проведення АТО. Джерело: ДССУ.

<sup>22</sup> ДССУ, публікуючи дані в кінці року щодо доходів та витрат населення за IV квартал та за рік, завжди переглядає всі опубліковані раніше дані за I – III квартали поточного року. Тому дані, надані в попередніх Інфляційних звітах, можуть дещо відрізнятись від уточнених.

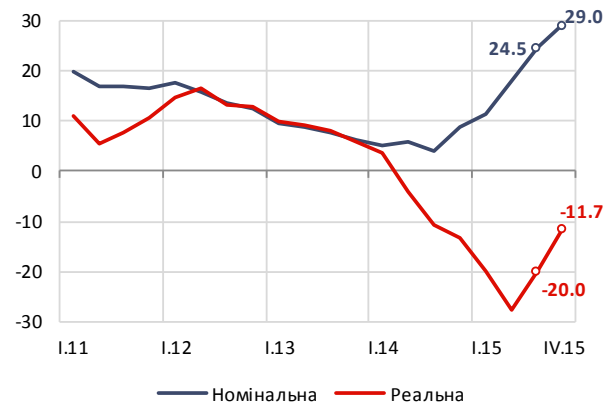
<sup>23</sup> Темпи зростання заробітної плати в структурі доходів та номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) відрізняються внаслідок методологічних особливостей під час здійснення відповідних розрахунків. Так, розрахунки заробітної плати як частини доходів населення здійснюються на основі ширшої вибірки, зокрема враховується грошове забезпечення кадрових військових та вільнонайманого персоналу, виплати, що здійснюються в разі тимчасової втрати працездатності, заробітна плата фізичних осіб-підприємців та інші виплати, які не враховуються під час розрахунку номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника).

з минулими роками передноворічні виплати, які здійснювалися в грудні. Найбільше в IV кварталі 2015 року зросла заробітна плата в таких видах економічної діяльності, як авіаційний транспорт (на 54.9% р/р), торгівля (на 40.7% р/р), охорона здоров'я (на 37.7% р/р). **На початку 2016 року зростання номінальної заробітної плати уповільнилося** (до 26.2% р/р у лютому), що могло бути пов'язане з меншими сумами індексації заробітної плати як у зв'язку з послабленням інфляційного тиску, так і з методологічними підходами до нарахування індексації<sup>24</sup>.

Послаблення інфляційного тиску на тлі зростання номінальної заробітної плати сприяло подальшому зменшенню темпів падіння **реальної заробітної плати (і в IV кварталі 2015 року, і у лютому 2016 року – до 8.3% р/р) та реальних наявних доходів населення.**

**Схильність населення до заощаджень<sup>25</sup> (як сезонно скоригована, так і фактична)** після зниження в IV кварталі 2014 року майже до нуля впродовж усього 2015 року залишалася на низькому рівні. Лише в III кварталі вищий приріст заощаджень був зумовлений передусім зростанням нефінансових активів, зокрема, за рахунок домогосподарств, зайнятих у сільському господарстві. У IV кварталі 2015 року низький рівень схильності до заощаджень був викликаний насамперед зростанням витрат перед новорічними святами та частково перерозподілом витрат на користь оплати послуг з опалення після початку опалювального сезону. Зокрема, приріст заощаджень у IV кварталі 2015 року становив лише 0.7 млрд. грн. (0.1 млрд. грн. рік тому).

Заробітна плата\*, у середньому за квартал, % річна зміна



\* з 2014 року без урахування АР Крим та м. Севастополь, з 2015 року – також частини зони проведення АТО.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Схильність населення до заощаджень<sup>1-2</sup>, %

<sup>1</sup> Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.

<sup>2</sup> з 2014 року без урахування АР Крим, м. Севастополь та частини зони проведення АТО.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>24</sup> Індексція проводиться, починаючи з базового місяця. Базовий місяць для кожного працівника визначається індивідуально і вважається таким, у якому працівникові підвищували заробітну плату або ввели (підвищили) постійну надбавку, доплату тощо, що відбулося з великою ймовірністю після підвищення мінімальної заробітної плати з 01.09.2015. Також із січня 2016 року збільшено поріг індексації (зміна ІСЦ за місяць) з 1% до 3%.

<sup>25</sup> Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.

### 2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Фіскальна політика на початку року була традиційно стриманою. Це насамперед проявилось в помірному зростанні видатків, що є доволі типовим явищем для перших місяців року, особливо в період важливих податкових змін. Також помірні темпи зростання були зумовлені нижчими соціальними видатками в січні, оскільки значна частина січневих пенсійних виплат була авансово перерахована в грудні 2015 року. Водночас зростання доходів бюджету перевищувало очікування, що, однак, частково пояснюється впливом тимчасових факторів. Як наслідок, у січні-лютому 2016 року сформовано значний профіцит зведеного бюджету на відміну від дефіциту в цей період у минулі роки.

Державний та гарантований державою борг зріс до 1741 млрд. грн. зокрема внаслідок відновлення випуску ОВДП.

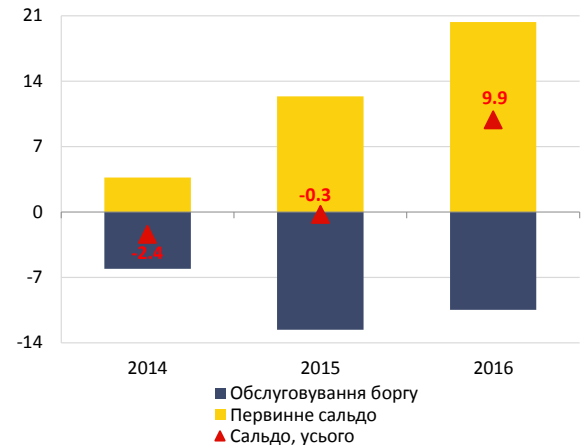
#### Доходи

**Доходи зведеного бюджету в січні-лютому поточного року зросли на 22.6% у річному вимірі** переважно за рахунок податкових надходжень (збільшилися на 34.2% р/р).

На поліпшення динаміки надходжень майже усіх основних податків вплинули зміни в законодавстві та економічні фактори, хоча частина останніх може мати короткостроковий характер<sup>26</sup>. Так надходження від податку на доходи фізичних осіб прискорили зростання внаслідок уніфікації основної ставки<sup>27</sup> на рівні 18% (замість 15% та 20%) на тлі збільшення номінальних заробітних плат. Також високими темпами тривало зростання надходжень від акцизного податку в перші два місяці року. Це пов'язано як з поживленням імпорту та девальвацією гривні, так і зі збільшенням виробництва підакцизних товарів, що підлягають маркуванню (зокрема вина та горілки), напередодні підвищення ставок податку. Також суттєвим фактором темпів зростання була база порівняння, оскільки в перші місяці минулого року ще не були повноцінно налагоджені процедури сплати додаткового акцизного податку з реалізації в роздрібній торгівлі підакцизних товарів<sup>28</sup>. Надходження від податків на міжнародну торгівлю зросли на 20.2% р/р, що також пов'язано з поживленням імпорту та девальвацією гривні (адже питома вага ввізного мита в цих надходженнях становить 99%). Ці ж фактори разом з активізацією роздрібно-товарообороту зумовили збільшення надходжень від ПДВ попри значні обсяги його відшкодування (майже 16 млрд. грн. за два місяці 2016 року), що дозволило скоротити відповідну заборгованість до 10.5 млрд. грн. станом на 01.03.2016.

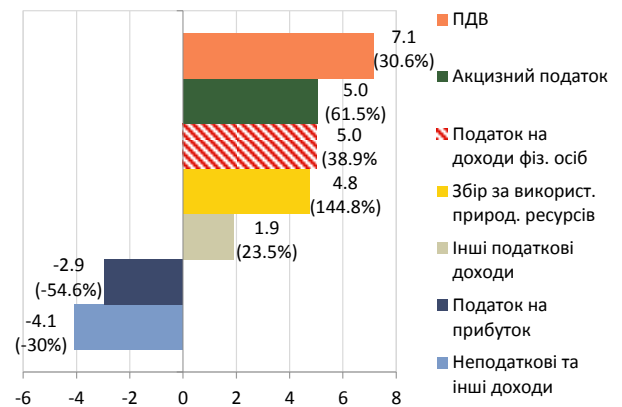
Натомість інші види доходів зведеного бюджету в січні-лютому поточного року виявилися нижчими, ніж у минулому році. Це, перш за все, стосується надходжень від податку на прибуток підприємств, які суттєво скоротилися через відміну авансових щомісячних внесків з 2016 року. **Також відбулося скорочення**

Сальдо зведеного бюджету в січні-лютому, млрд. грн.



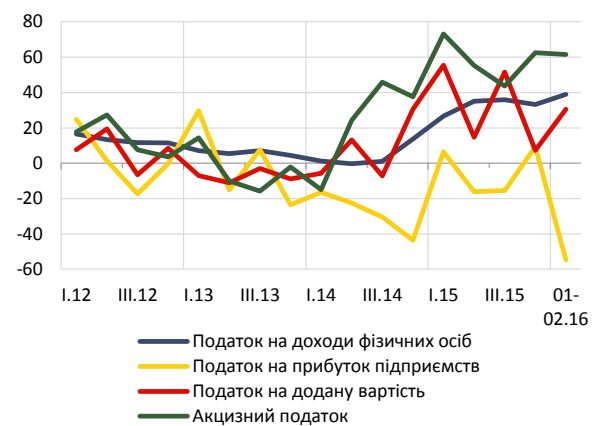
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Зміна доходів зведеного бюджету в січні-лютому 2016 року, млрд. грн. та % річна зміна



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Основні бюджетотворюючі податки, % річна зміна



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>26</sup> Зокрема щодо динаміки імпорту (ефект відкладеного імпорту через очікування відміни додаткового імпортного збору з 01.01.2016), обмінного курсу та виробництва підакцизних товарів.

<sup>27</sup> Законом України "Про внесення змін до Податкового кодексу України та деяких законодавчих актів України щодо забезпечення збалансованості бюджетних надходжень у 2016 році" від 24.12.2015 введено єдину основну ставку 18% податку на доходи фізичних осіб замість 15% для доходів до 10 мінімальних заробітних плат та 20% для доходів понад 10 мінімальних заробітних. Ця уніфікація зумовила збільшення надходжень від цього податку до бюджету (оскільки відповідно до даних ДССУ у грудні 2015 року працівники, які отримували заробітну плату до 10 мінімальних заробітних плат, становили близько 92% від усіх працюючих).

<sup>28</sup> Податок (до 5%) уведений з 1.01.2015 для зміцнення ресурсної бази місцевих бюджетів. Січень-лютий 2015 року став адаптаційним періодом впровадження податку, тому надходження у цей період були доволі низькими.



**неподаткових надходжень** – на 31.8% р/р унаслідок відсутності перерахувань Національного банку в січні-лютому поточного року порівняно з 5.5 млрд. грн. у відповідному періоді минулого року.

**Видатки**

**Видатки зведеного бюджету в січні-лютому 2016 року зросли помірно – на 8.3% р/р унаслідок збільшення поточних видатків.** Зростання останніх (на 8.9% р/р) відбулося передусім через збільшення видатків за програмами соціального спрямування.

Насамперед пришвидшили зростання видатків на соціальний захист – до 22.4% р/р, незважаючи на відсутність перерахувань до Пенсійного фонду в січні, тому що значна частина січневих пенсій авансово профінансована в грудні 2015 року. Причиною цього пришвидшення були значні обсяги субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ порівняно з минулим роком, оскільки зміна порядку їх надання відбулася у квітні 2015 року. Крім цього, витрати на оплату праці в цілому зросли на 24.6% р/р, хоча нарахування на неї скоротилися на 16.2% р/р через зниження ставки ЄСВ. Також суттєво збільшено видатки на субсидії та поточні трансферти підприємствам – на 35.5% р/р.

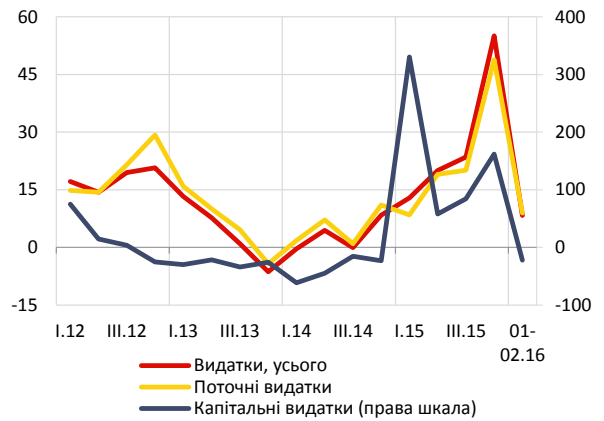
**Натомість значне зростання видатків соціального спрямування було компенсоване зниженням інших поточних та капітальних видатків.** Так видатки на використання товарів та послуг були менші, ніж торік, на 4.4% р/р за рахунок помітного зниження витрат за статтями дослідження та розробки, оплата послуг тощо. Інший напрям видатків, який зазнав скорочення – обслуговування боргових зобов'язань. Це відбулося унаслідок суттєвого зниження витрат на обслуговування зовнішніх боргових зобов'язань – на 74.7% р/р на тлі здійсненої реструктуризації державного боргу (сплата процентів за новими цінними паперами розпочалася з 1 березня 2016 року). Однак загалом зниження видатків на обслуговування боргу було менш суттєвим (на 17.1% р/р), оскільки значні обсяги випуску ОВДП на квазіфіскальні потреби протягом минулого року зумовили збільшення витрат на обслуговування внутрішніх зобов'язань (на 11.1% р/р). **Після стрімкого нарощення капітальних видатків протягом усього 2015 року, в січні-лютому 2016 року зафіксовано їх скорочення на 22% р/р.** Це, зокрема, може бути пов'язано з певною економією коштів на початку року, через те що в поточному році існує значна потреба Пенсійного фонду в додаткових ресурсах після зниження ЄСВ.

**Сальдо**

**Зведений бюджет у січні-лютому 2016 року виконано із суттєвим додатним сальдо – 9.9 млрд. грн.** Профіцит був забезпечений місцевими бюджетами (12.3 млрд. грн.), тоді як державний бюджет мав помірний дефіцит (2.4 млрд. грн.).

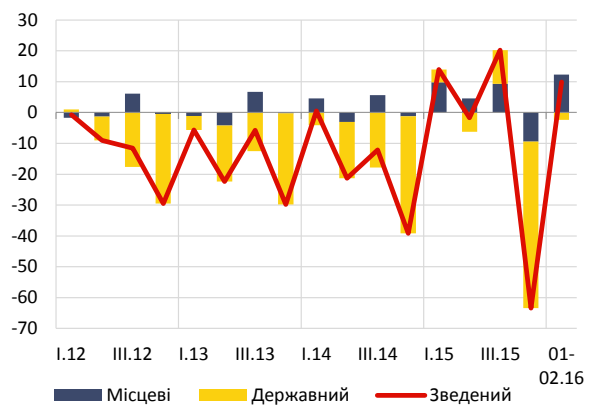
На початку 2016 року Уряд поновив розміщення короткострокових і середньострокових ОВДП зі строком обігу від шести, а потім і від трьох місяців. Це, поміж іншого, сприятиме формуванню кривої дохідності<sup>29</sup>, яка є необхідним інструментом для реалізації монетарної політики Національного банку в умовах підготовки до переходу до режиму інфляційного таргетування. Крім того, тривав випуск

Видатки зведеного бюджету, % річна зміна



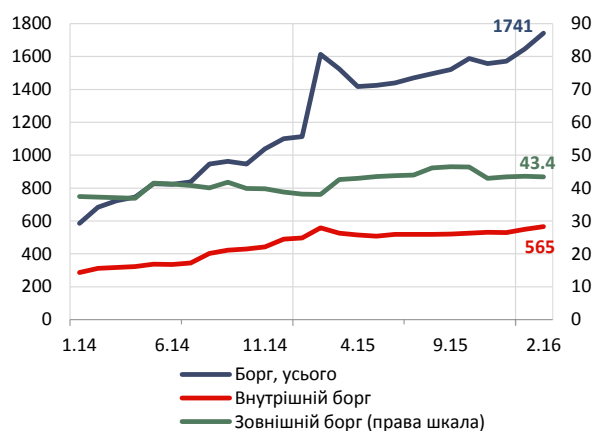
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Державний та гарантований державою борг, млрд. грн. (зовнішній борг – у млрд. дол. США)



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>29</sup> Крива дохідності за державними цінними паперами слугує орієнтиром визначення ринкової вартості інших фінансових інструментів.

ОВДП на квазіфіскальні цілі (14.3 млрд. грн. з метою підтримки банків).

Така боргова політика разом з ефектами переоцінки на тлі девальвації гривні зумовили зростання державного та гарантованого державою боргу з початку року на 10.7%.

### Сальдо сектору загальнодержавного управління

Сальдо зведеного бюджету не є достатнім показником, який дозволяє адекватно оцінити стійкість державних фінансів. За методологією МВФ аналізу також підлягають квазіфіскальні операції державного управління, у випадку України – такі, як підтримка банківської системи, НАК “Нафтогаз”, соціальні фонди тощо. В Україні такі операції відображаються у зведеному бюджеті лише частково, хоча і набули в останні роки масштабного характеру. Тому для більш повного аналізу використовується показник **широкого сальдо сектору загальнодержавного управління**, який урахує всі операції сектору.

**Політика фіскальної консолідації в 2015 році зумовила помітне скорочення широкого дефіциту СЗДУ – до 5.2%<sup>30</sup> ВВП, що стало найнижчим рівнем з 2009 року (за виключенням 2011 року).**

Такий рівень було досягнуто завдяки зменшенню і бюджетного дефіциту, і квазіфіскальної складової:

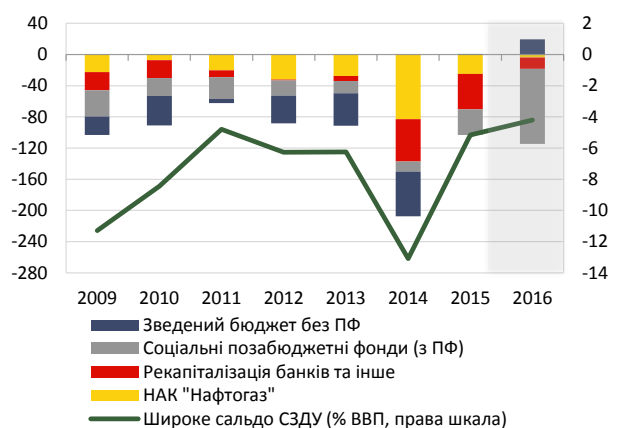
- найсуттєвіше знижено дефіцит НАК “Нафтогаз” (до 1.3%<sup>31</sup> ВВП), зокрема унаслідок підвищення тарифів ЖКГ для населення та реформування діяльності компанії;
- зменшено обсяг коштів на підтримку банківської системи шляхом випуску ОВДП, незважаючи на найбільш активну фазу розчищення банківської системи (при цьому підтримка ФГВФО зростає до 2.1% ВВП);
- скорочено загальний дефіцит СЗДУ<sup>32</sup> до 1.6% ВВП. Це відбулося передусім завдяки суттєвому зменшенню від’ємного сальдо зведеного бюджету<sup>33</sup>, яке без урахування коштів, наданих на покриття дефіциту Пенсійного фонду, набуло незначного, але додатного значення.

Натомість темпи фіскальної консолідації стримувалися збільшенням обсягів бюджетної підтримки Пенсійного фонду України: кошти, спрямовані на покриття його дефіциту, у 2015 році зросли до 1.6% ВВП.

**У 2016 році очікується послаблення тиску з боку квазіфіскальних витрат.** Зокрема, подальше приведення тарифів ЖКГ до економічно обґрунтованого рівня сприятиме скороченню збитковості НАК “Нафтогаз”. Також триватиме зменшення квазіфіскальних потреб з боку банківського сектору, оскільки пік розчищення банківської системи припав на 2014 – 2015 роки. Водночас зменшення надходжень до соціальних фондів внаслідок зниження ставки ЄСВ, який є ключовим джерелом їх власних доходів, зумовить суттєве зростання бюджетної підтримки на покриття витрат Пенсійного фонду. Частково збільшення дефіциту Пенсійного фонду буде компенсоване зменшенням видатків зведеного бюджету за іншими статтями, унаслідок чого прогнозується профіцит зведеного бюджету (за вирахуванням коштів, що спрямовуються на покриття дефіциту Пенсійного фонду).

У результаті в 2016 році триватиме подальше скорочення від’ємного широкого сальдо СЗДУ, хоч і меншими темпами – до 4.2% ВВП. Натомість суттєве збільшення бюджетної підтримки Пенсійного фонду, яке носитиме системний характер з огляду на демографічні тенденції, потребує активізації зусиль щодо реформування соціальної сфери.

Широке сальдо СЗДУ, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; МФУ; МВФ; розрахунки НБУ.

<sup>30</sup> Попередні оцінки.

<sup>31</sup> Використано показники з Окремої фінансової звітності НАК “Нафтогаз”.

<sup>32</sup> Включає показники сальдо зведеного бюджету та соціальних позабюджетних фондів.

<sup>33</sup> Щодо сальдо зведеного бюджету за 2015 рік дивися Інфляційний звіт за січень 2016 року.

## 2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У січні-лютому 2016 року поточний рахунок було зведено з дефіцитом у розмірі 543 млн. дол. США. Динаміку експорту на початку року визначала несприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та введення нових торговельних обмежень з боку РФ. Крім того, через дію низки тимчасових факторів зниження експорту було більш суттєвим, ніж очіувалося. Натомість, падіння імпорту уповільнилося на тлі послаблення імпорتنних тарифних обмежень, і вплив відкладеного внутрішнього попиту на імпортовані товари був дещо недооцінений. У результаті дефіцит поточного рахунку був вищий, ніж очіувалося.

Чисті надходження за фінансовим рахунком у січні-лютому 2016 року становили 562 млн. дол. США і були зумовлені залученнями виключно приватного сектору. В умовах тимчасового припинення фінансування з боку міжнародних фінансових організацій, державний сектор лише здійснював погашення своїх зовнішніх зобов'язань. Порівняно з нашими очікуваннями чисті залучення приватного сектору були дещо більшими через значні обсяги надходжень за торговими кредитами. Також у більших обсягах, ніж прогнозувалося, скорочувалась готівка поза банками. Загалом за підсумками січня-лютого 2016 року сформовано додатне сальдо зведеного платіжного балансу на рівні 46 млн. дол. США.

Міжнародні резерви в I кварталі знизилися на 0.5 млрд. дол. США до 12.7 млрд. дол. США (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду). Скорочення резервів було пов'язано із виплатами за зовнішніми зобов'язаннями державного сектору в березні та інтервенціями Національного банку, спрямованими на зниження надмірних коливань на валютному ринку.

### Рахунок поточних операцій

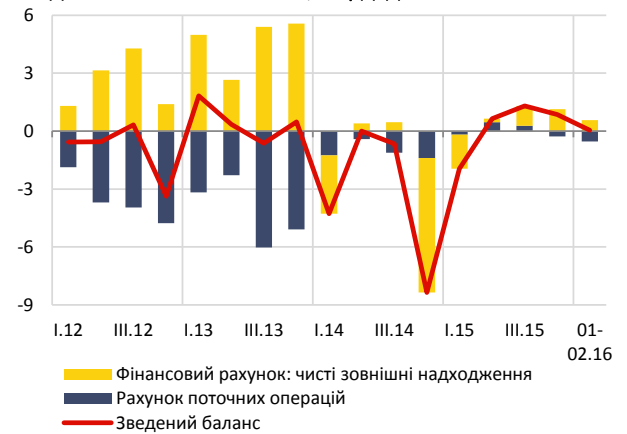
**У січні-лютому дефіцит поточного рахунку розширився унаслідок значного від'ємного сальдо торгівлі товарами.**

Несприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та введення низки торговельних обмежень з боку РФ визначали динаміку експорту на початку року. Крім того, у січні неочікувані тимчасові фактори (складні погодні умови<sup>34</sup>, труднощі з отриманням дозвільної документації) спричинили суттєве прискорення зниження експорту товарів – до 32.6% р/р. Але вже в лютому на тлі припинення дії частини короткострокових факторів падіння уповільнилося до 12% р/р.

Фактори впливу на динаміку експорту товарів суттєво відрізнялися за регіонами.

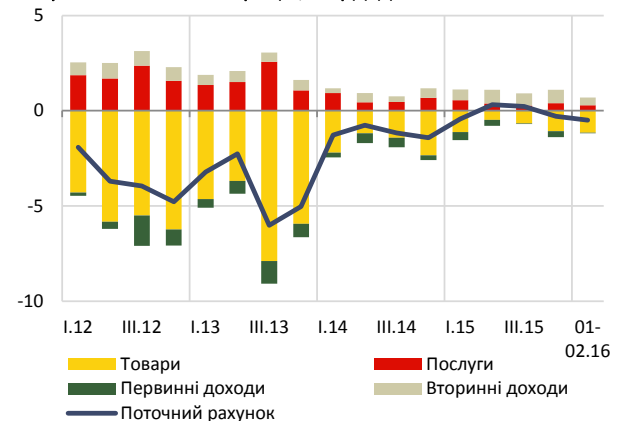
Низький зовнішній попит, зниження цін на сировинні товари та наростання напруженості на Близькому Сході спричинили прискорення падіння експорту до країн Азії – до 27% р/р (або на 543 млн. дол. США) за січень-лютий 2016 року. Найбільше зниження відбулося за групами продовольчих товарів, металургійної продукції та руд. Зокрема, експорт до Китаю різко скоротився з вересня 2015 року після припинення поставок української кукурудзи внаслідок високого врожаю в

Зведений платіжний баланс, млрд. дол. США



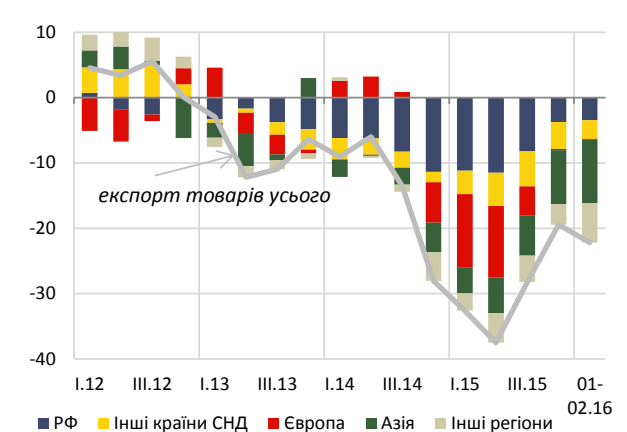
Джерело: НБУ.

Рахунок поточних операцій, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>34</sup> Важкі погодні умови ускладнили роботу портів. За даними Адміністрації морських портів України, у січні 2016 року обсяги відвантаження зерна на експорт через морські порти знизилися на 17.7% р/р.

Китаї. Водночас у січні керівництво Китаю виділило близько 2.8 млн. т квот на імпорту кукурудзи в 2016 році, і наприкінці лютого експорт кукурудзи до Китаю відновився. Крім того, зниження вартісних обсягів експорту в Китай було зумовлено падінням цін на залізну руду. Водночас ескалація сирійського конфлікту та наростання напруженості в Туреччині перешкоджали повноцінному постачанню товарів до країн Близького Сходу.

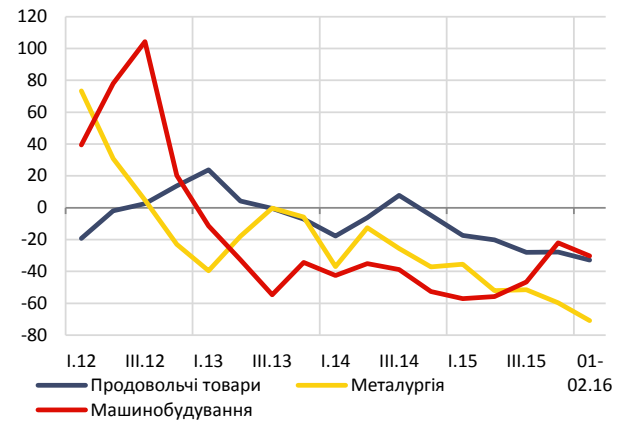
Експорт товарів до країн СНД за вирахуванням РФ скоротився в 1.5 раза (або на 158 млн. дол. США) через фактичну зупинку транзиту через територію РФ. Був заборонений транзит будь-яких товарів походженням з України незалежно від країни кінцевого призначення, хоча з 1 січня 2016 року РФ де-юре заборонила транзит товарів з України через свою територію лише до Казахстану. Перевезення мали здійснюватися через територію Білорусі. Однак з 26 лютого транзитні перевезення територією РФ відновилися (до третіх країн, окрім Казахстану), що покращить показники експорту в країни СНД у березні. З огляду на товарну структуру експорту в ці країни заборона транзиту найбільше вплинула на експорт продовольчих товарів, продукції металургії та машинобудування.

Незважаючи на низьку базу порівняння минулого року експорт до РФ продовжував знижуватися високими темпами (у 1.6 раза р/р або на 191 млн. дол. США). Це відбулося через призупинення дії договору про зону вільної торгівлі з Україною з 1 січня 2016 року, у результаті чого середньозважена ставка митного тарифу до РФ за нашими оцінками збільшилася з 0% до 9.1%. Додатково був визначений перелік продовольчих товарів, заборонених до ввезення на територію РФ з 1 січня, який уключає м'ясо та м'ясопродукти, рибу, молоко та молокопродукти, овочі, фрукти та горіхи.

Водночас експорт до країн ЄС у січні-лютому порівняно з відповідним періодом попереднього року майже не змінився. Отримання великою кількістю українських підприємств дозволів<sup>35</sup> на експорт до ЄС сприяло нарощенню експорту продовольчих товарів. Зокрема через бажання скористатися автономними торговельними преференціями<sup>36</sup> вже станом на 10.03.2016 Україна вибрала річні квоти<sup>37</sup> на поставки до ЄС багатьох продовольчих товарів. Однак можливості українського експорту до Євросоюзу не обмежуються обсягом квот на безмитне ввезення. За більшістю товарних груп чинні митні ставки ЄС не є серйозною перешкодою для експорту з України. Водночас низькі ціни на метали зумовлювали подальше падіння вартісних обсягів експорту металургійної продукції.

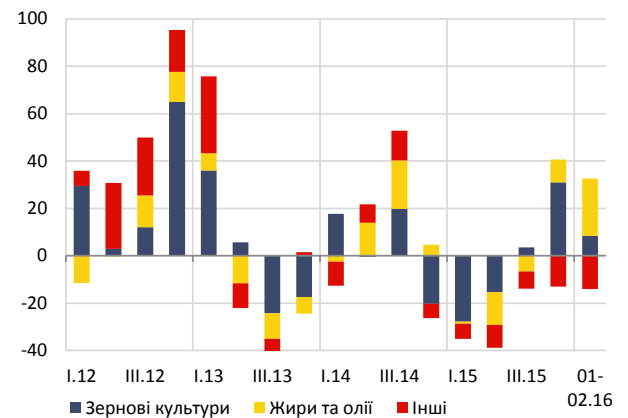
У розрізі товарної структури найбільше зниження в січні-лютому було зафіксовано в експорті продукції металургії та мінеральних продуктів (на 33.5% та 39.7% р/р відповідно, виключно за рахунок цін), а також продукції машинобудування (22.1%). Однак уже в березні відбулося суттєве підвищення експортних цін на українські метали, що серед інших причин було зумовлено введенням країнами ЄС імпорتنих мит на

Експорт до країн СНД (без урахування РФ), річна зміна у %



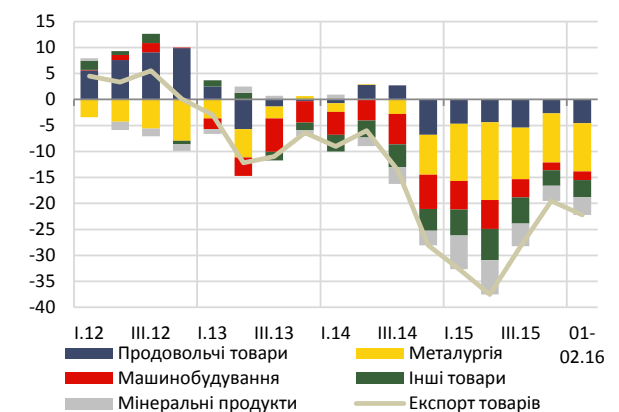
Джерело: НБУ.

Внески до експорту продовольчих товарів до країн ЄС, в. п.



Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>35</sup> За інформацією прес-служби громадського об'єднання "Українська аграрна конфедерація" за два тижні дії Угоди про вільну торгівлю з країнами ЄС більше 1000 підприємств отримали дозвіл на експорт до країн ЄС.

<sup>36</sup> Відповідно до законодавства ЄС адміністрування тарифних квот здійснюється за двома принципами: "перший прийшов – перший обслуговується" та через систему імпорتنих ліцензій.

<sup>37</sup> За даними матеріалів МЕРТ "Використання тарифних квот в рамках ПВЗВТ" <http://www.me.gov.ua/Documents/Detail?lang=uk-UA&id=1550d05a-f18d-459b-86d2-eb1fb9525dd5&title=VikoristanniaTarifnikhKvotVRamkakhPvzvt>.

сталеву продукцію окремих країн. Експорт продовольчих товарів у січні-лютому знизився на 11.1% р/р, а за вирахуванням зернових – лише на 8.4%.

Падіння імпорту товарів у січні – лютому уповільнилося більше наших очікувань (до 15.9% р/р), у тому числі через недооцінку відкладеного попиту на тлі послаблення імпорتنних тарифних обмежень (скасування додаткового імпортного збору та зниження імпорتنних мит після набрання чинності зони вільної торгівлі з ЄС з початку 2016 року).

Зокрема, неенергетичний імпорт у січні-лютому збільшився на 1.6% р/р, насамперед за рахунок продукції машинобудування. Зростання за цією категорією (на 23.4% р/р) крім інших чинників пояснюється оновленням парку службових автомобілів Національної поліції<sup>38</sup>. Також на збільшення імпорту механічних машин та апаратів за оцінками НБУ вплинули підвищені обсяги відшкодування ПДВ експортерам<sup>39</sup> наприкінці 2015 року, яке було конвертоване ними в інвестиції в матеріальні активи.

Зростання імпорту хімічної продукції в січні-лютому (8.4%) було зумовлено підвищеним внутрішнім попитом на фармацевтичні продукти, зокрема внаслідок різкого збільшення захворюваності на грип та ГРВІ на початку року. Крім того, таке зростання було зумовлено високим попитом на мінеральні добрива перед початком посівної внаслідок зниження зовнішніх цін на них.

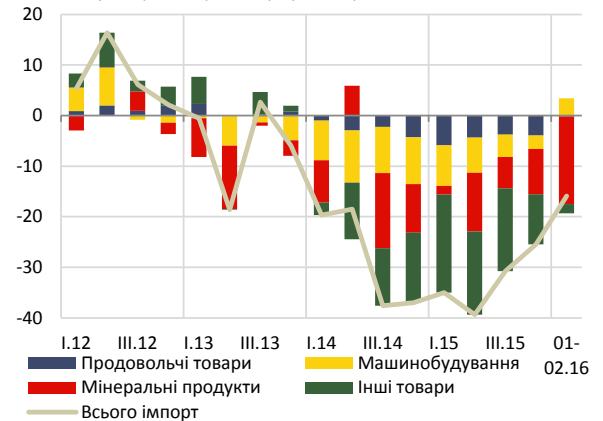
Через девальвацію валют країн – основних торговельних партнерів, скасування імпорتنних зборів та переорієнтацію частини турецького експорту після погіршення відносин з РФ значно уповільнилося падіння імпорту споживчих товарів, а саме: продовольчих товарів (до 1.7% р/р) та промислових виробів (до 2.6% р/р).

У січні-лютому енергетичний імпорт продовжив скорочуватися високими темпами (50.7% р/р), зокрема вартісні обсяги імпорту природного газу знизилися втричі. Починаючи з листопада 2015 року Україна імпортує газ лише з Європи. Як наслідок, імпорт з РФ у січні-лютому зменшився в 2.3 раза порівняно з відповідним періодом минулого року, частка РФ у загальному імпорті товарів зменшилася до 10% (з 19.6% у січні-лютому 2015 року).

У січні-лютому додатне сальдо торгівлі послугами (284 млн. дол. США) майже не змінилося порівняно з аналогічним періодом попереднього року, що відповідало нашим очікуванням.

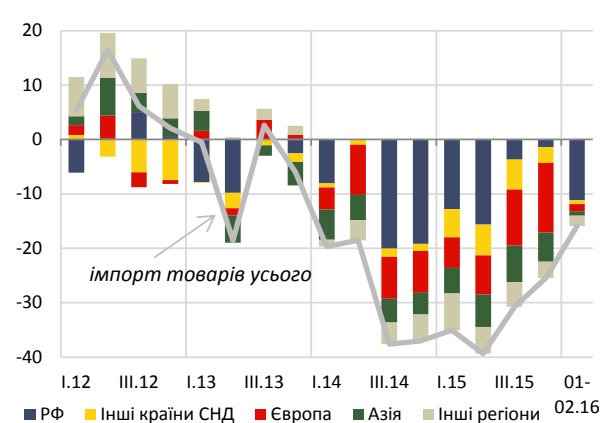
Зниження експорту послуг становило 8% р/р, однак щодо окремих його статей спостерігалася різноспрямована динаміка. Неприятливі погодні умови січня вплинули на експорт послуг морського та водного транспорту, який у січні – лютому знизився на 6.3% р/р. Зменшення кількості відвідувачів та скорочення їх витрат у доларовому еквіваленті

Внески в річну зміну імпорту товарів, в. п.



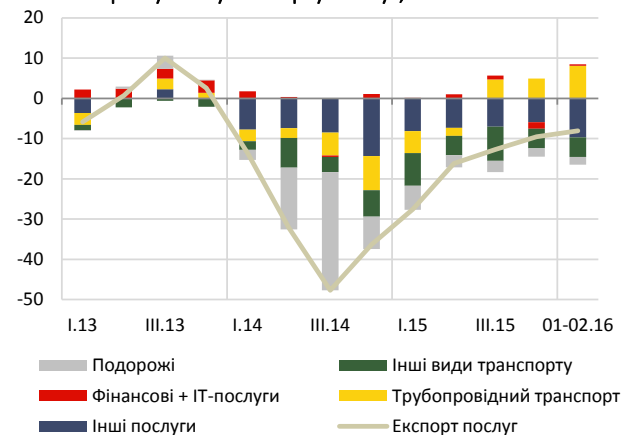
Джерело: розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів за регіонами, в. п.



Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>38</sup> Протягом січня-лютого 2016 року в Україні було здійснено запуск нової поліції в таких містах: Житомирі, Дніпропетровську, Харкові та Харківській області, Івано-Франківську, Львові, Херсоні, Чернігові, Вінниці, Кременчуці. Відомо також, що автопарки Національної поліції в регіонах поповнюються за рахунок автомобілів марки "Рено", продажі яких за даними "Укравтопром", посідають перше місце з жовтня 2015 року (<http://ukrautoprom.com.ua/wp-content/uploads/2016/03/2016-02-market.pdf>).

<sup>39</sup> Зростання імпорту машинобудування відбулося також за технікою, яка використовується для первинної обробки, що притаманне експортоорієнтованим галузям промисловості.



відобразилося на скороченні експорту за статтею “подорожі” (на 28.2% у січні-лютому р/р). Водночас експорт послуг трубопровідного транспорту був у 1.6 раза вищий, насамперед через низьку базу порівняння, оскільки до березня 2015 року діяли ліміти на транспортування газу з РФ до Європи через територію України. Також продовжив зростати експорт ІТ-послуг (6.1% р/р), його частка в експорті послуг досягла 17.9%. Детальніше про експорт послуг – див. у тематичній вставці “Аналіз експорту послуг України”.

Зниження економічної активності та падіння реальних доходів населення зумовили зменшення імпорту послуг у січні-лютому (на 6.1% р/р). Зокрема імпорт за статтею “подорожі” скоротився на 6.6% р/р, а імпорт транспортних послуг – на 6% р/р унаслідок зменшення зовнішнього товарообороту.

У січні-лютому неочікувано збільшилися приватні грошові перекази в Україну (на 4.2% р/р) – до 747 млн. дол. США. Насамперед це відбулося через зростання надходжень переказів з європейських країн, тоді надходження з країн СНД очікувано скоротилися через погіршення фінансово-економічної ситуації в переважній більшості цих країн.

### Фінансовий рахунок

**Чисті надходження за фінансовим рахунком у січні-лютому 2016 року становили 562 млн. дол. США і були зумовлені залученнями приватного сектору. Державний сектор у січні-лютому лише здійснював погашення своїх зовнішніх зобов'язань.**

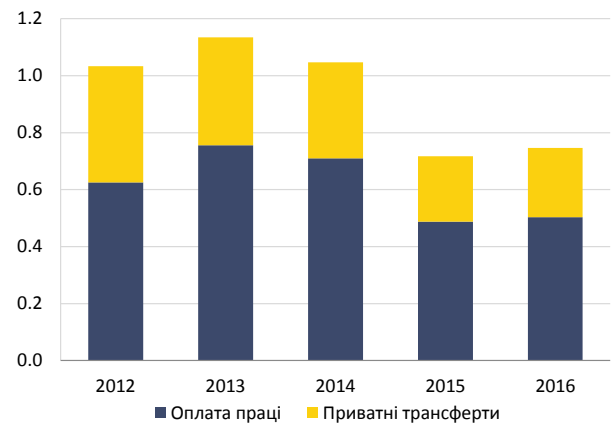
Чисті залучення боргового капіталу до реального сектору становили 536 млн. дол. США, переважно за рахунок надходжень за торговими кредитами (561 млн. дол. США). Однак за короткостроковими та довгостроковими кредитами спостерігалися чисті виплати (133 млн. дол. США). Готівкова валюта поза банками продовжила скорочуватися (на 485 млн. дол. США), що частково було пов'язано зі зниженням реальних доходів населення.

Надходження прямих іноземних інвестицій (914 млн. дол. США) були майже повністю спрямовані до банківського сектору, але, як і в попередньому році – переважно у формі докапіталізації банків материнськими установами в обмін на переоформлення боргу (debt-to-equity operations). Ураховуючи виплати за міжбанківськими кредитами, чисті надходження банківського сектору становили лише 85 млн. дол. США.

Роловер за довгостроковими зобов'язаннями приватного сектору за січень-лютий 2016 року становив 37% і був меншим, ніж очікувалося, через низькі обсяги залучень коштів банками. Крім того, низький роловер банківського сектору відображає значні обсяги погашення українськими банками кредитів перед материнськими установами. Водночас фактичні виплати були дещо нижчими, оскільки частина погашень була переоформлена в капітал.

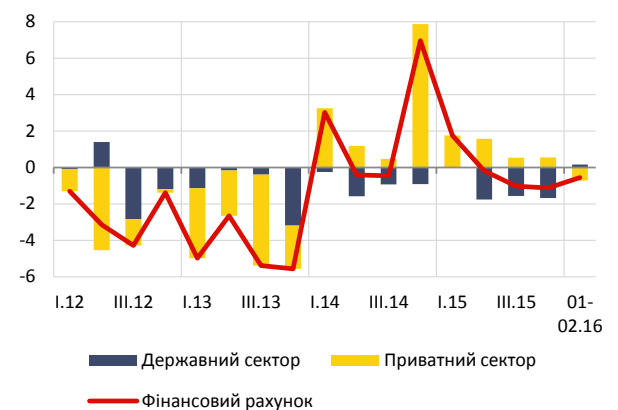
На початку року продовжилося зростання простроченої заборгованості реального сектору (на 0.5 млрд. дол. США за перші два місяці 2016 року), накопичені обсяги якої на кінець лютого за нашими оцінками становили 12.6 млрд. дол. США.

Грошові перекази у січні-лютому, млрд. дол. США



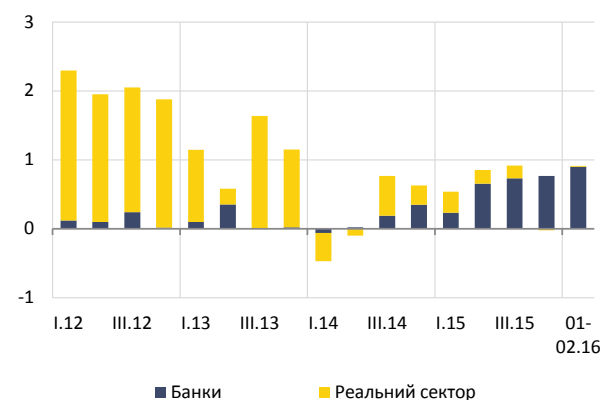
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

### Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями (%)

	2014	I.15	II.15	III.15	IV.15	01-02.16
Банки	54	35	79	18	22	11
Реальний сектор	57	49	31	26	57	78
У цілому	56	42	54	22	35	37

### Резервні активи

Міжнародні резерви в I кварталі знизились на 0.6 млрд. дол. США до 12.7 млрд. дол. США (або 3.3 місяця імпорту майбутнього періоду). Скорочення резервів було пов'язано із виплатами за зовнішніми зобов'язаннями державного сектору в березні та інтервенціями Національного банку, спрямованими на зниження надмірних коливань на валютному ринку.

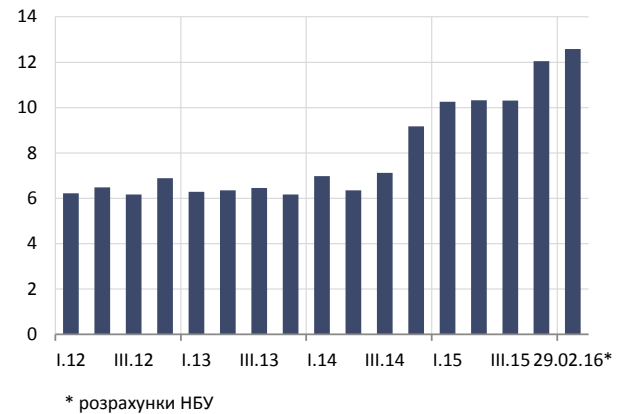
### Зовнішня стійкість

Незважаючи на скорочення абсолютного розміру валового зовнішнього боргу в IV кварталі показники зовнішньої стійкості майже не змінилися через зниження номінального ВВП в доларовому еквіваленті<sup>40</sup> та експорту товарів та послуг. Однак показники достатності міжнародних резервів в IV кварталі дали поліпшувалися.

Валовий зовнішній борг України в IV кварталі скоротився на 6.4 млрд. дол. США – до 118.7 млрд. дол. США. Його скорочення, зокрема, було зумовлено такими чинниками:

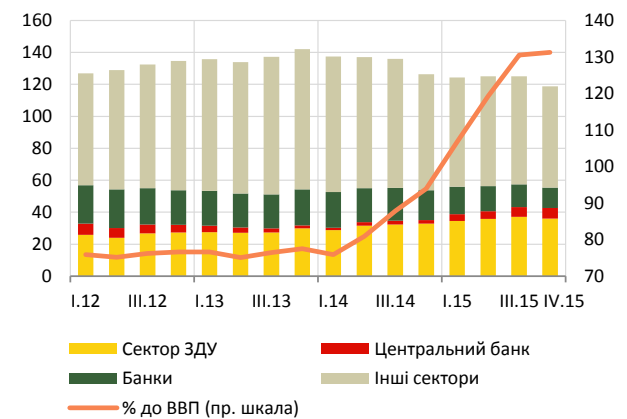
- зменшенням заборгованості сектору ЗДУ в результаті успішного проведення реструктуризації ОЗДП;
- скороченням заборгованості українських банків перед материнськими банківськими установами;
- скороченням заборгованості реального сектору, що супроводжувалося зростанням простроченої заборгованості.

### Прострочена заборгованість реального сектору (на кінець періоду), млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

### Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів

%	I.2014	II.2014	III.2014	IV.2014	I.2015	II.2015	III.2015	IV.2015
Зовнішній борг/ВВП	75.9	80.9	87.9	93.9	106.7	119.3	130.5	131.3
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	172.2	177.6	189.3	193.0	207.0	230.1	248.6	248.4
Короткостроковий борг/валовий борг	43.2	41.5	43.6	44.8	43.5	43.5	41.0	43.1
Короткостроковий борг/ВВП	32.8	33.6	38.3	42.1	46.4	52.0	53.5	56.6
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	74.5	73.7	82.5	86.5	90.0	100.2	101.9	107.1
Відкритість економіки <sup>41</sup>	95.6	98.3	97.9	100.7	106.5	106.8	107.8	107.5
Резерви/короткостроковий борг	25.4	30.0	27.7	13.3	18.4	18.8	24.9	26.0
Резерви за композитним критерієм МВФ	41.0	47.5	44.8	22.8	31.9	32.9	41.9	45.2
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	90.7	115.3	121.8	60.9	83.3	86.9	109.7	115.8
Покриття резервами широкої грошової маси	17.5	21.3	21.3	12.4	22.8	22.1	29.4	32.1

<sup>40</sup> Дані щодо плинного ВВП за рік перераховуються в долари США за середньоквартальними курсами.

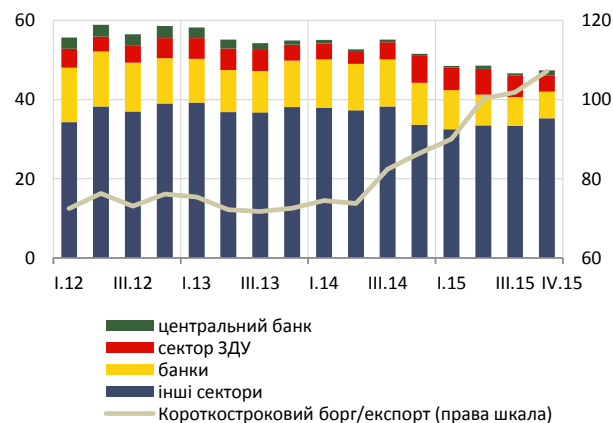
<sup>41</sup> Розраховано як співвідношення 12-місячної суми плинного експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

У IV кварталі 2015 короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення майже не змінився і становив 51.2 млрд. дол. США. Скорочення заборгованості сектору ЗДУ (на 1.3 млрд. дол. США) та банків (на 0.6 млрд. дол. США) супроводжувалося зростанням короткострокового боргу реального сектору (на 1.9 млрд. дол. США).

У той час як відношення зовнішнього боргу до ВВП та експорту товарів та послуг залишилося практично незмінним, аналогічні показники короткострокового боргу зросли, що насамперед відображає накопичення простроченої заборгованості, особливо в порівнянні її обсягів з масштабами економіки в доларовому еквіваленті.

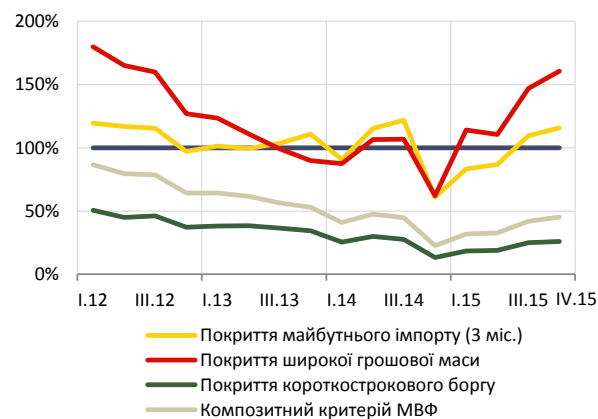
Співвідношення резервів до короткострокового боргу зросло до 26% (на 12.7 в.п. з початку року). Проте таке значення залишається набагато нижчим за норму за критерієм Гвідотті-Грінспена (100%). За композитним критерієм МВФ (ARA metrics) ситуація також повільно поліпшується – резерви зросли до 45.2% (на 22.4 в.п. з початку року) від мінімально достатнього рівня.

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



Джерело: НБУ.

Критерії достатності міжнародних резервів, %

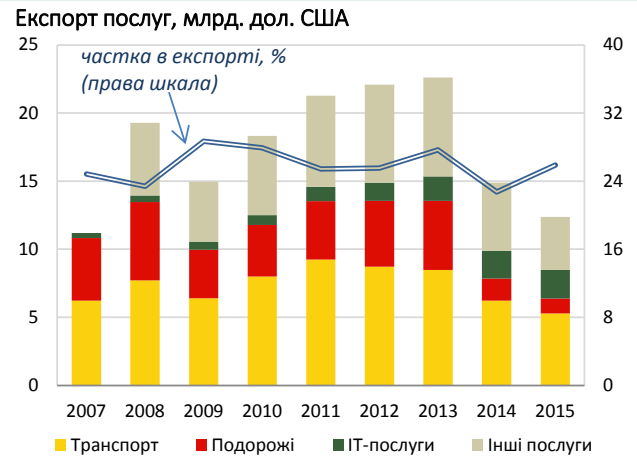
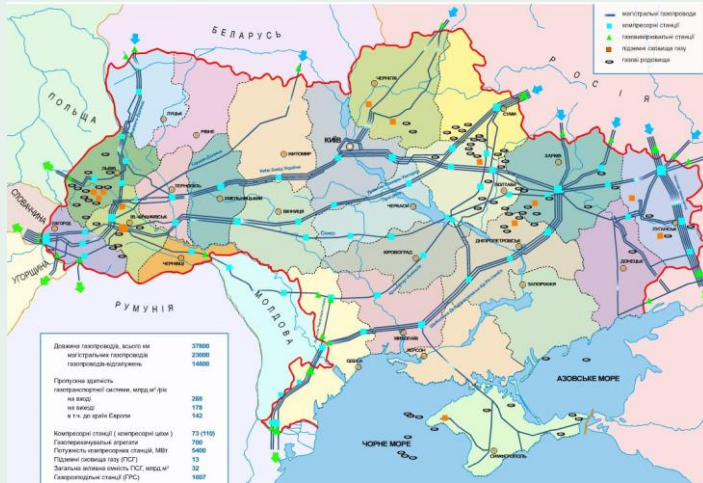


Джерело: розрахунки НБУ.

### Аналіз експорту послуг України

Експорт послуг є важливою складовою платіжного балансу. Найбільший обсяг експорту послуг в Україні був зафіксований у 2013 році – 22.6 млрд. дол. США або 12% від ВВП. В останні роки на тлі загального зниження економічної активності, анексії АР Крим та збройного конфлікту на сході України, а також погіршення відносин з РФ відбувалося зниження експорту послуг. Так уже в 2014 році експорт послуг знизився на 34.2% – до 14.9 млрд. дол. США, у 2015 році – на 16.9% – до 12.4 млрд. дол. США. Однак частка експорту послуг у загальному експорті змінювалася несуттєво – коливалася в межах від 23% (2014 рік) до 29% (2009 рік), а у 2015 році становила 25.9%.

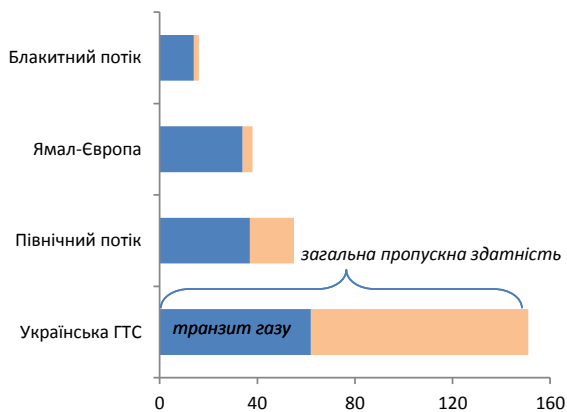
Структура послуг традиційно поділяється на три сфери: транспортні, туристичні та інші комерційні послуги.



Джерело: НБУ.

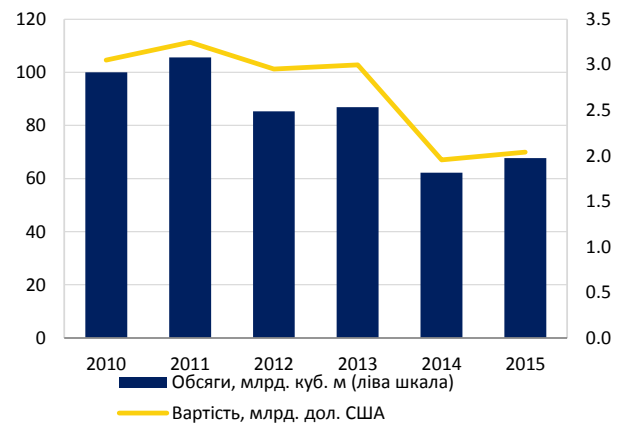
Завдяки вигідному географічному розташуванню України транспортні послуги переважають у загальній структурі експорту послуг (близько 40%). У свою чергу, трубопровідний транспорт становить найбільшу частину (близько 38%) від послуг з транспортування і складається з двох частин – газопровідного та нафтопровідного. На сьогодні Україна є найбільшим у світі транзитером природного газу. Системами магістральних газопроводів, які перебувають у користуванні НАК “Нафтогаз України”, російський природний газ надходить до країн Європи. Пропускна здатність вітчизняної газотранспортної системи на вході становить 290 млрд. м<sup>3</sup>, а на виході – 180 млрд. м<sup>3</sup> на рік.

Постачання російського газу до Європи в 2014 році, млрд. куб. м (без урахування країн Балтії)



Джерело: Нафтогаз.

Транзит газу



Джерело: Нафтогаз.

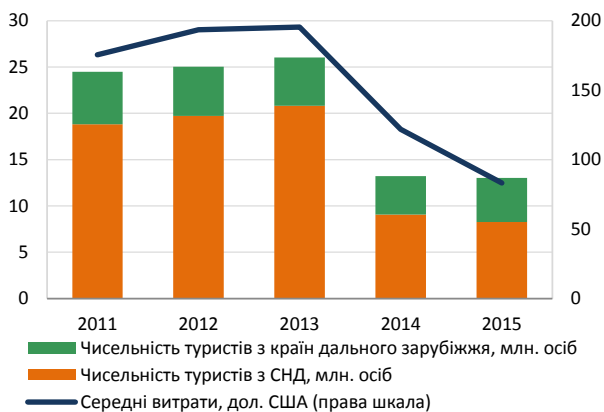
Встановлення ПАТ “Газпром” лімітів на транзит газу через територію України з серпня 2014 року до березня 2015 року спричинило зменшення обсягів транзиту через територію України в 2014-2015 роках до 62 – 68 млрд. м<sup>3</sup>. Водночас з 2014 року тарифи на транзит газу знизилися з 3 дол. США до 2.7 дол. США за 1 тис. м<sup>3</sup>/100 км. Відповідно обсяги надходжень за транзит зменшилися в півтора рази – до 2 млрд. дол. США на рік. Однак через скорочення експорту інших транспортних послуг частка трубопровідного транспорту протягом 2014 – 2015 років залишалася найбільшою.

До 2014 року надання туристичних послуг було другою за розміром статтею експорту послуг (більше 20%). Унаслідок відвідань туристами АР Крим надходження за статтею “подорожі” мали чітко виражений сезонний характер: близько половини річного обсягу експорту припадало на III квартал. Близько 75% відвідувачів України становили громадяни країн СНД, зокрема РФ – близько 40%.

Після анексії АР Крим у 2014 році та початку збройної агресії Росії на сході України експорт за статтею “подорожі” суттєво знизився внаслідок як скорочення кількості туристів, так і зниження ними витрат в доларовому еквіваленті через девальвацію гривні. Якщо кількість відвідувачів з РФ у 2014 році скоротилася в 4.4 раза, а в 2015 році – ще в 1.9 раза, то з інших зарубіжних країн (крім країн СНД) – у 2014 році знизилася лише на 20%, а в 2015 році – зросла на 14%. У цілому за 2014 рік експорт послуг за статтею “подорожі” знизився в 3.2 раза, за 2015 рік – ще на 33% до 1.1 млрд. дол. США. Відповідно у 2015 році частка туристичних послуг в експорті знизилася до 8.7%.

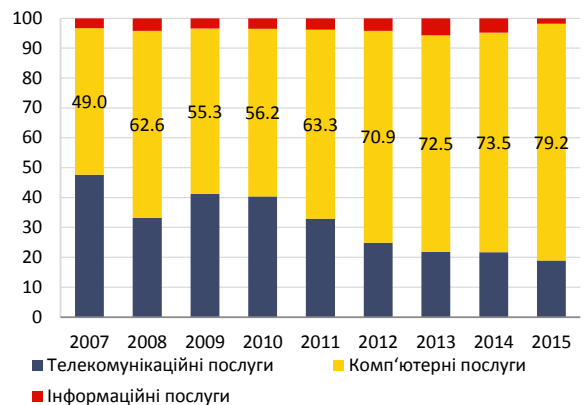
Однією з характерних рис останніх років є зростання експорту так званих ІТ-послуг – телекомунікаційних, комп’ютерних та інформаційних, частка яких в експорті послуг у 2015 році збільшилася до 17%, а обсяг – до 2.1 млрд. дол. США. Це єдиний вид експорту послуг, який постійно зростає протягом останніх років. Найбільшу частину експорту цього виду послуг становлять комп’ютерні послуги (79% у 2015 році), переважно – це аутсорсинг розробки програмного забезпечення. Серед причин бурхливого розвитку сфери надання комп’ютерних послуг можна виділити низьку відносну вартість послуг українських ІТ-спеціалістів. За даними Ukraine Digital News у 2014 році в Україні працювала найбільша кількість ІТ-професіоналів у Європі – 90 тис. осіб, більше тисячі компаній з надання ІТ-послуг. Такі міжнародні гіганти як Aricent, Boeing, Ericsson, Huawei, Oracle, Siemens і Teleperformance обрали Україну для розміщення об’єктів своїх науково-дослідницьких робіт. У 2014 році в Україні було сформовано 6 ІТ-кластерів у містах Львові, Одесі, Києві, Харкові, Дніпропетровську та Луцьку – спільнот провідних компаній у галузі інформаційних технологій, які спільно із університетами та міською владою покращують та розвивають ІТ у цих містах. Водночас в Україні є низка факторів, що обмежують розвиток зазначеної галузі, зокрема недоліки українського законодавства, слабкість деяких секторів системи освіти, низький рівень володіння англійською мовою тощо.

Кількість туристів та їх витрати, %



Джерело: НБУ.

Структура експорту телекомунікаційних, комп’ютерних та інформаційних послуг, %



Джерело: НБУ.



## 2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Протягом січня-лютого 2016 року на валютному ринку спостерігалось посилення волатильності обмінного курсу з тенденцією до його девальвації. Зазначене зумовлювалося зовнішніми та внутрішніми шоками: зниженням експортних надходжень, відтермінуванням зовнішнього фінансування, політичною невизначеністю тощо. Уже в березні 2016 року з огляду на поліпшення умов для експорту та відповідне зростання валютних надходжень обмінний курс гривні помірно зміцнився.

Банківська система функціонувала в умовах структурного профіциту ліквідності. Водночас обсяги розміщених коштів на депозитних сертифікатах Національного банку впродовж I кварталу дещо знизилися через збільшення поглинання вільної ліквідності іншими каналами (операції Уряду, повернення раніше виданого рефінансування, операції Національного банку на валютному ринку).

У січні-лютому 2016 року прискорилося зростання депозитів у національній валюті в річному вимірі, а в іноземній валюті – сповільнилося падіння. Також, незважаючи на загалом слабку кредитну активність, у лютому спостерігалися ознаки її поживлення.

У I кварталі 2016 року зафіксовано значне падіння монетарних агрегатів у річному вимірі. Зазначене було наслідком низького попиту на готівку та значних ефектів бази порівняння на тлі суттєвої курсової переоцінки депозитів у минулому році.

З огляду на збереження ризиків для цінової стабільності Національний банк у I кварталі 2016 року проводив стриману грошово-кредитну політику, утримуючи облікову ставку на рівні 22% річних.

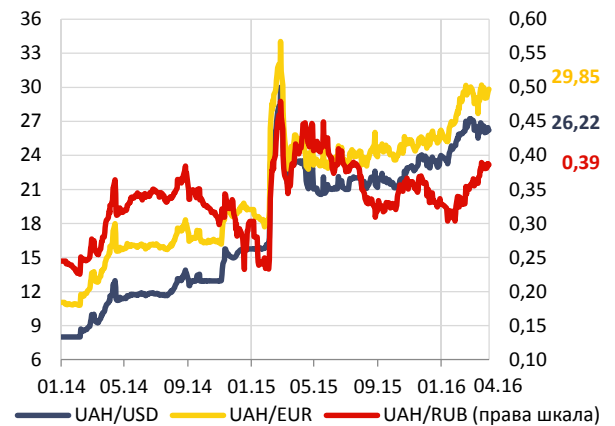
### Валютний ринок

На початку 2016 року обмінний курс гривні перебував під девальваційним тиском через зниження експортних надходжень на тлі запровадження РФ торговельних та транзитних обмежень, подальше зниження світових цін на сировинні товари, а також політичну нестабільність. Водночас уже в березні 2016 року, переважно в результаті поліпшення умов для експорту та відповідне зростання валютних надходжень, обмінний курс гривні до долара США зміцнився на 3.1%. Загалом за підсумками I кварталу 2016 року офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився на 9.2%.

В умовах високої волатильності валютного ринку дії Національного банку були спрямовані на зниження надмірних курсових коливань. Національний банк проводив валютні аукціони як з продажу, так із купівлі іноземної валюти. Зокрема в березні на тлі послаблення девальваційного тиску було збільшено обсяги купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. У цілому за підсумками I кварталу 2016 року чистий продаж валюти Національним банком на валютному ринку становив 235 млн. дол. США.

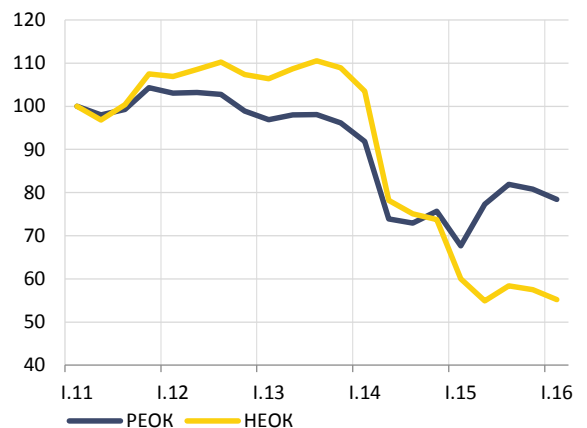
Зниження номінального обмінного курсу в січні-лютому 2016 року на тлі подальшого послаблення інфляційного тиску в Україні призвело до послаблення РЕОК гривні на 8.5% з початку

Офіційний курс гривні до іноземних валют (на 01.04.2016)



Джерело: НБУ.

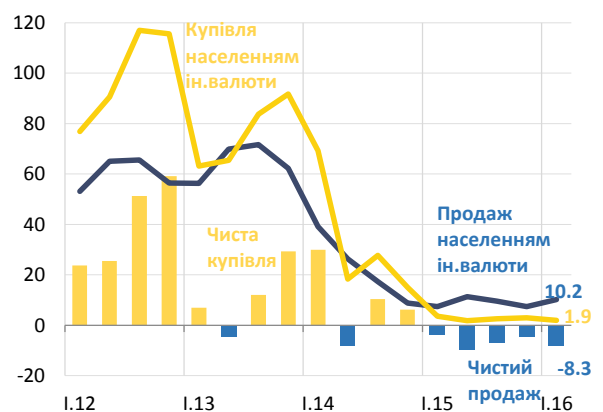
Індекс РЕОК та НЕОК гривні (I.2011=100, за міжбанківським курсом, середнім за період)



\* попередні дані

Джерело: IFS; розрахунки НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США



Джерело: НБУ.

року (у річному вимірі в лютому 2016 року РЕОК зміцнився на 33.8%, що значною мірою пояснюється статистичним ефектом бази порівняння з минулим роком).

На готівковому сегменті валютного ринку протягом I кварталу 2016 року тривало домінування пропозиції над попитом. Так у березні середньоденні обсяги продажу готівкової валюти населенням досягли максимуму та за результатами I кварталу поточного року становили 10.2 млн. дол. США (7.4 млн. дол. США у відповідному періоді минулого року). Натомість середньоденні обсяги купівлі готівкової валюти знизилися до 1.9 млн. дол. США з 3.6 млн. дол. США у I кварталі 2015 року, що може пояснюватися тим, що через скорочення реальних доходів населення його попит на валюту зменшився.

Зниження ризиків розбалансування фінансового ринку дало змогу Національному банку продовжити поступову лібералізацію адміністративних обмежень на грошово-кредитному та валютному ринках зі збереженням норм, які запобігають впливу капіталу за кордон<sup>42</sup>.

**Базові гроші та ліквідність**

**Банківська система в I кварталі 2016 року функціонувала в умовах профіциту ліквідності – середньоденні залишки на коррахунках банків та за депозитними сертифікатами Національного банку суттєво перевищували аналогічні показники відповідного періоду минулого року (на 26.3% та в 3.6 раза відповідно).**

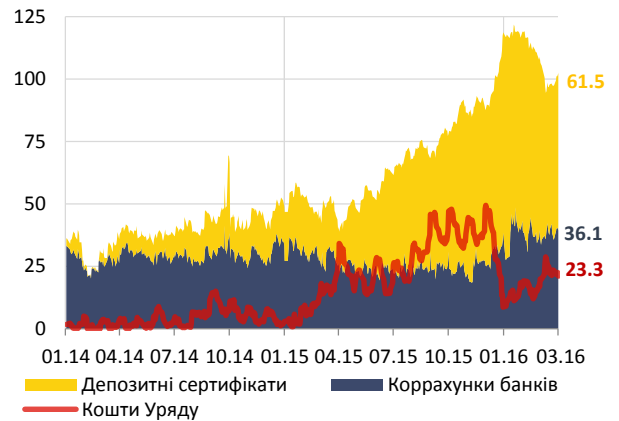
Головним джерелом зростання коррахунків банків було значне зниження обсягів готівки (на 20.5 млрд. грн. за I квартал 2016 року). Останнє зумовлювалося загальною тенденцією до збільшення безготівкових розрахунків, зниженням видачі готівки з рахунків закладами фізичних осіб за одночасного зростання її надходження, збільшенням надходження торговельної виручки та виручки від усіх видів послуг.

Також зростання коррахунків зумовлювалося зміною умов формування обов'язкових резервів<sup>43</sup> та операціями ФГВФО<sup>44</sup>.

Частково вільна ліквідність у I кварталі 2016 року абсорбувалася за рахунок операцій Уряду (чистий вплив яких оцінено в 26.0 млрд. грн.<sup>45</sup>), погашення банками раніше отриманих кредитів рефінансування (залишки за якими знизилися на 8.5 млрд. грн.) та чистого продажу Національним банком іноземної валюти (на суму 6.2 млрд. грн.). Це в свою чергу призвело до зниження попиту на депозитні сертифікати Національного банку впродовж I кварталу.

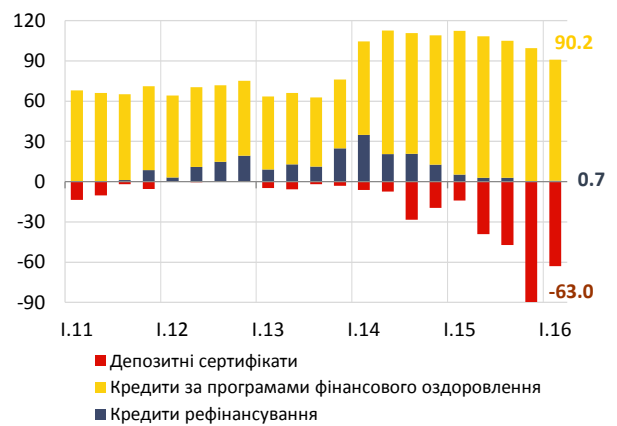
Зниження обсягів готівки зумовило зменшення монетарної бази в I кварталі 2016 року на 2.6%<sup>46</sup>. У річному вимірі вона скоротилася на 1.4%.

Окремі показники ліквідності банківської системи млрд. грн., (станом на 01.04.2016)



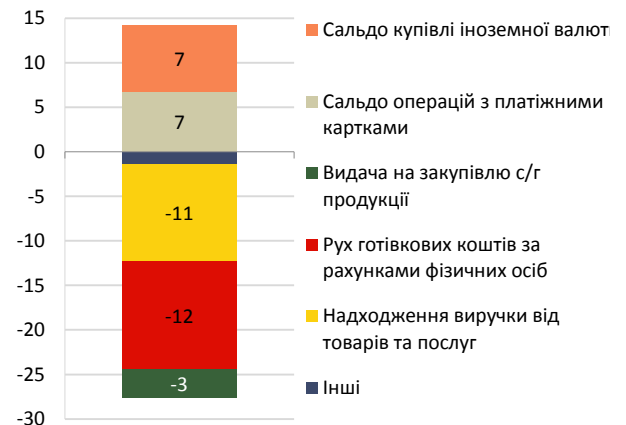
Джерело: НБУ.

Операції з регулювання банківської ліквідності, залишки, станом на кінець періоду, млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Канали видачі/вилучення М0 млрд. грн., (порівняння I кв. 2016 з I кв. 2015)



Джерело: НБУ.

<sup>42</sup> Детальніша інформація розміщена адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28222435>.

<sup>43</sup> Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=25135755>.

<sup>44</sup> Протягом I кварталу 2016 року ФГВФО перерахував 5.8 млрд. грн. банкам-контрагентам для проведення подальших виплат вкладникам банків, що ліквідуються.

<sup>45</sup> Вплив фіскальних чинників на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на єдиному казначейському рахунку в Національному банку (зростання на 12.0 млрд. грн. у I кварталі 2016 року) та платежів Уряду Національному банку за своїми раніше взятими зобов'язаннями (14.0 млрд. грн.).

<sup>46</sup> Інформація надана за оперативними даними.

З метою ефективного виконання Національним банком функції кредитора останньої інстанції та посилення гнучкості регулювання ліквідності банківської системи було вдосконалено умови доступу банків до інструментів з підтримки ліквідності та оптимізовано їх. Зокрема, розширено можливості банків для отримання коштів за кредитами рефінансування<sup>47</sup>, запроваджено механізм роловера, розширено перелік цінних паперів, які прийматимуться як застава за кредитами овернайт та операціями прямого репо, а також дозволено банкам проводити зміну застави за кредитами рефінансування<sup>48</sup>. Крім того, було оптимізовано інструмент короткострокового рефінансування – операції з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах "своп", що дасть банкам додаткову можливість задовольняти свої потреби в короткостроковій ліквідності<sup>49</sup>.

### Грошова маса та її компоненти

**Грошова маса за січень-лютий 2016 року збільшилася на 2.2%, що було зумовлено курсовою переоцінкою депозитів в іноземній валюті.** Однак з огляду на високу базу порівняння минулого року (у лютому 2015 року на тлі пікових значень обмінного курсу збільшився гривневий еквівалент депозитів в іноземній валюті) падіння грошової маси в річному вимірі прискорилося до 10.6%.

Залишки депозитів у національній валюті скоротилися на 1.6% за перші два місяці поточного року. Однак такий показник насамперед пояснюється високою базою порівняння (у грудні 2015 року залишки збільшилися на рекордні 27.5 млрд. грн. або на 7.6% м/м). Водночас у річному вимірі прискорилося збільшення залишків депозитів у національній валюті, а зменшення залишків депозитів в іноземній валюті (в доларовому еквіваленті) сповільнилося.

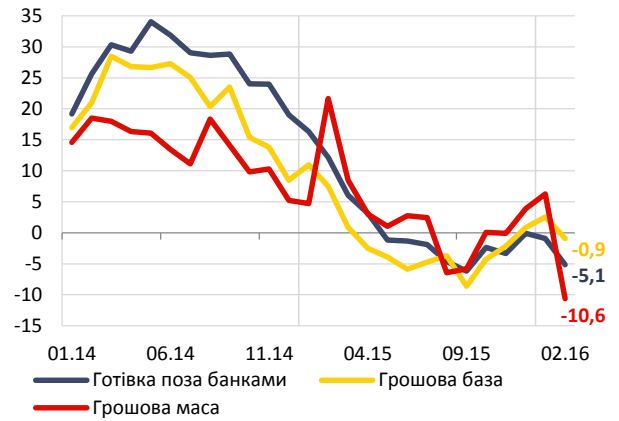
Головним чинником збільшення залишків депозитів у національній валюті в річному вимірі (до 9.6% у лютому) були кошти нефінансових корпорацій, помісячне зростання яких відбувалося вже протягом тривалого періоду. Зокрема протягом січня-лютого 2016 року вони збільшилися на 1.6%, а в річному вимірі приріст становив 24%. Також у лютому 2016 року вперше майже за два роки, зафіксовано хоч і не значний, але приріст залишків коштів на депозитних рахунках домашніх господарств у національній валюті (на 1% р/р).

**Позитивна динаміка також спостерігалася щодо залишків депозитів в іноземній валюті в доларовому еквіваленті, за якими практично припинився відплив коштів.** Це сприяло уповільненню темпів їх зниження в річному вимірі до 25.9% у лютому 2016 року, порівняно з 31.5% у грудні 2015 року.

### Кредити

**Кредитна активність у січні-лютому 2016 року залишалася слабкою в умовах значних кредитних ризиків.** Умови доступу

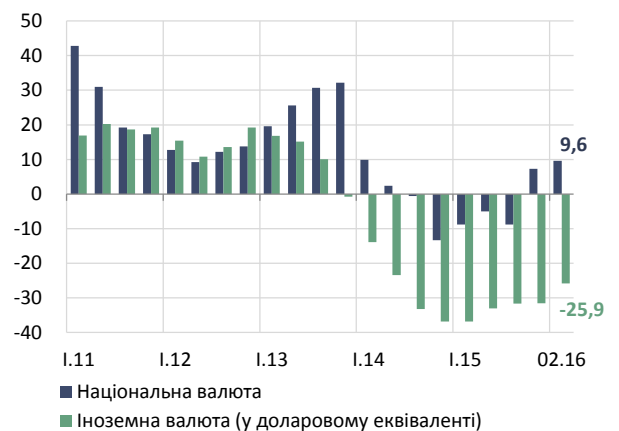
### Монетарні показники, % річна зміна



Джерело: НБУ.

### Депозити – усього\*

(станом на кінець періоду), % річна зміна

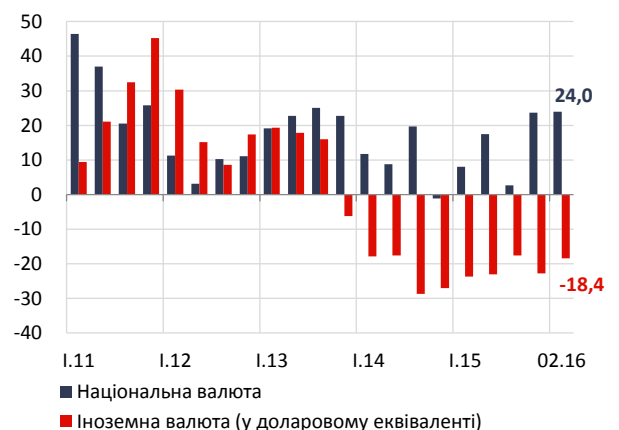


\* Включно з неплатоспроможними банками.

Джерело: НБУ.

### Депозити нефінансових корпорацій\*

(станом на кінець періоду), % річна зміна



\* Включно з неплатоспроможними банками.

Джерело: НБУ.

<sup>47</sup> Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27525398>.

<sup>48</sup> Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27809128>, <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27809129>.

<sup>49</sup> Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=29358982>.

до банківських кредитів стали дещо жорсткішими<sup>50</sup>, процентні ставки залишались високими.

Водночас у лютому 2016 року зафіксовані певні ознаки поживлення кредитної активності банків. Залишки за кредитами, наданими в національній валюті, за місяць збільшилися на 0.8% м/м (у річному вимірі падіння сповільнилося до 18.6%). Попит на кредити в національній валюті був сформований нефінансовими корпораціями, кредитні залишки яких з початку року зросли майже на 3 млрд. грн. (або 0.9%).

Залишки кредитів, наданих домашнім господарствам у національній валюті, зменшилися з початку року на 0.1%, що насамперед зумовлювалося низькою кредитоспроможністю останніх та високою вартістю кредитних ресурсів.

Також тривала тенденція до скорочення обсягів кредитування в іноземній валюті – загалом на 1.3% порівняно з груднем 2015 року (на 21.5% р/р).

### Процентні ставки

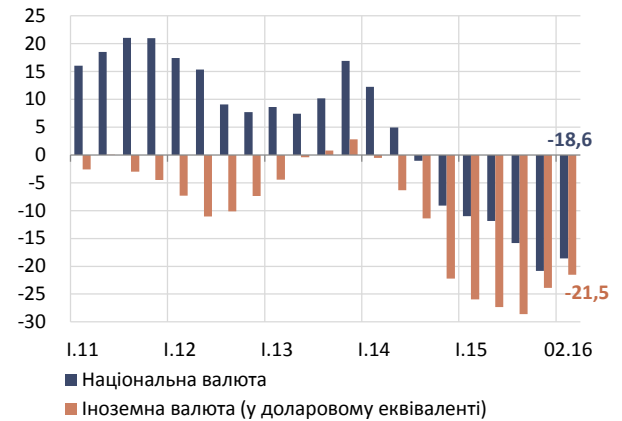
Для досягнення цілі зі зниження споживчої інфляції до 12% на кінець 2016 року і 8% на кінець 2017 року в умовах високих внутрішніх та зовнішніх ризиків протягом I кварталу 2016 року Національний банк проводив стриману грошово-кредитну політику та залишав облікову ставку без змін на рівні 22%.

Певне скорочення ліквідності банківської системи протягом лютого-березня 2016 року на тлі турбулентності на валютному ринку призвело до незначного зростання середньозважених процентних ставок у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку – до 19.8% в середньому за I квартал. Утім упродовж I кварталу відсоткові ставки міжбанківського ринку залишалися в межах коридору ставок овернайт Національного банку.

Макроекономічна стабілізація та завершення основного етапу розчищення банківської системи сприяли зниженню в I кварталі 2016 року середньозважених ставок у національній валюті за кредитами (без овердрафту) та депозитами нефінансових корпорацій – до 19.4% та 11.0% відповідно, а також за депозитами домашніх господарств – до 16.7%. Зросли середньозважені процентні ставки банків за кредитами домашнім господарствам (без овердрафту) – до 29.6%, що було пов'язано зі збільшенням частки короткострокових інструментів у структурі виданих кредитів.

Послаблення ризиків для цінової стабільності дозволило Національному банку пом'якшити монетарну політику. З 22 квітня 2016 року облікова ставка знижена до 19%<sup>51</sup>. Основними факторами, які визначили зниження інфляційних ризиків, стали: зменшення політичної напруги та покращення зовнішніх умов. Також в рамках запровадження режиму інфляційного таргетування Національний банк продовжив вдосконалювати монетарний інструментарій. Зокрема, було змінено операційний дизайн процентної політики (детальніше в боксі "Основи нової процентної політики Національного банку").

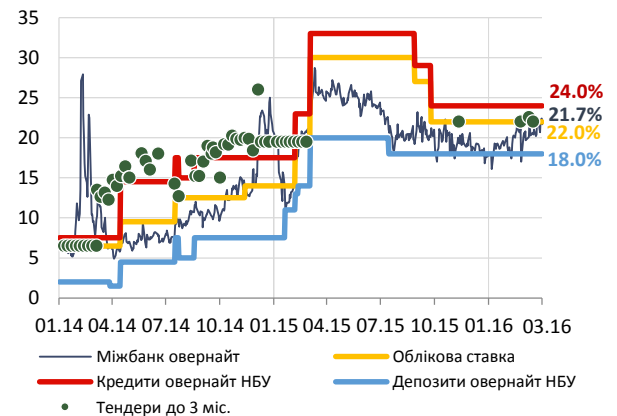
Кредити – усього\*  
(станом на кінець періоду), % річна зміна



\* Укључно з неплатоспроможними банками.

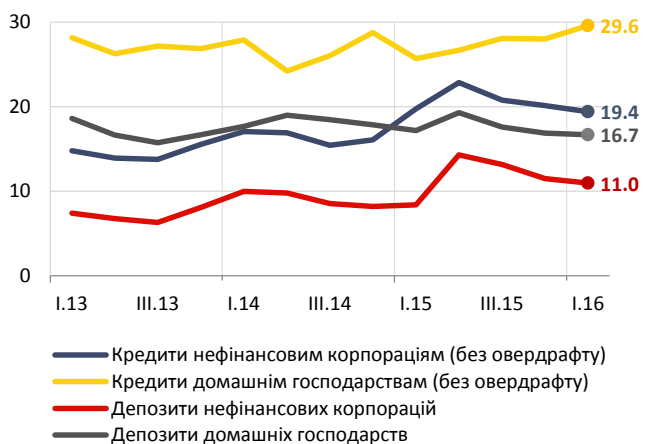
Джерело: НБУ.

Міжбанківські ставки овернайт і процентні ставки НБУ  
(станом на 01.04.2016), % річних



Джерело: Кредінфо; НБУ.

Середньозважені процентні ставки за кредитами та депозитами резидентів у національній валюті за секторами економіки, % річних



Джерело: НБУ.

<sup>50</sup> За результатами опитувань підприємств України щодо їх ділових очікувань баланс оцінок щодо жорсткості умов доступу до банківських кредитів зріс із 41.4% у IV кварталі 2015 року до 48.5% у I кварталі 2016 року.

<sup>51</sup> Постанова Правління Національного банку України від 21 квітня 2016 року № 278 "Про регулювання грошово-кредитного ринку".

## Основи нової процентної політики Національного банку

Національний банк продовжив вдосконалювати монетарний інструментарій з метою запровадження режиму інфляційного таргетування.

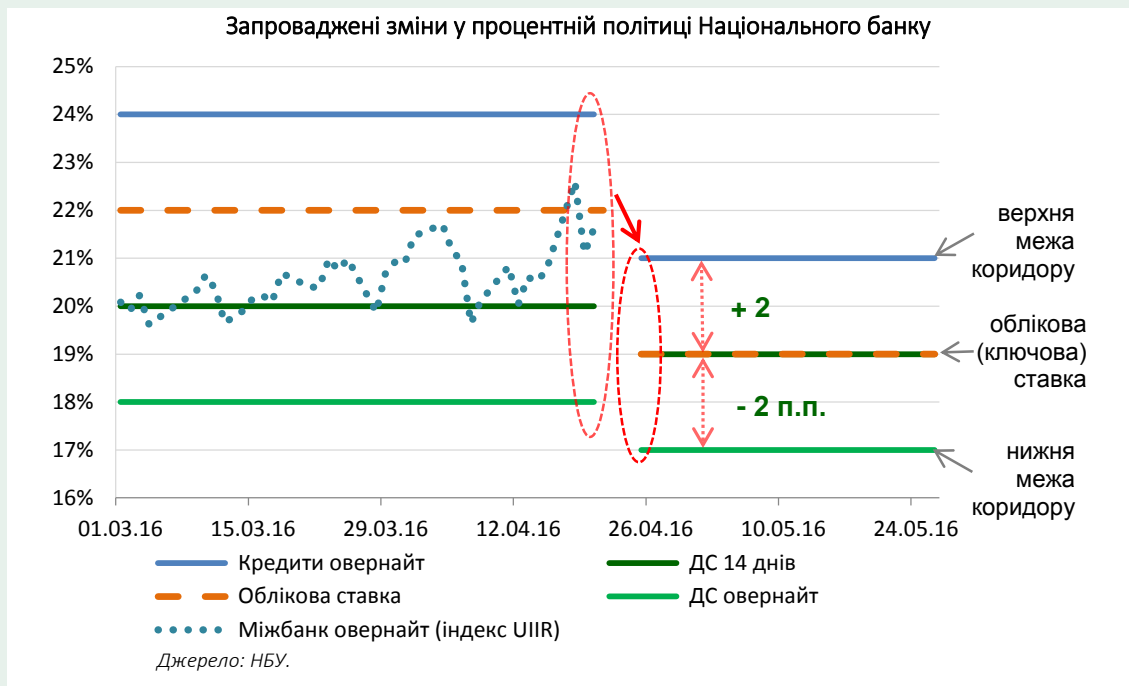
Діючи в рамках Стратегії монетарної політики на 2016 – 2020 роки, Правління Національного банку 21 квітня 2016 року прийняло наступні рішення для вдосконалення процентної політики.

**Надання обліковій ставці статусу де-факто ключової ставки монетарної політики.** Відтепер Національний банк установлюватиме облікову ставку та процентну ставку за основним інструментом монетарної політики на одному рівні. У банківській системі вже понад рік спостерігається структурний профіцит ліквідності. Тому природно, що на стан грошово-кредитного ринку найбільше впливають операції зі стерилізації ліквідності, а саме операції з розміщення депозитних сертифікатів на двотижневий строк. На них тривалий період часу припадала переважна частка обсягу всіх розміщених депозитних сертифікатів. Відповідно, процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку тяжіють до ставок за цими операціями. Так, Український індекс міжбанківських ставок (UIIR) коливається навколо рівня ставок за цими операціями.

Отже відтепер зміна облікової ставки (відповідно і процентної ставки за операціями з розміщення депозитних сертифікатів) забезпечить швидку реакцію короткострокових процентних ставок на міжбанківському грошово-кредитному ринку.

Варто відзначити, що у майбутньому структурна позиція банківської системи може змінитися на дефіцит. У такому разі основним інструментом Національного банку стануть операції з надання ліквідності, які проводитимуться за обліковою ставкою. Це забезпечить постійну дієвість облікової ставки в якості ключової ставки монетарної політики.

**Запровадження симетричного та фіксованого коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу** з метою обмеження коливань короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку навколо ключової ставки монетарної політики. Верхньою межею коридору є ставка за кредитами овернайт, а нижньою — за депозитними сертифікатами овернайт. Ширина коридору (+/- 2 п. п. від облікової ставки) дає змогу, з одного боку, обмежити волатильність процентних ставок міжбанківського кредитного ринку, а з іншого – зберігає стимули для перерозподілу грошових ресурсів (див. рисунок).



**Оптимізація процедури та набору інструментів управління ліквідністю.** Зокрема:

- НБУ не планує регулярно проводити тендери з розміщення депозитних сертифікатів на строки інші, ніж два тижні. Зокрема, раніше регулярно проводилося розміщення депозитних сертифікатів строком на один тиждень та один місяць. Скасування їх регулярного розміщення, з одного боку, сприятиме активнішому перерозподілу грошових ресурсів на міжбанківському ринку, а з іншого – підсилюватиме вплив на стан грошово-кредитного ринку основних операцій з регулювання ліквідності – розміщення депозитних сертифікатів на строк два тижні;
- виключена можливість дострокового погашення депозитних сертифікатів Національного банку. Оскільки операції з вилучення ліквідності проводитимуться виключно на короткі строки, то в цій опції вже немає необхідності;



- всі операції Національного банку з надання ліквідності відтепер проводитимуться за єдиною процентною ставкою, яка буде дорівнювати ставці за кредитами овернайт. Із запровадженням можливості роловеру кредитів овернайт Національного банку, вони за суттю стали ідентичні тендерам з підтримки ліквідності.

Такий операційний дизайн процентної політики притаманний більшості центральних банків, які здійснюють таргетування інфляції. Перехід до нього дасть змогу підвищити прозорість та передбачуваність монетарної політики, сприятиме підвищенню впливу процентної політики Національного банку на процентні ставки за операціями банків та в підсумку досягненню цілей щодо інфляції.

Перехід до нового операційного дизайну процентної політики став можливим у результаті:

- зниження впливу фіскальної політики на монетарну в поточному році, а саме у Національного банку немає необхідності фінансувати фіскальні та квазіфіскальні потреби. Зокрема у 2016 році не планується монетизація Національним банком ОВДП для фінансування НАК «Нафтогаз України», ФГВФО і державних банків;

- зменшення попиту на кредити рефінансування, що пов'язано з розчищенням банківської системи. Уже понад рік банківська система України функціонує в умовах структурного профіциту ліквідності. За таких умов центральні банки зазвичай відмовляються від операцій з рефінансування, та здійснюють регулювання ліквідності шляхом проведення операцій з її вилучення. Проте значна сегментованість української банківської системи і відповідно суттєво ускладнений перерозподіл ліквідності зумовлювали проведення Національним банком операцій як з рефінансування, так і вилучення ліквідності. З огляду на завершення основного етапу розчищення банківської системи та зменшення ступеня сегментованості міжбанківського ринку, попит на кредити рефінансування є і буде в найближчий час епізодичним і незначним. Водночас у разі потреби в короткостроковій ліквідності банки можуть звернутися до Національного банку, який продовжуватиме виконувати функцію кредитора останньої інстанції.

### 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

#### 3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

Через значні коливання на світових сировинних і фінансових ринках зростання світової економіки у 2016 році уповільниться до близько 3% з поступовим відновленням у 2017 році до 3.4%<sup>52</sup>.

Попри помірні темпи розвитку світової економіки зовнішній попит з боку країн – ОТП України поступово поліпшуватиметься, що буде пов'язано із:

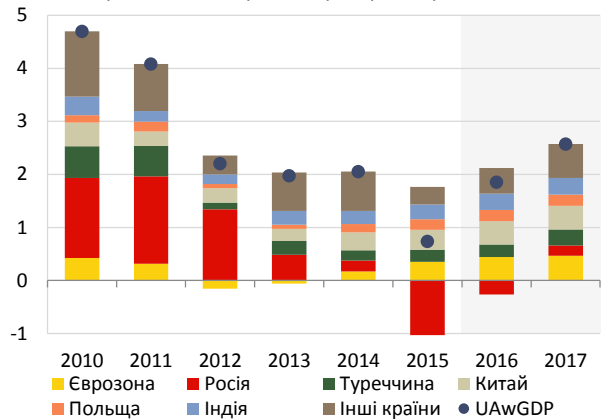
- стабільним економічним зростанням Єврозони на тлі позитивного впливу на експорт та промислове виробництво попередньої девальвації євро відносно провідних валют, а також розширенням програми кількісного пом'якшення ЄЦБ та збільшенням обсягів кредитування економіки завдяки програмі довгострокового кредитування банків;
- очікуваним уповільненням зниження ВВП РФ з подальшою активізацією економічної активності, пов'язаною із відновленням зростання ціни на нафту та відповідною стабілізацією обмінного курсу російського рубля до долара США;
- стійким економічним зростанням Індії та Туреччини<sup>53</sup> завдяки збільшенню внутрішнього споживання;
- високими, незважаючи на уповільнення, темпами економічної активності Китаю на тлі пом'якшення умов кредитування, заходів уряду, спрямованих на перепрофілювання працівників в умовах скорочення обсягів перевиробництва в металургії та добуванні вугілля<sup>54</sup>, подальшої державної підтримки інфраструктурних галузей<sup>55</sup>, надання податкових пільг компаніям, які інвестуватимуть у високотехнологічні виробництва.

Водночас темпи економічного зростання США будуть нижчими, ніж очікувалося раніше, унаслідок нестабільності на світових фінансових ринках, що через "дорогий" долар призвела до більш жорстких фінансових умов у країні, падіння промислового виробництва та повільнішого, ніж очікувалося раніше, відновлення світової економіки.

За таких макроекономічних умов, а також ураховуючи більш поступове, ніж очікувалося раніше, підвищення процентної ставки ФРС, на світових валютних ринках у 2016 – 2017 роках очікується незначне послаблення долара США до кошика валют, зокрема до євро. Таке послаблення долара США на тлі певної стабілізації ситуації на світових сировинних ринках вплине на зміцнення валют країн, ринки яких розвиваються.

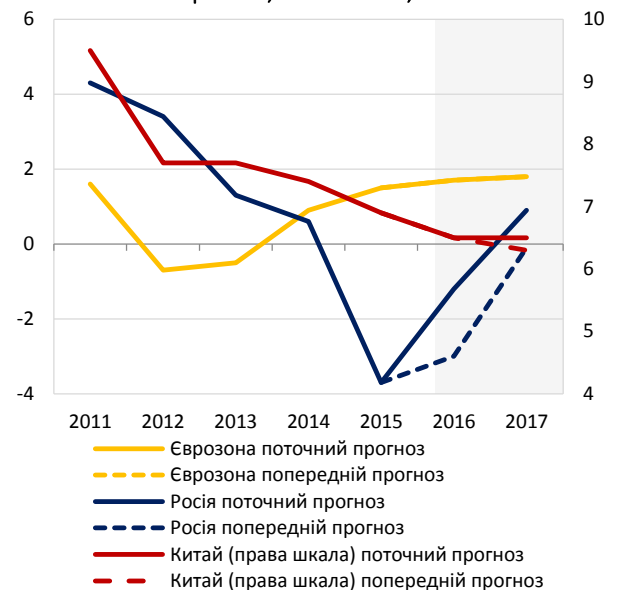
Послаблення РЕОК у I кварталі поточного року на майже 5% було зумовлено девальвацією гривні на тлі стрімкого зниження інфляції в Україні. Водночас посилюється відхилення РЕОК від

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAWGDP, %



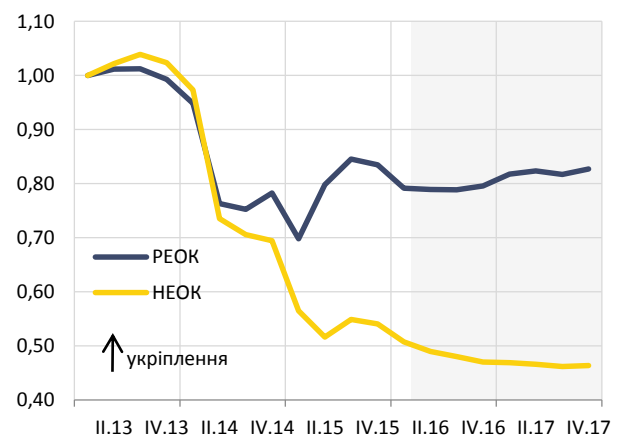
Джерело: оцінка НБУ (попередні дані).

Реальний ВВП Єврозони, РФ та Китаю, %



Джерело: оцінка НБУ на основі ФРС, МЕРФ, Consensus Economics.

Індекси РЕОК та НЕОК, I.2013=1



<sup>52</sup> Прогнозні показники економічного зростання окремих країн та територій світу є власними оцінками на основі прогнозів МВФ, Світового банку, ЄЦБ, BofA Merrill Lynch, Scotiabank, Commerzbank, OECD, Fitch Ratings, Morgan Stanley, JP Morgan.

<sup>53</sup> Частка українського експорту в Індію та Туреччину в загальному експорті за результатами 2015 року становила 3.1% та 6.1% відповідно.

<sup>54</sup> Відповідно до заяви прем'єр-міністра Китаю на професійну переорієнтацію звільнених буде виділено 100 млрд. юанів або 15 млрд. дол. США.

<sup>55</sup> Відповідно до заяви прем'єр-міністра Китаю більше 120 млрд. дол. США державних коштів буде спрямовано в розвиток залізничних доріг та зеленої інфраструктури.

свого потенційного рівня, що стимулюватиме економічну активність.

Очікуване укріплення валют країн – ОТП зумовлюватиме послаблення НЕОК гривні, що, однак, буде знівельовано позитивним інфляційним диференціалом (в Україні вища інфляція, ніж у країнах – ОТП). Як наслідок, за нашими оцінками, у 2016 році РЕОК залишатиметься на рівні I кварталу поточного року.

У 2017 році РЕОК зміцниться на 4% у середньому за рік на фоні все ще високої інфляції в Україні, унаслідок якої РЕОК повертатиметься до свого потенційного рівня, зменшуючи позитивний ефект слабкої гривні на економічну активність.

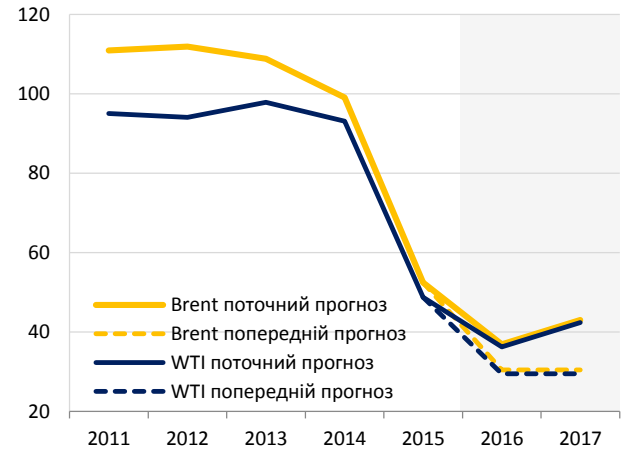
На світових сировинних ринках через збереження дисбалансів між попитом та пропозицією ціни у 2016 році в середньому залишатимуться нижчими, ніж рік тому, та помірно зростуть у 2017 році.

**Очікується, що до кінця 2016 року на світовому ринку нафти дисбаланс між попитом та пропозицією збережеться, однак зменшиться через підвищення попиту.** Світовий попит на нафту зросте на 1.3% р/р до 94.23 млн. барелів на добу за рахунок країн Північної Америки, Азії та Європи<sup>56</sup>. Одночасно скоротиться попит з боку країн Латинської Америки та СНД. Обсяги світової пропозиції залежатимуть від досягнутих домовленостей між основними виробниками нафти щодо нормалізації ситуації на нафтовому ринку. У результаті очікується, що середня ціна нафти сорту Brent у 2016 році становитиме близько 37 дол./бар, а в 2017 році ціни на нафту зростуть у середньому на 15.8%.

**Динаміка цін на сталь у 2016 році насамперед залежатиме від розвитку ситуації в металургійній галузі Китаю:** якщо реалізація програми Китаю з переорієнтації економіки на внутрішній ринок проходитиме успішно, то це суттєво вплине на ціни на сталь<sup>57</sup>. Крім того, активне введення антидемпінгових мит, зокрема ЄС та США, стосовно окремих країн, насамперед Китаю та РФ, також дасть змогу утримати ціни від подальшого зниження. У результаті, ціни на сталь у 2016 році стабілізуються на більш високому рівні порівняно з попереднім прогнозом та зростуть у 2017 році в середньому на 5%.

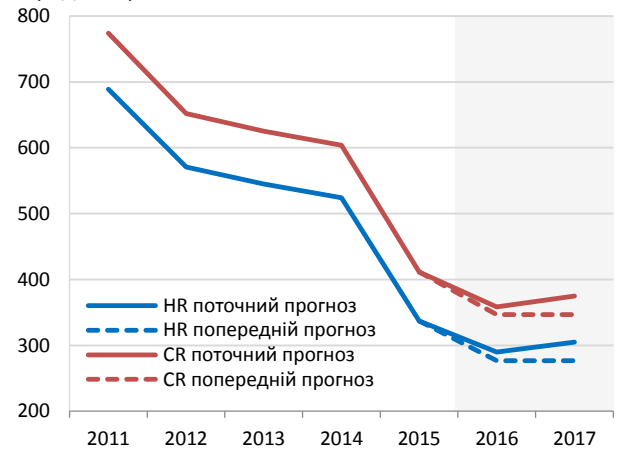
**У 2016/2017 маркетинговому році очікується незначне зростання світових цін на зернові.** Це зумовлюватиметься очікувано нижчим урожаєм у 2016/2017 маркетинговому році порівняно з попередніми періодами (переважно через скорочення врожаю пшениці), ризиками перебоїв з постачанням (через можливе загострення напруженості на Близькому Сході та у Чорноморському регіоні), збільшенням попиту з боку Китаю на сорго та ячмінь (через зміни у внутрішній політиці).

Світові ціни на нафту сортів Brent та WTI, дол./бар., середні за рік



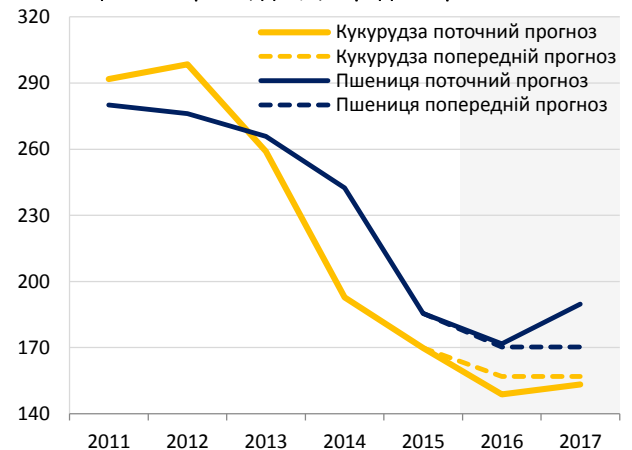
Джерело: оцінка НБУ на основі Consensus Economics, МВФ, Енергетичного агентства США, ф'ючерсних контрактів.

Ціни на сталь країн, ринки яких розвиваються, дол./т, середні за рік



Джерело: оцінки НБУ на основі Steel Insight.

Світові ціни на зернові, дол./т, середні за рік



Джерело: оцінки НБУ на основі МВФ.

<sup>56</sup> Відповідно до звіту ОПЕК «Monthly Oil Market Report» від 14.03.2016 попит з боку США збільшиться до 20 млн. бар., Китаю – до 11.1 млн. бар., Європи – до 13.8 млн. бар., Індії – до 4.2 млн. бар.

<sup>57</sup> Відповідно до заяви прем'єр-міністра Китаю очікується скорочення виробництва сталі на 100 – 150 млн. т. до 2020 року, тобто 12% – 19% від поточного рівня виробництва (або 6% – 9% від світового виробництва).

	ІСЦ, річна зміна на кінець періоду, %			ВВП зміна за рік, %			Обмінні курси*		Ціни на товари*, дол. США			
	Євро-зона	РФ	США	Євро-зона	РФ	США	дол. США/євро	руб./дол. США	газ імпортований, за 1м <sup>3</sup>	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
<b>2014</b>	-0.2	11.4	0.8	0.9	0.6	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	518.1	200.9
<b>2015</b>	0.2	12.9	0.7	1.5	-3.7	2.4	1.11	60.9	274.0	52.5	368.5	161.8
<b>2016</b>	0.1	8.5	1.6	1.7	-1.2	2.2	1.11	73.0	201.8	37.2	300.2	151.3
<b>2017</b>	1.3	6.8	1.9	1.8	0.9	2.1	1.13	74.0	229.2	43.1	326.1	156.3
<b>зміна за рік, %</b>												
<b>2015</b>							-16.6	59.1	-6.3	-47.1	-28.9	-19.4
<b>2016</b>							0.3	19.7	-26.4	-29.1	-18.5	-6.5
<b>2017</b>							1.5	1.4	13.6	15.9	8.6	3.3

\* у середньому за рік

### 3.2. ЦІНИ

Попри те, що під впливом дії тимчасових факторів ІСЦ у I кварталі зріс менше, ніж очікувалося, прогноз інфляції залишається незмінним – на рівні 12% на кінець 2016 року та 8% на кінець 2017 року. Це пов'язано з тим, що вплив короткострокових факторів буде знівельовано в наступних періодах. Також повернення інфляції до цільових значень буде підтримане зростанням світових цін.

**Падіння світових цін на продовольчі товари та розширення пропозиції на внутрішньому ринку** зумовили зростання цін на сири продовольчі товари в I кварталі лише на 0.2% (28% споживчого кошика), що значно менше притаманної їм сезонності на початку року.

**За нашими оцінками, більшість цих факторів тимчасові.** Тож відновлення транзитних потоків через РФ та експорту окремих продовольчих товарів у країни Близького Сходу зумовлять корекцію цін у бік зростання.

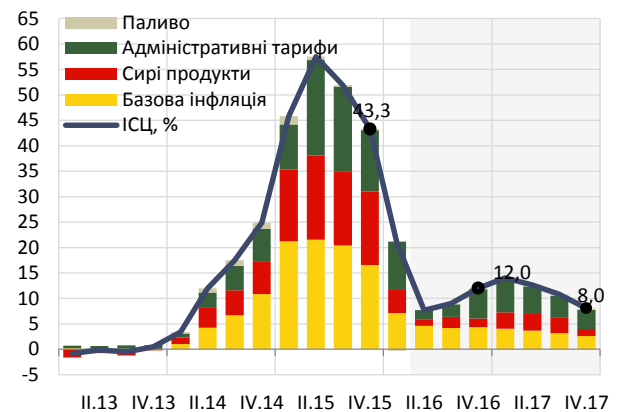
**Пропозиція продовольчих товарів перебуває під суттєвим впливом товарних потоків з Туреччини** через заборону РФ імпорту турецьких товарів. Можливе зниження напруження між цими країнами спричинить підвищення цін на вітчизняному ринку продовольства.

**Вплив урожаю на прогноз інфляційного розвитку буде нейтральним,** зважаючи на незмінні порівняно з попереднім прогнозом припущення щодо його обсягу.

**Відновлення зростання цін на продовольство на світових ринках разом із нейтралізацією дії тимчасових факторів поверне інфляцію продовольчих товарів до рівня попереднього прогнозу – 6.5% у 2016 році та 4.6% у 2017 році.**

**Підвищується ймовірність більш стрімкого зниження базової інфляції (47% споживчого кошика)** під впливом вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів. Однак розворот динаміки світових цін на продовольство, починаючи з III кварталу поточного року, та відсутність ознак

Внески компонентів у річну зміну ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

стійкого впливу тимчасових факторів зумовлюють незмінність прогнозу базової інфляції на рівні 9.1% на кінець 2016 року.

Затухання ефектів девальвації та поліпшення інфляційних очікувань, підсилене зниженням імпортованої інфляції на тлі уповільнення інфляції в країнах – ОТП позитивно впливатиме на подальше зниження базової інфляції до 5.5% у 2017 році.

**Зростання цін на паливо буде співмірним з темпами загальної інфляції та не створюватиме додаткового суттєвого тиску на ціни.**

**Оцінка підвищення адміністративно регульованих цін (23% споживчого кошика) залишається незмінною у 2016 році – на 26% і в основному зумовлюватиметься зростанням тарифів на газ, електроенергію та тепlopостачання.** За нашими оцінками, конкурентна боротьба між виробниками тютюнових виробів (яка призвела до зниження цін на тютюнові вироби наприкінці 2015 року та початку поточного року) завершується. Тому очікується зміна тенденції, і ціни на ці вироби в цілому в 2016 році зростуть на 20%, а в 2017 році – на 15%. У 2017 році ціни та тарифи, що регулюються адміністративно, зростуть суттєвіше (на 17.3%), ніж припускалося в попередньому прогнозі (15.3%) – переважно через суттєвіше підвищення тарифів на газ на тлі зростання ціни імпортованого газу (детальніше – у підрозділі 3.5. “Платіжний баланс”).

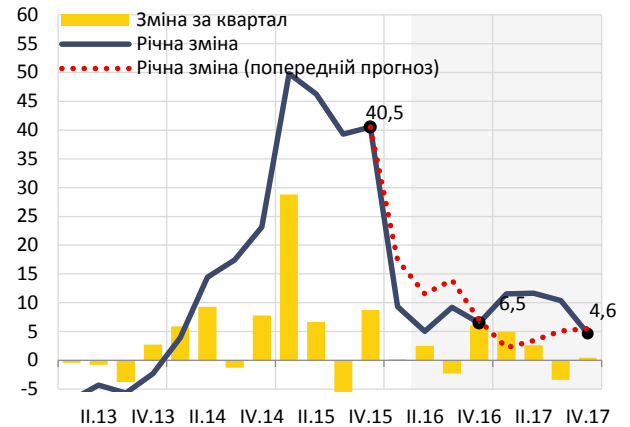
### 3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

**Оцінка економічного розвитку на прогнозному горизонті залишається незмінною (зростання реального ВВП поступово відновлюватиметься та становитиме 1.1% у 2016 році та 3.0% у 2017 році).** Успереч поліпшенню зовнішніх умов та послабленню РЕОК, незмінність прогнозу зумовлена впливом погіршення ділових очікувань та настроїв інвесторів на тлі зростання політичної невизначеності в I кварталі та затримки з відновленням співпраці з МВФ.

За нашими оцінками, стрімке зниження інфляції і зниження девальваційного тиску на тлі зростання експортних цін та поживлення зовнішнього попиту дадуть змогу бізнесу і населенню почати реалізацію відтермінованих інвестиційних та споживчих рішень. Так **приватне споживання почне відновлюватись (на 1% у 2016 році та 4.1% у 2017 році) насамперед за рахунок реалізації відкладеного попиту**, що вже підтверджується зростаючою динамікою неенергетичного імпорту в I кварталі поточного року. Також попит отримає підтримку завдяки очікуваному підвищенню заробітних плат у зв'язку зі зниженням ЄСВ. Додатковим фактором стане поступове поживлення кредитної активності, якому, серед інших факторів, сприятиме зниження процентних ставок в економіці. Водночас повільне відновлення зростання споживання в 2016 році зумовлюватиметься стриманою фіскальною політикою.

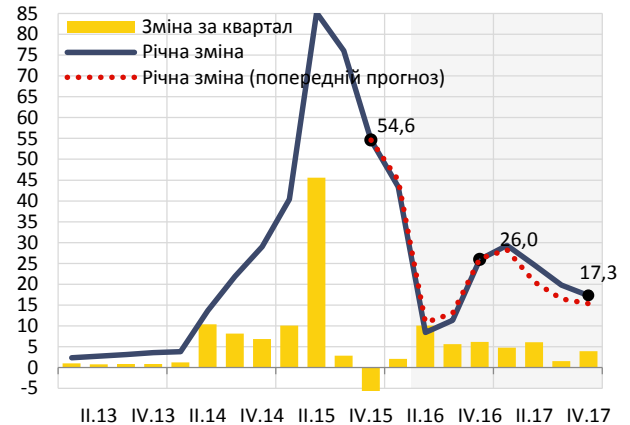
**Інвестиційний попит зростатиме інтенсивніше, ніж споживчий. Вищі темпи відновлення інвестицій (5.1% у 2016 році та 6% у 2017 році) порівняно з попереднім прогнозом пов'язані із відновленням зростання експортних цін.** Водночас зберігаються припущення попереднього прогнозу щодо поліпшення інвестиційного клімату завдяки стабілізації ситуації на сході країни, відновленню кредитування банківською

Ціни сирих продовольчих товарів, %



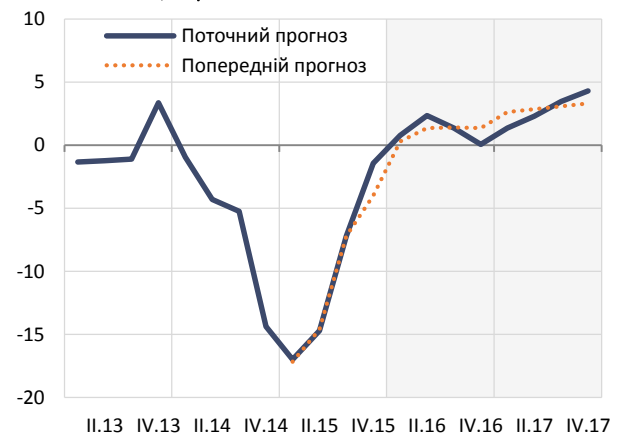
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; НБУ.



системою з другої половини 2016 року, реструктуризації зовнішнього боргу та дії угоди про ЗВТ між Україною та ЄС. Останній фактор стимулюватиме переорієнтацію вітчизняних виробників на європейські ринки і залучення капіталу для поліпшення конкурентоспроможності української продукції. Зниження ЄСВ вивільнить додаткові кошти бізнесу та сприятиме активізації інвестиційної діяльності, яка набуде більшої актуальності за очікуваного відновлення зовнішнього попиту. Разом з тим зростання світових цін на енергоносії та подальше підвищення тарифів на теплопостачання стимулюватимуть впровадження енергозберігаючих технологій.

**Експорт, за нашими оцінками, зростатиме протягом прогнозного періоду** за рахунок часткового відновлення транзиту через РФ з кінця лютого 2016 року та поживлення зовнішнього попиту з боку країн – ОТП. Підвищення світових цін на основні експортні товари та прогнозоване зростання врожаю олійних також сприятиме збільшенню фізичних обсягів експорту. Хоча очікується, що фізичні обсяги експорту будуть зростати з II кварталу 2016 року, у цілому за рік відбудеться їх зниження (на 3.7% порівняно з попереднім роком) через дію статистичних ефектів. У 2017 році фізичні обсяги експорту зростуть на 3.8%, відображаючи зростання попиту з боку країн – ОТП.

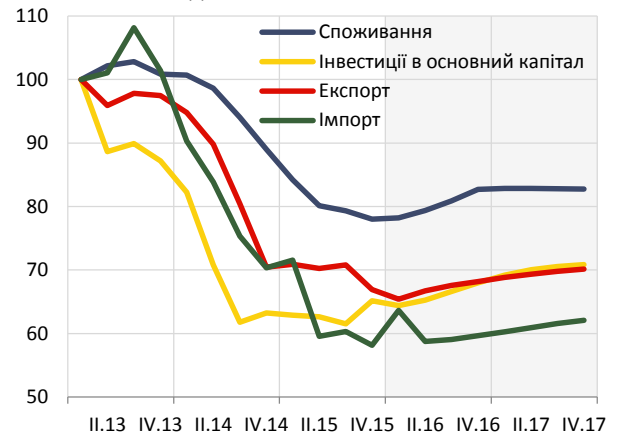
**За нашими оцінками, на прогнозованому горизонті відбуватиметься зниження енергетичного імпорту** як за рахунок зростання цін на імпортовані енергоносії, так і за рахунок зниження обсягів закупівлі газу, оскільки сприятливі погодні умови дали змогу накопичити значні резерви газу в сховищах наприкінці опалювального сезону 2015/2016 років. Попит на газ із боку населення також знижуватиметься через зростання тарифів на газопостачання. Збільшення неенергетичного імпорту підтримуватиметься поживленням споживчого попиту, тож у цілому фізичні обсяги імпорту зростатимуть у межах 1% щокварталу (порівняно з попереднім кварталом у сезонно скоригованому вимірі) у 2016 – 2017 роках. Водночас навіть за такого зростання висока база порівняння минулого року зумовить від’ємний показник у цілому за 2016 рік (-2.3%). У 2017 році зростання фізичних обсягів імпорту становитиме 1.9%.

**Фіскальний сектор**

**Фіскальна політика у 2016 році залишатиметься стриманою.** Необхідність спрямування 4.6% ВВП бюджетних коштів на обслуговування боргу за наявності обмежень щодо розміру загального дефіциту визначатимуть необхідність виконання зведеного бюджету з позитивним первинним сальдо у розмірі понад 1% ВВП. Поточна оцінка Національного банку на 2016 рік становить 1.6% ВВП.

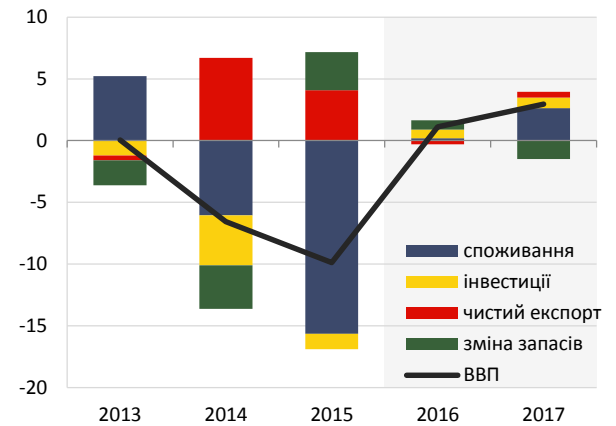
Суттєве зниження перерахувань Національним банком прибутку (38 млрд. грн., або 1.7% ВВП, порівняно з 3.1% ВВП у минулому році), а також майже двократне зниження надходжень від податків на міжнародну торгівлю через скасування додаткового імпортного збору зменшує ресурсну базу бюджету на 2% ВВП. Проте зростання інших податкових надходжень (у середньому на 16%) дасть змогу компенсувати ці втрати та утримувати дефіцит зведеного бюджету в межах 3% ВВП.

Реальний ВВП, індекс, І.2013=100



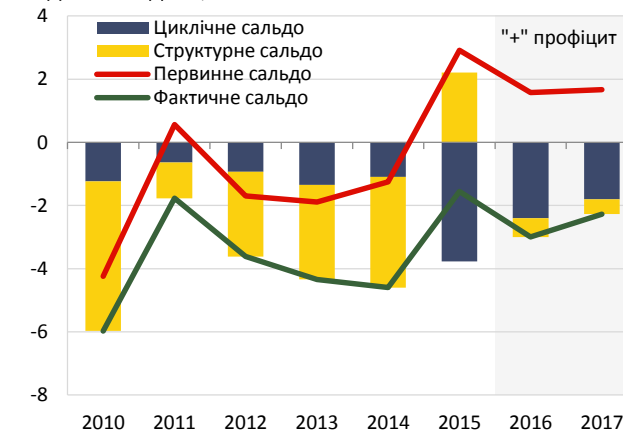
Джерело: НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: НБУ.

Очікується, що дефіцит СЗДУ (без урахування НАК Нафтогаз та потреб на рекапіталізацію банків) у 2016 році становитиме близько 3.4% ВВП, а державний та гарантований державою борг у 2016 році не перевищить 84% ВВП.

### 3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Незважаючи на зміну квартальної динаміки, прогноз дефіциту поточного рахунку у 2016 та 2017 роках практично не змінився. Розширення дефіциту товарного балансу в 2016 році буде компенсовано збільшенням надходжень від приватних грошових переказів в Україну. Прогноз фінансового рахунку на 2016 та 2017 роки також залишиться майже без змін. Залучення державного сектору було зсунуто на один квартал через відтермінування програми з МВФ. Прогноз щодо фінансування приватного сектору з II кварталу 2016 року також не змінився.

**Прогноз поточного рахунку в 2016 році залишиться майже без змін – очікується дефіцит у розмірі 2.3 млрд. дол. США (2.5 млрд. дол. США в попередньому прогнозі) або 2.7% ВВП.**

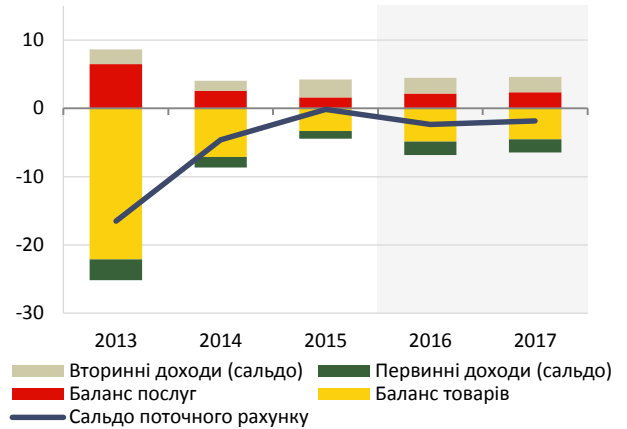
Суттєвіше, ніж очікувалось, зниження експорту товарів у I кварталі було частково пов'язано з тимчасовими факторами січня, які будуть компенсовані в II кварталі. Таким чином, темпи падіння експорту товарів у 2016 році (12.0% р/р) майже не змінилися порівняно з попереднім прогнозом. Однак за окремими товарними групами очікується різноспрямована динаміка. Завдяки відновленню цін на чорні метали у березні падіння експорту чорних металів уповільниться до 19.1% (порівняно з 22.4% у попередньому прогнозі). Крім того, очікується зростання експорту олії на 16.6% через збільшення врожаю та поступове зростання цін. Водночас, унаслідок рекордно високих світових перехідних запасів, ціни на зернові продовжать знижуватися в першій половині року. Унаслідок цього експорт зернових знизиться до 14.8%. Крім того, очікується збереження низьких цін на руди внаслідок зменшення попиту з боку Китаю та утворення надлишку пропозиції, що прискорюватиме падіння їх експорту до 19.1%.

Зниження темпів падіння імпорту товарів до 6.9% (порівняно з 7.3% у попередньому прогнозі) спричинене відновленням неенергетичного імпорту на 3.3% (порівняно з 2.0%). Зростання зумовлене більшим, ніж очікувалося, відкладеним попитом, який реалізовувався після скасування імпортного збору та зниження митних тарифів з ЄС. Крім того очікується прискорення відновлення внутрішнього попиту, – як споживчого, так і інвестиційного. Імпорт продовольчих товарів зростає на 6.6%, машинобудування – на 1.5%. Збільшення імпорту продукції хімічної промисловості на 5.5% пов'язано із зниженням світових цін на добрива, та відповідним підвищенням обсягів їх закупівель виробниками.

Порівняно з попереднім прогнозом очікується значне зменшення імпорту природного газу – до 11.5 млрд. м<sup>3</sup> (порівняно з 13.8 млрд. м<sup>3</sup>). Однак і його середня ціна буде дещо більшою, ніж передбачалося раніше, – 202.4 дол. США/тис. м<sup>3</sup> (порівняно з 189.6 дол. США/тис. м<sup>3</sup>). У результаті вартісні обсяги імпорту скоротяться до 2.3 млрд. дол. США (порівняно з 2.6 млрд. дол. США).

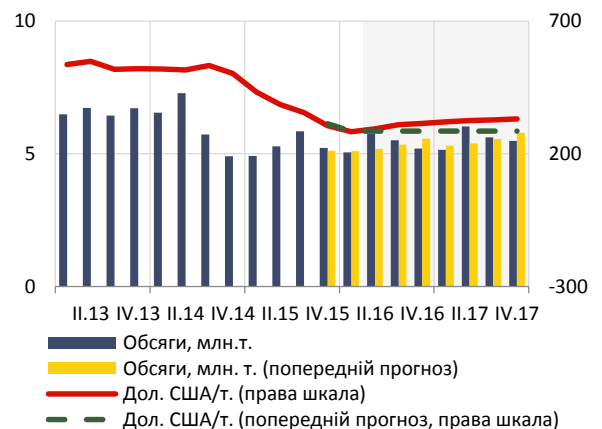
Прогноз первинних та вторинних доходів було збільшено на 0.3 та 0.2 млрд. дол. США відповідно. Насамперед це відображає зростання приватних грошових переказів з-за кордону

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів



Джерело: НБУ.

Імпорт природного газу



Джерело: НБУ.

внаслідок поліпшення прогнозів відновлення економічної активності в РФ.

Прогноз щодо експорту та імпорту послуг не змінився – профіцит торгівлі послугами у 2016 році за нашими оцінками становитиме 2.2 млрд. дол. США.

**У 2017 році прогноз поточного рахунку також залишився майже без змін – дефіцит скоротиться до 1.8 млрд. дол. США (порівняно з 2.0 млрд. дол. США у попередньому прогнозі) або 1.9% ВВП.** Темпи зростання експорту товарів та послуг (5.7%) перевищуватимуть темпи відновлення імпорту товарів та послуг (4.2%). Прогнозується збільшення експорту майже за всіма товарними групами. Найстрімніше зростання очікується за експортом чорних металів (на 14.9% порівняно з 4.0% у попередньому прогнозі) через відновлення цін на чорні метали. Збільшення неенергетичного імпорту також відбудеться за всіма групами внаслідок зростання реальних доходів населення, поліпшення фінансових результатів підприємств та поживлення кредитування.

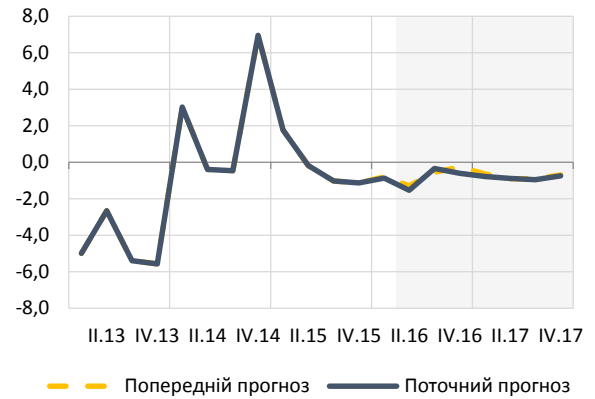
**Прогноз фінансового рахунку в 2016 році (чисті надходження – 3.3 млрд. дол. США) майже не змінився.** Надходження прямих іноземних інвестицій очікується на рівні 2.7 млрд. дол. США, більша частина яких буде спрямована на докапіталізацію банківського сектору. Приватний сектор продовжуватиме погашати зовнішню заборгованість, а роловер залишиться без змін на рівні 67%<sup>58</sup>. Більше, ніж очікувалося, скорочення готівкової валюти поза банками на тлі стабілізації валютного ринку та більші чисті надходження за торговими кредитами в I кварталі компенсували зсування офіційного фінансування на один квартал. У II кварталі очікується відновлення зовнішнього фінансування державного сектору після зниження політичної невизначеності. У 2016 році сукупні залучення становитимуть близько 8 млрд. дол. США.

**У 2017 році чисті залучення за фінансовим рахунком залишилися майже без змін.** Надходження прямих іноземних інвестицій становитиме 2.5 млрд. дол. США, а роловер приватного сектору збільшиться до 100%. Залучення державного сектору будуть забезпечені в основному надходженнями коштів від МВФ.

**У 2016 році очікується профіцит зведеного платіжного балансу (1.2 млрд. дол. США), що разом із надходженнями від МВФ дасть змогу наростити міжнародні резерви до 18.7 млрд. дол. США, або 4.7 місяця імпорту майбутнього періоду.**

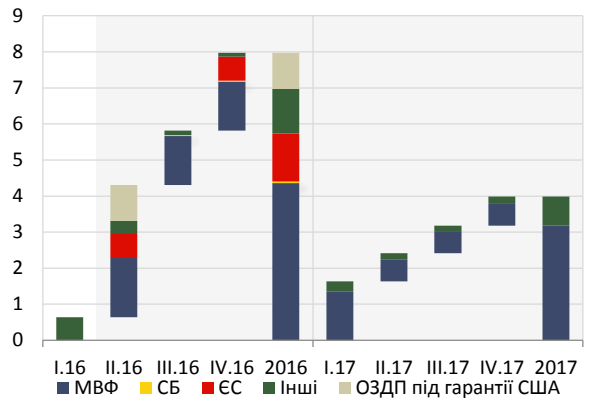
**У 2017 році прогнозується подальше зростання міжнародних резервів до 22.6 млрд. дол. США, або 5.3 місяця імпорту майбутнього періоду, завдяки профіциту зведеного платіжного балансу (1.6 млрд. дол. США) та продовженню надходжень кредитів від МВФ.**

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



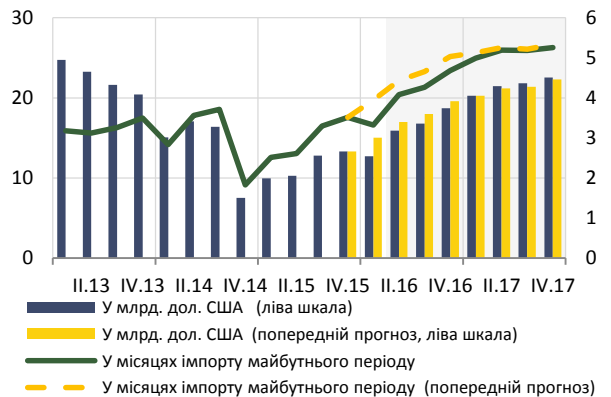
Джерело: НБУ.

Офіційне фінансування в 2016 - 2017 роках, млрд. дол. США



Джерело: НБУ; МВФ

Міжнародні резерви



Джерело: НБУ.

<sup>58</sup> З урахуванням простроченої заборгованості.

### 3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Прогноз монетарного сектору продовжує ґрунтуватися на припущенні щодо поступового підвищення попиту на гроші на горизонті прогнозування. У той самий час з огляду на несприятливий вплив внутрішніх та зовнішніх факторів на макроекономічну ситуацію та очікування економічних суб'єктів, який спостерігався на початку 2016 року, темпи зростання як депозитної, так і готівкової складових грошової маси в цілому за рік будуть меншими, ніж у попередньому прогнозі.

Банківська система продовжуватиме функціонувати в умовах профіциту ліквідності, основним джерелом якого стане купівля Національним банком валюти на міжбанківському ринку.

На початку року попит на гривню був нижчим порівняно з нашими припущеннями. Зазначене зумовлювалося дією негативних зовнішніх та внутрішніх чинників: девальваційного тиску через зниження експортних надходжень, зниження світових цін на сировинні товари, політичної невизначеності, відтермінування зовнішнього фінансування.

З поступовим нівелюванням зазначених чинників очікується подальше зростання депозитів у банках.

Приріст обсягу готівки поза банками наразі прогнозується на нижчому рівні порівняно з попереднім прогнозом, у тому числі за рахунок прискореного зростання популярності безготівкових розрахунків.

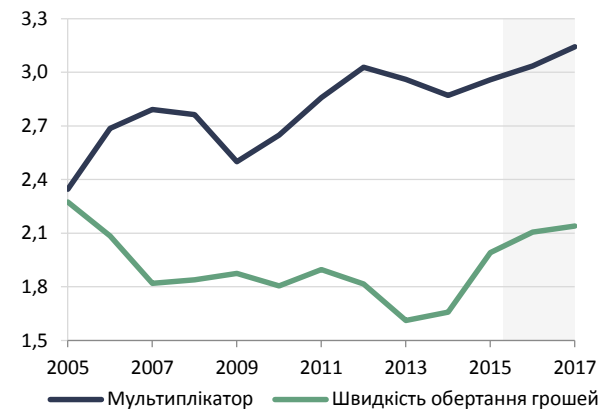
У цілому в 2016 році прогнозується збільшення грошової маси на 8%. Зростання монетарної бази в 2016 році прогнозується на рівні 5%. За низького попиту на готівкову гривню приріст монетарної бази переважно зумовлюватиметься зростанням коррахунків банків. Потреба в збільшенні банками коштів на коррахунках визначена прийнятим у грудні 2015 року рішенням щодо виключення починаючи з 10.01.2016 залишків готівки в касах банків у національній валюті з покриття обов'язкових резервів.

Банківська система продовжуватиме функціонувати в умовах структурного профіциту ліквідності. За таких умов операції Національного банку з регулювання ліквідності здійснюватимуться переважно через випуск депозитних сертифікатів.

Основним джерелом насичення ліквідністю залишатимуться аукціони Національного банку з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. У 2016 році чинник фіскального домінування не матиме впливу на проведення монетарної політики. Припускається, що на відміну від попереднього року ФГВФО не потребуватиме підтримки Національного банку для виплати компенсацій вкладникам ліквідованих банків.

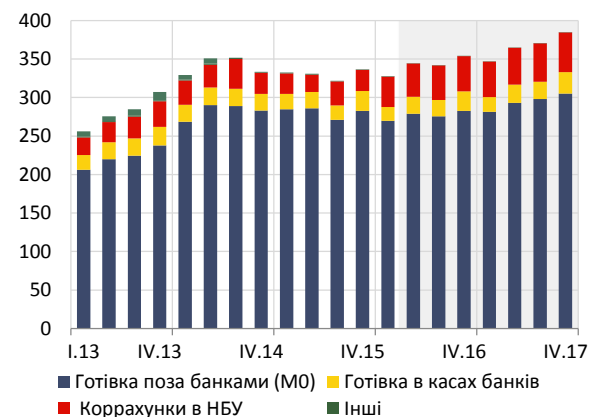
Натомість каналом вилучення ліквідності буде планове погашення Урядом цінних паперів у портфелі Національного банку.

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



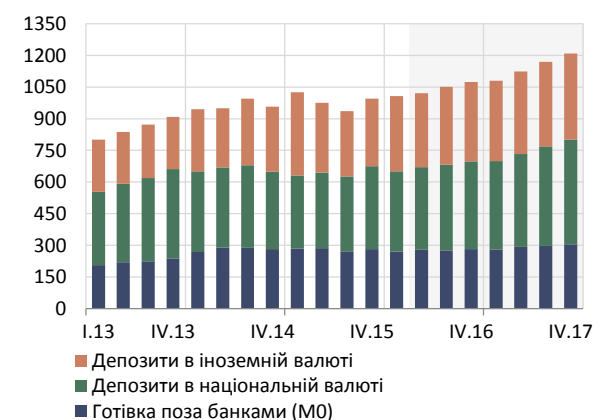
Джерело: НБУ.

Монетарна база (компоненти, млрд. грн.)



Джерело: НБУ.

Грошова маса (компоненти, млрд. грн.)



Джерело: НБУ.

У зв'язку з достатньо високим рівнем ліквідності банківської системи продовжуватиметься повернення банками раніше отриманих кредитів рефінансування.

У зв'язку з достатньо високим рівнем ліквідності банківської системи продовжуватиметься повернення банками раніше отриманих кредитів рефінансування. На тлі зниження ризиків макроекономічного середовища, у тому числі для цінової стабільності, Національний банк продовжуватиме пом'якшувати монетарну політику. Це, відповідно, спричинить поступове зниження вартості ринкових фінансових інструментів та процентних ставок за операціями банків.

У 2017 році очікується продовження стабілізації монетарної сфери. Подальше уповільнення інфляції та прискорення економічного зростання сприятимуть зростанню попиту на гроші з одночасним зниженням вартості ресурсів.

Грошова маса збільшуватиметься переважно за рахунок депозитної складової. Розвиток банківської системи та подальше заміщення готівкових розрахунків безготівковими відобразиться, зокрема, у продовженні тенденції до зростання мультиплікації коштів. За таких умов приріст монетарної бази (9%) буде дещо меншим порівняно з грошовою масою (13%).

### 3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

**Основними негативними ризиками прогнозу для економічного розвитку** Національний банк вважає можливе відновлення бойових дій на сході України, поглиблення падіння світових цін на сировинні товари, зменшення зовнішньої підтримки у випадку гальмування реформ та повне блокування українського експорту через територію РФ.

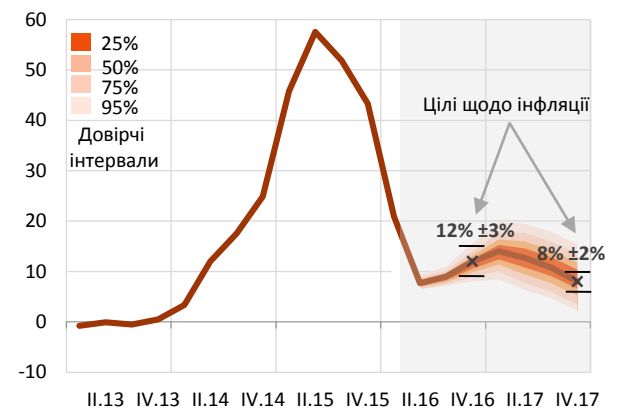
Водночас **відновлення зростання світових цін на сировинні товари та збільшення попиту на товари українського експорту можуть стимулювати як приплив інвестицій, так і прискорення відновлення економічної активності.** Додатковим чинником більш стрімкого припливу капіталу в країну порівняно з базовим сценарієм може бути успішне проведення приватизації.

Реалізація цих ризиків протягом прогнозного періоду зумовлюватиме відхилення фактичної інфляції від цільової траєкторії та відповідну реакцію з боку Національного банку.

**Розподіл ризиків стосовно подальшого інфляційного розвитку зміщений у бік зниження в поточному році та підвищення в наступному.** Такий розвиток подій може реалізуватися у випадку більш тривалої дії обмежень щодо експорту продукції на ринки СНД та інших торговельних партнерів. Це створюватиме надлишковий рівень пропозиції на внутрішньому ринку з відповідним тиском на ціни в 2016 році та формуванням низької бази порівняння для 2017 року. Водночас відповідне скорочення експортної виручки зумовлюватиме тиск на обмінний курс у бік послаблення, що значною мірою має нівелювати ефекти від надлишку пропозиції товарів.

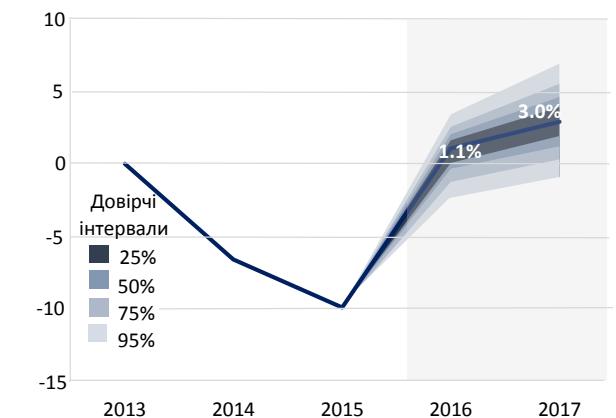
**Подібний ефект матиме і динаміка цін на сировинних товарних ринках.** Нижчі, ніж припускається в базовому сценарії, ціни з одного боку зменшуватимуть експортну

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

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



виручку та збільшуватимуть тиск на обмінний курс гривні. З іншого, уповільнення економічної активності та інфляції в країнах – ОТП разом з нижчими цінами сировинних товарів послаблюватимуть тиск на інфляцію в Україні, тож у результаті вона прискориться лише незначно. Реакція центрального банку в цьому разі полягатиме в реалізації більш стриманої монетарної політики порівняно з базовим сценарієм шляхом повільнішого зниження ключової ставки в 2016 – 2017 роках.

Іншою можливою причиною нижчої за прогноз інфляції залишається можливе відтермінування підвищення адміністративно регульованих цін порівняно зі строками, визначеними програмою розширеного фінансування з МВФ. Однак у цьому разі реакція монетарної політики буде мінімальною (оскільки причина нижчої, ніж прогнозована, інфляції матиме немонетарний характер) і зосереджуватиметься переважно на вторинних ефектах.

**Водночас у разі повільної реалізації реформ новим урядом можливе посилення політичної нестабільності і відповідне підвищення премії за ризик, що зумовлюватиме девальвацію гривні, збільшуючи таким чином тиск на інфляцію.** Отримання експортерами додаткових цінових переваг прискорюватиме експорт та в цілому економічну активність, підвищуючи таким чином тиск на інфляцію. У цьому разі повернення інфляції до цільового рівня потребуватиме проведення більш жорсткої монетарної політики (мається на увазі повільніше зниження ключової ставки порівняно з базовим сценарієм).

**Як позитивний шок ми розглядаємо сценарій додаткового зростання попиту на українську продукцію та прискорення реформ.** За таких припущень прискорення економічної активності супроводжуватиметься зміцненням гривні через збільшення експортної виручки та припливу капіталу за фінансовим рахунком. Це прискорить уповільнення інфляції (порівняно з базовим сценарієм), що дасть змогу швидше знижувати ставку політики.

## Макроекономічний прогноз (Квітень 2016)

Показники	2013	2014	2015	2016				2017					
				поточний прогноз				поточний прогноз					
				I	II	III	IV	I	II	III	IV		
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше</b>													
Номінальний ВВП, млрд. грн. СНР 2008	1465	1587	1979	433	516	641	671	2216	2262	2216	2216	2585	2493
Реальний ВВП	0.0	-6.6	-9.9	0.8	2.3	1.3	0.1	1.1	1.1	1.1	1.1	3.0	3.0
Дефлятор ВВП	4.2	15.9	38.4	16.9	12.2	12.3	10.5	13.2	13.0	13.2	13.2	11.0	9.2
ІСЦ (середнє за період)	-0.3	12.1	48.7					13.9	12.1	13.9	13.9	11.3	8.9
ІЦВ (середнє за період)	-0.1	17.1	36.0					6.8	10.9	6.8	6.8	10.0	6.9
ІСЦ (на кінець періоду)	0.5	24.9	43.3	1.5	4.1	1.7	4.2	12.0	12.0	12.0	12.0	8.0	8.0
Базова інфляція (на кінець періоду)	0.1	22.8	34.7	2.3	2.1	2.2	2.3	9.1	9.1	9.2	9.2	5.5	6.3
Небазова інфляція (на кінець періоду)	0.9	26.8	50.9	0.8	5.9	1.3	5.9	14.6	14.6	14.4	14.4	10.2	9.6
у тому числі адміністративно - регульовані ціни	3.7	30.4	54.6	2.1	10.1	5.6	6.1	26.0	26.0	26.2	26.2	17.3	15.3
ІЦВ (на кінець періоду)	1.7	31.8	25.4	4.4	3.9	2.5	2.1	13.6	13.6	6.9	6.9	8.4	7.3
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>													
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.	-63.6	-72.0	-30.9	-	-	-	-	-68.1	-68.1	-70.1	-70.1	-59.3	-65.6
% ВВП	-4.3	-4.5	-1.6	-	-	-	-	-3.0	-3.0	-3.2	-3.2	-2.3	-2.6
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	-57.5	-70.3	-31.9	-	-	-	-	-76.8	-76.8	-97.6	-97.6	-65.8	-90.7
% ВВП	-3.9	-4.4	-1.6	-	-	-	-	-3.4	-3.4	-4.4	-4.4	-2.5	-3.6
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-5.8	-9.9	-2.9	-	-	-	-	-3.6	-3.6	-4.6	-4.6	-2.5	-3.6
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>													
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-16.5	-4.6	-0.2	-1.3	0.0	-1.0	-0.1	-2.3	-2.3	-2.5	-2.5	-0.6	-0.9
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	-18.6	9.1	-0.6	-0.9	-1.5	-0.3	-0.6	-3.3	-3.3	-2.9	-2.9	-0.8	-1.0
Зведений баланс, млрд. дол. США	2.0	-13.3	0.8	-0.4	1.5	-0.5	0.5	1.2	1.2	0.6	0.6	0.2	0.1
Валові резерви, млрд. дол. США	20.4	7.5	13.3	12.7	15.9	16.8	18.7	18.7	18.7	19.6	19.6	20.3	21.8
Місяців імпорту майбутнього періоду	3.5	1.9	3.5	3.3	4.1	4.3	4.7	4.7	4.7	5.0	5.0	5.0	5.2
Експорт товарів, річна зміна (%)	-7.5	-15.0	-29.9	-23.0	-12.4	-11.6	-1.2	-12.0	-12.0	-11.8	-11.8	10.4	6.0
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-5.3	-27.8	-32.8	-14.4	-6.2	-3.5	-3.4	-6.9	-6.9	-7.3	-7.3	0.0	8.6
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>													
Монетарна база, %	20.3	8.5	0.8	-2.6	2.4	1.7	5.3	5.3	5.3	8.3	8.3	-2.0	3.0
Грошова маса, %	17.6	5.3	3.9	1.3	2.7	5.7	8.1	8.1	8.1	10.5	10.5	0.5	4.6
Швидкість обертання (на кінець року)	1.59	1.64	2.0	-	-	-	-	2.1	2.1	2.0	2.0	-	-