



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

# ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



жовтень 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 27 жовтня 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 – 26 жовтня 2016 року.

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 27 жовтня 2016 року № 373-рш “Про схвалення Інфляційного звіту”.

## ЗМІСТ

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ .....	3
1. ГОЛОВНЕ .....	4
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ .....	7
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ .....	7
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА .....	14
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК .....	14
2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК.....	19
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ .....	24
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР .....	28
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС.....	31
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ .....	38
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ .....	45
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ .....	45
3.2. ЦІНИ .....	48
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА .....	49
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС.....	53
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ .....	56
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ.....	57

## 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
КШЕК	Класифікація за широкими економічними категоріями
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОП	Міжнародна організація праці
МФУ	Міністерство фінансів України
НБУ	Національний банк України
НПЗ	Нафтопереробні заводи
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
ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
РФ	Російська Федерація
СЗДУ	Сектор загального державного управління
СНД	Співдружність Незалежних Держав
СНР	Система національних рахунків
СОТ	Світова організація торгівлі
США	Сполучені Штати Америки
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
MSCI	Morgan Stanley Capital International
PMI	Purchasing Managers' Index
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 тонну
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 кварталному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі

## 1. ГОЛОВНЕ

### Послаблення інфляційного тиску триває

Стрімке зниження споживчої інфляції, яке тривало в Україні з середини минулого року, очікувано призупинилось: споживчі ціни у річному вимірі зросли у вересні 2016 року на 7.9%, що відповідало попередньому прогнозу Національного банку щодо повернення інфляції до 12% на кінець 2016 року.

Натомість загальний інфляційний тиск, зумовлений фундаментальними факторами, продовжував послаблюватись. Про це свідчить уповільнення **базової інфляції** (до 6.3% р/р у вересні 2016 року), зумовлене зниженням інфляційних очікувань на тлі проведення виваженої фіскальної і монетарної політики.

Вагомий вплив на базову інфляцію також мали вторинні ефекти від здешевлення окремих видів сирих продуктів харчування. Крім розширення внутрішньої пропозиції, стримувало продовольчу інфляцію в Україні здешевлення зернових на світових товарних ринках внаслідок рекордного світового врожаю поточного року. Водночас, як і передбачалось, відбулось прискорення зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, пов'язане із подорожчанням житлово-комунальних послуг, та цін на паливо на тлі волатильності світових цін на нафту.

У III кварталі спостерігалися ознаки погравлення економічної активності в країнах – основних торговельних партнерах України. Однак **світова цінова кон'юнктура** для українських експортерів погіршилася, насамперед, за рахунок суттєвого зниження цін на зернові та олійні культури. Разом з сезонним збільшенням попиту на іноземну валюту, підсиленням невизначеності щодо отримання офіційного зовнішнього фінансування від МВФ, це спричинило девальваційний тиск на обмінний курс гривні в серпні – першій половині вересня. Національний банк, як і раніше, не перешкоджав домінуючим тенденціям на валютному ринку, однак згладжував надмірні коливання обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій. Завдяки цьому та поліпшенню ринкових настроїв на тлі рішення МВФ про виділення чергового траншу тиск на гривню суттєво ослабився з другої половини вересня. У цілому динаміка обмінного курсу не створювала загроз для виходу інфляції за межі цільового діапазону.

Ситуація на ринку праці поліпшувалася, однак стримуючим чинником були наявні диспропорції між попитом на робочу силу та її пропозицією. В умовах послаблення інфляції високими темпами зростала реальна заробітна плата та відновилось зростання реальних наявних доходів населення. Проте з огляду на подальше підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги та високий **рівень безробіття** тиск на ціни з боку споживчого попиту залишався незначним.

На відміну від активної консолідації 2014 – 2015 років, у поточному році спостерігалось певне фіскальне пом'якшення, зумовлене реформою ЄСВ. Однак у цілому **фіскальна політика** була спрямована на зміцнення державних фінансів та зниження квазіфіскальних витрат, що забезпечило збереження первинного профіциту державного бюджету та первинного профіциту сектору загальнодержавного управління.

### Прогноз інфляції залишається без змін

Прогноз споживчої інфляції зберігається незмінним на рівні **цільових орієнтирів**: 12% – на 2016 рік, 8% – на 2017 рік та 6% – на 2018 рік.

Дія факторів пропозиції, що зумовили стримане зростання цін на сирі продукти харчування в поточному році, вже вичерпується. Однак відображення цього чинника в цінах на вітчизняному ринку продовольства очікується здебільшого в наступному році. Базова інфляція на прогнозованому горизонті очікується практично незмінною – в межах 5 – 6% – під впливом вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів, уповільнення імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу та поліпшення інфляційних очікувань. Підвищення тарифів на комунальні послуги підтримуватиме наближення показника інфляції до цільового значення в 2016 році. Водночас уповільнення адміністративно-регульованої інфляції буде ключовим фактором зниження темпів зростання загального ІСЦ відповідно до цільових показників у 2017 – 2018 роках.

### Інвестиції та приватне споживання – основні драйвери економічного зростання

У II кварталі 2016 року **зростання реального ВВП** прискорилося до 1.4% р/р. Як і передбачалося, рушієм відновлення економіки був внутрішній інвестиційний попит. Сприятливим підґрунтям для нарощення інвестицій стало поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств та збільшення капітальних видатків зведеного бюджету.

Уперше за тривалий період часу зросло споживання домогосподарств, яке підтримувалось не лише збільшенням їх доходів, а й використанням заощаджень, зроблених у минулих періодах. На відміну від попередніх періодів, чистий експорт зумовив від'ємний внесок у зміну ВВП.

У III кварталі показники випуску в окремих видах діяльності вказують, що темпи зростання ВВП істотно не змінилися (1.6% р/р). Все ще обмеженим залишався потенціал транспортних перевезень на сході країни, а також відбулося чергове посилення транзитних обмежень з боку Російської Федерації. Водночас завдяки підвищенню врожайності обсяги збору сільськогосподарських культур виявилися високими.

Стримував економічне зростання в III кварталі чистий експорт. Сальдо **поточного рахунку** в III кварталі стало від'ємним (1.7 млрд. дол. США) насамперед за рахунок більшого, ніж очікувалося, розширення дефіциту торгівлі товарами. Темпи падіння експорту товарів у річному вимірі прискорилися через погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури. Водночас імпорт товарів відновив зростання в річному вимірі на тлі збільшення закупівель природного газу та зростання внутрішнього попиту. Крім того, планові процентні виплати за реструктуризованими ОЗДП та зняття обмежень щодо репатріації дивідендів, нарахованих за 2014 – 2015 роки, зумовили очікуване розширення дефіциту первинних доходів.

У III кварталі 2016 року чисті надходження за **фінансовим рахунком** прогнозовано збільшились насамперед за рахунок відновлення офіційного фінансування. Незважаючи на значне уповільнення скорочення готівкової валюти поза банками, чисті залучення приватного сектору майже не змінилися порівняно з попереднім кварталом. Насамперед це було пов'язано із зростанням залучень короткострокових кредитів реальним сектором. Завдяки профіциту **зведеного платіжного балансу** (600 млн. дол. США) та отриманню третього траншу від МВФ у рамках програми EFF (1.0 млрд. дол. США) **міжнародні резерви** зросли до 15.6 млрд. дол. США (або 3.7 місяців імпорту майбутнього періоду) станом на 01.10.2016.

### Економіка України і надалі відновлюватиметься

**Прогноз економічного зростання** в 2016 році залишається незмінним – 1.1%. У середньостроковій перспективі ми очікуємо більш помірні темпи зростання, ніж прогнозувалося раніше: у 2017 році – 2.5%, у 2018 – 3.5%. Коригування прогнозу зумовлено переважно збільшенням від'ємного внеску чистого експорту. Одночасно прогнозується відносно високий рівень внутрішнього попиту.

Головним чином зміни середньострокового прогнозу пов'язані з гіршою **зовнішньою кон'юктурою** для українських експортерів порівняно з припущеннями попереднього прогнозу внаслідок суттєвого падіння цін на зернові та олійні культури.

**Приватне споживання** в середньостроковій перспективі помірно відновлюватиметься внаслідок реалізації відкладеного попиту та зростання доходів населення.

Суттєве нарощення **інвестиційної активності** на прогнозованому горизонті стимулюватиме відповідне зростання інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання, що значною мірою обумовлюватиме від'ємний внесок чистого експорту у ВВП.

Додатковим фактором зростання внутрішнього попиту стане пошкваллення кредитної активності на тлі зниження процентних ставок в економіці.

Про поступовий вихід економіки з рецесії свідчить також скорочення від'ємного розриву ВВП, яке триває з другої половини 2015 року та збережеться і на прогнозованому горизонті внаслідок зниження ризиків ескалації військового конфлікту та відповідного збільшення схильності економічних агентів до інвестиційних і довгострокових споживчих рішень. Водночас, на прогнозованому горизонті розрив ВВП залишатиметься від'ємним, сигналізуючи про відсутність тиску з боку попиту на інфляційні процеси.

**Прогноз дефіциту поточного рахунку** в 2016 році було збільшено до 2.5 млрд. доларів США через погіршення умов торгівлі та більш швидке відновлення інвестиційного попиту. Також очікується зростання імпорту послуг, що однак буде компенсовано збільшенням приватних грошових переказів. Розширення дефіциту поточного рахунку у 2017 – 2018 роках буде пов'язано з подальшим зростанням інвестиційного та відновленням споживчого попиту.

У 2016 році ключовим фактором формування профіциту за **фінансовим рахунком** і зведеного платіжного балансу є скорочення готівкової валюти поза банками. У 2017 – 2018 роках цей фактор вже не буде домінуючим, провідну роль відіграватиме приплив іноземного інвестиційного та боргового капіталу. Одночасно, продовжить активно залучати фінансові ресурси державний сектор. У результаті в 2016 році профіцит зведеного платіжного балансу (1.7 млрд. дол. США) разом із отриманням фінансування від МВФ дасть змогу збільшити **міжнародні резерви** до 17.5 млрд. дол. США, або 4.1 місяця імпорту майбутнього періоду. Накопичення міжнародних резервів продовжиться і в наступні роки.

На прогнозованому горизонті очікується пом'якшення **фіскальної політики**. Структурний дефіцит зведеного бюджету поступово розширюватиметься. Первинний профіцит зведеного бюджету очікується близько 2% ВВП та визначатиметься значною часткою видатків на обслуговування боргу в структурі державних видатків. Водночас тиск

із боку квазіфіскальних потреб істотно знизиться на тлі поліпшення фінансового стану НАК «Нафтогаз» та скорочення підтримки банківського сектору. Дефіцит сектору загального державного управління буде утримуватися в межах 3% ВВП.

### Триває пом'якшення монетарної політики

Стійке зниження інфляційного тиску на тлі подальшого зменшення ризиків для цінової стабільності дозволило НБУ продовжити пом'якшувати монетарну політику. Протягом III кварталу 2016 року регулятор двічі знижував **облікову ставку**. З 28 жовтня 2016 року її встановлено на рівні 14.0%.

Зниження облікової ставки, а також формування очікувань щодо подальшого пом'якшення політики сприяло зниженню **ринкових процентних ставок**. Це на тлі повільного відновлення економічної активності та збільшення витрат домогосподарств на товари довготермінового користування сприяло зростанню попиту на кредити. Однак у цілому **кредитна активність** залишалася слабкою.

Попри посилення волатильності та девальваційний тиск на обмінний курс гривні в серпні-вересні, загалом ситуація на валютному ринку впродовж останніх двох кварталів залишалася сприятливою. Як наслідок, протягом III кварталу 2016 року Національний банк продовжив пом'якшувати обмеження на валютному ринку.

### Баланс ризиків: інфляція досягне цільових показників

**Ризики для подальшої динаміки інфляції** є зміщеними в бік зростання в поточному році та симетричними на подальшому прогностичному горизонті. Проте споживча інфляція на кінець 2016 року буде в межах цільового діапазону 12% +/-3в.п. Відхилення від середини цього діапазону (12%) можуть спостерігатись у випадку реалізації короткострокових шоків пропозиції. Ефект від скасування державного регулювання вартості соціальних продуктів може зумовити вище, ніж прогнозується, зростання адміністративно-регульованих цін. Більш суттєва корекція цін на сирі продукти харчування, ніж очікується в базовому сценарії, закладає певні ризики зростання інфляції вище цільового рівня в наступних роках. Послаблення споживчого попиту або кращі зовнішні умови можуть знизити цей ризик.

У тривалішій перспективі ключовими факторами для стримування інфляції відповідно до цільових орієнтирів залишаються зовнішня підтримка реформ, відсутність негативних шоків на зовнішніх ринках та ескалації бойових дій на сході України, і як результат – подальше поліпшення інфляційних очікувань.

Відсутність цих факторів зумовлюватиме підвищення премії за ризик і девальваційний та додатковий інфляційний тиск. У цьому разі повернення інфляції до цільового рівня потребуватиме проведення жорсткішої монетарної політики.

Натомість **позитивним шоком** може стати швидше зростання світових цін на сировинні товари, суттєвіше збільшення зовнішнього попиту на українську продукцію та прискорення реформ. За таких умов пожвавлення економічної активності супроводжуватиметься зміцненням гривні завдяки збільшенню експортної виручки та припливу капіталу за фінансовим рахунком. Це може посилити тиск на ціни з боку попиту, але ефекти від укріплення курсу гривні будуть більш суттєвими. Національний банк за такого сценарію матиме можливість до швидшого зниження своєї ключової процентної ставки, що додатково стимулюватиме відновлення економічної активності.

Також вагомою є невизначеність, пов'язана з намірами уряду щодо підвищення у 2017 році мінімальної заробітної плати більш ніж удвічі від поточного рівня. Оскільки ініціатива була оголошена напередодні затвердження макроекономічного прогнозу, а її детальні параметри ще не оприлюднені, ефекти запровадження цього заходу будуть враховані в наступному Інфляційному звіті.

Реалізація окреслених вище та інших ризиків протягом прогностичного періоду може зумовити відхилення фактичної інфляції від цільової траєкторії та відповідну реакцію з боку Національного банку.

### Монетарна політика й надалі пом'якшуватиметься за досяжності інфляційних цілей

У разі реалізації базового макроекономічного сценарію та відповідно подальшого зниження ризиків для цінової стабільності та покращення інфляційних очікувань Національний банк і надалі пом'якшуватиме **монетарну політику**. Це сприятиме поступовому зниженню процентних ставок за операціями банків. Тенденція щодо стабілізації монетарної сфери підтримуватиме помірну інфляцію, узгоджену з цільовими орієнтирами, та сприятиме прискоренню темпів економічного зростання.

## 2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

### 2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

Середньозважений показник річних темпів економічного зростання країн – основних торговельних партнерів (ОТП) України, за виключенням Росії, у II кварталі 2016 року знизився внаслідок слабшої економічної активності в Єврозоні, Туреччині та Індії. Натомість відчутно прискорилося зростання економік країн ЦСЄ та СНД, що входять до розрахунку індексу. Водночас наявні дані свідчать про прискорення економічної активності країн – ОТП України у III кварталі.

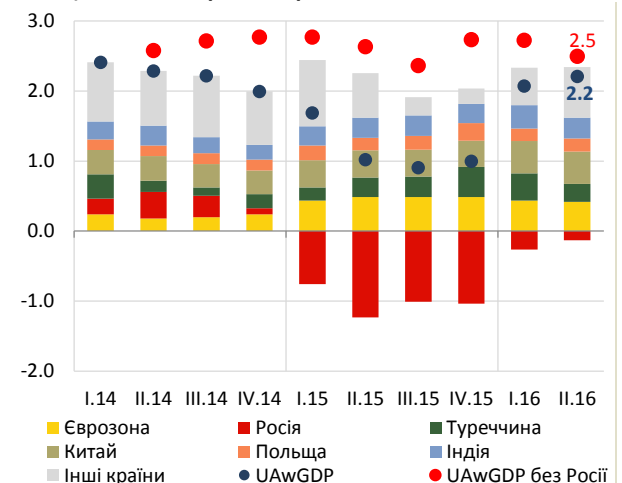
Однак світова цінова кон'юнктура для українських експортерів у III кварталі погіршилася. Основний внесок у її погіршення зумовили динаміка цін на сталь, зернові та олійні культури. Зокрема, після зростання на початку кварталу ціни на сталь відновили падіння внаслідок звуження попиту через погіршення ділового клімату в Туреччині, країнах Азії, Європи та країнах Перської Затоки. Додатково негативний тиск на попит на окремих ринках стали чинити сезонні фактори. У свою чергу, суттєве падіння цін на зернові та олійні відбулося внаслідок значних обсягів перехідних запасів попереднього року та рекордного врожаю поточного року.

На світових фінансових ринках у III кварталі загалом кон'юнктура залишалася доволі сприятливою для країн, ринки яких розвиваються. Відповідно премія за ризик для цієї групи країн знизилася, а приплив портфельних інвестицій був на достатньо високому рівні. Така ситуація сприяла укріпленню більшості валют країн, ринки яких розвиваються, за підсумками кварталу.

Середньозважений показник річних темпів економічного зростання в країнах – ОТП України (виражений динамікою індексу UAwGDP) у II кварталі 2016 року залишився майже на рівні попереднього кварталу. Вагомий внесок, незважаючи на зменшення частки країни в розрахунках, мало скорочення темпів падіння ВВП Росії (до 0.6% р/р). За винятком РФ, індекс UAwGDP зменшився, однак залишився на високому рівні. Зокрема це відбулося через:

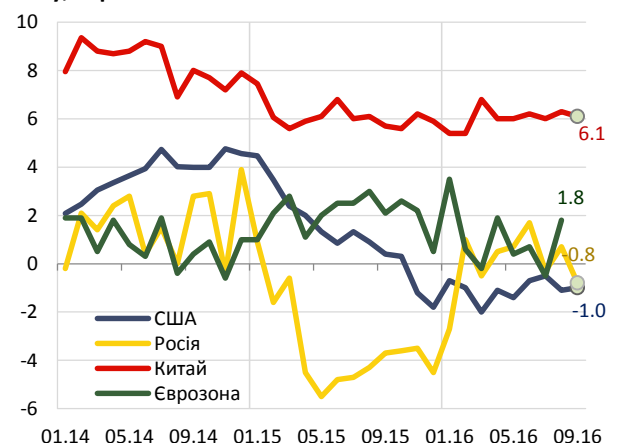
- стабільне, хоча і дещо слабше порівняно з попереднім кварталом, зростання економіки Єврозони (1.6% р/р у II кварталі 2016 року), зокрема в провідних країнах регіону – Німеччині та Франції. Стримували зростання країн Єврозони низькі світові ціни на товарних ринках, слабка економічна активність у країнах, ринки яких розвиваються, що є країнами – ОТП України, проблема біженців, дисбаланси в банківському секторі. Незважаючи на масштабну програму кількісного пом'якшення ЄЦБ інфляція залишалася вкрай низькою (у вересні – 0.4% р/р);
- стійке зростання економіки Китаю (у II кварталі 6.7 р/р). Одночасно спостерігалось подальше зростання промислового виробництва та стабільно високі інвестиції в основні засоби;
- певне уповільнення Індії, хоча країна знову стала одним із світових лідерів за темпами зростання ВВП (7.1% р/р). Проблемою Індії залишається її доволі слабке внутрішнє споживання;

Середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України (індекс UAwGDP, % річна зміна) і внески окремих країн



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.



– уповільнення економіки Туреччини до 3.1% р/р на тлі зростання рівня безробіття та скорочення промислового виробництва;

– натомість відчутно прискорилося зростання економік країн ЦСЄ та країн СНД, що входять до розрахунку індексу (за винятком РФ), завдяки зростанню цін на світових товарних ринках у II кварталі.

Уже в III кварталі 2016 року окремі країни – ОТП України демонстрували поступове поживлення економічної активності. Зокрема, в Китаї посилилося зростання роздрібною торгівлі та металургійного виробництва. Завдяки нарощенню в обробній промисловості та відновленню зростання у виробництві нафти та газу тривало зростання промисловості РФ. Промислове виробництво в Єврозоні поступово зростало насамперед через відновлення виробництва в ключових країнах – Німеччині та Франції завдяки нарощенню обсягів зовнішньої торгівлі.

Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України (індекс UAwCPI) у III кварталі 2016 року, незважаючи на повільне зростання інфляції в Єврозоні, продовжував зменшуватися, що пов'язано з:

- укріпленням валют країн, ринки яких розвиваються, на тлі прискорення економічної активності в цій групі країн, зростання потоків капіталу та відтермінування підвищення процентної ставки ФРС;
- подальшим уповільненням зростання інфляції в Росії на тлі укріплення обмінного курсу рубля до долара США;
- уповільненням інфляції в Китаї.

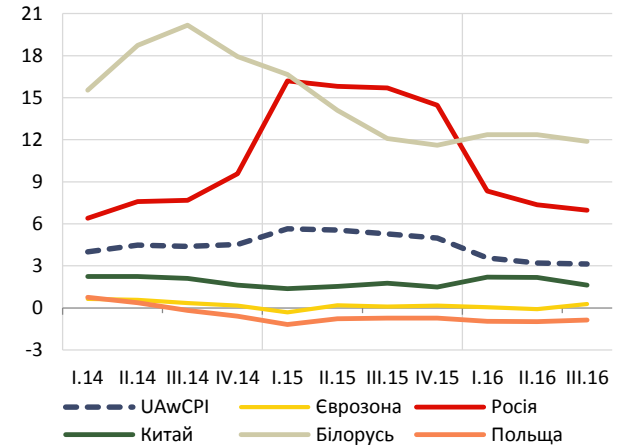
Світова цінова кон'юнктура для українських експортерів у III кварталі погіршилася. Індекс цінової кон'юнктури для українських експортерів (ЕСPI)<sup>2</sup> за III квартал знизився на 9.1% кв/кв. Основний внесок у його падіння зумовили динаміка цін на сталь, зернові та олійні культури.

На початку III кварталу ціни на сталеву продукцію на світовому ринку продовжили зростати. Основним фактором такої динаміки було стрімке зменшення експорту сталі Китаєм через введення остаточних антидемпінгових мит США, Індією, країнами Латинської Америки та ЄС<sup>3</sup>. Водночас зростання експортних котирувань китайських компаній було здебільшого пов'язано з поліпшенням як внутрішньої кон'юнктури, так і посиленням екологічного контролю владою Китаю.

Однак зростання цін на сталь було нестійким і вже на початку серпня спостерігалася їх корекція внаслідок:

- погіршення ділового клімату в Туреччині через політичні події. Це відобразилося на суттєвому зменшенні кількості замовлень сталеві арматури і листового прокату та скороченні іноземних інвестицій;
- зниження ділової активності в Азії через дощовий сезон, який тривав до кінця кварталу;
- сезонного літнього зниження попиту на сортовий прокат в Європі та очікування на певне погіршення економічної ситуації в другому півріччі;

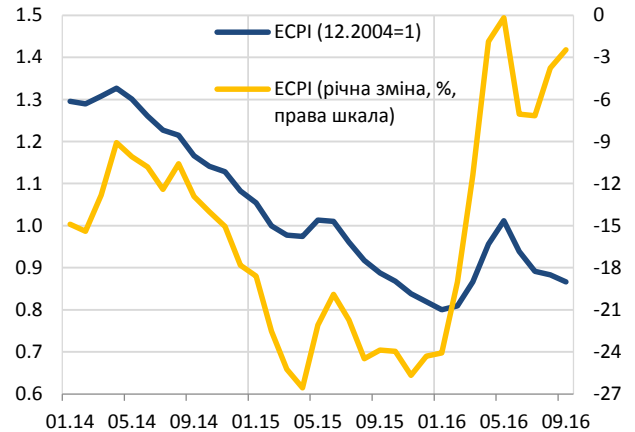
### Показники споживчої інфляції в країнах - ОТП України, % річна зміна



UAwCPI – індекс інфляції країн – ОТП України, зважений за обсягами імпорту Україною товарів та послуг з відповідних країн.

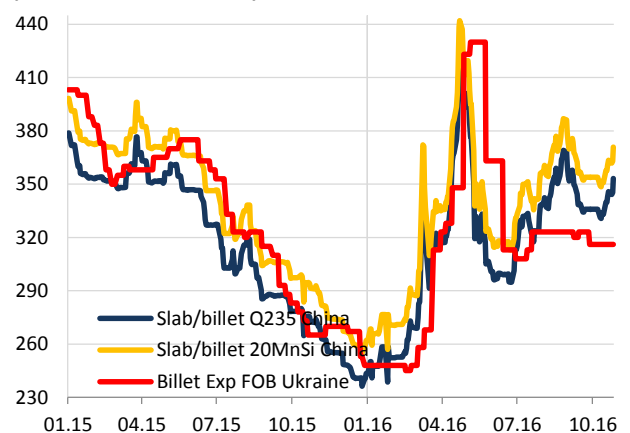
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

### Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI)



Джерело: розрахунки НБУ.

### Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати (станом на 26.10.2016), дол./т



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>2</sup> Детальніше про індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСPI) – у Макроекономічному та монетарному огляді (лютий 2016 року).

<sup>3</sup> ЄК встановила на наступні п'ять років остаточні антидемпінгові мита на китайську арматуру зі сталі з високою міцністю, збільшивши їх з попередніх 13% (за винятком Jiangyin Xicheng Steel, до продукції якої застосовувалася ставка 9.2%) до 18.4% – 22.5%.

– зменшення споживання сортового прокату в країнах Перської затоки через призупинення розробки нових нафтових родовищ внаслідок очікування подальшого зниження цін на нафту через надлишкову пропозицію на ринку.

Додатковими факторами, які чинили негативний тиск на попит на окремих ринках сталі та залізної руди, стали святкування в мусульманських країнах Курбан-байраму та в Китаї – фестивалю осені (у вересні) та Дня утворення КНР (перший тиждень жовтня).

Експортні ціни на окремі види сталевих продукції українського виробництва (Steel Billet ExpFOB Ukraine) у середньому за III квартал 2016 року зменшилися на 12.3% кв/кв.

У свою чергу, суттєве падіння цін на зернові та олійні (у середньому від 10% до 20% кв/кв – залежно від виду культури) відбулося внаслідок значних обсягів перехідних запасів попереднього року та рекордного врожаю поточного року. Причому у вересні ціни на кукурудзу досягнули найнижчого рівня з липня 2007 року. Водночас у жовтні ситуація на світових ринках зернових демонструвала ознаки стабілізації.

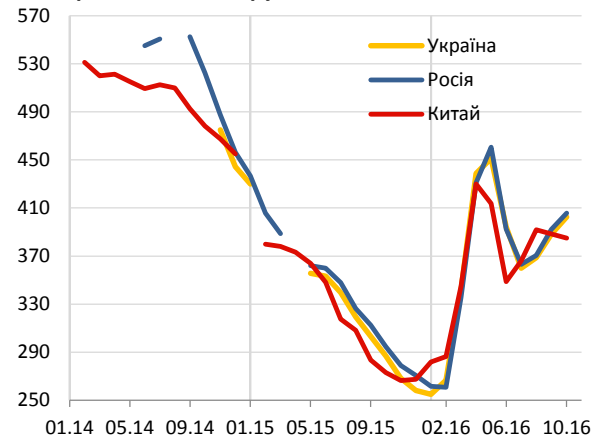
Світові ціни на нафту залишалися під тиском значної пропозиції та загалом відповідали нашим оцінкам. Чинниками, що впливали на ціну на нафту впродовж кварталу були:

- відновлення видобутку нафти на сланцевих родовищах США та Канади, у тому числі на нафтових родовищах після пожеж;
- зростання середньої продуктивності працюючих свердловин у США<sup>4</sup>;
- зростання запасів товарної нафти в світі та майже повна завантаженість всіх нафтоосховищ, що формує відкладену пропозицію на ринку;
- стрімке зростання поставок бензину з Китаю, де місцеві незалежні НПЗ отримали можливість без посередників імпортувати нафту (зокрема з Росії та Саудівської Аравії за зниженими цінами) і після переробки експортувати бензин;
- подальше нарощення видобутку та експорту нафти в Ірані, Саудівській Аравії;
- уповільнення економічної активності в США та зменшення закупки сирої нафти НПЗ через надмірний надлишок бензину в США, незважаючи на пік автомобільного сезону<sup>5</sup>.

Крім того, ринок майже перестав реагувати на дію таких факторів, як перебої з постачанням через страйки в Кувейті, збройні напади бойовиків в Нігерії на об'єкти нафтової інфраструктури, та затримку відновлення двох основних терминалів у Лівії.

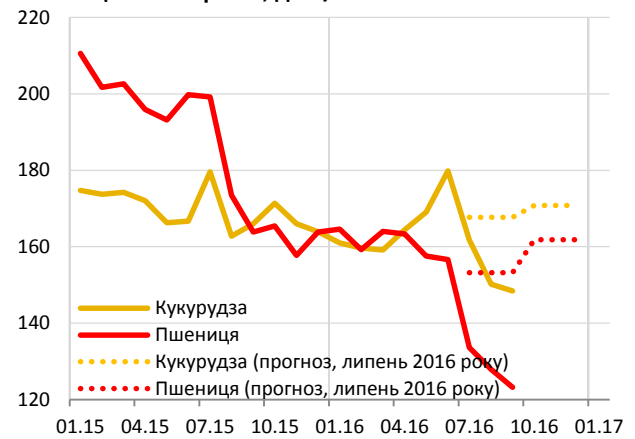
Сплеск цін в середині кварталу був спричинений появою інформації про майбутню зустріч країн ОПЕК з метою переговорів про замороження видобутку. Наприкінці вересня на зустрічі в Алжирі країни – члени ОПЕК домовилися про обмеження видобування нафти починаючи з листопада поточного року на рівні 32.5 млн. бар./добу (зараз 33.2 млн. бар./добу). Додатковими факторами утримання цін від глибокого зниження були:

Експортні ціни на г/к рулони, дол./т



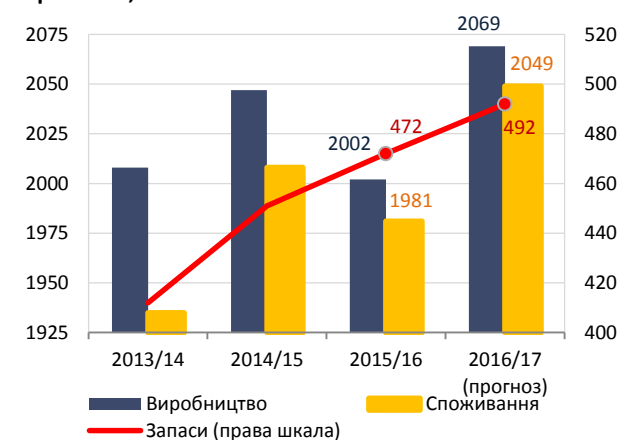
Джерело: Метал Експерт.

Світові ціни на зернові, дол./т



Джерело: МВФ.

Прогноз виробництва, споживання та світових запасів зернових\*, млн. т



\*для маркетингових років

Джерело: International Grain Council (29.09.2016).

<sup>4</sup> За даними U.S. Department of Energy (July 2016) лише в липні на 20% м/м.

<sup>5</sup> За даними IEA, запаси бензину в США, навіть попри їх незначне зниження впродовж серпня, на 19.08.2016 становили 233 млн. барелів, що на 8.5% вище показника минулого року.

- призупинення роботи деяких НПЗ у штаті Техас через низку землетрусів, спричинених гідророзривом пласта, який використовується при видобутку сланцевої нафти;
- підписання заяви між Росією та Саудівською Аравією (виробництво нафти якими забезпечує більше 21% світового споживання) про вироблення рекомендацій щодо спільних заходів і спільних дій для забезпечення стабільності і передбачуваності нафтового та газового ринків.

Як наслідок, ціни на нафту наприкінці вересня – на початку жовтня підвищилися, перетнувши позначку в 50 дол./бар. та коливалися близько цього рівня впродовж жовтня.

На світових фінансових ринках у III кварталі загалом кон'юнктура залишалася доволі сприятливою для країн, ринки яких розвиваються. Підтримку фінансовим ринкам надавали стимулююча політика провідних центральних банків, за відсутності суттєвих проявів економічної та фінансової нестабільності, а також вичерпання шокового ефекту від результатів референдуму у Великобританії. Зростання індексу S&P 500 прискорилося до 4.1% кв/кв та тривало четвертий квартал поспіль. Індекс Eurostoxx 50 після негативної реакції на результати референдуму у Великобританії відновив зростання, яке наприкінці кварталу знову було нівельовано. Погіршення умов на світових фінансових ринках в останній місяць кварталу відбулося внаслідок:

- рішення ЄЦБ за підсумками засідання у вересні зберегти незмінним обсяг монетарних стимулів;
- труднощів з реалізацією програм купівлі облігацій ЄЦБ та Банком Японії через обмежену пропозицію облігацій на ринку;
- гірших, ніж очікувалося, даних економічного розвитку США, зокрема щодо роздрібних продажів, які тісно корелюють з темпами зростання економіки США;
- суттєвої волатильності світових цін на нафту;
- політичних та геополітичних чинників (передвиборча компанія в США, невизначеність щодо результатів конституційного референдуму в Італії, випробування атомної зброї в Північній Кореї);
- посилення побоювань щодо стану банківської системи Німеччини з огляду на проблеми двох найбільших банків країни (Deutsche bank і Commerzbank) на тлі загальної тенденції до погіршення показників рентабельності європейських банків.

Фінансові активи країн, ринки яких розвиваються, продемонстрували відносну стійкість до погіршення кон'юнктури на світових фінансових ринках. Це проявилось в збереженні позитивної динаміки індексу MSCI EM. Попит на фінансові активи країн, ринки яких розвиваються, зберігався з огляду на:

- очікування інвесторами продовження м'якої політики провідних центральних банків на тлі відтермінування підвищення процентної ставки ФРС;
- привабливий рівень котирувань;
- укріплення обмінних курсів валют цієї групи країн;
- різницю між темпами економічної активності країн, ринки яких розвиваються, та розвинених країн.

В умовах загалом сприятливих тенденцій на світових фінансових ринках премія за ризик для країн, ринки яких

Ціни на нафту сортів Brent та WTI (станом на 26.10.2016), дол./бар.



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Індекси світового фондового ринку (станом на 26.10.2016)



Джерело: Thomson Reuters Datastream

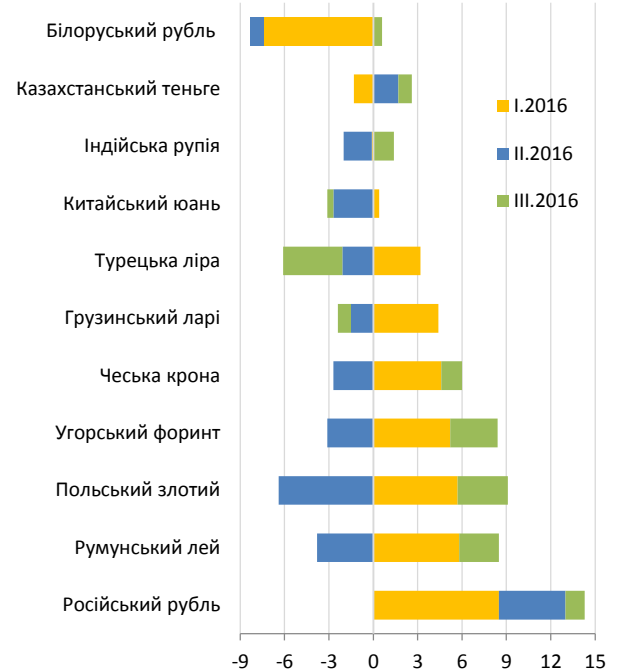
Індекси світового фондового ринку країн, ринки яких розвиваються (01.01.2014=100, станом на 26.10.2016)



Джерело: Thomson Reuters Datastream

розвиваються, знизилася, а приплив портфельних інвестицій до цієї групи країн був на достатньо високому рівні. Така ситуація на фінансових ринках загалом сприяла укріпленню більшості валют країн, ринки яких розвиваються.

**Зміна обмінних курсів валют окремих країн, ринки яких розвиваються, до долара США у 2016 році (на кінець періоду), %**



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

### Вrexit: зниження короткострокових ризиків

Як і очікувалося, швидке формування нового уряду Великобританії та вичерпання негативного ефекту від першого шоку після референдуму в країні зумовили зниження короткострокових ризиків Вrexit попри підтвердження остаточності рішення про вихід Британії з ЄС<sup>6</sup>. Новим урядом Великобританії було прийнято рішення не поспішати з поданням заявки на вихід з ЄС (не раніше 2017 року) до розроблення чіткого поетапного плану, який мінімізує ризики зміни умов торговельних відносин між Великобританією та країнами ЄС. Така позиція одночасно матиме менш негативне відображення й на інших торговельних партнерах.

Наприкінці серпня 2016 року було підготовлено парламентський документ «Вrexit: вплив у різних сферах політики», який комплексно відобразив перші кроки Великобританії в процесі виходу з ЄС. Відповідно до нього:

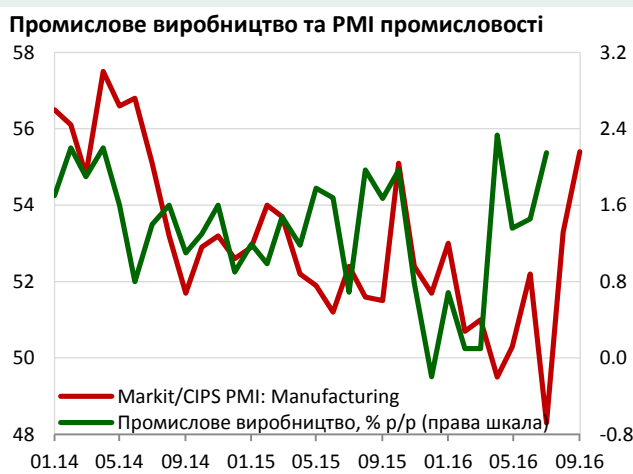
- **торгівля:** варіанти варіюються від членства в Європейській економічній зоні (ЕЕА) до торгівлі в рамках СОТ. ЕЕА в значній мірі зберігає доступ до єдиного ринку ЄС, але означає прийняття вільної міграції людей та здійснення внесків до бюджету ЄС. Однак при цьому Великобританія не матиме прямого впливу на правила ЄС. Використання лише правил СОТ надасть змогу уникнути вимог щодо міграції та внесків (за 2015 рік вони становили 8.5 млрд. фунтів, тобто близько 1% від загального обсягу державних витрат Великобританії, що еквівалентно 0.5% ВВП), однак торгівля між ЄС і Великобританією буде залежати від тарифів та інших бар'єрів;
- **прямі іноземні інвестиції:** вплив на ПІІ залежатиме від того, наскільки Великобританія буде в змозі покращити інвестиційне середовище, щоб компенсувати ефект від її виходу з ЄС;
- **міграція робочої сили:** встановлення обмеження щодо некваліфікованої робочої сили. Роботодавці зможуть компенсувати будь-які зміни в імміграційних правилах шляхом залучення більшого числа громадян Великобританії;
- **бізнес та фінансові послуги:** гнучкість національного режиму правового регулювання переважає втрати доступу до єдиного ринку. Адже валова частка теперішніх правил регулювання фінансових послуг є похідними від правил ЄС. Тому ймовірно, що значна частина цього законодавства залишатиметься й надалі;
- **сільське господарство:** Вrexit за будь-яких сценаріїв означає відхід від Спільної сільськогосподарської політики (САР), субсидій та режиму регулювання. Сільськогосподарські субсидії ЄС наразі складають близько 50 – 60% від доходу фермерів Великобританії. Тому Уряд Великобританії гарантує поточний рівень прямих субсидій до 2020 року в рамках переходу на нові внутрішні домовленості;
- **навколишнє середовище:** Великобританія матиме можливість змінити екологічні стандарти, хоча деякі стимули для підтримки екологічних стандартів збережуться. Крім того, як і раніше, виконуватимуться взяті міжнародні екологічні зобов'язання та певні стандарти ЄС;
- **енергетика:** Великобританія має конкурентоспроможний і відкритий енергетичний ринок з транснаціональними компаніями та інвесторами;

<sup>6</sup> Детальніше див. промову Державного секретаря Девіда Девіса (керівника Департаменту по Вrexit) в Палаті громад 05 вересня 2016 року <https://www.gov.uk/government/speeches/exiting-the-european-union-ministerial-statement-5-september-2016>.

- **імміграція:** Великобританія вже здійснює власні заходи прикордонного контролю та не є частиною внутрішнього кордону вільної Шенгенської зони. Також співробітники прикордонної служби проводять перевірки на приналежність EU/EEA осіб, які перетинають порти в'їзду до Великобританії;
- **права людини:** виведення військ Великобританії з ЄС означатиме, що країна більше не повинна дотримуватися зобов'язань у галузі прав людини та договорів ЄС. Спільні правила Хартії основних прав ЄС не будуть застосовуватися, а Суд ЄС не розповсюджуватиме своєї юрисдикції на Великобританію. Поміж тим, уряд не планує виходити з Європейської конвенції про права людини;
- **соціальна безпека:** Великобританія матиме можливість вводити обмеження на доступ до багатьох видів соціального забезпечення за допомогою закону про імміграцію, обмеження доступу до робочих місць та здатність громадян ЄС претендувати на соціальне житло;
- **зовнішньо-оборонна політика:** дії Великобританії більш тісно координуватимуться з інтересами США, а не ЄС. Доки Великобританія формально не вийде з ЄС, вона залишиться частиною структур планування і військових операцій ЄС в рамках CSDP (Загальної політики безпеки та оборони). Відносини Великобританії з НАТО не будуть порушені.

Brexit вже призвів до збільшення дефіциту пенсійних фондів у Великобританії через падіння прибутковості облігацій у результаті зниження процентної ставки Банком Англії; падіння фунта стерлінгів (приблизно на 10%) через невизначеність щодо економічних перспектив і відносин Великобританії з ЄС, що певною мірою обмежує споживання<sup>7</sup>. Водночас економіка Великобританії демонструє певний запас міцності:

- у вересні індекс PMI промисловості зріс до максимуму за останні два роки (55.4 п.), продовживши відновлення другий місяць поспіль;
- PMI сектора послуг, на який припадає близько 80% економіки країни в серпні продемонстрував рекордне зростання (до 52.9 п. із 47.4 п. у липні);
- рівень безробіття продовжує поступово скорочуватися (до 4.9% у липні);
- індекс споживчої довіри GfK у вересні другий місяць поспіль продовжив зростання, а очікування щодо фінансового стану домогосподарств HFI покращуються;
- зростання реального ВВП у II кварталі прискорилося до 2.9% р/р (з 2.1% р/р у I кв.);
- зростання бізнес-інвестицій – 0.5%<sup>8</sup> кв/кв (порівняно з падінням 0.6% кв/кв у I кв.). Softbank, GlaxoSmithKline і Siemens підтвердили готовність щодо значних обсягів інвестицій у Великобританію;
- обсяг промислового виробництва в II кварталі зростав найшвидшими темпами за останні 17 років.



Джерело: ONS UK, Markit.



Джерело: Bank of England.

Уряд Великобританії підтвердив, що введення в дію 50-ї статті Лісабонської угоди відбудеться не раніше 2017 року. Це надає можливості для поступового пристосування світової економіки до майбутніх змін та мінімізації негативних наслідків. З огляду на такі рішення, темпи зростання світової економіки на 2016 рік та 2017 рік були незначно переглянуті – на 0.1 - 0.2 в. п.

Найбільшу невизначеність для світової економіки становитимуть торговельні домовленості Великобританії з ЄС та рештою світу. Адже саме розвинені країни найбільше можуть відчутти зміну торговельних умов, оскільки їх частка в торговельних відносинах із Великобританією є суттєвою. Причому серед європейських країн однією з найбільш вразливих є Німеччина. За жорсткого сценарію орієнтовна сума втрат Німеччини від розриву торговельних зв'язків з Великобританією може становити до кінця 2017 року близько 45 млрд євро<sup>9</sup>.

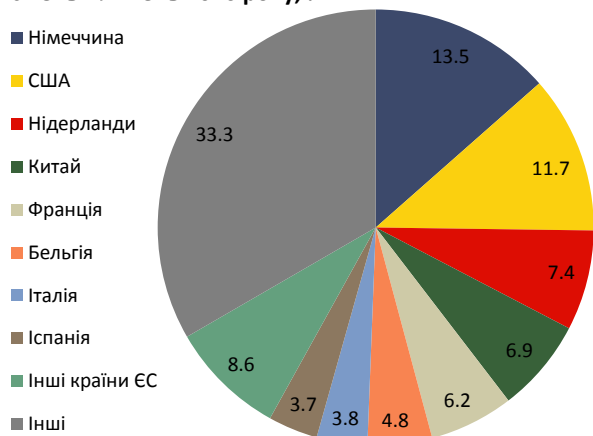
<sup>7</sup> За даними British Retail Consortium у серпні обсяг роздрібного продажу зменшився на 0.3% р/р.

<sup>8</sup> Сезонно скорегований показник.

<sup>9</sup> За розрахунками DZ Bank.

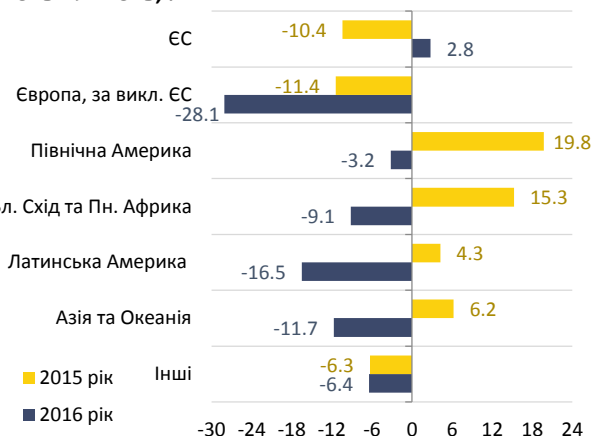
Додатковий вплив на розвинені країни матимуть і зміни на світовому фінансовому ринку внаслідок послаблення монетарної політики Банком Англії та зниження курсу фунта стерлінгів та євро. Це відобразиться, у першу чергу, на банківському секторі, який і так зазнає втрат протягом останніх років. Зокрема, чисті збитки Deutsche Bank у 2015 році становили більше 6 млрд. євро, Barclays – 0.4 млрд. фунтів, Credit Suisse – 2.9 млрд. швейцарських франків.

**Географічна структура товарного обороту Великобританії за січень – липень 2016 року, %**



Джерело: UK HM Revenue & Customs Trade Statistics.

**Річна зміна обсягів експорту товарів Великобританії за січень – липень, %**



Джерело: UK HM Revenue & Customs Trade Statistics.

Однак вплив на країни, ринки яких розвиваються, очікується мінімальним унаслідок їх меншої інтегрованості у світовий фінансовий ринок, менших обсягів торговельних відносин із Великобританією та більшою залежністю від кон'юнктури світових товарних ринків. Крім того, вплив на світові товарні ринки буде обмеженим внаслідок більш суттєвої дії притаманних їм факторів (зокрема, рекордними врожайами на ринку зернових, позицією Китаю на ринку сталі).

## 2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

### 2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

Стрімке зниження споживчої інфляції, яке тривало в Україні з середини минулого року, очікувано призупинилось. Другий квартал поспіль зберігалися помірні темпи зростання споживчих цін у річному вимірі, які, проте, у III кварталі 2016 року дещо збільшилися (до 7.9% р/р у вересні) порівняно з найнижчим рівнем у поточному році, зафіксованим наприкінці II кварталу (6.9% р/р у червні). Така динаміка в цілому відповідала прогнозу Національного банку, опублікованому в Інфляційному звіті (липень 2016 року), що передбачає повернення інфляції до 12% на кінець 2016 року.

Основним чинником такої інфляційної динаміки виступала небазова інфляція. Очікувано прискорилися темпи зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, що пов'язано з подорожчанням послуг ЖКГ. Прискорення зростання цін на паливо на внутрішньому ринку відбувалося на тлі волатильності світових цін на нафту. Водночас ціни на окремі види сирих продуктів харчування знизилися суттєвіше, ніж очікувалося, на тлі сезонного розширення внутрішнього виробництва.

Натомість загалом інфляційний тиск, зумовлений фундаментальними факторами, продовжував послаблюватись. Про це свідчить подальше уповільнення базової інфляції. Це зумовлено зниженням інфляційних очікувань на тлі проведення виваженої фіскальної і монетарної політики та вторинними ефектами від зниження цін на сирі продукти харчування. При цьому фактичний показник базової інфляції також виявився меншим, ніж прогнозував Національний банк.

#### Базова інфляція

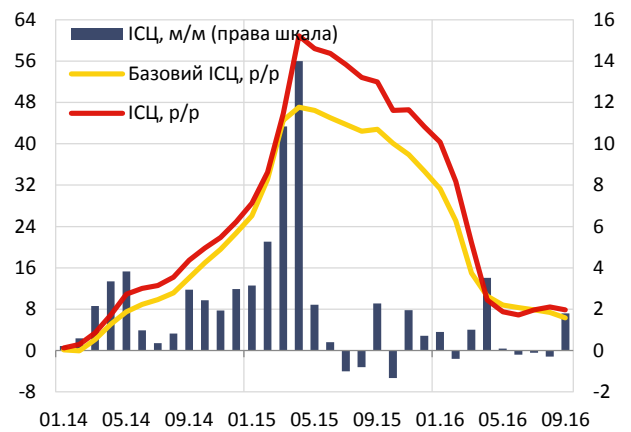
Базова інфляція у III кварталі 2016 року сповільнилася швидше, ніж очікувалося (до 6.3% р/р у вересні). Основними чинниками уповільнення базової інфляції стали:

- вторинні ефекти від зниження цін на окремі сирі продукти харчування;
- зміцнення курсу гривні в попередні місяці;
- стійке поліпшення інфляційних очікувань на наступні 12 місяців, що відбулося зокрема завдяки проведенню виваженої монетарної та фіскальної політики.

Висока база порівняння сприяла сповільненню зростання цін на непродовольчі товари, що входять до складу базового ІСЦ (до 7.1% р/р у вересні). Зокрема вагомий внесок у зниження річних показників базової інфляції мало уповільнення зростання цін на одяг та взуття (до 9.2% р/р). Крім того, на тлі укріплення курсу гривні в попередні місяці спостерігалось уповільнення зростання цін або навіть зниження цін на деякі імпортовані товари, у т. ч. фармацевтичну продукцію, медичні товари та обладнання, аудіотехніку та фотоапаратуру.

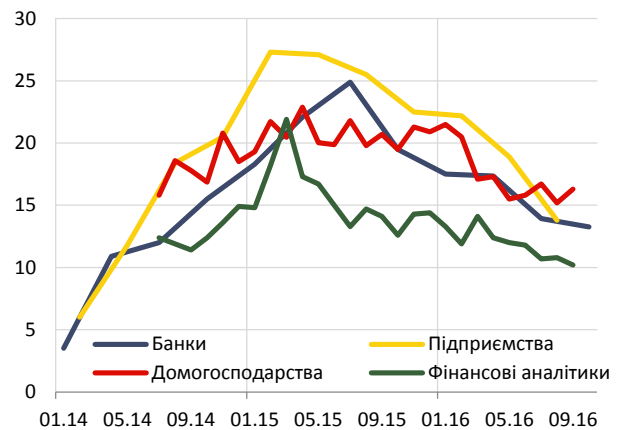
Зниження цін на окремі сирі продукти харчування та уповільнення зростання цін на інші сприяло стриманому зростанню цін на продукти харчування базового ІСЦ

#### Індекси споживчих цін, %



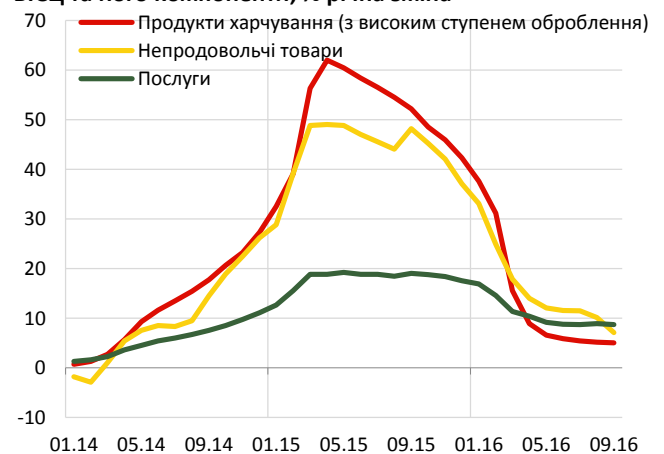
Джерело: ДССУ.

#### Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

#### БІСЦ та його компоненти, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

(переважно з високим ступенем оброблення) – до 5.0% р/р у вересні.

Зростання вартості послуг базового ІСЦ у III кварталі залишилося практично незмінним – 8.7% р/р у вересні. Зокрема, попри сезонне подорожчання освітніх курсів, зростання цін на послуги освіти уповільнилось (до 13.8% р/р).

**Небазова інфляція**

Небазова інфляція наприкінці III кварталу 2016 року дещо прискорилась у річному вимірі (до 9.0% у вересні порівняно з 5.9% у червні).

Насамперед прискорилося зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, – до 13.6% р/р у вересні.

Зокрема, як і очікувалося, серед компонент адміністративної інфляції основний внесок мало підвищення цін і тарифів на послуги ЖКГ. Так протягом кварталу суттєво зросли тарифи на постачання гарячої води (у липні), холодну воду та каналізацію (у серпні), електроенергію (у вересні).

Річні темпи зростання цін на алкогольні напої протягом III кварталу уповільнились, що пов'язано з вичерпанням ефекту від підвищення акцизів. Натомість зростання цін на тютюнові вироби прискорювалося, що зумовлено ціновою політикою окремих виробників.

Крім того, у III кварталі зберігалось прискорення зростання цін на хліб та хлібопродукти, що зумовлювалося насамперед зростанням виробничих витрат.

Зростання цін на сирі продукти харчування незначно прискорилося, але в цілому залишалось помірним (3.5% р/р у вересні). Цьому сприяло насамперед стрімке здешевлення овочів, а також уповільнення зростання цін на м'ясо, цукор та деякі крупи на тлі дії факторів пропозиції.

Так, збільшення обсягів пропозиції овочів та бакалії відбулося завдяки розширенню внутрішнього виробництва на тлі високих показників урожаю. Ціни на цукор продовжили знижуватися другий квартал поспіль на тлі високого урожаю та успішного початку сезону переробки цукрових буряків. Сповільненню зростання цін на м'ясо сприяло певне збільшення фізичних обсягів його виробництва порівняно з минулорічними показниками.

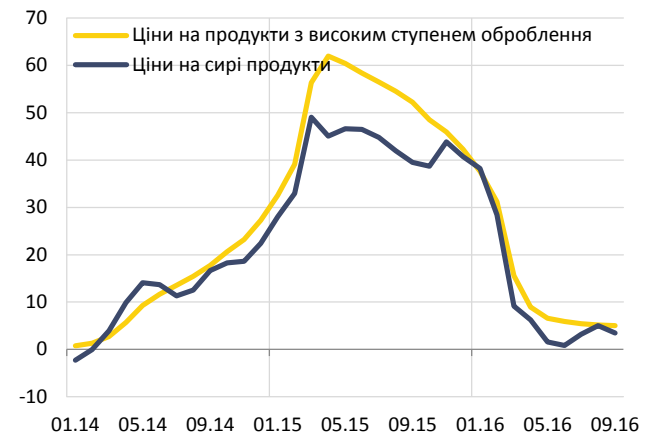
Попри низькі обсяги виробництва, у III кварталі збереглося стрімке падіння цін на яйця в річному вимірі, зумовлене насамперед високою базою порівняння.

Усе це практично компенсувало подорожчання курятини та молочних продуктів, яке відбулось через зростання собівартості виробництва та підвищення цін на ці товари на зовнішніх ринках.

Дещо нижчими, ніж у минулому році, були обсяги збору та врожайність окремих видів фруктів, як наслідок, ціни на них зростали в річному вимірі.

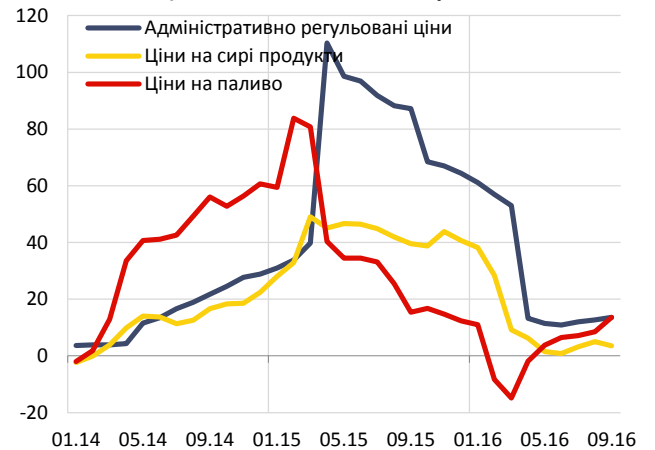
Ціни на паливо на внутрішньому ринку також помірно зросли, що пов'язано насамперед з волатильністю світових цін на нафту та девальвацією гривні у серпні – на початку вересня.

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



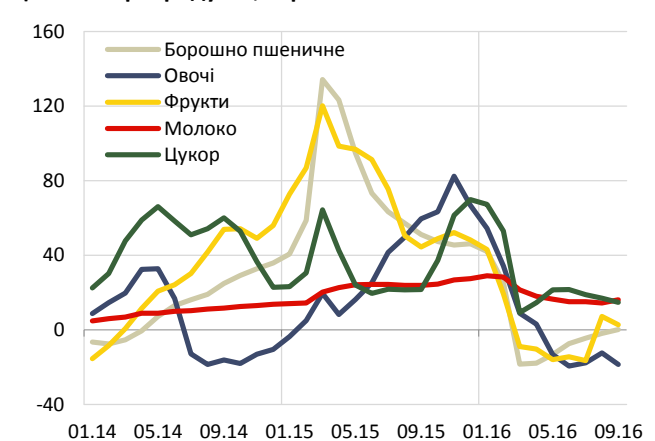
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Небазовий ІСЦ та його компоненти, % річна зміна**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Ціни на сирі продукти, % річна зміна**



Джерело: ДССУ.



Крім того, вагомим чинником було стрімке прискорення зростання цін на скраплений газ для автомобілів (до 48.0% р/р у вересні) на тлі його обмеженої пропозиції внаслідок скорочення імпорту цього виду палива з Росії та Білорусі. Як наслідок, зростання цін на паливо у вересні прискорилося до 13.6% р/р.

### Індекс цін виробників

У III кварталі 2016 року динаміка цін у промисловості продовжила визначатися кон'юнктурою цін на зовнішніх сировинних ринках з урахуванням ефектів перенесення динаміки обмінного курсу гривні. Крім того, у липні відбулось суттєве підвищення роздрібних тарифів на електроенергію, що відпускається для суб'єктів промисловості. Як наслідок, протягом третього кварталу спостерігалось прискорення промислової інфляції до 19.6% р/р у вересні.

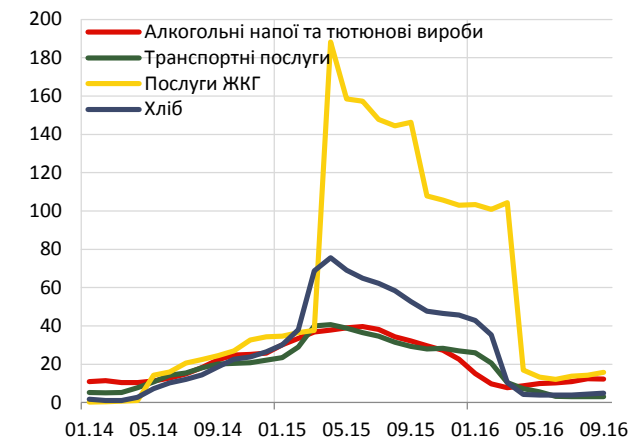
Волатильність світових цін на сировинні товари на тлі девальваційного тиску в другій половині кварталу зумовила стрімке зростання цін у добувній промисловості. Так з липня відновилось зростання цін на залізну руду на зовнішніх ринках, що з незначним лагом вплинуло на динаміку цін в добуванні металевих руд. Також прискорилося зростання цін у добуванні сирової нафти і природного газу. Як наслідок, зростання цін у добувній промисловості посилилось у вересні до 44.6% р/р.

Цінові тенденції у добувній промисловості протягом III кварталу зумовили підвищення цін із певним часовим лагом у наступних ланках виробництва, зокрема у виробництві продуктів нафтоперероблення. Крім того, у вересні суттєво зросли ціни у виробництві коксу та коксопродуктів через дефіцит сировини (коксівного вугілля). Як наслідок у річному вимірі приріст цін у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення протягом кварталу суттєво прискорився (до 23.2% у вересні). У металургійному виробництві збереглися високі темпи зростання цін.

Ціни у виробництві хімічних речовин і хімічної продукції продовжили знижуватися з червня 2016 року через здешевлення добрив на світових ринках.

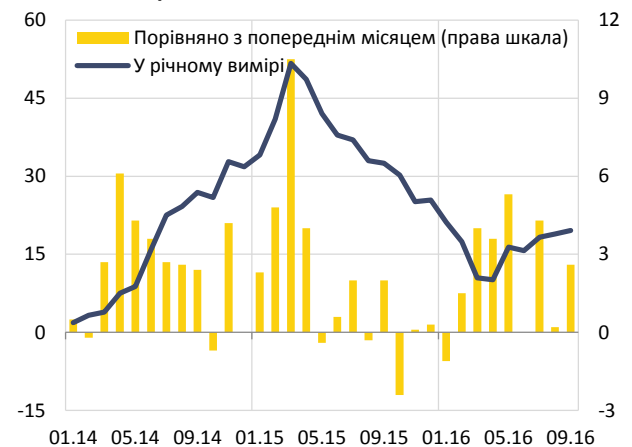
Водночас прискорилося зростання цін у виробництві харчових продуктів, що пов'язано зі підвищенням собівартості виробництва, скороченням поголів'я худоби та підвищенням цін на цю продукцію на світових ринках. Зокрема у III кварталі прискорилося зростання цін у виробництві молочних продуктів, м'яса та м'ясних продуктів, а також відновилось зростання цін у виробництві цукру.

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



Джерело: ДССУ.

### Індекс цін виробників, %



Джерело: ДССУ.

### Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

### Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на споживчу інфляцію<sup>10</sup>

Ефект перенесення обмінного курсу традиційно визначається як відсоткова зміна внутрішніх цін у відповідь на зміну номінального обмінного курсу на один відсоток. В економічній літературі існують переконливі аргументи щодо асиметричності та нелінійності ефекту перенесення, що виникають унаслідок різноманітних факторів. Зокрема, реакція внутрішніх цін на різний напрям курсових коливань, тобто на девальвацію та ревальвацію національної валюти, може бути асиметричною. Водночас нелінійність може спостерігатися у випадку різного розміру зміни обмінного курсу. Механізм перенесення валютних шоків на споживчу інфляцію набуває особливого значення для монетарної політики країни в процесі прогнозування інфляції та дає змогу центральному банку ефективно реагувати на коливання обмінного курсу і забезпечувати цінову стабільність.

У 2014 році Національний банк України перейшов до гнучкого курсоутворення, що було необхідною передумовою запровадження інфляційного таргетування. Водночас канал обмінного курсу залишається доволі потужним джерелом впливу на економіку та інфляційні процеси. Зважаючи на це та з метою підвищення ефективності монетарних рішень Національний банк здійснив розширену оцінку ефекту перенесення обмінного курсу на рівень споживчих цін в Україні (див. додатково “Ефект передачі валютного курсу на ціни” в Інфляційному звіті за березень 2015 року), урахувавши різні напрями та розмір курсових коливань.

Теоретичною базою аналізу є поширена мікроекономічна теорія ціноутворення, за якої постачальник установлює ціну на іноземний товар відповідно до собівартості, обмінного курсу та націнки, що залежить від внутрішнього попиту в країні (pricing to market).

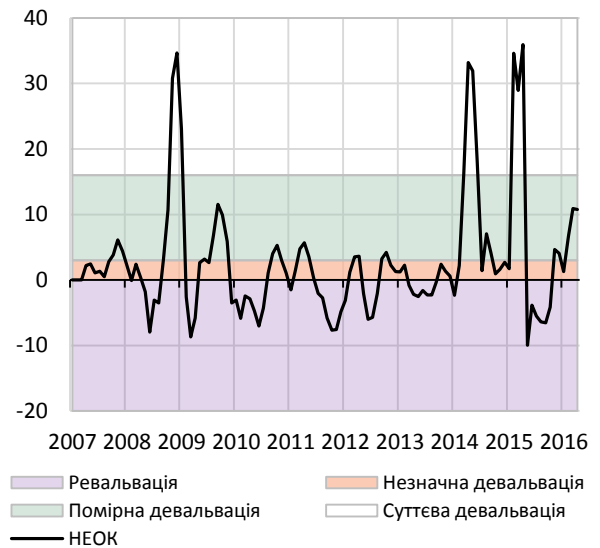
В емпіричному аналізі використано 258 компонентів ІСЦ та ряд НЕОК гривні<sup>11</sup>. Фактор зміни собівартості іноземного товару та попиту на нього відображено за допомогою Індексу палива<sup>12</sup> та розриву Індексу промислового виробництва<sup>13</sup>. Аналіз здійснено на основі щомісячних даних з січня 2007 року до квітня 2016 року, що дозволяє врахувати як періоди стабільності обмінного курсу, так і періоди помірних та суттєвих коливань.

Економетричну оцінку ефекту перенесення НЕОК на рівень споживчих цін здійснено за допомогою динамічної панельної моделі з урахуванням лагових значень залежної та незалежних змінних. Водночас лінійну модель розширено умовними параметрами, що розділяють часовий проміжок аналізу на періоди квартальної ревальвації, незначної, помірної та суттєвої девальвації НЕОК. Граничні значення обрано на основі статистичних характеристик часового ряду. Зокрема, ревальвація відбувається, коли зміна НЕОК менша за нуль, незначна девальвація – зміна менша медіани ( $\approx 3\%$ ), помірна девальвація – зміна менша за значення двох стандартних відхилень ( $\approx 16\%$ ), суттєва девальвація – в усіх інших випадках.

На основі оцінених коефіцієнтів окресленої моделі розраховано стандартизовані кумулятивні відгуки окремих цінових груп на зміну НЕОК на 10 відсотків. Результати переконливо вказують на наявність нелінійностей в механізмі перенесення обмінного курсу. Так, наприклад, ефект перенесення в періоди незначної квартальної девальвації НЕОК становить 4.0%, а при суттєвій девальвації – 2.9%. Вплив помірної девальвації, натомість, статистично не відрізняється від нуля. Водночас ревальвація НЕОК не спричиняла зниження рівня цін (ефект перенесення -1.0%), що частково може пояснюватися наявністю залишкових ефектів від різкої девальвації в періоди до посилення національної валюти.

Нелінійність впливу змін обмінного курсу можна пояснити за допомогою мікроекономічної теорії ціноутворення. Так, девальвація зумовлює додаткові витрати, пов’язані з необхідністю відображати в контракті зміну цін на товар. У випадку незначної девальвації постачальник, який у своїх рішеннях керується дотриманням стратегії ціноутворення в іноземній валюті (притаманно для України, оскільки близько 97% зовнішньоторговельних операцій здійснюється в іноземній валюті<sup>14</sup>), може вважати такі додаткові витрати невиправданими. У результаті, ефект перенесення зміни курсу на ціни буде повним. Якщо ж зміна курсу більш суттєва, постачальник може зменшити націнку з метою утримання частки ринку.

Квартальна зміна номінального ефективного обмінного курсу та граничні параметри, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>10</sup> Короткий виклад результатів дослідження, опублікованого в статті: Фарина О. І. (2016). Нелінійний ефект перенесення обмінного курсу на внутрішні ціни в Україні. Вісник Національного банку України. №236.

<sup>11</sup> Незважаючи на те, що обмінний курс гривні до долара США є одним із найважливіших показників відносної вартості в Україні та саме він впливає на формування інфляційних очікувань населення, для аналізу використано НЕОК гривні. Таке рішення зумовлено тривалими періодами функціонування режиму де факто фіксованого обмінного курсу гривні до долара США, тоді як на ціни в Україні непрямо впливала зміна вартості інших валют відносно долара США.

<sup>12</sup> Індекс палива, що надається МВФ, включає ціни на природний газ, вугілля та нафту марки Brent.

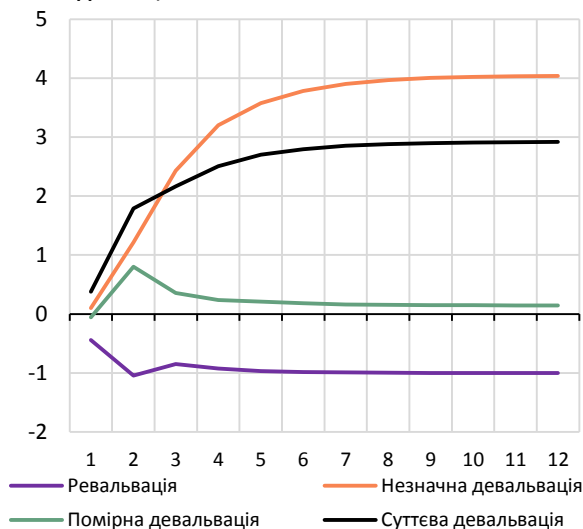
<sup>13</sup> Розрив Індексу промислового виробництва розраховано за допомогою фільтра Ходріка-Прескотта.

<sup>14</sup> Згідно із валютною структурою платежів за зовнішньоекономічними контрактами у 2015 році.

Відповідно, ефект перенесення зміни обмінного курсу буде дещо меншим. Крім того, ефект перенесення може бути відчутно більшим у періоди невизначеності та фінансової кризи, коли постачальники не мають стимулів поглинути частину витрат шляхом зміни націнки через невпевненість у майбутніх заробітках. Це узгоджується з результатами для України, адже епізоди стрімкої девальвації гривні, що припадають на 2008, 2014 та 2015 роки, були наслідком кризових явищ, що проявилось у високих значеннях ефекту перенесення.

Таким чином, згідно з результатами оцінки ефекту перенесення, реакція споживчих цін в Україні на коливання обмінного курсу зростає в періоди незначних та надмірних девальваційних процесів. Водночас, у періоди помірної девальвації та в умовах макроекономічної стабілізації частина курсових коливань абсорбується шляхом зниження націнки. Відповідно, чутливість загального рівня споживчих цін до змін курсу зменшується. Саме тому Національний банк вживає заходів зі згладження надмірних коливань обмінного курсу гривні, не перешкоджаючи фундаментальним тенденціям на валютному ринку.

Кумулятивний відгук базового рівня цін на зміну НЕОК на 10 відсотків, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

## 2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК

У II кварталі 2016 року зростання реального ВВП прискорилося до 1.4% р/р.

Як і передбачалося, рушієм відновлення економіки був внутрішній інвестиційний попит. Сприятливим підґрунтям для інвестицій стало поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств. Водночас спостерігалось збільшення капітальних видатків зведеного бюджету на об'єкти транспортної інфраструктури. У результаті зростання валового нагромадження основного капіталу прискорилося до 17.6% р/р та зумовило 2.2 в. п. внеску в зміну ВВП.

Споживання домогосподарств уперше за тривалий період часу продемонструвало приріст у річному вимірі (на 4.3% р/р). Підтримку споживанню надали зростання реальних наявних доходів населення в річному вимірі, а також використання заощаджень, накопичених у минулих періодах.

Чистий експорт зумовив суттєвий від'ємний внесок у зміну ВВП (3.5 в. п.), що було нехарактерно для цієї складової в останні періоди. Зокрема на тлі зростання інвестиційного попиту, підсиленого ефектом низької бази через вплив додаткового імпортного збору в минулому році, майже до нульового рівня сповільнилося падіння імпорту.

У розрізі видів діяльності рушієм відновлення економіки було насамперед поліпшення товарообороту. Зростання ВДВ торгівлі прискорилося до 7.1% р/р та, за нашими оцінками, було зумовлено насамперед динамікою в оптовому сегменті. Зростання ВДВ промисловості в звітному кварталі суттєво сповільнилося (до 0.9% р/р). Як і передбачалося, на промисловій активності позначилися транспортні ускладнення на сході країни, що спостерігалися наприкінці кварталу.

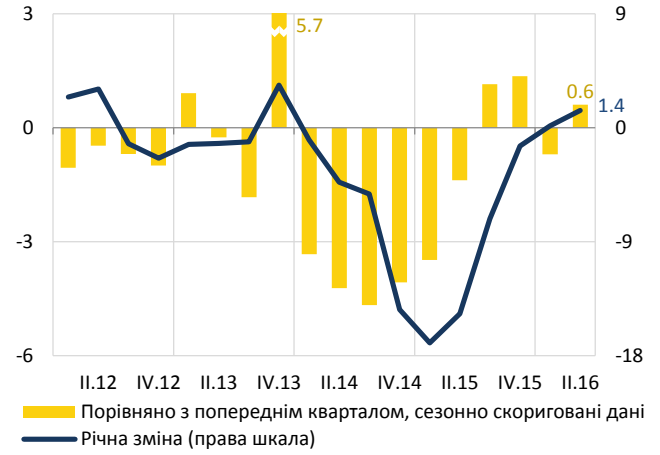
Показники випуску в окремих видах діяльності свідчать, що в III кварталі 2016 року темпи зростання ВВП істотно не змінилися (1.6% р/р). Усе ще обмеженим залишався потенціал транспортних перевезень на сході країни, а також відбулося чергове посилення транзитних обмежень з боку Російської Федерації. Водночас завдяки підвищенню врожайності обсяги збору ранніх зернових культур виявилися високими. У результаті активний експорт зернових культур став рушієм оптової торгівлі.

### Випуск

У II кварталі реальний ВВП зріс порівняно з попереднім кварталом на 0.6% у сезонно скоригованому вимірі. Це підтвердило наші оцінки щодо тимчасового характеру негативних зовнішніх чинників, які стримували відновлення економіки в попередньому кварталі. У річному вимірі зростання реального ВВП прискорилося до 1.4% р/р – дещо менше, ніж прогнозувалося в попередньому Інфляційному звіті (1.6% р/р).

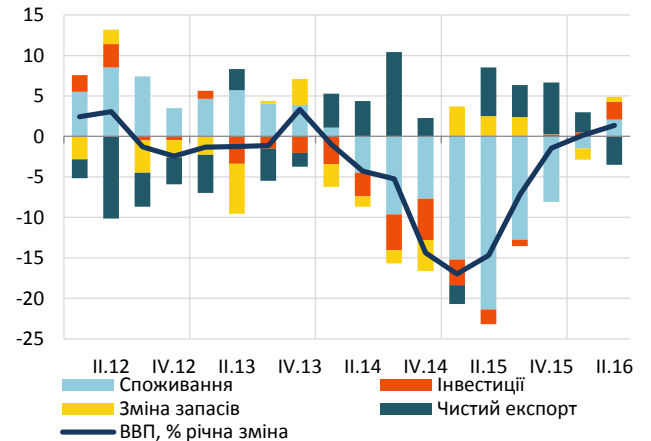
У розрізі видів діяльності рушієм відновлення економіки було насамперед поліпшення товарообороту. Зростання ВДВ торгівлі прискорилося до 7.1% р/р та, за нашими оцінками,

Реальний ВВП, %



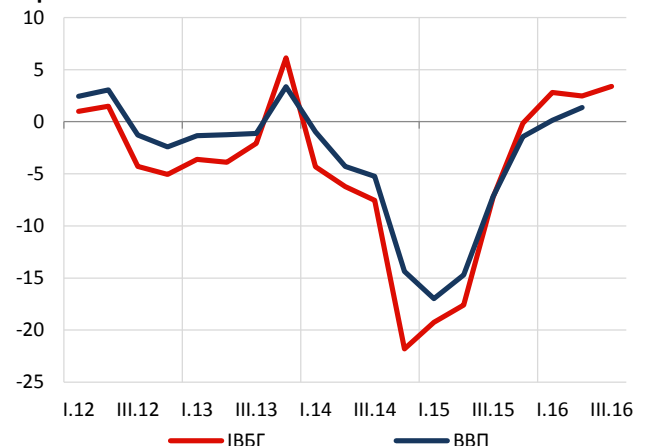
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс виробництва базових галузей та реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

зумовлено насамперед динамікою в оптовому сегменті<sup>15</sup>, якому надавало підтримку відновлення внутрішнього інвестиційного попиту та вищі, ніж торік, обсяги товарообороту зернових.

Сезонно скориговані показники вказують на послаблення активності на роздрібному ринку. Хоча реальні доходи населення в II кварталі 2016 року зростали, споживчі настрої залишалися стриманими на тлі підвищення житлово-комунальних тарифів та збереження високого рівня безробіття.

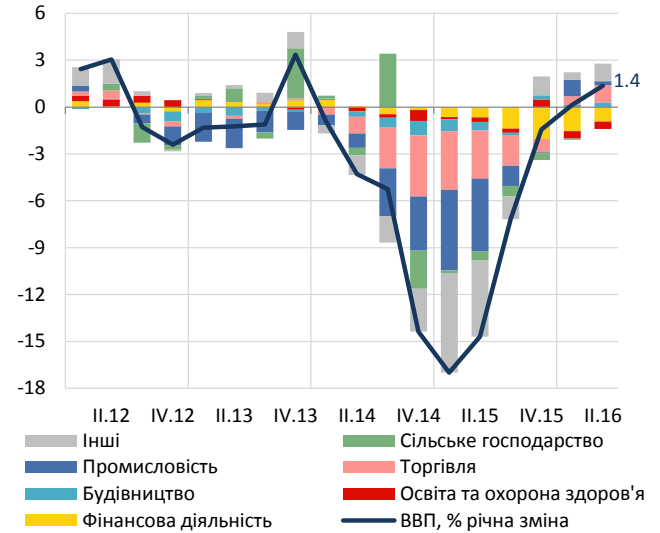
Найвищими темпами в II кварталі зросла ВДВ будівництва (на 14.9%), що відображало збільшення інвестиційного попиту в економіці. Основний внесок у приріст будівельних робіт зумовило зростання житлового будівництва, зокрема через зниження цін на житло в доларовому еквіваленті. Завдяки високим капітальним видаткам зведеного бюджету далі зростало будівництво інженерних споруд, зокрема транспортних.

Зростання ВДВ промисловості в звітному кварталі суттєво сповільнилося (до 0.9% р/р). Як і передбачалося, на промисловій активності позначилися транспортні ускладнення на сході країни, що спостерігалися наприкінці кварталу. Зокрема через страйк залізничників було порушено ланцюги постачання технологічної сировини та готової продукції металургійних підприємств, а також припинено поповнення запасів вугілля на складах електростанцій. Як наслідок, розпочалося зниження обсягів видобутку вугілля та металевих руд (на 5.2% р/р та 2.7% р/р відповідно), що в підсумку призвело до падіння ВДВ добувної промисловості (на 3.7% р/р). Водночас зменшилися темпи зростання виробництва коксу та металургійної продукції (до 15.2% р/р та 7.8% р/р відповідно), що стало вагомим чинником уповільнення приросту ВДВ переробної промисловості (до 3.4% р/р).

Серед інших переробних галузей у звітному кварталі знизилися обсяги виробництва харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів. Це насамперед відбулося через скорочення виробництва алкогольних напоїв, оскільки високі запаси такої продукції були вироблені та накопичені перед підвищенням акцизних ставок на алкоголь на початку березня цього року. Натомість завдяки дії Угоди про Асоціацію з ЄС зростало виробництво олії, м'яса птиці тощо.

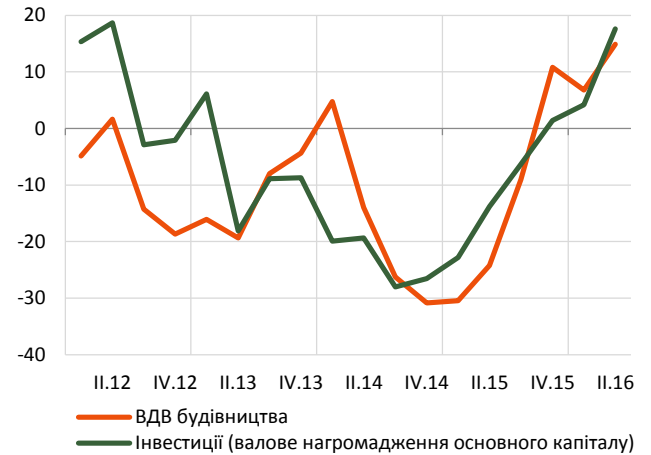
Крім того, відновилося падіння випуску машинобудівної продукції на 0.8% р/р, що зумовлено насамперед падінням у підгалузях, які зазнали найбільшого впливу фундаментальних чинників (скорочення внутрішнього попиту та втрата ринку країн СНД). Низькою залишалася завантаженість вітчизняного автомобілебудування, де обсяги виробництва скоротилися на 40% р/р. На минулорічному рівні збереглося виробництво залізничних локомотивів і рухомого складу – його підтримувало виконання контракту на поставки вагонів до Туркменістану. Водночас у виробництві машинобудівної продукції для окремих галузей спостерігався істотний приріст у річному вимірі, сигналізуючи про відновлення інвестиційного попиту. Зокрема високими темпами зростало виробництво машин і устаткування сільськогосподарського призначення (на

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



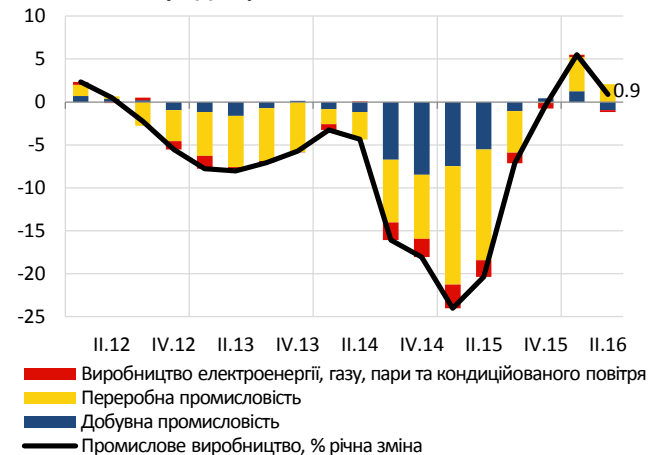
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

ВДВ будівництва та інвестиції, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески в зміну ВДВ промисловості, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>15</sup> Оптовий товарооборот підвищився на 5.5% р/р, роздрібний – на 3.0% р/р.

20% р/р), для харчової галузі (на 17.5% р/р) та металургійного виробництва (на 20.4% р/р).

Зростання виробництва окремих промислових товарів відображало часткову переорієнтацію внутрішнього споживання в бік вітчизняної продукції. Так значними темпами і далі зростало виробництво гумових виробів, хімічної продукції побутового призначення. В умовах підвищеного попиту з боку будівництва зростало виробництво цементу, вапна, бетону та відповідних виробів.

Очікувано продемонструвала зростання ВДВ сільського господарства (на 0.6% р/р) завдяки ранньому старту збиральної кампанії та високій врожайності. Тим не менше тривало падіння обсягів виробництва продукції тваринництва. Зокрема зниження обсягів виробництва молока (на 1.9% р/р) відображало скорочення поголів'я корів. Падіння виробництва яєць сповільнилося на тлі низької бази порівняння, однак залишалось істотним (9.8% р/р) і пояснювалося обмеженими експортними можливостями, а також значним падінням внутрішніх цін.

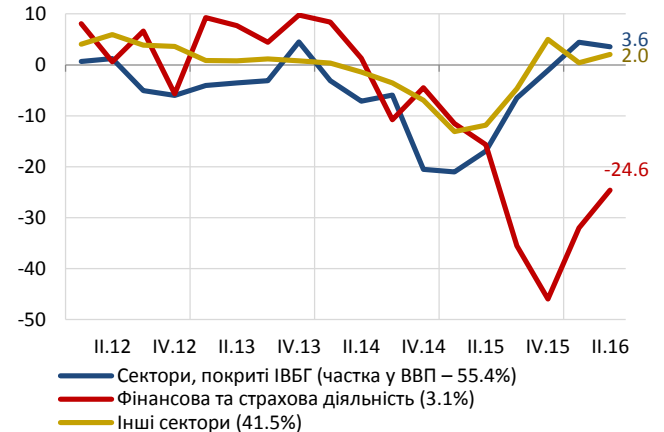
Від'ємний внесок у зміну ВВП продовжило зумовлювати падіння ВДВ окремих секторів послуг, за якими немає публікації даних з високою частотою. В умовах нарощування соціальних видатків бюджету (зокрема на підтримку Пенсійного фонду та субсидії) продовжила знижуватися ВДВ охорони здоров'я (на 4.1% р/р), а також поглибилося падіння ВДВ освіти (до 7.9% р/р). Падіння ВДВ фінансової та страхової діяльності сповільнилося, однак залишилося істотним (24.6% р/р) і пов'язане насамперед зі значним падінням процентних доходів банків.

**Оцінки III кварталу 2016 року**

З огляду на щомісячні дані щодо випуску у виробничих секторах, а також дані щодо обсягів товарообороту та вантажообороту, в III кварталі 2016 року темпи зростання економіки істотно не змінилися. Зростання ВВП, за оцінками Національного банку, становило 1.6% р/р (у сезонно скоригованому вимірі реальний ВВП у III кварталі 2016 року не змінився). Зростання обсягів виконання будівельних робіт і далі прискорювалося. Приріст виробництва промислової продукції інвестиційного призначення надалі зростає. Отже, за оцінками Національного банку, зберігалася ключова роль інвестицій в економічному зростанні. Крім того, підвищилися темпи приросту товарообороту. Зокрема, активний експорт зернових культур став рушієм оптової торгівлі, а незначне поліпшення споживчих настроїв на тлі зростання реальних заробітних плат високими темпами дещо поживили роздрібний товарооборот.

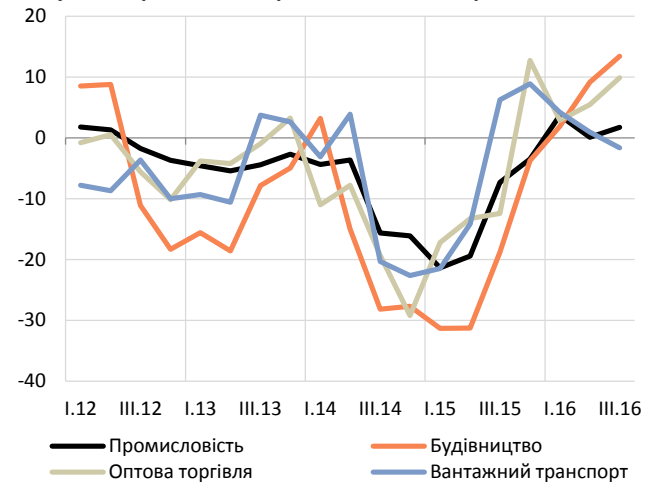
Водночас у цілому в промисловості зростання було слабким, оскільки стримувалося окремими як зовнішніми, так і внутрішніми чинниками. Зокрема на сході країни все ще обмеженою була робота вантажного транспорту, що стримувало відновлення в металургії та суміжних їй галузях. Крім того, відбулася корекція світових цін на окрему продукцію вітчизняного експорту після істотного зростання в попередньому кварталі. З початку III кварталу знову посилюються транзитні обмеження з боку Російської Федерації,

**Зміна ВДВ за групами секторів економіки, % річна зміна**



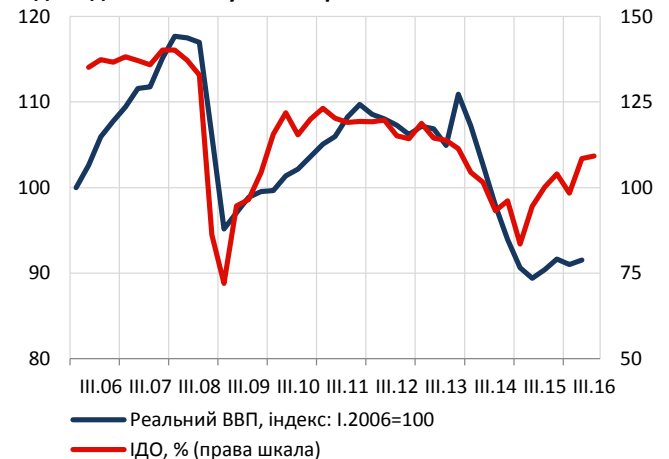
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Випуск в окремих секторах економіки, % річна зміна**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Індекс ділових очікувань та реальний ВВП**



Джерело: ДССУ; НБУ.

що створювало труднощі для деяких галузей переробної промисловості.

У рослинництві завдяки сприятливим погодним умовам спостерігалось значне поліпшення врожайності порівняно з попереднім роком. У результаті, попри зменшення площі посівів, обсяги збору ранніх зернових культур виявилися високими. Зокрема пшениці було зібрано лише на 1% менше минулорічного рівня. Це дало підстави підвищити прогнози щодо врожаю в поточному році. Вища, ніж у минулому році, урожайність також зафіксована за більшістю культур, збирання яких відбувається в III та IV кварталах. Як наслідок та попри подальше падіння у тваринництві, за оцінками Національного банку, сільськогосподарське виробництво суттєво зросте наприкінці року та стане вагомим рушієм приросту ВВП у річному вимірі.

**Внутрішній попит**

У II кварталі 2016 року основним рушієм економічного зростання був внутрішній попит. Водночас, як і передбачалося, саме інвестиційна складова такого попиту відновлювалася найшвидше. Зростання валового нагромадження основного капіталу прискорилося до 17.6% р/р та забезпечило 2.2 в. п. внеску в зміну ВВП.

На тлі поліпшення фінансових результатів підприємств та їх ділових очікувань, спостерігалось істотне зростання інвестицій в машини та обладнання – майже на 29% р/р. Крім того, інвестиційний попит у звітному кварталі був підтриманий також приростом капітальних витрат зведеного бюджету, зокрема на будівництво об'єктів транспортної інфраструктури. За оцінками Національного банку, це зумовило збільшення інвестицій в нежитлові будівлі та споруди на 16% р/р.

Після тривалого спаду спостерігалось зростання реального наявного доходу домогосподарств, завдяки чому відновився приріст їх кінцевих споживчих витрат (на 4.3% р/р). Крім того, споживання домогосподарств другий квартал поспіль значною мірою підтримувалося використанням заощаджень, накопичених у минулі періоди.

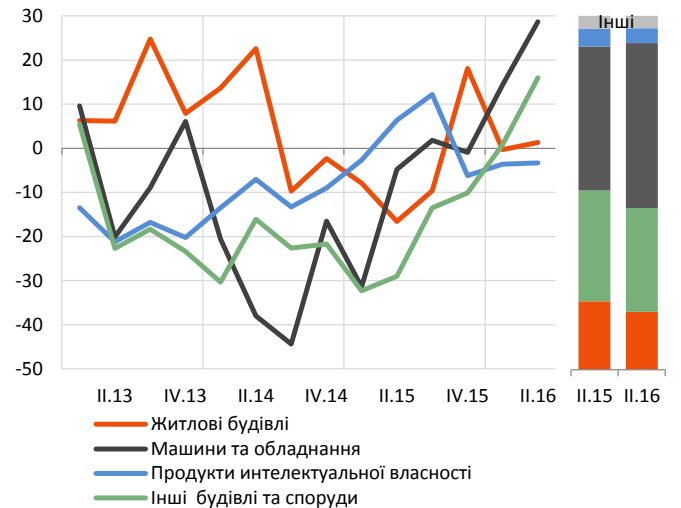
У звітному кварталі спостерігалось зростання майже за всіма основними категоріями приватного споживання. Знижувалося (хоча зниження істотно сповільнилося на тлі низької бази порівняння) лише споживання житлово-комунальних послуг, що ймовірно відображало заощадливу поведінку населення в умовах істотного підвищення тарифів.

Оскільки роздрібний товарооборот знизився порівняно з попереднім кварталом (у сезонно скоригованому вимірі), приріст приватного споживання (на 1.1% кв/кв) може пояснюватися насамперед споживанням послуг. Оцінки Національного банку свідчать, що нехарактерно для цього кварталу підвищилось споживання послуг відпочинку та культури. У результаті відновилося істотне зростання споживання таких послуг у річному вимірі.

У II кварталі відновилося зниження споживання сектору загальнодержавного управління (на 2.4% р/р), зокрема за рахунок скорочення індивідуальних споживчих витрат цього сектору. Такі витрати включають у тому числі витрати на придбання товарів та

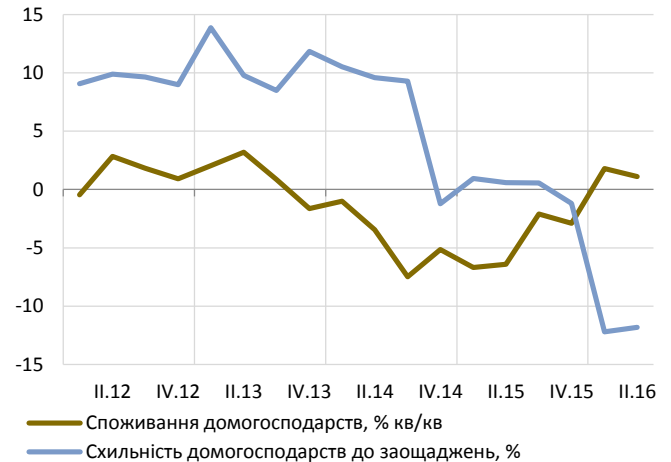
**Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна**

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



Джерело: ДССУ.

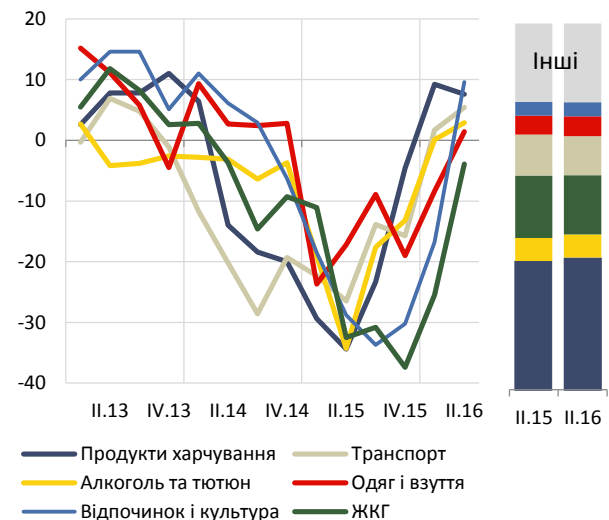
**Споживання та схильність до заощадження\* домогосподарств (сезонно скориговані показники)**



\* Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Кінцеві споживчі витрати домогосподарств за цілями, % річна зміна**

**Структура витрат, в. п.**



Джерело: ДССУ.

послуг для надання домашнім господарствам безоплатно або за пільговими цінами. У II кварталі спостерігалось зменшення окремих соціальних норм і коефіцієнтів індивідуального споживання послуг ЖКГ та відбулися зміни порядку надання житлових субсидій та пільг. Як наслідок, знизилася обсяги субсидійованого споживання житлово-комунальних послуг населенням.

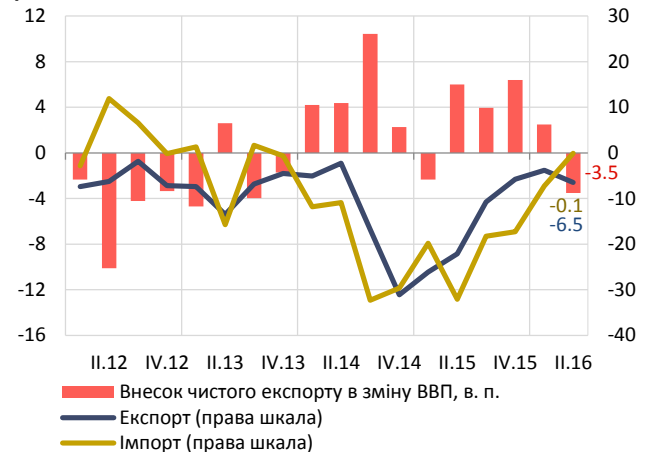
Незначний додатний внесок (0.6 в. п.) у зміну ВВП зумовила зміна запасів матеріально-технічних засобів. Зокрема, на підприємствах оптової торгівлі у звітному кварталі спостерігалось накопичення запасів металевої продукції та легкових автотранспортних засобів, у той час як у відповідному кварталі минулого року за цими товарними групами спостерігалось зниження запасів.

### Зовнішній попит

Чистий експорт зумовив суттєвий від'ємний внесок (3.5 в. п.) у зміну ВВП у II кварталі, що було нехарактерно для цієї складової з початку 2014 року (за винятком I кварталу 2015 року).

Падіння експорту поглибилося до 6.5% р/р. За нашими оцінками, фізичні обсяги експорту зернових очікувано збільшилися в II кварталі, однак уповільнилося зростання фізичних обсягів експорту металургійної продукції та продовжилося падіння фізичних обсягів експорту машинобудівної та хімічної продукції. Водночас суттєво сповільнилося падіння імпорту (майже до нульового рівня) переважно за рахунок поживлення інвестиційного імпорту на тлі низької бази порівняння, яка пояснювалася дією додаткового імпортного збору в минулому році. Також поліпшилася динаміка імпорту послуг (насамперед за статтю "подорожі").

Фізичні обсяги експорту та імпорту товарів та послуг, % річна зміна, та внесок чистого експорту в річну зміну реального ВВП, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.



## 2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

Пожавлення економічної активності, яке відбувалось в першому півріччі 2016 року, зумовило відновлення попиту на робочу силу. Проте рівень безробіття за методологією МОП у сезонно скоригованому вимірі залишався на високому рівні, що свідчить про наявність значних диспропорцій між пропозицією та попитом на ринку праці.

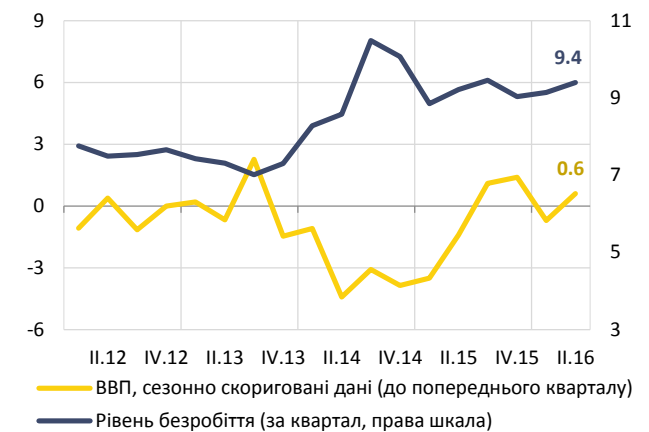
У II кварталі 2016 року номінальні доходи населення продовжили зростати в основному за рахунок найбільшої її складової – заробітної плати (на 14.3% р/р та 22.8% відповідно), також зростала і середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника). Доходи домогосподарств від інших джерел, ніж заробітна плата, зростали меншими темпами. Це разом із послабленням інфляційного тиску забезпечило зростання в річному вимірі як реальної заробітної плати, так і реальних наявних доходів населення, які вперше за два роки досягли додатних значень. Хоч зростання реальних доходів і сприяло збільшенню споживання, воно залишалося слабким. Так, населення для підтримання рівня споживання витратило накопичені раніше кошти – у II кварталі 2016 року продовжилося скорочення заощаджень населення (на 5.3 млрд. грн.), у тому числі за рахунок продажу населенням іноземної валюти. Також з огляду на подальше підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги та високий рівень безробіття ми вважаємо, що тиск на ціни з боку попиту залишається незначним.

### Ринок праці<sup>16</sup>

У II кварталі 2016 року рівень безробіття населення за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) знизився до 9%, що відбулося в результаті сезонного зростання попиту на робочу силу, насамперед у сільському господарстві та будівництві. Проте в сезонно скоригованому вимірі рівень безробіття залишався на високому рівні (з початку 2015 року коливався в межах 8.9% – 9.4%).

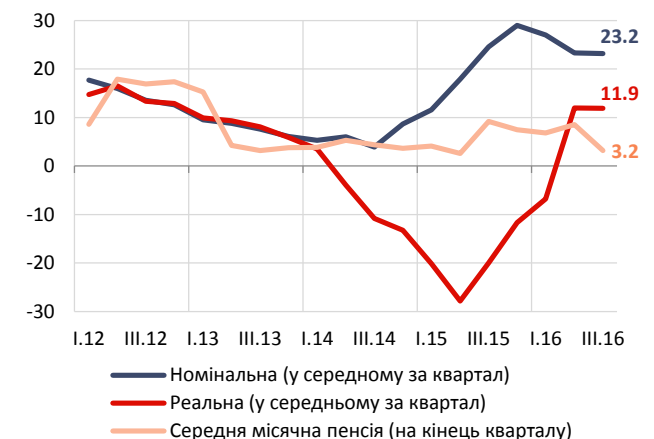
Чисельність економічно активного населення віком 15 – 70 років та рівень економічної активності населення після спаду наприкінці 2015 року – у I кварталі 2016 року у II кварталі 2016 року збільшилися за рахунок сезонного зростання кількості зайнятого населення. Це відбулося більшою мірою за рахунок зростання зайнятості серед чоловіків у сільській місцевості, що пояснюється переважно активізацією сезонних робіт (проте в сезонно скоригованому вимірі як рівень економічної активності населення, так і рівень зайнятості продовжували знижуватися). Найвищий рівень зайнятості в першому півріччі 2016 року зафіксований серед осіб середнього віку, а саме 35 – 49 років. Разом із тим у 10 регіонах країни рівень зайнятості населення віком 15 – 70 років перевищував середній показник по Україні, найбільше в м. Києві, Харківській та Дніпропетровській області. А найбільше зростання цього показника, порівняно з відповідним періодом минулого року, відбулося в Чернівецькій та Хмельницькій областях.

### Сезонно скоригований рівень безробіття за методологією МОП\* та реальний ВВП, %



\* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### Заробітна плата, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### Рівень економічної активності населення, у % до всього населення у віці 15 – 70 років



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>16</sup> З початку 2015 року ДССУ публікує окремі дані без урахування частини зони проведення АТО, тому деякі показники ринку праці можуть бути недооцінені.

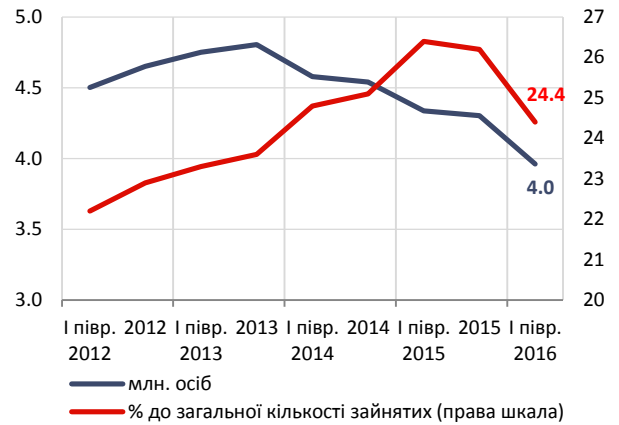
Разом із тим у першому півріччі 2016 року кількість зайнятого населення дещо зменшилася (на 1% р/р порівняно з відповідним періодом попереднього року), що відбулося насамперед у результаті демографічних процесів. Також у структурі зайнятих відбулося скорочення кількості зайнятого населення у неформальному секторі економіки, що може бути сигналом позитивних зрушень на ринку праці. Такий вид зайнятості більш характерний для сільських жителів (40.6% до всього зайнятого населення), для осіб віком 15 – 24 роки (34.6% до загальної кількості зайнятих відповідної вікової групи – зокрема через потребу додаткового заробітку під час навчання) та у віці 60 – 70 років (36.6% до загальної кількості зайнятих відповідної вікової групи – через низький рівень пенсійного забезпечення). Також за видами економічної діяльності значна кількість неформально зайнятих зафіксована в сільському, лісовому та рибному господарстві, торгівлі та будівництві, де працювали відповідно 40.6%, 21.8% та 14.4% неформально зайнятих.

Водночас зберігається значний рівень потенціалу робочої сили, до якого належать певні групи економічно неактивного населення, які могли б активізувати пошуки роботи у випадку більш сприятливих умов і відповідно перейти з категорії економічно неактивного населення до безробітних осіб. До таких груп ДССУ включає осіб, які припинили активні пошуки роботи, тому що втратили надію її знайти (зневірені), та тих, які не знали де і як шукати роботу, як організувати власну справу, переконаних у відсутності підходящої роботи. Потенціал робочої сили<sup>17</sup>, за оцінками Національного банку, у II кварталі 2016 року становив майже 230 тис. осіб (2.1% економічно неактивного населення у віці 15 – 70 років, 1.3% економічно активного населення у віці 15 – 70 років).

У III кварталі 2016 року посилилися ознаки відновлення попиту на робочу силу як у Державній службі зайнятості, так і на сайтах пошуку роботи в мережі інтернет. Так, у Державній службі зайнятості потреба роботодавців у працівниках на заміщення вільних робочих місць у річному вимірі в III кварталі 2016 року зросла (до 37.8% р/р у вересні, у сезонно скоригованому вимірі з початку року – майже на 44%). А рівень навантаження на 10 вільних робочих місць у сезонно скоригованому вимірі у вересні 2016 році з початку року зменшився на 39%. Проте однією з найбільших проблем залишаються регіональні диспропорції, що посилюються в розрізі окремих видів економічної діяльності. Так, у першому півріччі 2016 року понад 40% вакансій було зосереджено в Києві, Дніпропетровській, Київській, Одеській та Харківській областях.

Разом із тим останнім часом все більша кількість осіб, як безробітних, так і зайнятих вдаються до пошуку роботи через мережу Інтернет, не реєструючись у Державній службі зайнятості<sup>18</sup>. На сьогодні пошук роботи в мережі Інтернеті – це один з найбільш дієвих способів знайти роботу. Так, станом на кінець III кварталу 2016 року на деяких сайтах приватних агентств з підбору кадрів кількість зареєстрованих резюме зросла на 12.4% р/р, кількість розміщених вакансій зросла на

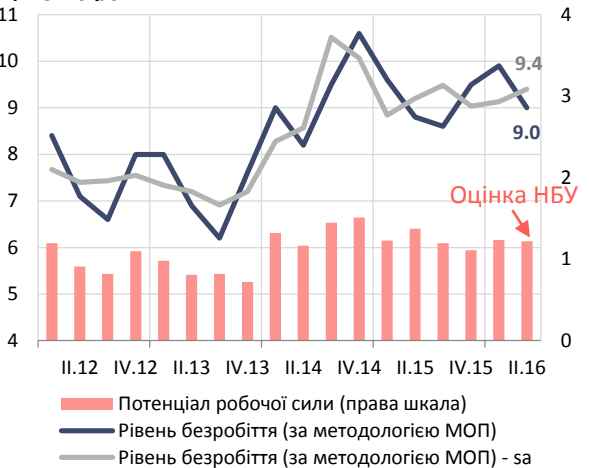
Кількість неформально зайнятого населення\*



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

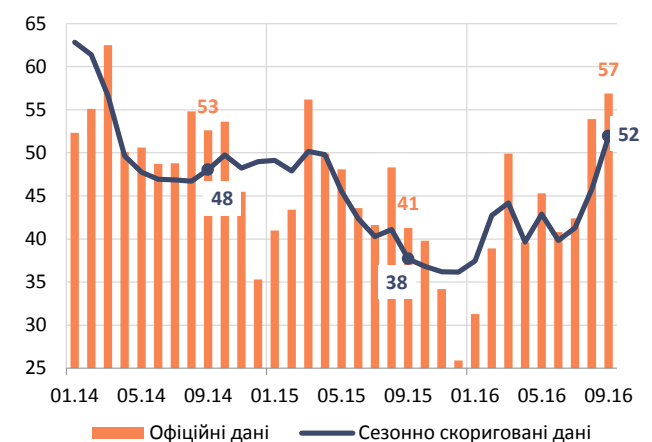
Джерело: ДССУ.

Рівень безробіття (за методологією МОП) та потенціал робочої сили, у % до економічно активного населення у віці 15-70 років



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Потреба роботодавців у працівниках на заміщення вільних робочих місць, на кінець місяця, тис. осіб



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>17</sup> ДССУ розраховує даний показник для працездатного населення, а Національний банк здійснив розрахунки для осіб віком 15 – 70 років.

<sup>18</sup> Це пов'язано з 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. Середній розмір допомоги по безробіттю в III кварталі 2016 року був незначно вище прожиткового мінімуму для працездатних осіб та становив 1 741 грн. Також за даними Державної служби зайнятості станом на 01 липня 2016 року в половині вакансій пропонувалася заробітна плата менше 2 000 грн. (що становило майже 40% від середньої заробітної плати) та лише в 5.1% вакансій вона перевищувала 5 000 грн.

48% р/р, а середня заробітна плата по вакансіям становила майже 7 000 грн. (зросла на 16% р/р).

Відновлення попиту на робочу силу показує крива Беверіджа (співвідношення кількості безробітних у віці 15 – 70 років за методологією МОП та кількості вакансій на одному із сайтів з пошуку роботи)<sup>19</sup>, навіть без урахування Києва, як найбільшого міста, де вірогідно розміщується найбільша кількість вакансій. Однак, ураховуючи практично сталу кількість безробітних, крива Беверіджа в 2016 році також свідчить про наявність значних диспропорцій між пропозицією та попитом на робочу силу.

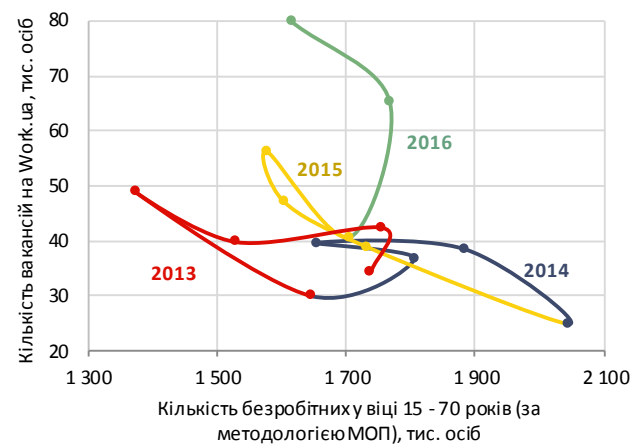
Про підвищення попиту на робочу силу свідчить також повернення деякими організаціями своїх працівників на повний робочий день. Так, за даними ДСЗУ в першому півріччі 2016 року кількість працюючих, переведених з економічних причин на неповний робочий день (тиждень) знизилася до 5.5% середньооблікової кількості штатних працівників (повернулося до рівня першого півріччя 2012 року). Найбільш поширеною ця форма зайнятості була в Запорізькій, Донецькій та Луганській областях, де в скороченому режимі працювало 11% – 14% кількості працівників. Режим скороченого робочого часу найчастіше фіксувався в промисловості та складському господарстві. Разом із тим кількість осіб, які були у відпустках без збереження заробітної плати, зросла за півроку удвічі і в першому півріччі 2016 року становила 1.6% середньооблікової кількості штатних працівників.

Разом із тим кількість штатних працівників станом на кінець серпня 2016 року становила 7.8 млн. осіб (за плинний рік знизилася на 1.8%, проте з початку року практично не змінилася). У різних видах діяльності спостерігалися різноспрямовані тенденції: у сільському господарстві, торгівлі та транспорті кількість штатних працівників зросла, однак у більшості галузей відбулося її зниження, що могло бути зумовлене плановими скороченнями. Так, за даними ДСЗУ, у січні – серпні 2016 року кількість працівників, попереджених про заплановане вивільнення, зросла порівняно з відповідним періодом минулого року на 8.2% та становила 223 тис. осіб. Найбільшу кількість попереджених (майже 60%) становили працівники державного управління й оборони та обов'язкового соціального страхування.

### Доходи домогосподарств та заощадження

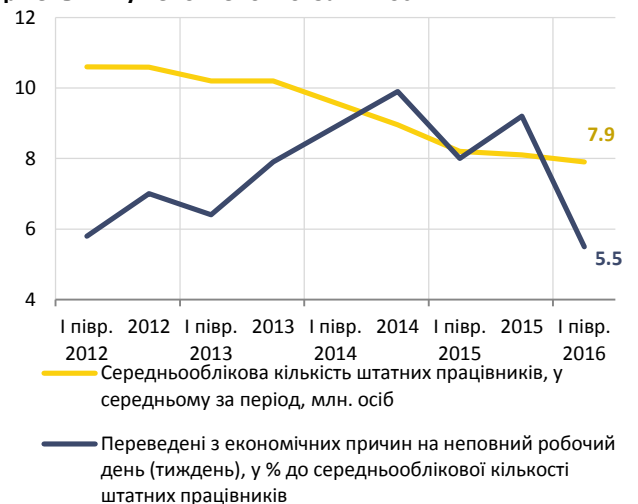
У II кварталі 2016 року зростання номінальних доходів населення прискорилося, що здебільшого було зумовлено зростанням найбільшої її складової – заробітної плати (до 22.8% р/р<sup>20</sup>), частка якої в доходах населення становила майже 45%. Разом із тим доходи домогосподарств від інших джерел, ніж заробітна плата, зростали меншими темпами. Так ще одна вагома частина номінальних доходів населення – соціальні

### Крива Беверіджа



Джерело: ДССУ, work.ua

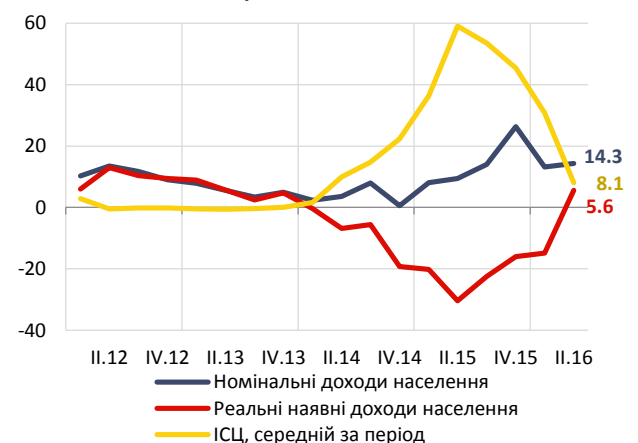
### Середньооблікова кількість штатних працівників та рівень вимушеної неповної зайнятості\*



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

Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ.

<sup>19</sup> Ці дані треба обережно поширювати на всю Україну, оскільки пошук роботи в мережі Інтернет більше сконцентрований за окремими видами діяльності та професіями, а також більше поширений у великих містах.

<sup>20</sup> Темпи зростання номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) та заробітної плати в структурі доходів 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).

допомоги та інші одержані поточні трансферти, частка яких у доходах населення становить 40%, зросла на 12.3% р/р.

Послаблення інфляційного тиску та тлі зростання як номінальних заробітних плат, так і номінальних доходів населення сприяло їх зростанню в реальному вимірі. Так, у II кварталі 2016 року вперше за два роки відбулося зростання як реальних наявних доходів населення, так і реальної заробітної плати, як частини доходів населення (на 5.6% р/р та 13.6% р/р відповідно).

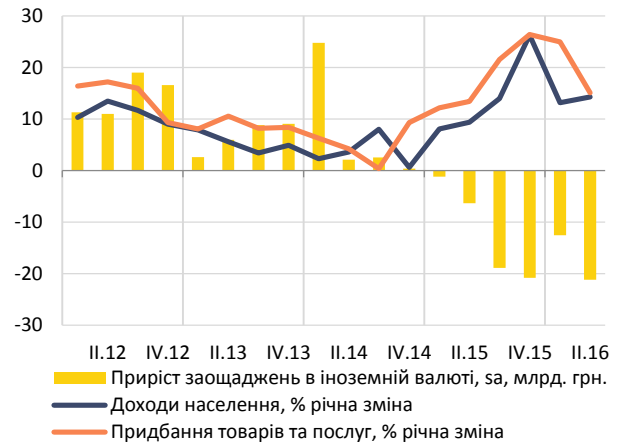
У III кварталі 2016 року середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника) як в номінальному, так і в реальному вимірі продовжила зростати високими темпами (23.2% р/р та 11.9% р/р відповідно, у середньому за квартал номінальна заробітна плата становила 5 311 грн.).

Разом із тим на тлі збільшення витрат на оплату послуг ЖКГ та цін на деякі товари споживання товарів та послуг населенням з кінця 2014 року зростало швидше, ніж доходи населення. Це призвело до необхідності використання населенням накопичених у попередні періоди заощаджень для підтримки рівня споживання.

Так, у II кварталі 2016 року зменшення заощаджень становило 5.3 млрд. грн. та відбулось, зокрема, за рахунок активного продажу населенням іноземної валюти (продаж валюти населенням перевищує її купівлю з початку 2015 року, а у II кварталі ця різниця була вдвічі більшою, ніж у I кварталі 2016 року). Також ДССУ зафіксував зменшення нагромаджень нефінансових активів (переважно за рахунок старіння житлових фондів). Водночас приріст грошових вкладів населення, як частина фінансових активів населення, третій квартал поспіль зростав.

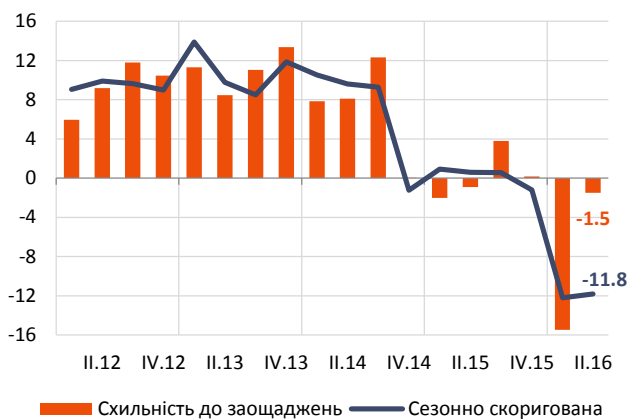
Зниження заощаджень населення зумовило збереження від'ємної схильності до заощаджень, проте у II кварталі 2016 року порівняно з минулим кварталом як фактичний, так і сезонно скоригований показник були дещо вищими.

**Доходи населення, придбання товарів і послуг та приріст заощаджень в іноземній валюті**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

**Схильність населення до заощаджень\*, %**



\* Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### 2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Фіскальна політика 2016 року відображала заходи уряду, спрямовані на подальше зміцнення державних фінансів. Свідчення цього – як збереження первинного профіциту зведеного бюджету, так і зниження квазіфіскальних витрат. У результаті, у першому півріччі 2016 року сформувалося додатне широке сальдо СЗДУ. Водночас після активної консолідації 2014 – 2015 років спостерігалось певне фіскальне пом'якшення, яке також зумовлене реформою ЄСВ.

Поступове відновлення економічної активності разом з відчутними ефектами від запроваджених податкових змін на початку року сприяло зростанню податкових надходжень високими темпами. Це частково компенсувало нижчі за планові неподаткові надходження та забезпечило помірне зростання загальних доходів зведеного бюджету.

Водночас зростання загальних видатків у III кварталі очікувано прискорилося. На відміну від попереднього кварталу це відбулося не тільки через значне збільшення захищених соціально спрямованих видатків, а й за рахунок нарощення витрат на інші напрями, у тому числі на обслуговування боргу та капітальні видатки.

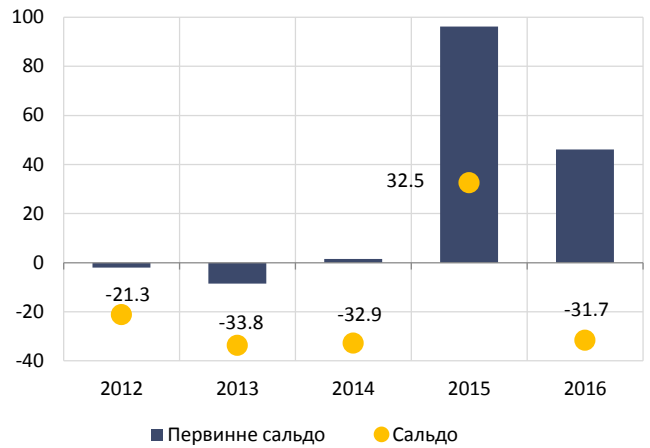
Ураховуючи те, що сальдо зведеного бюджету в липні-серпні було близьким до нуля, його від'ємне значення за підсумками III кварталу сформувалося у вересні. Причиною цього стало стрімке збільшення дефіциту державного бюджету та зменшення профіциту місцевих бюджетів.

#### Доходи

Зростання доходів зведеного бюджету уповільнилося (у III кварталі – до 9.7% р/р). Це відбулося у тому числі за рахунок нижчих, ніж у минулому році, неподаткових надходжень (на 37.2% р/р у III кварталі), оскільки Національний банк не здійснював перерахувань протягом дев'яти місяців поточного року<sup>21</sup>.

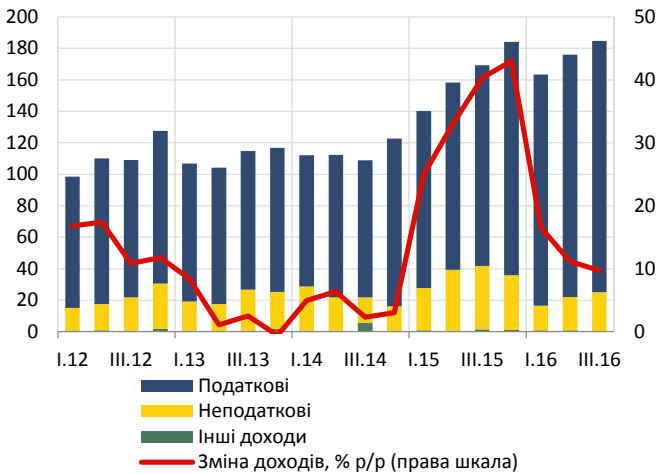
Водночас податкові надходження, попри певне сповільнення, продовжили зростати високими темпами (на 25.1% р/р у III кварталі). Такі темпи відобразили насамперед поліпшення макроекономічної ситуації, а також вплив податкових змін, запроваджених на початку року. Зокрема зростання надходжень від податку на прибуток підприємств значно прискорилося (до 84.1% р/р). Це пов'язано насамперед з помітним поліпшенням фінансового стану підприємств, у тому числі державних (за підсумками першого півріччя цього року збільшився прибуток до оподаткування), на тлі статистичного ефекту від змін в адмініструванні цього податку, уведених на початку року. Крім того, дещо пришвидшилося зростання надходжень від податку на доходи фізичних осіб (до 41% р/р) унаслідок збереження високих темпів зростання номінальних заробітних плат на тлі уніфікації основної ставки з початку цього року. Поліпшилося виконання надходжень від рентної плати, особливо порівняно з попереднім кварталом.

Сальдо зведеного бюджету за дев'ять місяців, млрд. грн.



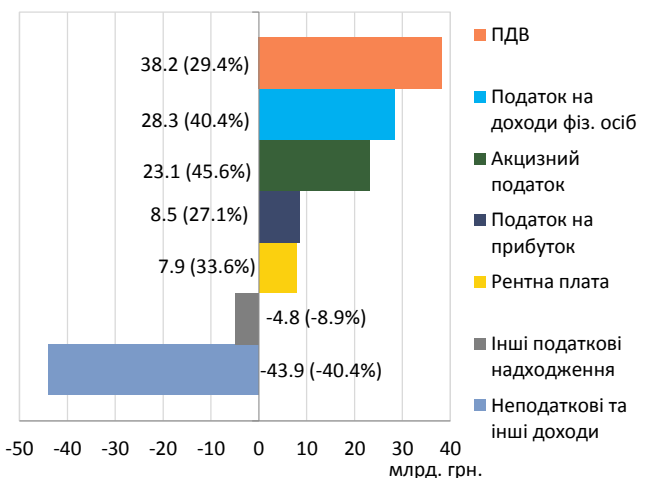
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Доходи зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Зміна доходів зведеного бюджету за дев'ять місяців 2016 року, млрд. грн. та % річна зміна



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>21</sup> Відповідно до статті "5<sup>1</sup>. Прибуток до розподілу" Закону України "Про Національний банк України" перерахування прибутку до розподілу до Державного бюджету України здійснюється лише після підтвердження зовнішнім аудитом та затвердження Радою Національного банку річної, уведеної на початку року фінансової звітності, а також після формування за рахунок цього прибутку загальних та інших резервів у визначених зазначеним законом обсягах. За 9 місяців 2015 року було перераховано 39.1 млрд. грн.

Зростання надходжень від акцизного податку також прискорилося (до 42.5% р/р), що зумовлено поживленням роздрібною торгівлю, високими обсягами імпорту та послабленням курсу гривні. Ці фактори також позначилися на надходженнях від податків на міжнародну торгівлю, які в порівнюваних умовах (без урахування в 2015 році надходжень від додаткового імпортного збору) продовжили зростати. Проте в цілому надходження від податків на міжнародну торгівлю залишилися значно нижчими, ніж торік, унаслідок відміни зазначеного збору.

Однак у III кварталі суттєво сповільнилося зростання надходжень від ПДВ (до 19% р/р). З одного боку, зростання було підтримано поживленням товарообороту та девальвацією гривні в другій половині III кварталу. З іншого – саме в III кварталі зафіксовані високі обсяги відшкодування ПДВ (27.6 млрд. грн., на 46.5%, більше, ніж у відповідному кварталі минулого року). Збільшення відшкодування насамперед пов'язано з надолуженням у липні низького відшкодування за червень та високими його обсягами у вересні (9.3 млрд. грн.). Таким чином, заборгованість з відшкодування ПДВ скоротилася до 15.2 млрд. грн. станом на 01.10.2016, однак залишилася на 2.4 млрд. грн. більшою, ніж на початку року.

**Видатки**

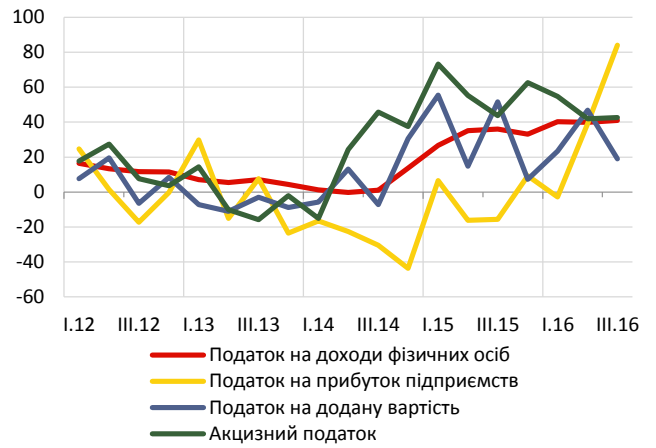
Зростання видатків зведеного бюджету в III кварталі суттєво прискорилося – до 39.4% р/р. Це відбулося за рахунок збільшення як поточних, так і капітальних видатків.

Нарощування поточних видатків (на 36.9% р/р) насамперед викликано значними видатками на обслуговування боргових зобов'язань та соціальні програми. Так, найвищими втримувалися темпи зростання соціально спрямованих витрат. Незмінним фактором цього було збільшені перерахування до Пенсійного фонду через скорочення його власних надходжень, основою яких є ЄСВ. Крім цього, дострокова оптимізація цін на природний газ та теплову енергію, що постачається населенню, зумовила збільшення як планових річних, так і фактичних видатків у III кварталі на надання пільг та житлових субсидій на оплату комунальних послуг. Високими збереглися темпи зростання витрат на оплату праці (33.9% р/р), зокрема через збільшення грошового забезпечення військовослужбовців. Проте тривало скорочення нарахувань на оплату праці (на 17.1% р/р).

Водночас у III кварталі суттєво збільшилися видатки на обслуговування боргових зобов'язань, особливо їх зовнішньої складової на тлі низьких обсягів минулого року. Основною причиною цього стало здійснення чергової виплати купонного доходу за новими ОЗДП у вересні цього року<sup>22</sup>. Витрати на обслуговування внутрішніх зобов'язань також незначно збільшилися, що пов'язано з активізацією уряду на внутрішньому ринку боргових паперів. Утім, загальні витрати на обслуговування боргу цього кварталу, як і попереднього, були нижчими ніж заплановані. Це, серед інших чинників, пов'язано з меншими обсягами випуску короткострокових ОВДП та пізнішим, ніж було заплановано, розміщенням ОЗДП під гарантію США.

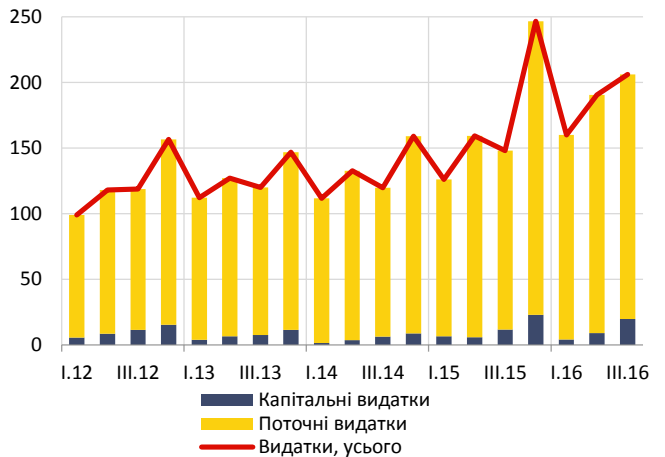
Стимулюючим фактором пришвидшеного зростання видатків стало певне нарощення витрат за соціально нечутливими

**Основні бюджетотворюючі податки, % річна зміна**



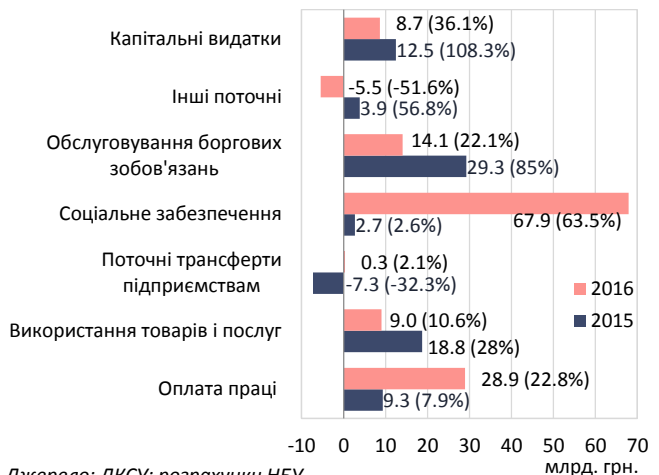
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

**Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд. грн.**



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

**Зміна видатків зведеного бюджету за економічною класифікацією за дев'ять місяців 2016 року, млрд. грн. та % річна зміна**



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>22</sup> У межах проведеної боргової операції з державним і гарантованим державою боргом у листопаді 2015 року Міністерство фінансів здійснило випуск ОЗДП, виплати купонного доходу за якими відбуваються щопівроку (1 березня та 1 вересня).

напрямами, які протягом першого півріччя стримувалися. Так, у III кварталі видатки на використання товарів і послуг прискорилися (до 23.8% р/р). Вагомий внесок у це зростання мали витрати на медикаменти, що пов'язано з відновленням їх централізованих закупівель, у тому числі через міжнародні організації (ВООЗ, Юнісеф), та на придбання предметів й інвентаря. Хоча скорочення поточних трансфертів підприємствам та інших поточних витрат тривало, втім нижчими темпами, ніж у попередній період.

Продовжилося нарощення капітальних видатків, пов'язане насамперед з активним ремонтом дорожньої інфраструктури переважно за рахунок місцевих бюджетів. Частка останніх у загальних капітальних видатках коливалася на рівні 70%.

Лідерами в поточному році за темпами зростання відповідно до функціональної класифікації були видатки на соціальний захист та громадський порядок і безпеку. Втім, у III кварталі помітно пришвидшилося зростання за переважною більшістю видатків. Прискорилося зростання видатків на охорону здоров'я та особливо освіту, враховуючи їх відносно низьке фінансування в попередні два роки.

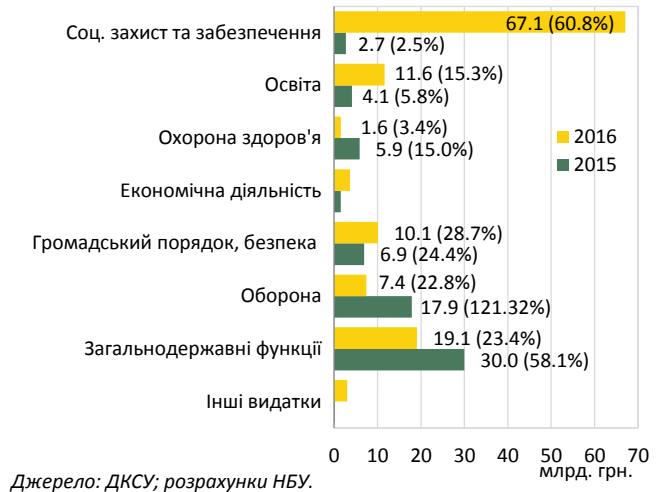
**Сальдо**

Оскільки в липні-серпні сальдо зведеного бюджету було близьким до нуля, ситуацію в III кварталі визначили показники вересня. Так дефіцит зведеного бюджету в III кварталі збільшився – до 20.4 млрд. грн. унаслідок зростання від'ємного сальдо державного бюджету (до 28.3 млрд. грн.) та зменшення профіциту місцевих бюджетів (до 7.9 млрд. грн.).

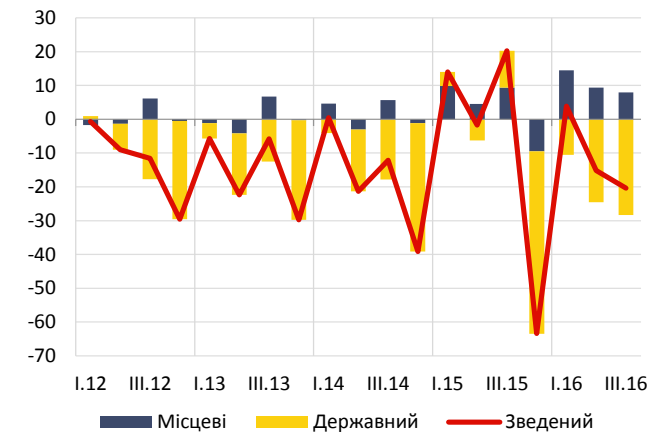
Джерелом фінансування дефіциту цього року були насамперед кошти, залучені за борговими операціями. Від розміщення ОВДП отримано 14.1 млрд. грн. у III кварталі (35.9 млрд. грн за дев'ять місяців). Левову частку запозичень на внутрішньому ринку цього року становили папери зі строком обігу від одного до трьох років. Водночас пом'якшення монетарної політики сприяло поступовому зменшенню вартості ресурсів, залучених Міністерством фінансів на внутрішньому ринку в поточному році. Зазначене дало змогу здійснити перерозподіл видатків на інші чутливі напрями, зокрема оборону. Також тривало розміщення ОВДП, номінованих в іноземній валюті, зокрема у III кварталі, – майже на 0.6 млрд. дол. США. Водночас завдяки звершенню другого перегляду програми EFF МВФ наприкінці вересня було розміщено ОЗДП під гарантії Уряду США (1.0 млрд. дол. США). Інше джерело фінансування дефіциту – кошти єдиного казначейського рахунку.

Незважаючи на певні ресурсні втрати в результаті реформи ЄСВ уряд намагався не тільки стабілізувати державні фінанси, а й забезпечити фіскальну стійкість. Підтвердженням цього може бути додатне, хоча і незначне, широке сальдо СЗДУ – 0.2% ВВП у першому півріччі цього року. Цей профіцит сформувався насамперед завдяки значному зниженню квазіфіскальних витрат попри формування від'ємного сальдо СЗДУ через дефіцит зведеного бюджету внаслідок необхідності компенсації втрат власних доходів Пенсійного фонду. Так, суттєво поліпшився фінансовий стан НАК "Нафтогаз" через дострокове приведення тарифів ЖКГ до економічно обґрунтованого рівня. Також, хоча на початку цього року були випущені ОВДП для збільшення статутного капіталу державних банків, витрати на потреби банківського сектору зменшилися, у тому числі на тлі достатніх наявних ресурсів у ФГВФО.

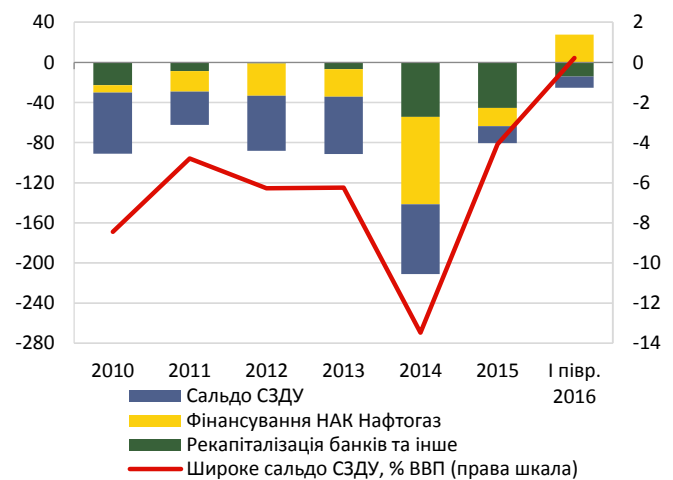
**Зміна видатків зведеного бюджету за функціональною класифікацією за дев'ять місяців 2016 року, млрд. грн. та % річна зміна**



**Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.**



**Широкое сальдо сектору загальнодержавного управління, млрд. грн. та % ВВП**



## 2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У III кварталі 2016 року сальдо поточного рахунку стало від'ємним (1.7 млрд. дол. США) насамперед за рахунок більшого, ніж очікувалося, розширення дефіциту торгівлі товарами. Темпи падіння експорту товарів у річному вимірі дещо прискорилися через погіршення зовнішньоекономічної кон'юнктури. Водночас імпорт товарів відновив зростання в річному вимірі на тлі збільшення закупівель природного газу та зростання внутрішнього попиту. Крім того, планові процентні виплати за реструктуризованими ОЗДП та зняття обмежень щодо репатріації дивідендів, нарахованих за 2014 – 2015 роки, зумовили очікуване розширення дефіциту первинних доходів.

У III кварталі чисті надходження за фінансовим рахунком очікувано збільшилися до 2.2 млрд. дол. США завдяки відновленню офіційного фінансування. Уряд розмістив ОЗДП на суму 1 млрд. дол. США під гарантії США. Незважаючи на уповільнення скорочення готівкової валюти поза банками чисті залучення приватного сектору дещо зросли порівняно з попереднім кварталом. Насамперед це було пов'язано із зростанням надходжень ПІІ до реального сектору.

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу (600 млн. дол. США) та отриманню третього траншу від МВФ у рамках програми EFF (1.0 млрд. дол. США) міжнародні резерви зросли до 15.6 млрд. дол. США (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на 01.10.2016.

### Рахунок поточних операцій

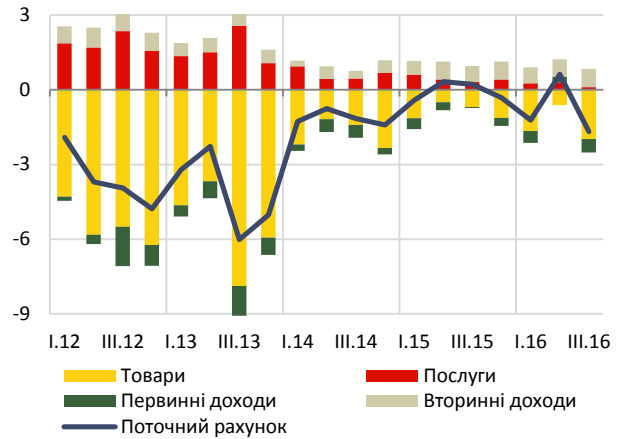
У III кварталі дефіцит поточного рахунку був більшим, ніж очікувалося, унаслідок швидшого, ніж передбачалося, зростання інвестиційного попиту. Крім того, на тлі суттєвішого, ніж прогнозувалося, погіршення умов торгівлі, прискорилося падіння експорту (до 5.5% р/р).

Зниження експорту насамперед відбулося через погіршення динаміки поставок продовольчих товарів та продукції машинобудування. Так хоча в III кварталі фізичні обсяги поставок зернових культур продовжили зростати (до 8.5% р/р<sup>23</sup>), їх вартісні обсяги скоротилися (на 3.1% р/р) через значне падіння світових цін. Крім того, високий попит на олію в попередніх періодах з боку країн ЄС та Південної Азії зумовив скорочення перехідних запасів насіння олійних. Як наслідок, зростання фізичних обсягів експорту соняшникового насіння та олії значно сповільнилося. На тлі майже незмінних світових цін, це призвело до сповільнення зростання вартісних обсягів експорту до 19.9% р/р (з 32.8% у II кварталі).

Серед додаткових факторів зниження експорту продовольчих товарів було введення надзвичайного стану в Туреччині, що ускладнило проходження Босфорської протоки, та введення додаткових обмежень з боку РФ<sup>24</sup>.

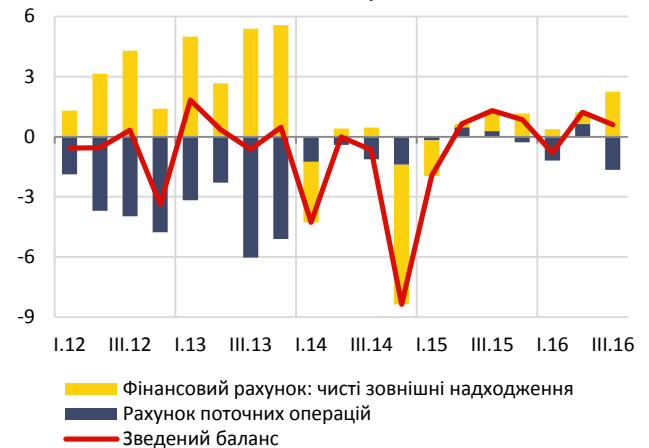
Вартісні обсяги експорту металургійної продукції також знизилися (на 5.1% р/р). Погіршення світової цінової кон'юнктури в другій половині III кварталу ще не відобразилося на українських експортних цінах, оскільки останні реагують на

### Рахунок поточних операцій, млрд. дол. США



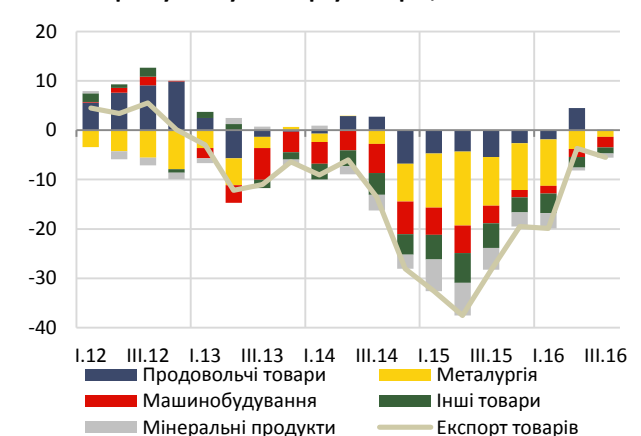
Джерело: НБУ.

### Зведений платіжний баланс, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

### Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>23</sup> За оцінками Національного банку.

<sup>24</sup> З 1 липня 2016 року РФ ввела додаткову заборону на транзит окремих товарів її територією до Казахстану та Киргизстану.



зміну світових цін із певним лагом. Однак через обмежений потенціал вантажного транспорту стримувалися фізичні обсяги поставок металів.

Крім того, зниження експорту продукції машинобудування прискорилося до 21.9% р/р унаслідок завершення виконання окремих контрактів на постачання продукції у попередні періоди та подальшого скорочення поставок до країн СНД, насамперед через введення додаткових транзитних обмежень з боку Росії.

За географічною структурою країни Азії залишалися найбільшими споживачами української продукції (35.3%). Зокрема, унаслідок посухи в регіоні істотним був попит на українську пшеницю. Збільшилися поставки зернових і до країн Африки. Водночас частка країн Європи знизилася через скорочення поставок олії, а питома вага країн СНД – через запровадження Росією додаткових обмежень на транзит українських товарів своєю територією.

Порівняно з експортом імпорту товарів у III кварталі почав зростати (8.1% р/р) вищими темпами, ніж очікувалося. Так, зростання інвестиційного імпорту залишилося на високому рівні, хоча і дещо сповільнилося (до 37% р/р). Найбільшими темпами зростає імпорту машин сільськогосподарського призначення.

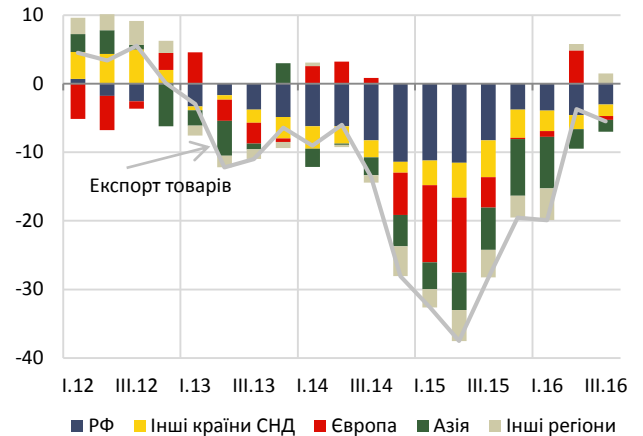
Крім того, продовжив зростати високими темпами (76.1% р/р) імпорту легкових автомобілів, хоч він і дещо пригальмувався порівняно з попереднім кварталом. Подальше зростання реальних доходів населення та стабілізація економічної ситуації зумовлювали збереження достатньо високих темпів зростання імпорту товарів споживчого призначення (18% р/р). Зокрема імпорту продовольчих товарів зріс на 15% р/р, промислових виробів – на 13.7% р/р.

У III кварталі на тлі активізації закачування газу в підземні сховища суттєво збільшилися обсяги імпорту природного газу (3.4 млрд м<sup>3</sup>). Станом на 1 жовтня 2016 року запаси газу в сховищах збільшилися до 14.3 млрд. м<sup>3</sup>, що на 47% більше порівняно з початком кварталу, однак на 9% менше порівняно з відповідною датою попереднього року. Як і раніше газ імпортувався виключно з країн Європи. Диверсифікація джерел постачань природного газу зумовила зниження частки РФ у загальному імпорті та збільшення питомої ваги європейських країн.

У III кварталі додатне сальдо торгівлі послугами (103 млн. дол. США) знизилася порівняно з аналогічним періодом попереднього року, що відповідало нашим очікуванням.

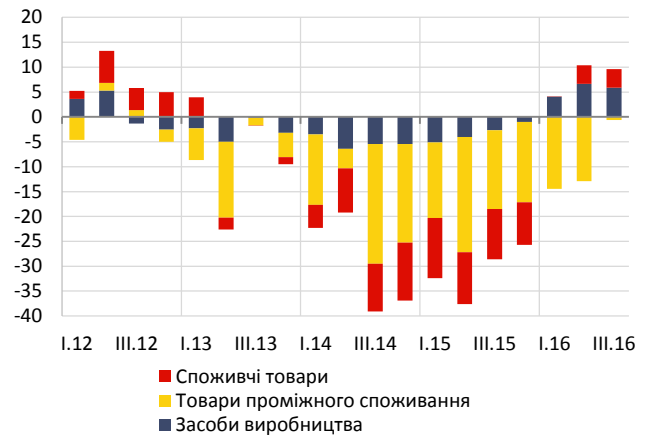
Обсяги експорту послуг у III кварталі майже не змінилися (-0.1% р/р). Скорочення витрат відвідувачів у доларовому еквіваленті відобразилося на зниженні експорту за статтею “подорожі” (на 6.5% р/р у III кварталі). Крім того, знизилася обсяги експорту трубопровідного транспорту на 3.8% р/р на тлі високої бази порівняння попереднього року<sup>25</sup>. Однак це було компенсовано зростанням експорту ІТ-послуг (на 16.8% р/р), частка яких в експорті послуг сягнула 18.5%.

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



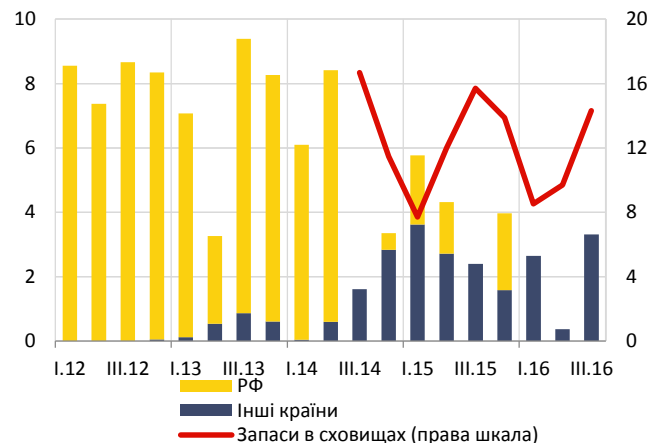
Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну імпорту товарів за широкими економічними категоріями, в. п.



Джерело: НБУ.

Імпорту газу, млрд. м<sup>3</sup>



Джерело: Нафтогаз, Укртрансгаз.

<sup>25</sup> У квітні 2015 року ВАТ Газпром зняв ліміт на транзит газу територією України, унаслідок чого з липня 2015 року його обсяги суттєво збільшилися.

Пожвавлення економічної активності та поліпшення споживчих настроїв населення стимулювали зростання імпорту послуг на 6.9%, зокрема транспортних та за статтею “подорожі” (на 15.2% р/р та на 13.3% р/р відповідно).

Рахунок первинних доходів було зведено зі значним дефіцитом (542 млн. дол. США). Його формування було зумовлене плановими процентними виплатами за реструктуризованими ОЗДП у вересні (0.5 млрд. дол. США) та зняттям заборони на репатріацію дивідендів, нарахованих іноземним інвесторам за 2014 – 2015 роки.

У III кварталі тривало зростання приватних грошових переказів в Україну (на 8.5% р/р – до 1.4 млрд. дол. США). Продовжилося збільшення надходжень з європейських країн та США, натомість перекази з країн СНД очікувано скоротилися через збереження несприятливої фінансово-економічної ситуації в переважній більшості цих країн. У результаті додатний баланс вторинних доходів зріс до 727 млн. дол. США.

### Фінансовий рахунок

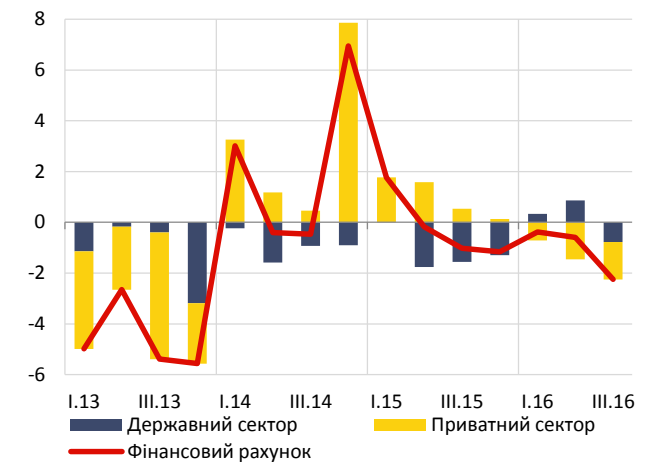
У III кварталі 2016 року чисті надходження за фінансовим рахунком суттєво збільшилися насамперед за рахунок відновлення офіційного фінансування. Така ситуація відповідала нашим очікуванням. Порівняно з II кварталом залучення приватного сектору дещо зросло, незважаючи на уповільнення скорочення готівкової валюти поза банками. Збереження значних обсягів чистих надходжень приватного сектору пов'язано із зростанням прямих іноземних інвестицій до реального сектору. Банківський сектор завершував програми з рекапіталізації найбільших банків з іноземним капіталом.

Успішне завершення другого перегляду програми EFF з Міжнародним валютним фондом наприкінці III кварталу створило передумови для відновлення зовнішнього фінансування державного сектору. У вересні уряд розмістив еврооблігації на суму 1 млрд. дол. США під гарантії США.

Зменшення обсягу готівкової валюти поза банками (на 1.4 млрд. дол. США), незважаючи на уповільнення порівняно з попереднім кварталом, залишалося основним фактором профіциту фінансового рахунку. Крім того, спостерігався й чистий приплив боргового капіталу до реального сектору (190 млн. дол. США), який був сформований завдяки чистим залученням за короткостроковими кредитами. Однак це супроводжувалося зростанням простроченої заборгованості (на 0.5 млрд. дол. США), хоча і значно в менших обсягах ніж у попередніх кварталах.

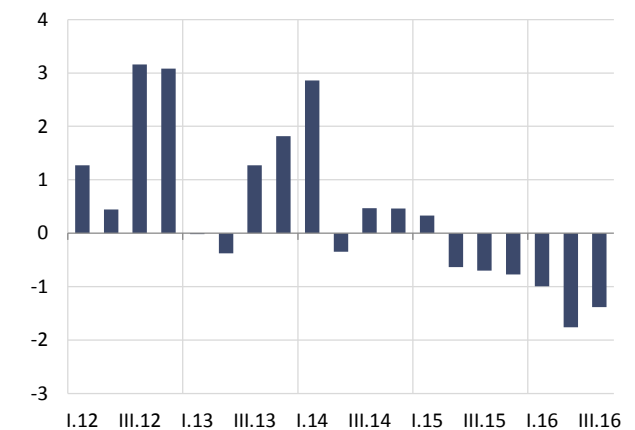
Обсяги надходження ПІІ до реального сектору зросли майже вдвічі до 497 млн. дол. США. Водночас завершення програм з рекапіталізації найбільших банків з іноземним капіталом призвело до скорочення надходжень прямих іноземних інвестицій у банківський сектор (411 млн. дол. США). Абсолютна більшість таких інвестицій як і раніше спрямовувалася на докапіталізацію дочірніх банківських установ в Україні в обмін на погашення боргу (debt-to-equity). Унаслідок чого вплив боргового капіталу з банківського сектору знизився до 478 млн. дол. США (з 804 млн. дол. США у II кварталі).

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



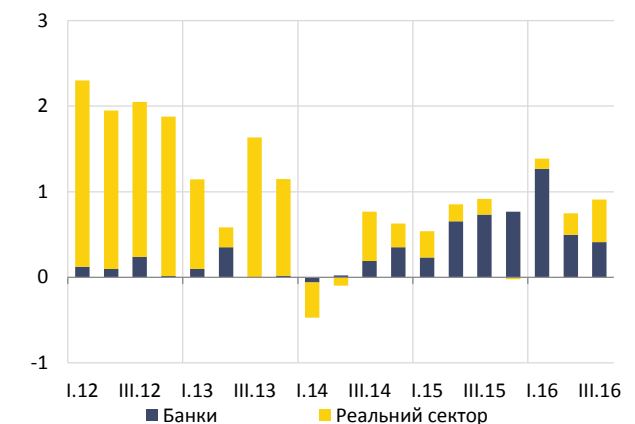
Джерело: НБУ.

### Готівкова валюта поза банками, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

### Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Роловер за довгостроковими зобов'язаннями приватного сектору зріс до 52% (з 40% у II кварталі), а без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал становив 70%. Поліпшення роловеру спостерігалось як у банківському, так і в корпоративному секторах.

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

	II.15	III.15	IV.15	I.16	II.16	III.16
Банки	79	18	22	9	20	41
Реальний сектор	31	26	57	67	53	65
У цілому	54	22	35	31	40	52

**Резервні активи**

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню третього траншу від МВФ у рамках програми EFF (1.0 млрд. дол. США) міжнародні резерви в III кварталі зросли на 1.6 млрд. дол. США та становили 15.6 млрд. дол. США (або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець вересня.

**Зовнішня стійкість**

У II кварталі 2016 року тривало поступове поліпшення більшості показників зовнішньої стійкості. Насамперед це відбувалося завдяки скороченню валового зовнішнього боргу та короткострокового боргу за залишковим терміном погашення. Крім того, покращилися і показники адекватності міжнародних резервів.

**Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів**

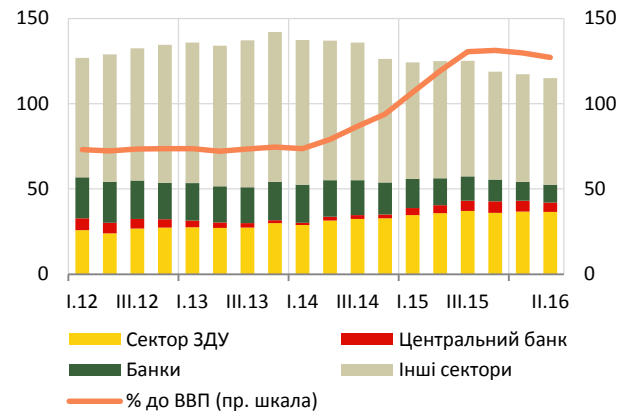
%	I.2015	II.2015	III.2015	IV.2015	I.2016	II.2016
Зовнішній борг/ВВП	106.7	119.3	130.5	131.3	129.8	127.2
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	206.9	229.8	248.3	248.1	255.9	252.8
Короткостроковий борг/валовий борг	43.5	43.6	41.0	43.1	40.6	39.8
Короткостроковий борг/ВВП	46.4	52.0	53.5	56.6	52.7	50.6
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	90.0	100.1	101.7	107.0	103.8	100.5
Відкритість економіки <sup>26</sup>	106.6	106.9	107.9	107.7	104.3	103.7
Резерви/короткостроковий борг	18.4	18.8	24.9	26.0	26.7	30.6
Резерви за композитним критерієм МВФ	31.9	32.9	41.9	45.2	44.8	50.1
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	82.7	85.3	104.3	109.5	102.5	111.4
Покриття резервами широкої грошової маси	22.8	22.1	29.4	32.1	33.1	33.5

Валовий зовнішній борг України в II кварталі скоротився на 2.4 млрд. дол. США – до 115 млрд. дол. США за рахунок зменшення заборгованості усіх секторів.

Заборгованість банківського сектору знизилася насамперед за рахунок погашення кредитів перед материнськими установами. А скорочення зобов'язань реального сектору – через зменшення заборгованості за довгостроковими кредитами, що частково компенсовано накопиченням простроченої заборгованості.

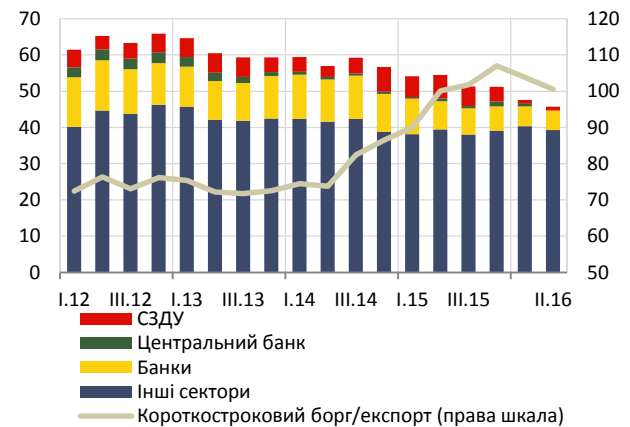
Зовнішні зобов'язання сектору загального державного управління скоротилися на 0.2 млрд. дол. США унаслідок

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



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

<sup>26</sup> Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

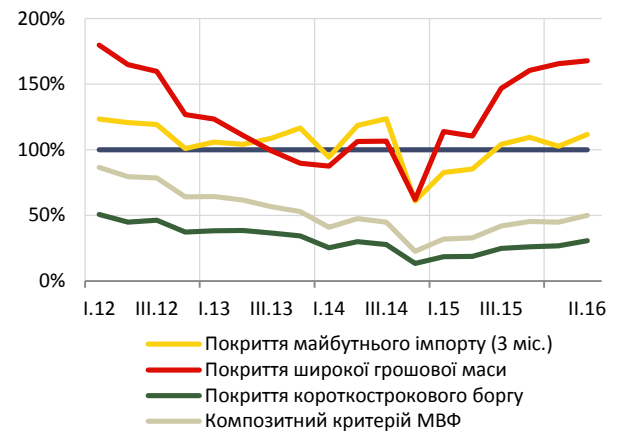
реорганізації зобов'язань за єврооблігаціями КМДА, а центральний банк повернув кошти за операцією своп у сумі 0.8 млрд. дол. США.

У II кварталі 2016 року короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення також скоротився на 1.9 млрд. дол. США – до 45.7 млрд. дол. США. Обсяги зобов'язань уряду впродовж наступних 12 місяців майже не змінилися, а центрального банку – скоротилися до нуля.

Заборгованість реального сектору скоротилася на 0.9 млрд. дол. США переважно за рахунок зменшення короткострокової заборгованості за торговими кредитами. А майбутні погашення зобов'язань банківського сектору – насамперед через реорганізацію заборгованості за міжбанківськими кредитами (debt-to-equity).

Зростання міжнародних резервів у II кварталі (на 1.3 млрд. дол. США) дало змогу покращити показники критеріїв їх адекватності. Зокрема співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) та композитний критерій МВФ (ARA metrics) зросли до 30.6% та 50.1% від норми відповідно (з 26.7% та 44.8%). Крім того покриття майбутнього імпорту зросло з 3.1 до 3.3 місяця, водночас критерій покриття широкої грошової маси майже не змінився.

#### Критерії достатності міжнародних резервів, %

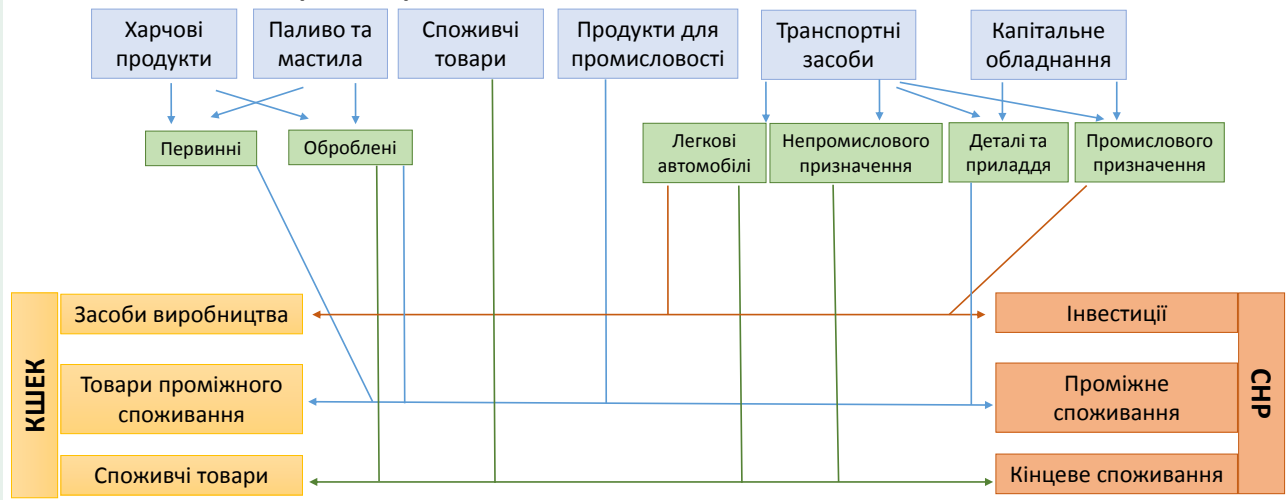


Джерело: розрахунки НБУ.

**Аналіз показників зовнішньої торгівлі товарами за класифікацією широких економічних категорій**

Аналіз показників торгівлі товарами традиційно здійснюється в географічному та товарному розрізі. Однак для поглиблення аналізу та кращого розуміння взаємозв'язків між зовнішньою торгівлею та СНР, таблицями "витрати-випуск", а також міжнародної торгівлі товарами за рекомендацією Статистичної комісії ООН було розроблено КШЕК.

**Взаємозв'язок категорій товарів, КШЕК та СНР**



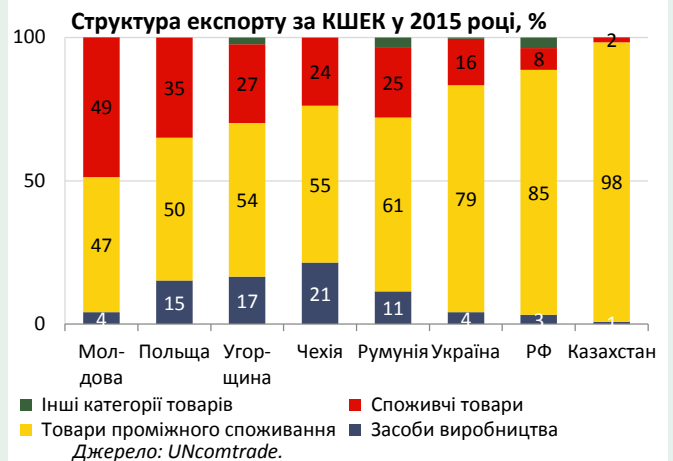
Згідно з КШЕК, товари розподіляються на харчові продукти, вихідні продукти для промисловості, капітальне обладнання, споживчі товари тривалого і короткотривалого користування. Загалом КШЕК містить 19 основних категорій, 16 з яких становлять три широкі категорії кінцевого споживання: споживчі товари, засоби виробництва і напівфабрикати. Четверта категорія (інші товари) уключає товари, належність яких до вищезазначених категорій важко визначити. Розрахунок за КШЕК проводиться Національним банком з 2008 року з ретроспективою даних з 2005 року.

Донедавна структура експорту та імпорту товарів України в розрізі широких економічних категорій залишалася доволі сталою. Однак з 2013 року спостерігається поступові зміни з більш вираженими тенденціями в структурі імпорту.

Так структура експорту України значною мірою зміщена в бік товарів проміжного споживання (частка останніх у загальному експорті товарів становить близько 80%). Це відображає сировинний характер експорту та економіки в цілому та зумовлює високу вразливість економіки країни до зовнішніх шоків.

Серед товарів проміжного споживання переважають харчові продукти (зерно, олія) та продукція металургії (напівфабрикати). Водночас через погіршення цінової кон'юнктури для металургійних підприємств та високий зовнішній попит на зернові культури та олію зумовили перерозподіл внутрішньої структури проміжного споживання. Як наслідок, зросла й частка сільського господарства у ВВП (до 12%).

Після 2013 року в експорті поступово зростає частка споживчих товарів, у тому числі завдяки Угоді про асоціацію з ЄС, яка спростила доступ на європейський ринок збуту для продукції української харчової промисловості. Як наслідок, частка виробництва харчових продуктів в обробній промисловості збільшилася до 33.5%<sup>27</sup>.



<sup>27</sup> Тут і далі – дані за перше півріччя 2016 року.

Споживчі товари довго- та короткострокового використання мають стабільно низьку питому вагу – близько 4% від експорту.

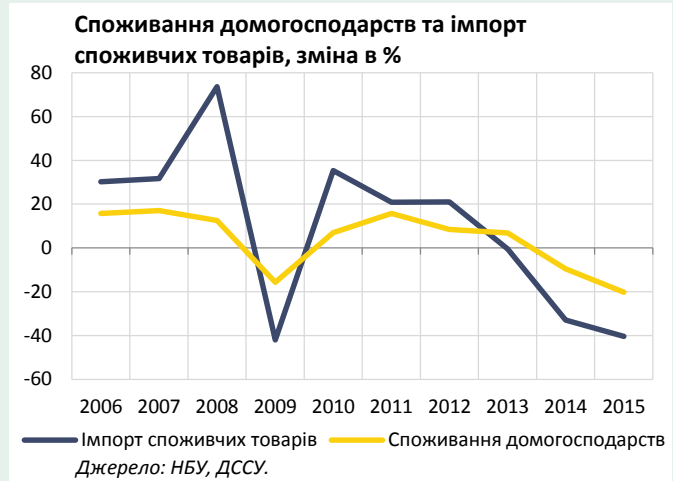
Низькі темпи реформування українського машинобудування та невідповідність технічним стандартам розвинених країн зумовили концентрацію його експорту на ринках країн СНД. З 2012 року “торговельні війни” з РФ, а пізніше фактичне блокування українського транзиту своєю територією до третіх країн спричинили суттєве скорочення експорту та відповідно виробництва продукції українського машинобудування. Як наслідок, частка засобів виробництва в експорті товарів після 2012 року суттєво знизилася, насамперед за рахунок транспортного обладнання, зокрема вагонів та транспортних засобів. Експорт капітального обладнання також знижувався, хоча й меншими темпами (середньорічне зниження за 2014 – 2016 роки становило 48% та 30% р/р відповідно).



Зміни в структурі імпорту за КШЕК більш виражені, що може свідчити про початок якісних змін. Найбільшу частку в імпорті становлять товари проміжного споживання, що підтверджує високу імпортозалежність української економіки. За даними таблиць “витрати-випуск” (останні дані за 2014 рік) імпортна складова в проміжному споживанні випуску товарів та послуг становила близько 30%. Найвища частка спостерігалася в обробній промисловості, зокрема в машинобудуванні, хімічній та фармацевтичній промисловості (близько 50%).

Однак серед товарів проміжного споживання останніми роками стійкими темпами зростає частка капітального обладнання та промислових оброблених товарів для виробництва. Водночас енергетичний імпорт (газ, нафта тощо) завдяки поступовому зниженню енергоємності виробництва стабільно знижується, хоча рівень енергоємності українського ВВП поки що залишається одним з найвищих у світі<sup>28</sup>.

Другу за розміром частку в імпорті становлять споживчі товари, імпорт яких в останні роки під впливом зниження доходів населення та девальвації гривні поступово знижується. Перевищення темпів зниження імпорту споживчих товарів над зменшенням приватного споживання в останні роки може свідчити про початок процесів імпортозаміщення.



Частка імпорту інвестиційного призначення є найменшою, однак у 2016 році вона почала зростати внаслідок збільшення імпорту продукції машинобудування, насамперед сільськогосподарського призначення. Це було пов'язано з необхідністю оновлення основних фондів та підкріплювалося збільшенням експортної виручки аграріїв завдяки високому врожаю зернових та олійних культур. Крім того, зростає і виробництво продукції інвестиційного призначення, зокрема сільськогосподарських машин, що підтверджує наші оцінки щодо ключової ролі інвестицій у економічному відновленні у 2016 – 2017 роках.

Подальше нарощення інвестицій сприятиме якісному економічному розвитку завдяки зниженню енергоємності виробництва, підвищенню продуктивності праці та конкурентоздатності української продукції на світових ринках.

<sup>28</sup> <https://yearbook.enerdata.net/energy-intensity-GDP-by-region.html>

## 2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Після п'яти місяців ревальваційного тренду в серпні – на початку вересня виник девальваційний тиск на гривню. Головним чином він був спричинений сезонним зростанням попиту на іноземну валюту. Крім того, попит на валюту підживлювався погіршенням настроїв з огляду на невизначеність щодо отримання офіційного зовнішнього фінансування та загострення ситуації навколо Криму та на сході країни. Однак завдяки діям НБУ зі згладжування надмірних коливань обмінного курсу та поліпшенню настроїв на тлі рішення МВФ про виділення чергового траншу, тиск на гривню суттєво послабився в другій половині вересня. Це зумовило укріплення гривні в другій половині вересня та жовтні, а також дало змогу НБУ відновити проведення аукціонів з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів.

Стойке зниження інфляційних ризиків дало змогу НБУ продовжити пом'якшувати монетарну політику. Так, протягом III кварталу 2016 року регулятор двічі знижував облікову ставку. З 28 жовтня 2016 року її встановлено на рівні 14.0%. Наслідком послідовного пом'якшення монетарної політики стало зменшення вартості грошових ресурсів.

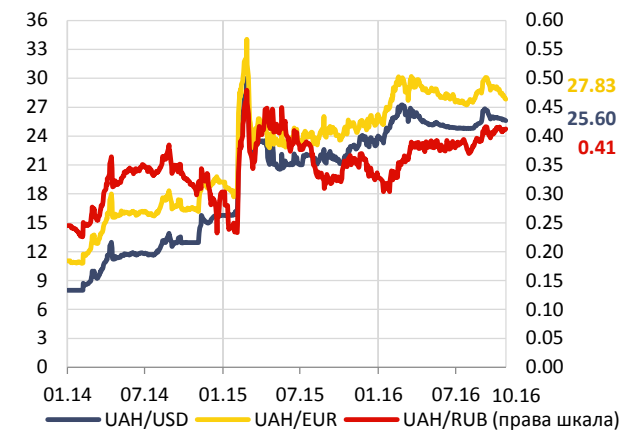
Кредитна активність банків залишалася стриманою, хоча залишки за кредитами, наданими в національній валюті, за підсумками III кварталу 2016 року дещо збільшилися. Також спостерігалось зростання попиту на кредити.

### Валютний ринок

Ситуація на валютному ринку в III кварталі 2016 року характеризувалася тимчасовим сезонним загостренням у другій половині кварталу. Так, у липні – на початку серпня на ринку зберігався ревальваційний тренд, що переважав й у попередні кілька місяців. Натомість із середини серпня зростає волатильність та посилюється девальваційний тиск на обмінний курс гривні. Це стало наслідком сезонного збільшення попиту на іноземну валюту, підсиленого невизначеністю щодо отримання офіційного зовнішнього фінансування від МВФ та психологічними чинниками на тлі загострення ситуації навколо Криму та на сході країни.

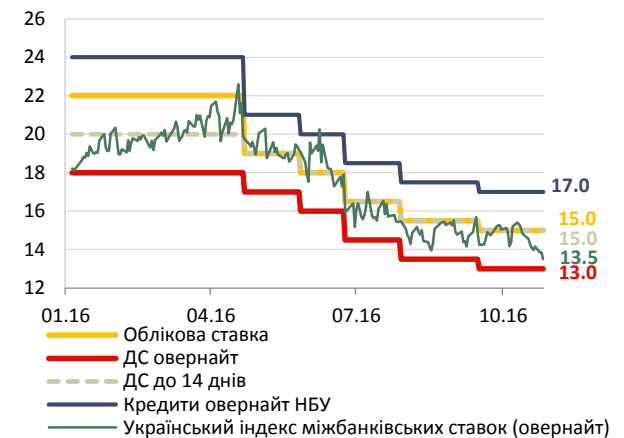
З метою згладження надмірних коливань обмінного курсу, наприкінці серпня НБУ відновив проведення аукціонів з продажу іноземної валюти. Завдяки діям Національного банку, поліпшенню настроїв на тлі рішення МВФ про виділення чергового траншу та значним експортним надходженням, у другій половині вересня тиск на гривню суттєво послабився. У результаті офіційний курс гривні частково відіграв втрачені позиції, однак за підсумками III кварталу 2016 року девальвував на 4.4% відносно долара США (8.0% з початку року). Стабілізація ситуації на валютному ринку дала змогу НБУ вже у вересні повернутися до проведення аукціонів з купівлі іноземної валюти на поповнення міжнародних резервів. Сальдо операцій НБУ з купівлі-продажу іноземної валюти за результатами III кварталу залишилося додатним – 114.2 млн. дол. США. Сприятливою ситуація на валютному ринку залишалася й у жовтні – офіційний обмінний курс гривні відносно долара США зміцнювався протягом усього місяця (на 1.2% станом на 26.10.2016). Це дозволило Національному банку продовжити поповнювати свої міжнародні резерви шляхом проведення

Офіційний курс гривні до іноземних валют (станом на 26.10.2016)



Джерело: НБУ.

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок (станом на 26.10.2016), % річних



Джерело: НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США

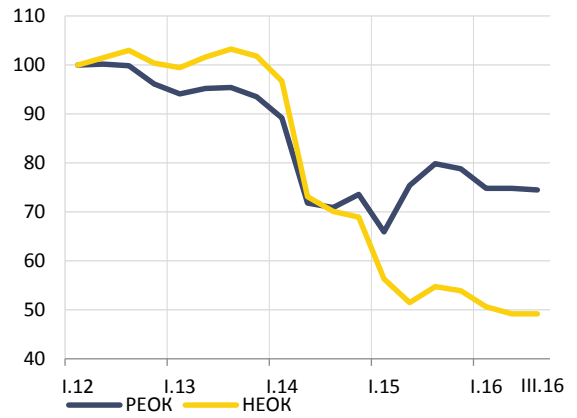


Джерело: НБУ.

аукціонів з купівлі іноземної валюти (на суму 214.5 млн. дол. США станом на 26.10.2016). Також у вересні-жовтні покращилася ситуація і на готівковому валютному ринку.

Через девальвацію в серпні та на початку вересня, незважаючи на подальшу корекцію, обмінний курс гривні до долара США в середньому за III квартал 2016 року також незначно девальвував (на 0.5% кв/кв). Більшість валют країн – торговельних партнерів України також послаблювалися відносно долара США (у середньому за квартал), унаслідок чого НЕОК гривні не змінився порівняно з попереднім кварталом. Однак в річному вимірі зниження НЕОК поглибилося до 10.2%. На тлі стрімкого послаблення інфляційних процесів в Україні РЕОК гривні також знизився на 0.4% кв/кв, а в річному вимірі зниження поглибилося до 6.7%.

Індекс РЕОК та НЕОК гривні (за міжбанківським курсом, I.2012=100, середній за період)



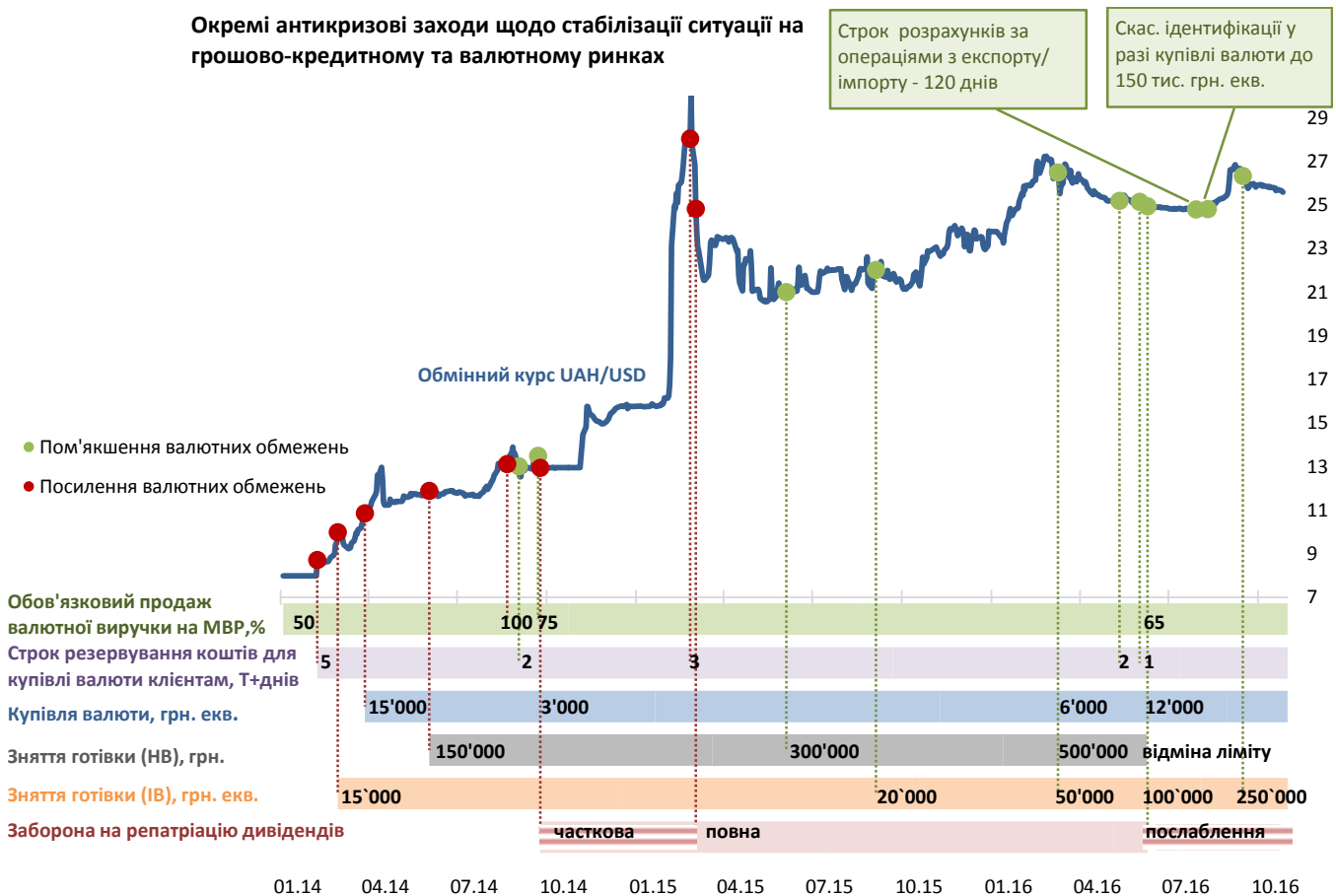
Джерело: НБУ.

Ураховуючи загалом сприятливу ситуацію на валютному ринку впродовж останніх двох кварталів, незважаючи на тимчасове сезонне зростання волатильності обмінного курсу гривні в серпні – на початку вересня, протягом III кварталу 2016 року НБУ продовжив пом'якшувати обмеження на валютному ринку. Зокрема, НБУ:

- збільшив граничний строк для розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів з 90 днів до 120 днів;
- полегшив умови для здійснення платежів за імпортними контрактами клієнтів;
- зняв вимогу щодо надання документів фізичними особами під час здійснення валюто-обмінних операцій на суму до 150 тис. грн. в еквіваленті;
- спростив умови проведення зовнішньоекономічних операцій;
- збільшив до 250 тис. грн. (в еквіваленті) максимальну суму видачі готівкових коштів в іноземній валюті або банківських металів на одного клієнта на добу.

Крім того, було удосконалено порядок індивідуального ліцензування валютних операцій.

**Окремі антикризові заходи щодо стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках**





**Базові гроші та ліквідність**

У III кварталі 2016 року в банківській системі зберігалися значні обсяги ліквідності, які, однак, мали тенденцію до зниження. Зокрема, середньоденні залишки коштів на коррахунках банків у III кварталі були вищими порівняно із II кварталом, однак знизилися станом на кінець вересня порівняно із кінцем червня. Крім того, протягом кварталу зменшувалися обсяги коштів, розміщених банками на депозитних сертифікатах, хоча середньоденні залишки залишалися вищими, ніж у відповідному кварталі рік тому.

Зниження обсягів розміщених вільних коштів на депозитних сертифікатах НБУ насамперед зумовлювалося активізацією поглинання ліквідності іншими шляхами. Зокрема, вплив операцій уряду на зниження ліквідності у III кварталі 2016 року оцінено на рівні 11.6 млрд. грн.<sup>29</sup> Також рівень ліквідності зменшився через погашення банками раніше отриманих кредитів від НБУ (чисті обсяги за кредитними операціями з банками становили -4.4 млрд. грн.) та збільшенням обсягів готівки (на 5.1 млрд. грн.). Зростанню попиту на готівкові кошти сприяли відносно тривалий (з березня до першої декади серпня) ревальваційний тренд національної валюти, стійке зниження інфляційного тиску та пожвавлення економічної активності.

За рахунок відновлення проведення аукціонів з продажу іноземної валюти протягом серпня-вересня 2016 року ліквідність також поглиналася через валютний канал. Однак, за результатами III кварталу 2016 року, операції НБУ з іноземною валютою сприяли зростанню коррахунків банків (на 2.5 млрд. грн.). Також додатний вплив на ліквідність мали операції ФГВФО (вплив яких оцінено на рівні майже 2.4 млрд. грн.).

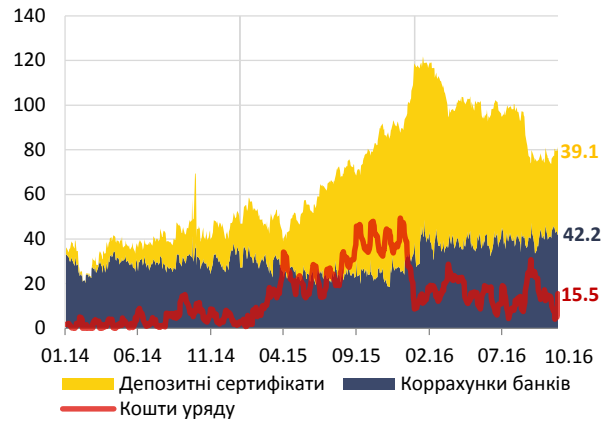
Збільшення рівня готівки перевищило зниження коррахунків банків станом на кінець періоду, забезпечивши незначний приріст грошової бази в III кварталі 2016 року (на 0.7% кв/кв). Річні темпи приросту грошової бази прискорилися до 10.6%.

**Грошова маса та її компоненти**

У III кварталі 2016 року відносно тривале зростання залишків депозитів у національній валюті призупинилося. Це зумовлювалося їх зниженням у серпні, що частково зумовлене перетіканням гривневих коштів в іноземну валюту (залишки за валютними депозитами в серпні зросли на 1.1% м/м) на тлі посилення девальваційного тиску на гривню в серпні. Додатковим чинником зниження гривневих депозитів цього місяця були сезонні витрати домогосподарств напередодні початку нового навчального року та податкові платежі суб'єктів господарювання. Хоча у вересні притік депозитів відновився, за підсумками кварталу загальний обсяг залишків депозитів у національній валюті знизився на 0.7%. Незначне покращення річних темпів приросту відповідних депозитів пояснюється статистичним ефектом бази порівняння.

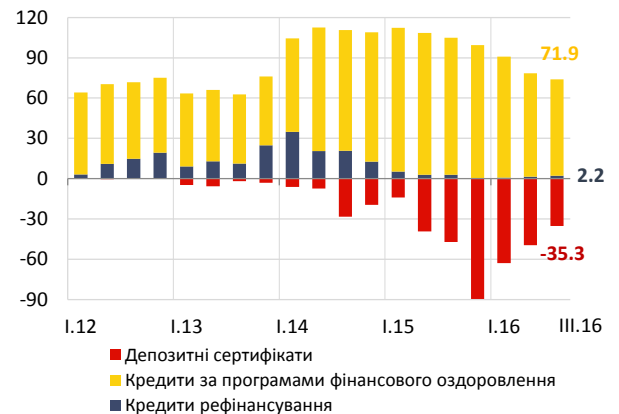
На тлі вирівнювання ситуації на валютному ринку у вересні залишки депозитів у іноземній валюті відкоригувалися – їх

**Окремі показники ліквідності банківської системи (станом на 26.10.2016), млрд. грн.**



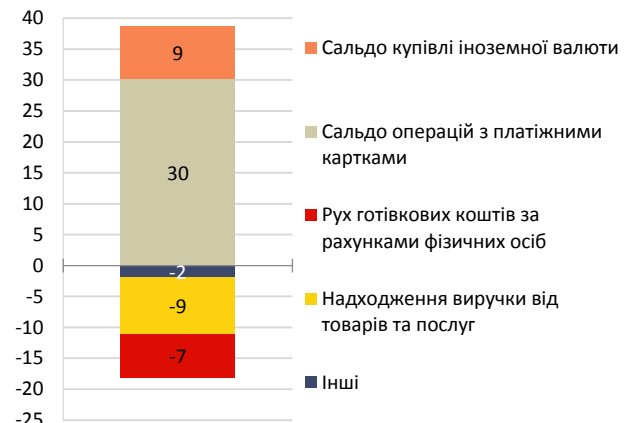
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

**Канали видачі/вилучення МО млрд. грн. (порівняння III.16 з III.15)**



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>29</sup> Вплив фіскальних чинників на зниження ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на ЄКР (зниження на 4.5 млрд. грн.), платежів уряду НБУ за своїми раніше взятими зобов'язаннями (на суму 20.9 млрд. грн.) та конвертації Держказначейством коштів в іноземній валюті (на суму 4.8 млрд. грн.).

обсяг станом на кінець вересня практично не змінився порівняно з кінцем червня. Унаслідок подальшого зниження бази порівняння річні темпи падіння залишків депозитів у іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) стрімко сповільнилися (до 3.3%).

Незважаючи на динаміку депозитів, приріст готівки поза банками та курсова переоцінка валютної складової зумовили подальше зростання грошової маси в III кварталі 2016 року – на 1.7% кв/кв та 12.6% р/р.

### Кредити

Кредитна активність банків залишалася стриманою, хоча залишки за кредитами, наданими в національній валюті, за підсумками III кварталу 2016 року дещо збільшилися. Слабка кредитна активність банків зумовлювалася високими кредитними ризиками, низькою платоспроможністю позичальників та подальшим зростанням неякісних активів. Так, частка простроченої заборгованості за кредитами в загальній сумі кредитів (без неплатоспроможних банків) зросла з 22.1% станом на початок року до 25.8% станом на 01.09.2016. Зростання частки неякісних активів зумовлене відкладеним ефектом визнання окремими банками проблемних кредитів. Незначний приріст залишків кредитів у національній валюті в III кварталі частково зумовлений реструктуризацією заборгованості за кредитами в іноземній валюті.

Водночас згідно з “Опитуванням про умови кредитування” за III квартал 2016 року<sup>30</sup> спостерігалася збільшення попиту на кредити як з боку нефінансових корпорацій, так і домогосподарств. Цьому сприяло поступове відновлення економічної активності та збільшення витрат домогосподарств на товари довготермінового користування. Також збільшенню попиту на кредити слугувало поступове зниження банками процентних ставок за користування позичковими коштами.

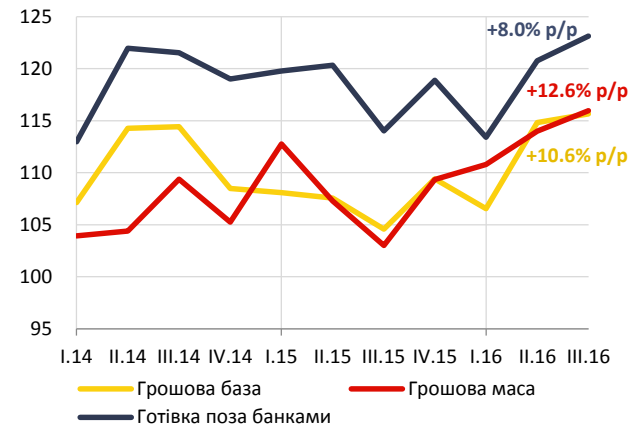
Загалом залишки кредитів, наданих у національній валюті за III квартал 2016 року збільшилися на 7.2%, що сприяло уповільненню річних темпів падіння до 1.5%. Так, залишки за кредитами нефінансових корпорацій зросли на 10.3% кв/кв, тоді як домогосподарств – скоротилися на 0.6% кв/кв. Обсяги кредитування в іноземній валюті в цілому знизилися на 4.6% кв/кв (на 15.3% р/р).

### Процентні ставки

У результаті зниження ризиків для цінової стабільності НБУ продовжив пом'якшення монетарної політики. У III кварталі 2016 року регулятор двічі знижував облікову ставку, установивши її на рівні 15.0% з 16 вересня 2016 року<sup>31</sup>.

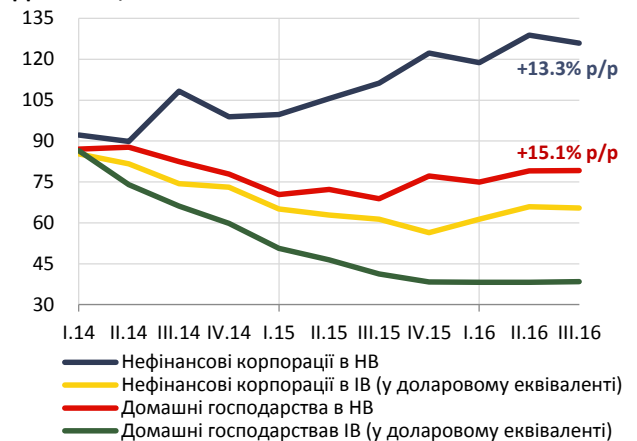
Наслідком послідовного пом'якшення монетарної політики стало зменшення у вересні вартості ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку до 15.4%. Також за підсумками III кварталу знизилися середньозважені процентні ставки за новими депозитами домогосподарств та за кредитами (без овердрафту) як нефінансових корпорацій, так і домогосподарств у національній та іноземній валюті.

### Монетарні показники, IV.2013=100



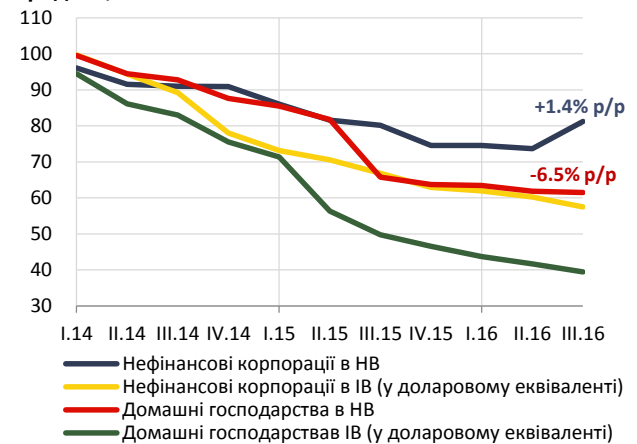
Джерело: НБУ.

### Депозити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

### Кредити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

<sup>30</sup> Детальніша інформація розміщена адресою: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=34438247>.

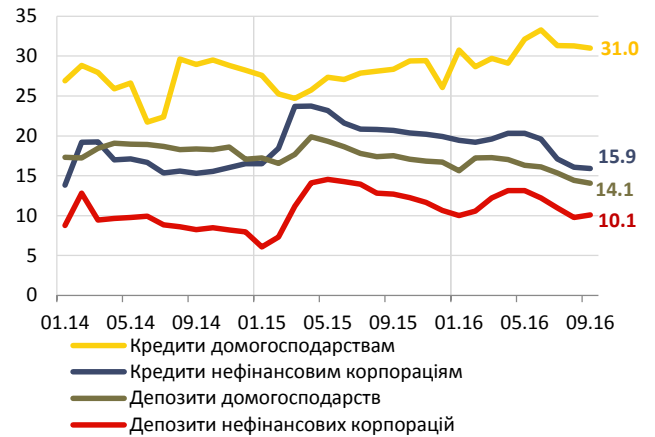
<sup>31</sup> Детальніша інформація розміщена адресою: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=36603752&cat\\_id=55838](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36603752&cat_id=55838).

Незначне подорожчання депозитів нефінансових корпорацій у вересні зумовлене серпневим відтоком коштів для сплати податкових платежів.

Формування стійких очікувань щодо подальшого пом'якшення монетарної політики сприяло зниженню вартості залучених коштів до бюджету шляхом розміщення ОВДП та розбудові довгого кінця кривої дохідності. Збільшення попиту на середньострокові ОВДП призвело до зближення довгострокових та короткострокових ставок як між собою, так і відносно ключової ставки. Також з початку року спостерігається помірна тенденція до зниження дохідності гривневих ОВДП і на вторинному ринку.

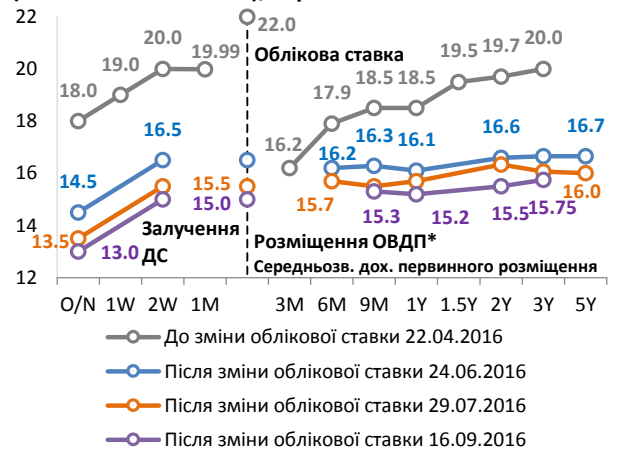
Зазнала змін і структура власності ОВДП. Зокрема, частка ОВДП у власності НБУ знизилася на 11 в. п. з початку року до 66% станом на 01.10.2016, натомість частка у власності комерційних банків зросла на 12 в. п. до 28%.

**Середньозважені процентні ставки в національній валюті за новими кредитами (без овердрафту) та депозитами, % річних**



Джерело: НБУ.

**Крива дохідності за операціями НБУ та МФУ в 2016 році (станом на 26.10.2016), % річних**



Джерело: НБУ.

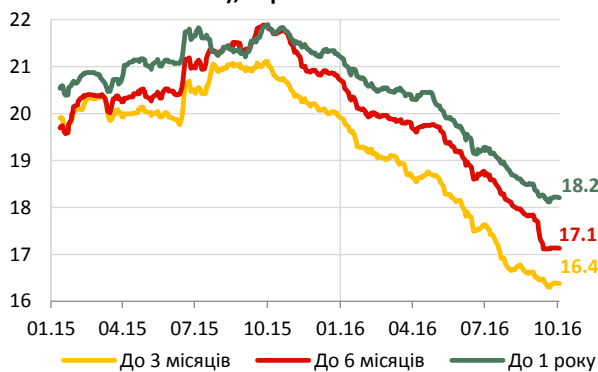
### Трансмісія ключової процентної ставки Національного банку України на фінансові ринки

Успішна реалізація політики інфляційного таргетування, перехід до якої оголосив в минулому році Національний банк, залежить від ефективності механізму монетарної трансмісії. Відповідно заходи НБУ спрямовані на підвищення його ефективності, у тому числі шляхом вдосконалення монетарного інструментарію. Зокрема, у 2015 році посилено роль облікової ставки, а на початку 2016 року змінений операційний дизайн монетарної політики (детальніше див. «Основи нової процентної політики Національного банку» в Інфляційному звіті за квітень 2016 року).

Такі зміни були зумовлені тим, що за режиму інфляційного таргетування вплив на грошово-кредитний ринок насамперед забезпечується рішеннями центрального банку щодо ставки, за якою здійснюються основні операції з регулювання ліквідності. Змінюючи ключову процентну ставку монетарної політики, Національний банк впливає на короткострокові процентні ставки на міжбанківському грошово-кредитному ринку, які впливають на зміни процентних ставок за іншими фінансовими активами (зокрема, державними цінними паперами) та процентних ставок банків за кредитами та депозитами. Ці ставки мають безпосередній вплив на обсяги споживання та інвестицій домогосподарств і підприємств, а отже, і на сукупний попит, і на інфляцію.

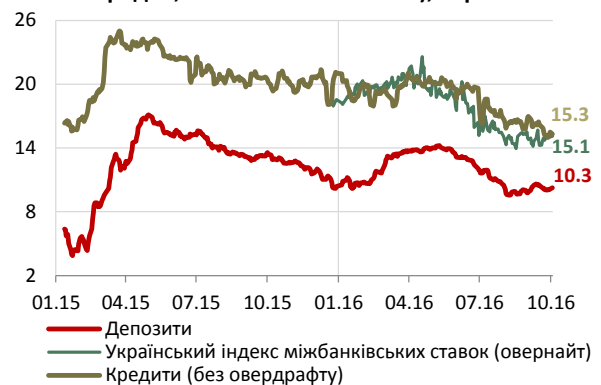
Період, протягом якого Національний банк активно використовує процентну ставку як основний інструмент монетарної політики, є достатньо коротким, що обмежує можливості кількісного моделювання рівня чутливості ринкових процентних ставок до змін ключової процентної ставки (interest rate pass through – IRPT). Водночас він є цілком достатнім для формування попередніх висновків щодо можливостей Національного банку через визначення рівня ключової процентної ставки впливати на ринкові процеси. Упродовж 2016 року Національний банк п'ять разів знижував рівень облікової ставки (загалом – з 22% до 15%), зумовивши зниження основних процентних ставок фінансового ринку України, уключаючи процентні ставки на міжбанківському ринку.

**Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб у національній валюті (п'ятиденна ковзна середня, станом на 03.10.2016), % річних**



Джерело: НБУ.

**Вартість кредитів та депозитів суб'єктів господарювання у національній валюті (п'ятиденна ковзна середня, станом на 03.10.2016), % річних**

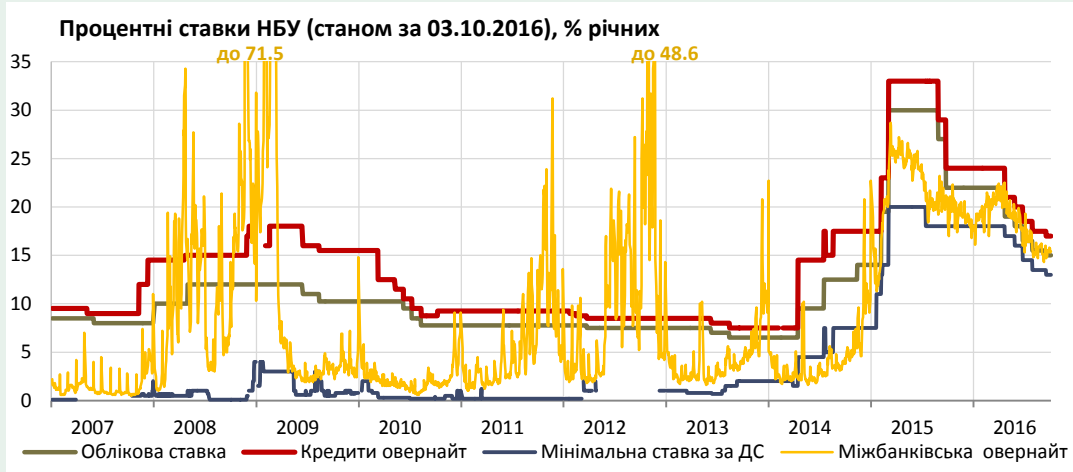


Джерело: НБУ.

Індивідуальні оцінки IRPT та його характеристик для окремих економік достатньо сильно варіюють<sup>32</sup>, демонструючи загальну тенденцію до зниження рівня реакції ринкових процентних ставок за кредитами та депозитами на зміни ключової процентної ставки (зокрема, унаслідок фінансової кризи IRPT знизився із типових 0.7-1.1 у докризовий період до посткризових 0.05-0.3). Крім того, під час збільшення строковості та/або величини кредитів чутливість їх процентної ставки до змін ключової ставки центрального банку знижується.

За попередніми оцінками Національного банку, з 2015 року рівень IRPT для фінансового ринку України загалом відповідає значенням країн, ринки яких розвиваються. Низька ефективність процентного каналу монетарного трансмісійного механізму до 2015 року пояснюється радше символічною роллю облікової ставки на грошово-кредитному ринку. Слабкий зв'язок між процентними ставками Національного банку та реальними ставками кредитного ринку був однією з основних причин обмежених можливостей НБУ щодо формування кривої дохідності на фінансовому ринку та в подальшому впливу на інфляцію. Так, аналіз впливу зміни міжбанківської процентної ставки за кредитами на ставки за кредитами в реальну економіку та депозитами в даному періоді засвідчує низьку силу початкового імпульсу монетарної політики (5.1-6.8% та 6.7-7.5%, відповідно).

<sup>32</sup> Зокрема, див. N. Gigineishvili. Determinants of Interest Rate Pass-Through: Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter? IMF Working Paper, July 2011. За оцінками, середнє значення IRPT для кредитних ставок економік, що розвиваються, становить у короткостроковому періоді близько 0.25 та 0.30 для довгострокового періоду.



Джерело: НБУ.

**Чутливість ринкових процентних ставок до змін процентної ставки за кредитами на міжбанківському ринку**

Параметр	01.01.2013 – 31.12.2014		01.01.2015 – 03.10.2016	
	вплив на ставку за кредитами в економіку	вплив на ставку за депозитами	вплив на ставку за кредитами в економіку	вплив на ставку за депозитами
Довгостроковий ефект	0.0679	0.0667	0.6222	0.5754
Короткостроковий ефект	0.0505	0.0749	0.6137	0.5610

Джерело: розрахунки НБУ.

Аналіз вітчизняного фінансового ринку демонструє обмеженість чинників, які сприяють підвищенню рівня IRPT у короткостроковому періоді, та наявність факторів, що обмежують його рівень. Також свою роль відіграє глобальна тенденція до зниження рівня IRPT та вплив фінансових криз на процентну трансмісію, що характерно як для країн з розвинутою економікою, так і країн, що розвиваються, зокрема, через високу ринкову волатильність та підвищений рівень кредитного ризику.

**Фактори IRPT на фінансовому ринку України**

Чинники, що сприятимуть підвищенню IRPT	Чинники, що обмежуватимуть підвищення IRPT
зниження інфляції	повільне відновлення економіки
відмова від фіксованого валютного курсу	збереження високого рівня кредитних ризиків
зниження волатильності на фінансовому ринку в цілому та процентного ризику зокрема	низька якість кредитних портфелів банків
підтримання достатньої ліквідності банків	потреба у докапіталізації банків
підвищення прозорості банківської системи	низька прибутковість діяльності банку

Підвищення ефективності монетарної трансмісії наразі є одним з ключових напрямів роботи Національного банку, що передбачає розвиток ринку державних цінних паперів і ринку деривативів, лібералізацію валютного регулювання, а також перезавантаження банківського сектору. Реалізація зазначених заходів дасть змогу НБУ ефективніше впливати на інфляційні процеси в країні.

### 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

#### 3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

Економічне зростання країн – ОТП України у 2016 році прискорюється, хоча й трохи повільніше, ніж очікувалося раніше, через нижчі темпи економічного зростання окремих країн у I півріччі. Прогнози щодо подальшого зростання ВВП країн – ОТП України у 2017-2018 роках залишилися незмінними.

Ключовими ризиками для відновлення економічної активності країн – ОТП України залишаються:

- рішення Великобританії про вихід із ЄС (Brexit);
- збільшення політичної та геополітичної напруги, пов'язане із загрозою подальшого ослаблення зв'язків між країнами ЄС, загостренням конфлікту в Південно-Китайському морі, напруженням навколо ситуації в Сирії тощо;
- низькі темпи зростання світової торгівлі, у тому числі внаслідок подальшого посилення протекціоністських заходів.

В окремих країнах спостерігатимуться такі тенденції:

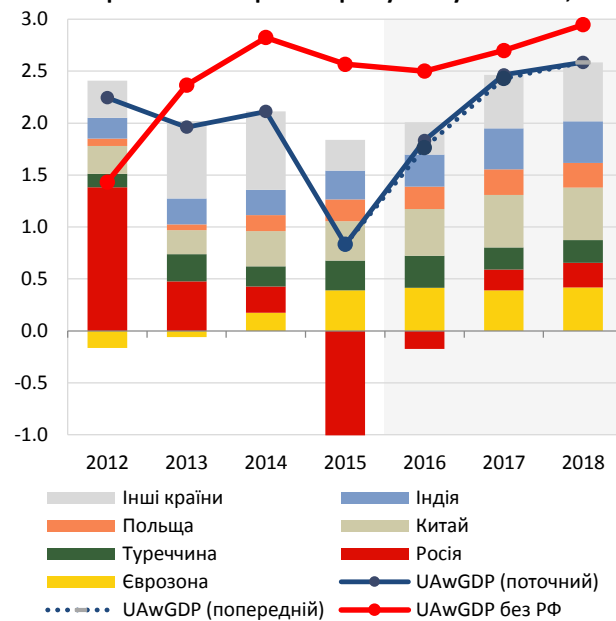
– темпи економічного зростання Великобританії у 2017 році уповільняться приблизно до 0.5%, оскільки посилення невизначеності негативно вплине на рішення компаній щодо інвестицій і зайнятості, а домогосподарств – щодо купівлі товарів довгострокового призначення. Крім того, існує ризик рецесії в разі, якщо перемовини з ЄС будуть більш жорсткими, а торговельні угоди – переукладені лише за правилами СОТ (без будь-яких преференцій). Саме останній фактор може суттєво позначитися й на Німеччині та Франції. З огляду на це, найімовірнішим є проведення стриманих торговельних переговорів із наявністю перехідного періоду. Водночас м'яка монетарна політика Банку Англії і далі стимулюватиме економіку країни;

– загалом економіка Єврозони в 2017 році демонструватиме слабке зростання з поступовим відновленням у 2018 році. Стимуватимуть економічну активність Єврозони фінансові дисбаланси, зокрема в банківському секторі, та низька інфляція, а також невизначеність, спричинена введенням у дію Brexit. Ці фактори на тлі уповільнення фінансування з фондів розвитку ЄС матимуть і негативні наслідки для країн ЦСЄ. Політика ЄЦБ і далі стимулюватиме економіку регіону;

– темпи зростання економіки Китаю внаслідок процесу переорієнтації на внутрішні драйвери зростання в наступних роках і далі уповільнюватимуться. При цьому занепокоєння щодо різкого гальмування в короткостроковій перспективі суттєво знизилася. Основною проблемою країни залишається значний корпоративний борг, який нині становить 18 трлн. дол., або 169% ВВП, що може призвести до потенційного фінансового шоку. Однак уряд країни планує заходи зі скорочення заборгованості компаній, у тому числі заохочення угод злиття і поглинання, банкрутств, заміну боргових зобов'язань акціями і фондування боргу відповідно до принципів, розроблених Держрадою КНР;

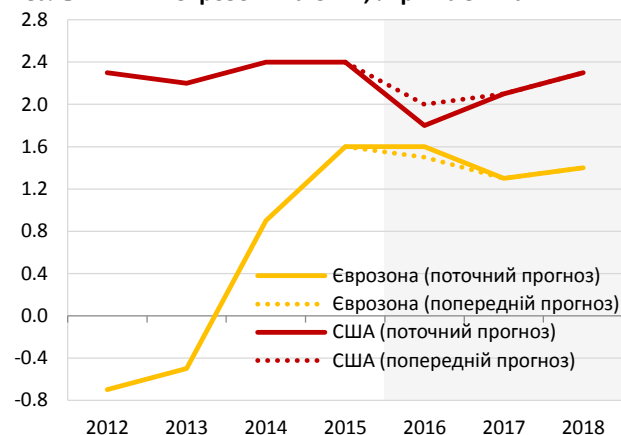
– відновлення споживчого попиту завдяки зменшенню інфляційного тиску та стабілізація обмінного курсу рубля до

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



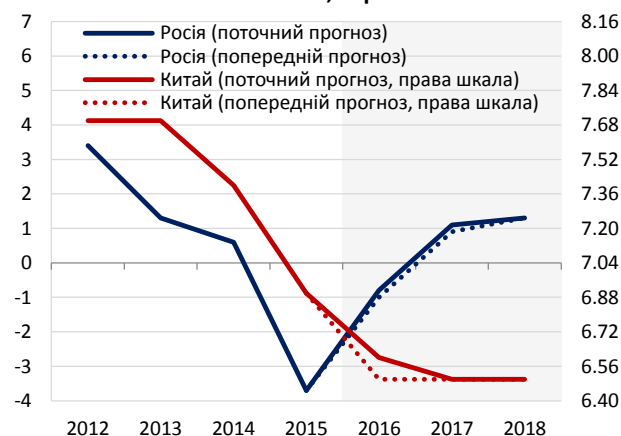
Джерело: оцінка НБУ (попередні дані).

Реальний ВВП Єврозони та США, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

Реальний ВВП Росії та Китаю, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

долара США сприятимуть уповільненню зниження ВВП Росії з подальшим відновленням економічного зростання. Однак позитивний ефект від такої динаміки для України буде мінімізовано наявними торговельними обмеженнями. Водночас активізація економіки Росії матиме позитивний ефект для окремих країн СНД, зокрема Казахстану та Білорусі. Це опосередковано сприятиме поліпшенню зовнішньої кон'юнктури для українських виробників.

Незважаючи на очікуване подальше відновлення економічної активності в країнах – ОТП України, зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів до кінця поточного та в наступні два роки погіршена порівняно з припущеннями попереднього прогнозу. Основною причиною такої динаміки стане суттєве падіння цін на зернові та олійні культури. Додатковими факторами будуть зниження цін на залізну руду та відносно низькі ціни на сталь на тлі значних обсягів пропозиції.

Прогноз світового виробництва зернових у 2016 – 2017 МР очікується на рекордному за всю історію рівні<sup>33</sup>. При цьому на тлі поліпшення погодних умов в Австралії, Канаді, Китаї та США зросли очікування щодо врожаю пшениці. Одночасно передбачається, що незважаючи на прогнозоване зростання попиту, запаси зернових цього року стануть найбільшими за останні сім років. Відповідно внаслідок суттєвих запасів та рекордних урожаїв ціни на зернові залишатимуться на низькому рівні.

Незважаючи на тимчасове підвищення в поточному році, очікується, що ціни на залізну руду в 2017 – 2018 роках і далі знижуватися під впливом зростання обсягів поставок із боку найбільших світових експортерів – Бразилії та Австралії. Так, до 2020 року Бразилія планує збільшити поставки на 29.4%, Австралія – на 11.9%. У разі зростання обсягів поставок такими темпами вже у 2018 році надлишок пропозиції на ринку збільшиться у 2.8 раза (до 56 млн. тонн)<sup>34</sup>. Одночасно збільшити обсяги експорту залізної руди планує Іран, який за підсумками 2015 року посів 11 місце у світі за обсягом експорту залізної руди (14.8 млн. тонн). Це стане можливим з огляду на введення в дію наприкінці 2016 року нового заводу на найбільшому в країні залізорудному комплексі Санган.

До кінця 2016-го – у 2017 роках динаміка цін на сталь залежатиме не лише від політики провідних виробників (Китаю, Японії, Індії, США, Туреччини), а й від формування попиту на сталь. Так, незважаючи на політику зменшення перевиробництва сталі в Китаї, обсяги пропозиції на ринку залишатимуться доволі високими. Водночас збільшення попиту з боку Індії може недостатньо компенсувати зменшення попиту з боку ЄС унаслідок слабкої економічної активності через Brexit. Лише активне запровадження остаточних антидемпінгових мит окремими країнами утримуватиме ціни від їх суттєвого зниження. Поступове відновлення світової економіки з 2018 року сприятиме підвищенню цін на сталь.

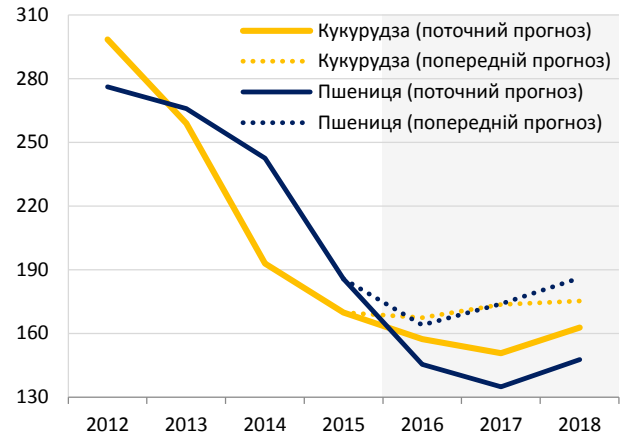
На світовому ринку нафти, починаючи з IV кварталу 2016-го до кінця 2018 року, очікується тенденція до збалансування попиту

**Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ)**



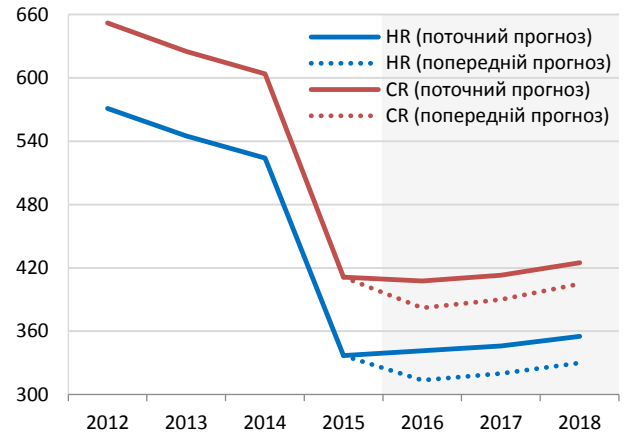
Джерело: розрахунки Національного банку України.

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



Джерело: оцінки НБУ на основі даних МВФ.

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



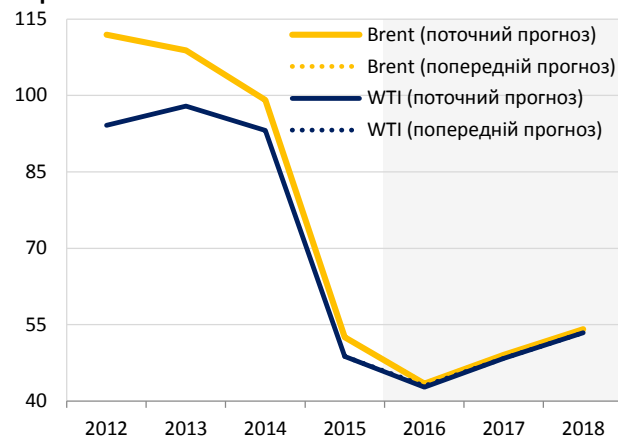
Джерело: оцінки НБУ на основі даних Steel Insight.

<sup>33</sup> За прогнозом International Grain Council від 29.09.2016.

<sup>34</sup> За оцінками Bloomberg.

і пропозиції. Основним фактором стримування зростання пропозиції буде виконання домовленостей між країнами ОПЕК щодо обмеження обсягів видобутку нафти, до якої може приєднатися й Росія. Водночас із 2017 року зростатиме виробництво нафти поза ОПЕК. Зокрема, зростатиме обсяг видобутку нафти Казахстаном (завдяки більш ранньому запуску нового родовища Кашаган, запаси якого оцінюються в 4.8 млрд. т), Канадою та США (завдяки поступовому відновленню роботи сланцевих родовищ), а також Норвегією, Бразилією, Єменом та Азербайджаном. Одночасно в 2017 році спостерігатиметься поступове зростання попиту з боку Індії, яке компенсуватиме його послаблення з боку ЄС. У 2018 році очікується збалансування попиту і пропозиції на ринку нафти. За нашими оцінками, ціни на нафту до кінця 2016 року коливатимуться на рівні близько 50 дол./бар., у 2017 – 2018 роках – у діапазоні 48 – 55 дол./бар.

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



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

	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 1 м <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	481.5	201.2
<b>2015</b>	0.2	12.9	0.7	1.6	-3.7	2.4	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
<b>2016</b>	0.2	6.1	1.4	1.6	-0.8	1.8	1.12	67.6	198.8	43.4	294.4	148.0
<b>2017</b>	1.1	5.0	1.9	1.3	1.1	2.1	1.13	66.7	227.6	49.1	305.0	141.8
<b>2018</b>	1.4	4.0	2.0	1.4	1.3	2.3	1.15	67.5	258.4	54.1	316.3	154.1
<b>зміна за рік, %</b>												
<b>2015</b>							-16.5	59.1	-6.3	-47.0	-30.2	-17.1
<b>2016</b>							0.7	11.0	-27.5	-17.3	-12.4	-11.3
<b>2017</b>							1.0	-1.3	14.5	13.2	3.6	-4.2
<b>2018</b>							1.5	1.1	13.5	10.2	3.7	8.7

\* У середньому за рік.

\*\* Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.



### 3.2. ЦІНИ

Прогноз інфляції залишається на рівні цільових орієнтирів: 12% – на 2016 рік, 8% – на 2017 рік та 6% – на 2018 рік.

Інфляція сирих продуктів у поточному році стримується факторами пропозиції. Хоча їх дія вже вичерпується, але вона є визначальною для зниження прогнозу до 2.0% (з 3.6%) на 2016 рік. Корекція цін у бік зростання на вітчизняному ринку продовольства відбудеться здебільшого в наступному році. Стабілізація базової інфляції в межах 5 – 6% відбуватиметься під впливом вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів, уповільнення імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу та поліпшення інфляційних очікувань. Підвищення тарифів на комунальні послуги підтримуватиме наближення показника інфляції до цільового значення в 2016 році. Водночас уповільнення адміністративно-регульованої інфляції буде ключовим фактором зниження темпів зростання загального ІСЦ відповідно до цільових показників у 2017-2018 роках.

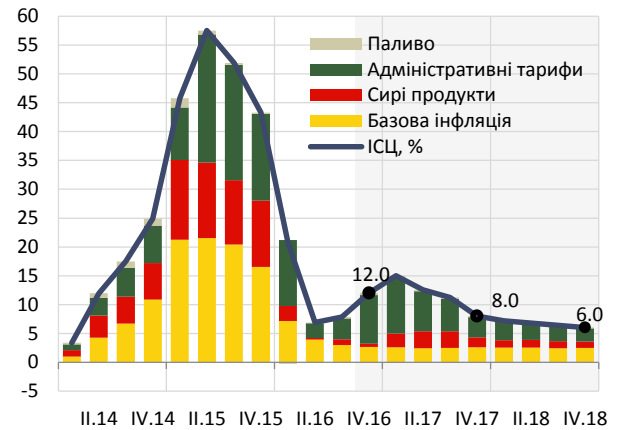
Тривала дія шоків пропозиції (переорієнтація товарних потоків з інших країн через торговельні заборони РФ, а також труднощі з експортом окремих українських продовольчих товарів до країн Близького Сходу), під впливом яких інфляція сирих продуктів протягом 2016 року перебуває на низькому рівні, визначила зниження прогнозу цієї компоненти ІСЦ до 2.0% на кінець року (з 3.6% у попередньому прогнозі). Проте більшість цих факторів розглядаються як тимчасові: їх усунення зумовить корекцію цін на вітчизняному ринку продовольства в бік зростання. Однак ця корекція не буде реалізована повною мірою до кінця поточного року, а частково впливатиме на динаміку цін у наступному році.

У 2017 – 2018 роках ціни на цю групу товарів зростатимуть відповідно на 6.2% та 5.3%, у тому числі за рахунок відновлення зростання цін на продовольство на світових ринках. Проте, очікуване зростання збору врожаю, зокрема зернових культур, буде стримуючим фактором інфляції продовольчих товарів в наступні два роки.

Прогноз базової інфляції протягом усього прогнозного періоду залишається майже незмінним. У 2016 році базова інфляція знизилася до однознакового рівня, відображаючи вплив посилення монетарної політики, стриманого попиту, низької імпортованої інфляції та різкого падіння рівня реальних заробітних плат. До кінця року ми очікуємо її зниження до 5.6% як за рахунок вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів, так і за рахунок зниження імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу та поліпшення інфляційних очікувань.

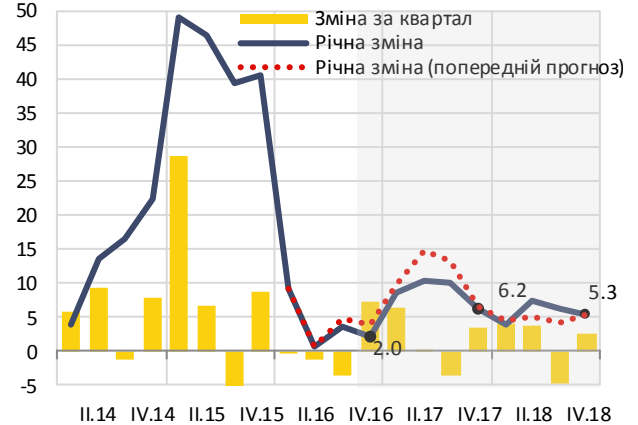
У середньостроковому періоді очікується стабілізація базової інфляції на рівні близько 5%. Імпортована інфляція на прогнозованому горизонті очікується низькою завдяки низькоінфляційному середовищу в країнах – ОТП України та прийнятній волатильності номінального обмінного курсу. Волатильність реального обмінного курсу гривні протягом прогнозного періоду також буде досить невисокою, а його зміцнення стримуватиметься повільним зростанням продуктивності праці в Україні. Вплив з боку споживчого попиту

Внески компонентів у річну зміну ІСЦ, в.п.



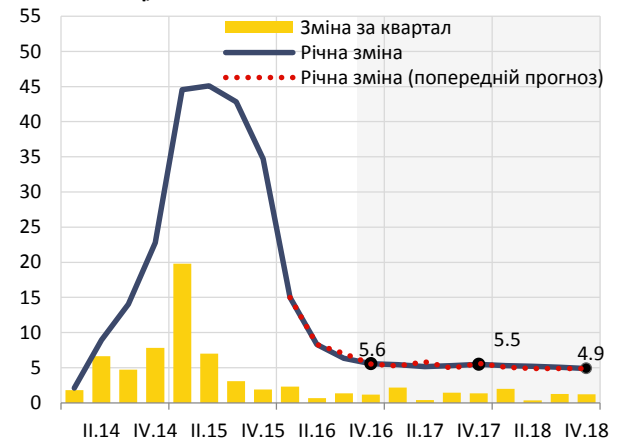
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни сирих продовольчих товарів, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

буде стриманим, економіка на прогностному горизонті поступово наблизатиметься до свого потенційного рівня.

Підвищення адміністративно регульованих цін у 2016 році очікується в розмірі 33% (32% у попередньому прогнозі). До кінця року внесок цієї складової в інфляцію становитиме ще 2. 8 в.п., з яких 2. 4 в.п. визначатимуться підвищенням тарифів на опалення.

У 2017 – 2018 роках адміністративно- регульовані ціни зростатимуть значно нижчими темпами (відповідно 15.6% та 8.9%), однак залишатимуться вагомим чинником інфляції (внески відповідно 3.5 в.п. та 2.0 в.п.). Зокрема очікується, що відповідно до меморандуму з МВФ, перегляд тарифів на газ для населення відбуватиметься щоквартально згідно з динамікою цін на імпортований газ. Відповідний профіль прогнозується і для похідних тарифів – централізованого опалення та гарячого водопостачання.

Очікується, що підвищення ставок акцизних зборів з тютюнової та алкогольної продукції призведе до загального підвищення цін на ці вироби відповідно на 18% і 13% у 2017 році та на 12% і 10% – у наступному.

Зростання цін на паливо на 19% у 2016 році, як і прогнозувалося раніше, зумовлюватиметься переважно частковим відновленням світових цін на нафту. У наступні роки зростання цін на паливо базуватиметься на зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті з урахуванням змін у податковій політиці.

### 3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

Прогноз економічного зростання у 2016 році залишається незмінним – 1.1%. У середньостроковій перспективі ми очікуємо більш помірні темпи зростання, ніж прогнозувалося раніше: у 2017 році – на 2.5%, у 2018 – на 3.5% (у попередньому прогнозі – 3.0% та 4.0%). Таке коригування зумовлено переважно збільшенням від’ємного внеску чистого експорту на тлі збереження відносно високого рівня внутрішнього попиту.

Водночас, приватне споживання в середньостроковій перспективі відновлюватиметься все ще повільно.

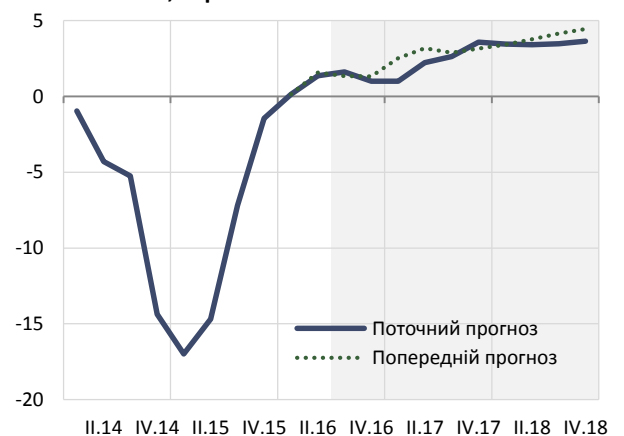
Прогноз зростання приватного споживання у 2016 році збільшено до 2.3% (з 1.6%) за рахунок поліпшення споживчих настроїв населення, а також з урахуванням фактичних даних за I півріччя, що виявилися кращими, ніж прогнозувалося. Однак суттєве зростання видатків населення на оплату комунальних послуг унаслідок підвищення адміністративно- регульованих цін і тарифів залишатиметься стримуючим фактором активнішого відновлення приватного споживання. У 2017 році фіскальна політика, спрямована на компенсацію частки витрат на оплату послуг ЖКГ найбільш вразливим верствам населення шляхом субсидювання, не зможе надати вагомі стимули до зростання споживання. Таким чином, у середньостроковій перспективі ми очікуємо більш помірне зростання приватного споживання: 3.4% у 2017 році та 2.6% – у 2018-му (відповідно 4.2% та 3.2% – у попередньому прогнозі), основними факторами якого стануть реалізація відкладеного попиту і зростання доходів населення.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; НБУ.

Очікуване поступове поживлення кредитної активності, якому сприятиме зниження процентних ставок у економіці, стане додатковим фактором подальшого прискорення приватного споживання.

Суттєвий сплеск інвестицій в основний капітал у першому півріччі поточного року визначив підвищення прогнозу зростання цієї компоненти ВВП до 9.8% за рік з прогнозованих раніше 6.3%. Одночасно формується вища база порівняння для наступного року, що статистично зумовлює зниження темпів зростання інвестицій у 2017 році до 4.3% (із 6.3% у попередньому прогнозі) за незмінного прогнозу їх реального рівня.

Таке зростання інвестицій, яке значною мірою пов'язане зі збільшенням фінансових можливостей експортерів, знаходить відображення в зростанні темпів інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання. Відповідно, ми переглянули оцінку падіння імпорту на поточний рік до 1.4% з 3.0% у попередньому прогнозі, а в 2017 – 2018 роках темпи його зростання сягнуть відповідно 3.9% та 3.0%, що також підтримуватиметься поживленням споживчого попиту.

Після зниження енергетичного імпорту в поточному році (переважно за рахунок зниження обсягів імпорту природного газу) ми очікуємо незначне його зростання в 2017 році, пов'язане з активнішим відновленням окремих виробництв (зокрема, в хімічній промисловості), а також формуванням більших резервів у підземних сховищах газу перед наступним опалювальним сезоном. Проте активне впровадження програм з енергозбереження в умовах зростання світових цін на енергоносії та дії економічно обґрунтованих тарифів на теплопостачання та природний газ зумовлюватиме значно нижчий попит на газ з боку населення та стримуватиме зростання енергетичного імпорту в середньостроковій перспективі.

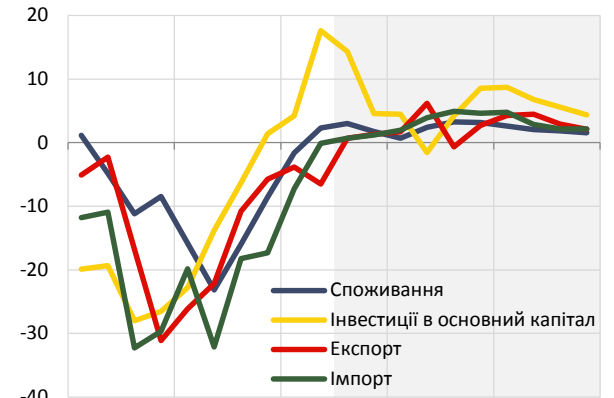
Наші оцінки зміни обсягів експорту частково поліпшилися: після падіння на 2.0% у поточному році, в середньостроковій перспективі відновиться його зростання темпами понад 2% на рік переважно за рахунок поживлення зовнішнього попиту з боку країн – ОТП України та підвищення світових цін на основні експортні товари. Це стимулюватиме зростання випуску основних експортно-орієнтованих виробництв (зокрема металургійної та хімічної промисловості). Додатковий позитивний ефект на експорт продукції сільського господарства очікується також від збільшення врожайності завдяки зростанню інвестицій у галузь.

Як і в попередньому прогнозі, очікується негативний внесок зміни запасів у ВВП 2016 року (-1.2 в.п.) значною мірою внаслідок зниження оцінки середньорічних запасів природного газу в сховищах і вугілля на складах енергогенеруючих підприємств. Проте вже з 2017 року прогнозується позитивний вплив даної компоненти на зростання ВВП, в тому числі за рахунок вирішення проблем з запасами в енергетичній галузі.

**Оцінка потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України**

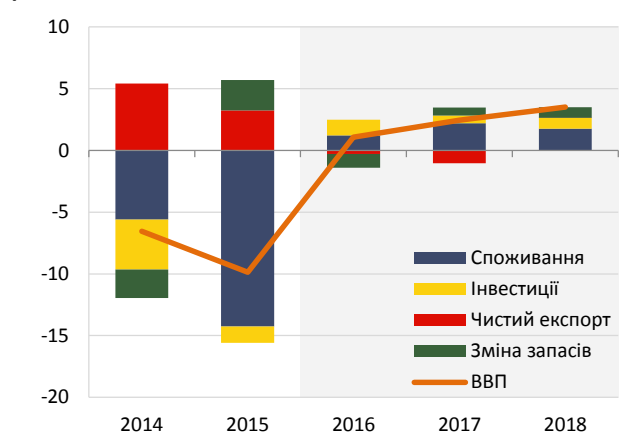
На початку 2016 року потенційний ВВП значно сповільнив падіння в річному вимірі внаслідок затухання ефекту вилучення тимчасово окупованих територій зі статистичної звітності.

**ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна**



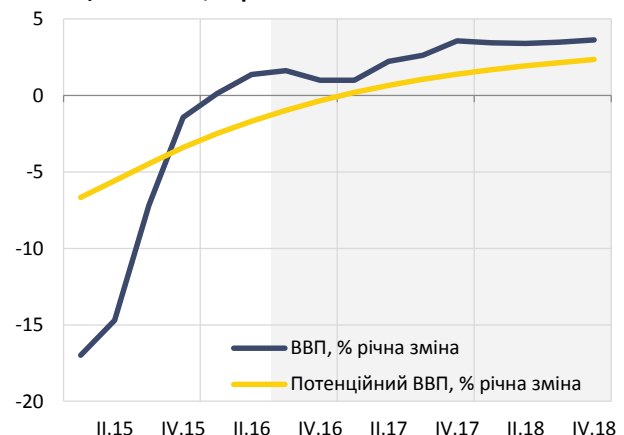
II.14 IV.14 II.15 IV.15 II.16 IV.16 II.17 IV.17 II.18 IV.18  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

**Потенційний ВВП, % річна зміна**



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Відновлення його зростання в річному вимірі ми очікуємо вже на початку 2017 року, а до кінця прогнозного періоду воно пришвидшиться до 2.4%. Головним фактором зростання стане поліпшення сукупної продуктивності факторів виробництва за рахунок реальної конвергенції<sup>35</sup> економіки України. На тлі поступового зниження ризиків ескалації військового конфлікту і поступу в структурних реформах ми очікуємо прискорення зростання сукупної продуктивності факторів до 3%.

Проте зростання потенційного ВВП частково стримуватиметься недостатнім рівнем наявного капіталу. Хоча рівень інвестицій суттєво зріс у II кварталі 2016 року, за нашими оцінками на прогнозованому горизонті накопичення основних засобів буде дещо нижчим за їх амортизацію. Відповідно, рівень капіталу в реальному вимірі поступово знижуватиметься.

Іншим обмежуючим чинником стане несприятливий демографічний тренд до зниження кількості населення, що зумовлюватиме подальше скорочення пропозиції робочої сили. Також на прогнозованому горизонті залишатиметься вагомим вплив чинників міграції, зокрема до Польщі<sup>36</sup>. Одночасно, природний рівень безробіття залишатиметься високим унаслідок структурних диспропорцій на ринку праці.

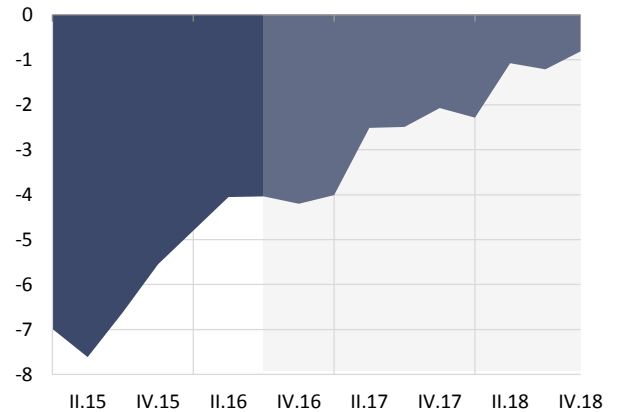
Розрив випуску в II половині 2016 року залишається від'ємним, проте загалом цей від'ємний розрив скорочується з початку 2015 року. Серед ключових чинників скорочення – зниження ризиків ескалації військового конфлікту і відповідне збільшення схильності економічних агентів до інвестиційних і довгострокових споживчих рішень. Також поступово знижується стримуючий вплив з боку фіскальної та монетарної політики. Ці ж фактори зумовлюватимуть подальше скорочення від'ємного розриву випуску на прогнозованому горизонті, і ми очікуємо, що наприкінці 2018 року розрив становитиме -0.8%. Така динаміка розриву ВВП демонструє відсутність тиску з боку попиту на інфляційні процеси на прогнозованому горизонті.

### Фіскальний сектор

Ми, як і раніше, оцінюємо фіскальну політику в поточному році як стриману (структурне сальдо зведеного бюджету очікується близьким до нуля) з подальшим поступовим пом'якшенням на прогнозованому горизонті. Первинний профіцит зведеного бюджету очікується в розмірі 1.9% ВВП із поступовим зниженням у наступних роках та визначатиметься значною часткою видатків на обслуговування боргу (понад 4% ВВП) у структурі державних видатків.

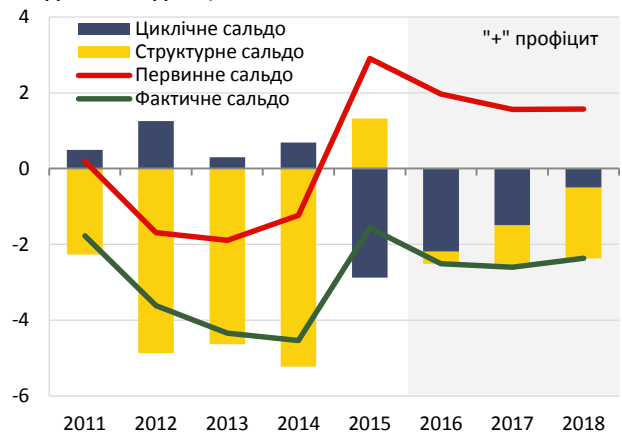
Очікується, що зростання доходів зведеного бюджету в 2016 році перевищить загальний рівень інфляції на 2 в. п. та визначатиметься суттєвим зростанням усіх податкових надходжень (загалом на 24%), крім податків на міжнародну торгівлю, котрі знизяться вдвічі завдяки відміні додаткового імпортного збору в поточному році. Частково таке зростання доходів бюджету стримуватиметься за рахунок неподаткових надходжень (-17%), що зумовлене зниженням обсягів перерахувань прибутку Національним банком (до 1.7% ВВП порівняно з 3.1% ВВП у минулому році).

Розрив ВВП, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>35</sup> Загалом продуктивність у країнах, що розвиваються, зростає швидше ніж у розвинених країнах. Причинами виступають вища дохідність на додаткову одиницю капіталу та можливість копіювати нові технології.

<sup>36</sup> Див. [http://www.nbp.pl/en/publikacje/raport\\_inflacja/iraport\\_july2016.pdf](http://www.nbp.pl/en/publikacje/raport_inflacja/iraport_july2016.pdf) (стор. 64).

Суттєве зростання обсягів коштів, що спрямовуються на покриття дефіциту Пенсійного фонду у зв'язку зі зниженням ставки ЄСВ, а також субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, котрі значно зросли в поточному році, в умовах високих потреб на оборону обмежуватиме спроможності державного бюджету на видатки розвитку. Тому капітальні видатки визначатимуться переважно можливостями місцевих бюджетів, які сформували суттєвий профіцит у поточному році.

Наша оцінка інших квазіфіскальних потреб не змінилася – вже в поточному році тиск із їхнього боку суттєво знизиться. Зокрема потреби в покритті збитків НАК “Нафтогаз” із бюджету зникнуть у зв'язку з приведенням тарифів ЖКГ до рівнів покриття собівартості первинних енергоресурсів, а завершення очищення банківської системи визначатиме зменшення квазіфіскальних потреб із боку банківського сектору та ФГВФО.

Таким чином, ми не змінюємо свою попередню оцінку фіскальної політики, яка за поточної реалізації дасть змогу утримати дефіцит зведеного бюджету в межах 2.6% ВВП, а дефіцит СЗДУ (без урахування НАК “Нафтогаз” та потреб на рекапіталізацію банків) – у межах 3% ВВП.

### 3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У 2016 році очікується зростання дефіциту поточного рахунку до 2.5 млрд. дол. США, а в 2017-2018 роках прогнозується його подальше незначне розширення (до 2.9 та 2.8 млрд. дол. США відповідно). Збільшення прогнозу дефіциту поточного рахунку було зумовлено погіршенням умов торгівлі та швидшим, ніж очікувалося, відновленням інвестиційного імпорту.

Погіршення динаміки поточного рахунку супроводжуватиметься зростанням надходжень за фінансовим рахунком. У 2016 році ключовим фактором формування профіциту за фінансовим рахунком і зведеного платіжного балансу є скорочення готівкової валюти поза банками. У 2017-2018 роках очікується, що цей фактор вже не буде домінуючим, провідну роль відіграватиме приплив іноземного інвестиційного та боргового капіталу. Одночасно, продовжить активно залучати фінансові ресурси державний сектор.

У результаті в 2016 році профіцит зведеного платіжного балансу (1.7 млрд. дол. США) разом із отриманням фінансування від МВФ дасть змогу збільшити обсяги міжнародних резервів до 17.5 млрд. дол. США, або 4.1 місяця імпорту майбутнього періоду. У наступні роки накопичення міжнародних резервів продовжиться завдяки подальшому формуванню профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню кредитів від МВФ.

У 2016 році прогноз дефіциту поточного рахунку було збільшено до 2.5 млрд. дол. США (порівняно з 1.8 млрд. дол. США в попередньому прогнозі) або 2.8% ВВП через більш швидке відновлення імпорту інвестиційного призначення та погіршення умов торгівлі внаслідок падіння цін на зернові. Зменшення профіциту торгівлі послугами через більш швидке відновлення імпорту за статтею "подорожі" було компенсовано збільшенням приватних грошових переказів.

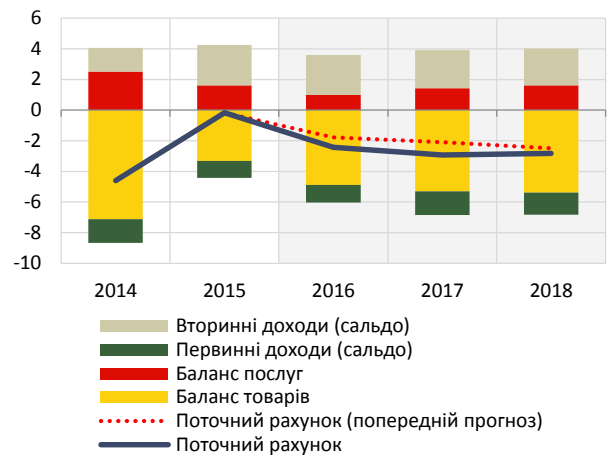
У 2016 році очікується зниження темпів падіння експорту товарів до 7.2% (порівняно з 8.8%) через збільшення прогнозу врожаю соняшнику та зернових, відновлення роботи окремих заводів хімічної промисловості, а також більш високий рівень цін на чорні метали.

У 2016/2017 маркетинговому році фізичні обсяги експорту зернових було збільшено до 39 млн.т (порівняно з 36 млн. т). Водночас позитивний ефект врожаю буде частково нівельований більшим, ніж очікувалося, падінням цін на зернові. У результаті в 2016 році прогнозується зниження темпів падіння експорту зернових до 3.1% (порівняно з 6.2%). Завдяки вищому врожаю було підвищено і темпи зростання експорту соняшникової олії до 14.8% (порівняно з 13%).

Падіння експорту продукції хімічної промисловості очікується не таким глибоким, як у попередньому прогнозі (23% порівняно з 29.5%), на тлі відновлення роботи деяких підприємств галузі. Темпи скорочення експорту чорних металів також прогнозуються дещо нижчими – 3.7% (порівняно з 5.0%) завдяки більш високому рівню цін.

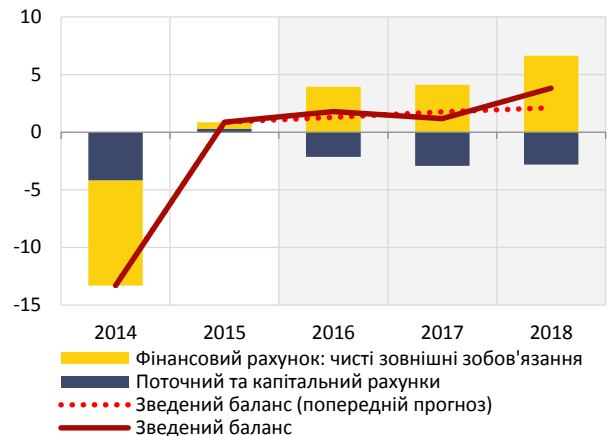
Скорочення темпів падіння імпорту товарів у 2016 році до 2.9% (порівняно з 6.8%) зумовлено швидшим зростанням імпорту машинобудування, а також переглядом обсягів неформальної торгівлі.

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



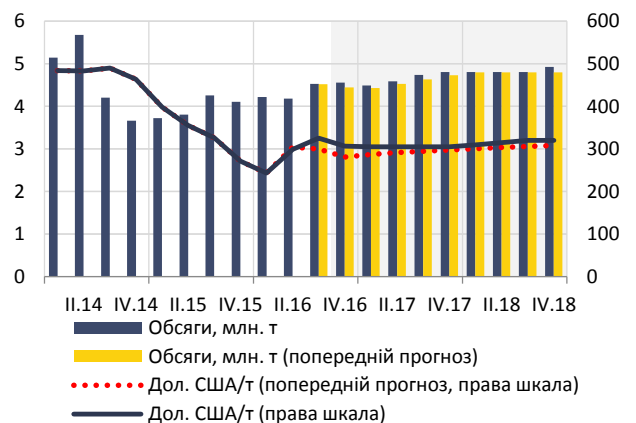
Джерело: НБУ.

Зведений рахунок платіжного балансу, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Очікування вищого врожаю спонукало аграріїв до більш швидкого оновлення техніки, що зумовило підвищення прогнозу імпорту машинобудування до 27.4% у 2016 році (порівняно з 20.5%). Крім того було підвищено й імпорт добрив для підтримання високої врожайності в подальшому.

За результатами перегляду статистики неформального імпорту в першому півріччі 2016 року було суттєво збільшено його частку і на прогнозному горизонті. Також було підвищено прогноз імпорту продовольчих товарів унаслідок збереження високого рівня внутрішнього попиту.

У результаті прогноз зростання неенергетичного імпорту було збільшено до 10% (порівняно з 5.5%). Прогноз енергетичного імпорту також підвищився внаслідок зменшення темпів падіння імпорту нафтопродуктів до 19.9% (порівняно з 30.8%) як за рахунок додаткового попиту (у т.ч. з боку аграріїв), так і за рахунок швидкого зростання цін.

Прискорення товарообороту, пожвавлення економічної активності та зростання реальних доходів населення з II кварталу 2016 року також відобразилося на імпорті послуг (зростання на 2.6% порівняно з падінням на 1.1%). Було збільшено імпорт як транспортних послуг, так і за статтею "подорожі". Водночас експорт послуг залишився майже без змін.

У 2016 році очікується зростання (на відміну від невеликого скорочення в попередньому прогнозі) приватних грошових переказів в Україну на 3.3% через більші, ніж очіувалися, надходження з країн ЄС та США.

Зняття обмежень щодо репатріації дивідендів за 2014-2015 роки були враховані в попередньому прогнозі, тому очікувані обсяги виплат за дивідендами залишилися майже без змін.

Прогноз дефіциту поточного рахунку у 2017-2018 роках збільшено до 2.9 та 2.8 млрд. дол. США відповідно (порівняно з 2.1 та 2.5 млрд. дол. США) через розширення дефіциту товарного балансу. Темпи зростання експорту товарів очікуються вищими, ніж у попередньому прогнозі – 4.2% та 5.5% у 2017 та 2018 роках відповідно. Основними драйверами зростання залишатимуться високий урожай зернових та сояшнику через збільшення врожайності.

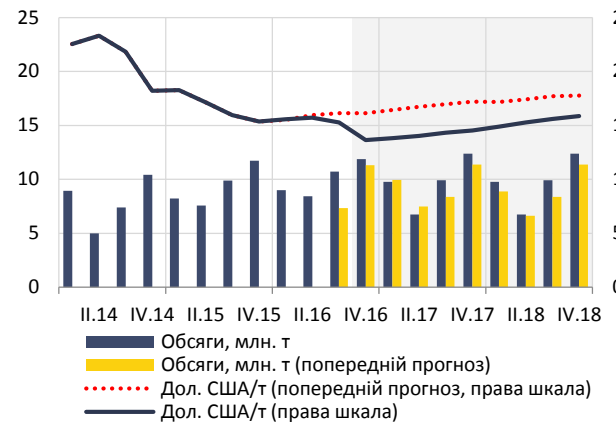
Крім того, очікується продовження відновлення експорту хімічної продукції. Також вищими темпами зростатиме експорт металургійної продукції як через вищий рівень цін, так і незначне збільшення фізичних обсягів.

Темпи зростання імпорту товарів були переглянуті в бік підвищення ще більше – до 4.7% та 5.0% у 2017 та 2018 роках відповідно. Основними драйверами такого зростання будуть імпорт продукції машинобудування та продовольчих товарів унаслідок поступового відновлення внутрішнього попиту.

У 2017 та 2018 роках додатне сальдо торгівлі послугами скоротиться порівняно з попереднім прогнозом за рахунок зростання імпорту послуг насамперед за статтею "подорожі". Це буде компенсовано збільшенням грошових переказів унаслідок зростання кількості трудових мігрантів до країн ЄС.

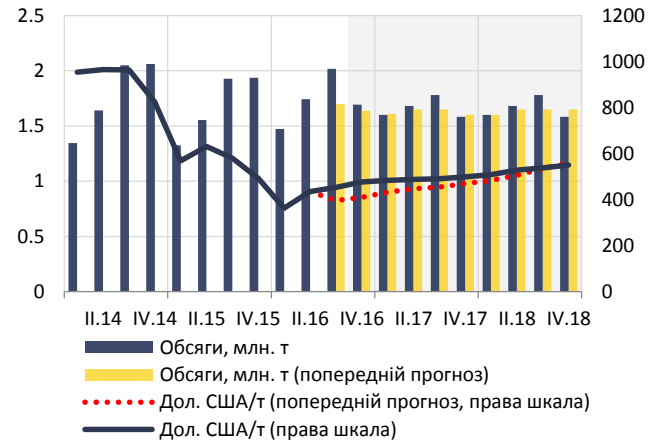
Прогноз чистих надходжень капіталу за фінансовим рахунком у 2016 році було збільшено до 3.9 млрд. дол. США (порівняно з 2.8 млрд. дол. США) насамперед через прискорення скорочення готівкової валюти поза банками, у тому числі в результаті перегляду обсягів неформального імпорту.

### Експорт зернових



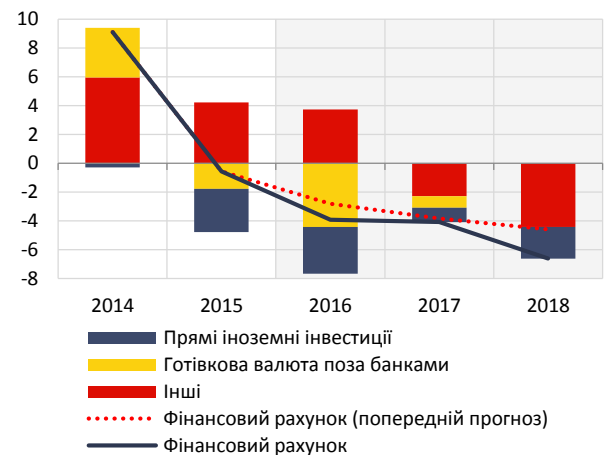
Джерело: НБУ.

### Імпорт нафтопродуктів



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ, МВФ.

Прогноз надходжень прямих іноземних інвестицій у 2016 році було збільшено до 3.2 млрд. дол. США (порівняно з 2.4 млрд. дол. США) через відновлення надходження інвестицій у реальний сектор. За результатами року їх обсяги очікуються на рівні 1 млрд. дол. США.

Приплив боргового капіталу в реальний та банківський сектори був дещо меншим, ніж очікувалося, тому прогноз чистих залучень за борговими інструментами на 2016 рік був переглянутий у бік зниження. У результаті роловер за довгостроковим боргом приватного сектору було зменшено до 58% (порівняно з 70%), а без урахування операцій із конвертування боргу в акціонерний капітал – до 71%.

Надходження офіційного фінансування у 2016 році залишилося без змін – 4.8 млрд. дол. США (у т.ч. від МВФ – 2.3 млрд. дол. США).

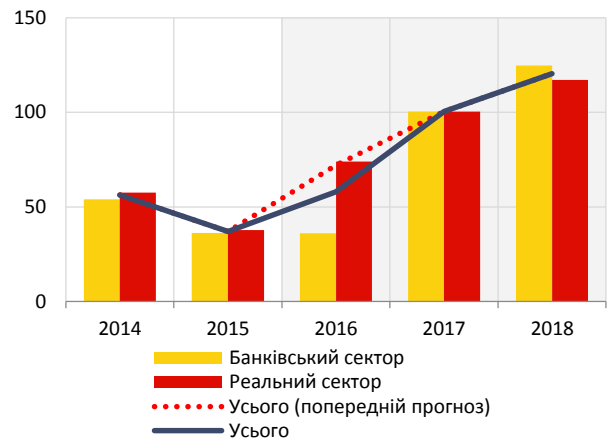
У 2017 році прогноз чистих залучень за фінансовим рахунком було збільшено до 4.1 млрд. дол. США через продовження скорочення готівкової валюти поза банками на 0.8 млрд. дол. США (порівняно з відсутністю такого скорочення у попередньому прогнозі).

Водночас зростання прямих іноземних інвестицій очікується не таким суттєвим – 1 млрд. дол. США (порівняно з 1.6 млрд. дол. США) через більш повільне відновлення інвестиційного клімату. Проте, на відміну від 2016 року їх основна частка буде спрямована до реального сектору економіки. Як і в попередньому прогнозі, очікується зростання надходжень боргового капіталу та відповідне збільшення роловеру приватного сектору до 100%.

У 2018 році прогнозується зростання чистих надходжень за фінансовим рахунком до 6.6 млрд. дол. США (порівняно з 4.6 млрд. дол. США), насамперед унаслідок додаткового розміщення ОЗДП на суму 2 млрд. дол. США. Як і в попередньому прогнозі, очікується підвищення роловеру приватного сектору до 120% унаслідок продовження зниження системних ризиків в економіці України.

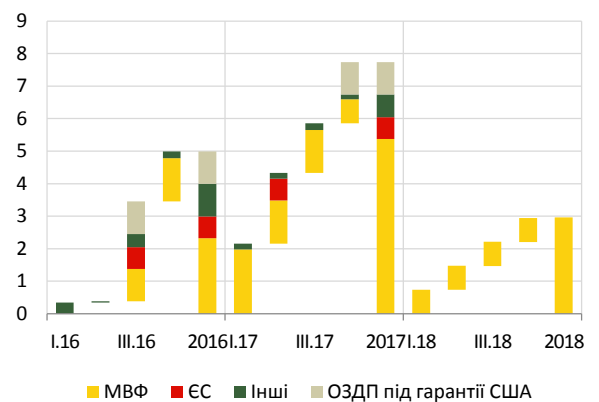
На прогнозному горизонті очікується продовження нарощення міжнародних резервів – до 17.5 млрд. дол. США на кінець 2016 року та до 27.8 млрд. дол. США на кінець 2018 року. Такий рівень наблизатиметься до 100% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. Відповідне збільшення резервів відбуватиметься завдяки збереженню профіциту зведеного платіжного балансу протягом трьох наступних років, а також продовженню надходжень наступних траншів від МВФ за програмою EFF.

**Роловер приватного сектору, %**



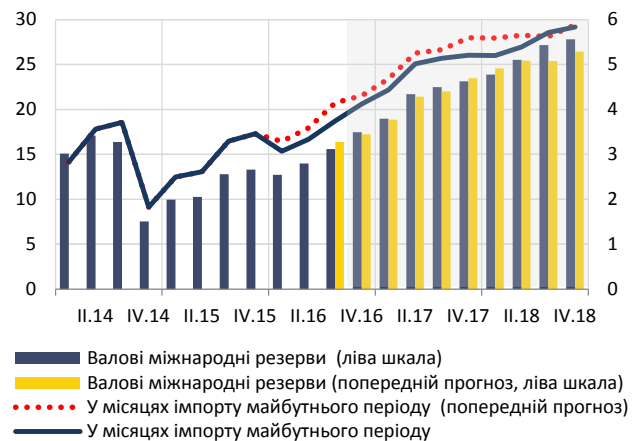
Джерело: НБУ.

**Офіційне фінансування, млрд. дол. США**



Джерело: НБУ, МВФ.

**Міжнародні резерви**



Джерело: НБУ.



### 3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Зростання довіри населення до банківської системи та економічної активності суб'єктів господарювання, збільшення реальних доходів населення сприятимуть збереженню тренду щодо припливу депозитів у банки. Поступове відновлення попиту на гроші відбуватиметься на фоні сталого зниження інфляційного тиску та ринкових процентних ставок.

У 2016 році прогнозується збільшення як грошової маси, так і грошової бази на рівні біля 9%. Чинниками приросту грошової бази однаковою мірою будуть як коррахунки банків, так і готівка в обігу.

До кінця 2016 року основним інструментом регулювання ліквідності банківської системи залишатимуться операції Національного банку з випуску депозитних сертифікатів.

Аукціони Національного банку з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів будуть основними джерелами насичення ліквідністю банківської системи до кінця наступного року.

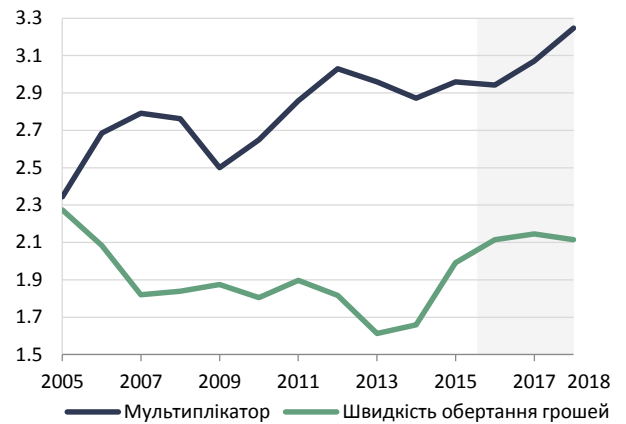
В умовах зниження ризиків макроекономічного середовища, та поліпшення інфляційних очікувань, Національний банк і надалі дотримуватиметься курсу на пом'якшення монетарної політики. Це, відповідно, сприятиме поступовому зниженню процентних ставок за операціями банків.

Подальша стабілізація монетарної сфери очікується й у 2017 – 2018 роках. Уповільнення інфляції та прискорення економічного зростання сприятимуть зростанню попиту на гроші за одночасного зниження вартості ресурсів.

Продовження співпраці з МВФ стане не лише джерелом збільшення міжнародних резервів країни, а й відкриє для України доступ до фінансування від інших міжнародних організацій та інвесторів, що позитивно впливатиме на темпи економічного зростання.

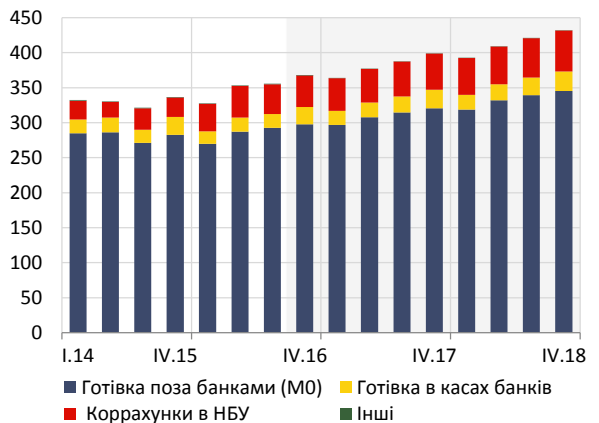
Збільшення грошової маси у 2017 та 2018 роках (відповідно на майже 13% та 14%) очікується за рахунок як депозитної, так і готівкової складових. Заміщення готівкових розрахунків безготівковими відобразиться, зокрема, у збереженні тенденції до зростання мультиплікації коштів. За таких умов річний приріст грошової бази протягом цього періоду буде дещо меншим – по 8% щороку.

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



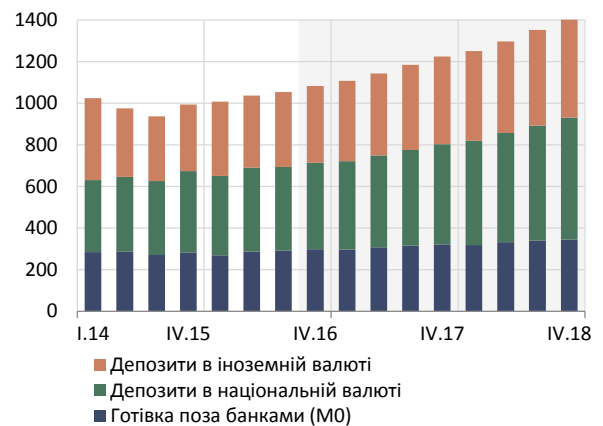
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Грошова маса (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

### 3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

Основними негативними ризиками прогнозу для економічного розвитку, як і раніше, залишаються можлива ескалація бойових дій на сході України, падіння світових цін на сировинні товари та зменшення зовнішньої підтримки у випадку гальмування реформ.

Серед зовнішніх умов значний ризик створює подальше падіння цін на світових товарних ринках, збільшення тиску на валюти країн із сировинними економіками та відповідне скорочення попиту з їхнього боку. Це зумовлюватиме зниження виручки українських експортерів та відповідне посилення тиску на обмінний курс гривні. Вплив на інфляцію в такому випадку буде різноспрямований – з одного боку, погіршення світової кон'юнктури зумовить уповільнення економічної активності та зниження цін на сировинні товари в іноземній валюті, що стримуватиме інфляцію, а з іншого – послаблення гривні через ефект передачі тиснутиме на інфляцію в бік підвищення. Реакція монетарної політики визначатиметься балансом впливу цих факторів, проте зростає ймовірність більш стриманої монетарної політики, ніж у базовому сценарії, для забезпечення утримання інфляції в межах цільових орієнтирів.

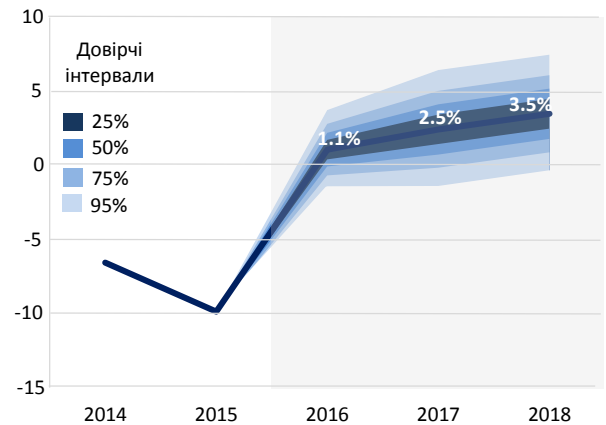
У випадку повільної або неефективної реалізації реформ можливе посилення політичної нестабільності і відповідне підвищення премії за ризик, що погіршуватиме інфляційні та курсові очікування, посилюючи цим інфляційний тиск та зумовлюючи проведення жорсткішої монетарної політики, спрямованої на подолання реалізації інфляційних ризиків. Індикатором погіршення прогресу в проведенні реформ може стати недосконале проведення приватизаційної кампанії, що з великою ймовірністю призведе до погіршення оцінки інвесторів щодо перспектив розвитку економіки.

Основним припущенням оптимістичного сценарію є прискорене зростання цін на світових товарних ринках. Ураховуючи значну частку сировинного експорту (металів та зерна), це зумовить зростання експортної виручки та приплив капіталу за фінансовим рахунком, а отже – відповідний тиск у бік зміцнення гривні. Зростання фізичних обсягів експорту стимулюватиме підвищення економічної активності, що може прискорювати базову інфляцію, однак ефекти від зміцнення курсу гривні будуть суттєвішими. Тож Національний банк за такого сценарію матиме можливості більше знижувати свою ключову процентну ставку, що підвищуватиме привабливість інвестицій та додатково стимулюватиме прискорення відновлення економічної активності.

Розподіл ризиків стосовно подальшого інфляційного розвитку залишається зміщеним у бік зростання в поточному році та симетричним – на кінець наступного. Відхилення рівня споживчої інфляції від 12% на кінець 2016 року спостерігатиметься у випадку реалізації короткострокових шоків пропозиції. Ефект від скасування державного регулювання вартості соціальних продуктів може проявитися через вище, ніж прогнозується, зростання адміністративно-регульованих цін. Очікувана в наступному році корекція цін на продовольчому ринку через усунення окремих шоків пропозиції, що діяли в 2016 році, формує певні ризики зростання інфляції вище цільового рівня, проте стримуючими факторами розглядаються суттєвіші ефекти з боку слабого споживчого попиту, а також кращі зовнішні умови.

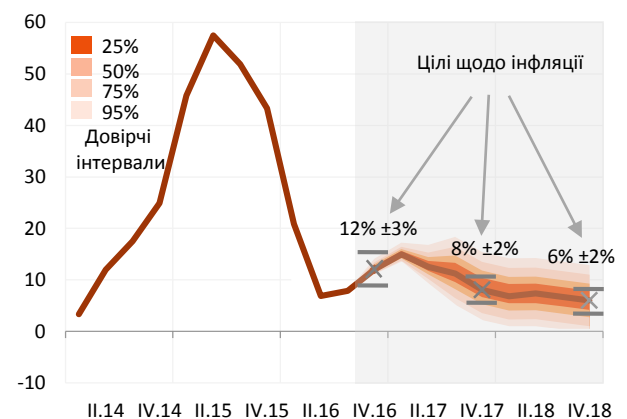
Також вагомою є невизначеність, пов'язана з намірами уряду щодо підвищення у 2017 році мінімальної заробітної плати більш ніж удвічі від поточного рівня. Оскільки ініціатива була оголошена напередодні затвердження макроекономічного прогнозу, а її детальні параметри ще не оприлюднені, ефекти запровадження цього заходу будуть враховані в наступному Інфляційному звіті.

Прогноз реального ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % 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%.

## Макроекономічний прогноз (Жовтень 2016)

Показники	2013				2014				2015				2016				2017				2018			
	прогноз				прогноз				прогноз				прогноз				прогноз				прогноз			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше</b>	1465	1587	1979	2282	2290	2282	513	609	752	754	2627	2632	581	686	847	849	2964	2983						
Номинальний ВВП, млрд. грн. СНР 2008	0.0	-6.6	-9.9	1.1	1.1	1.1	1.0	2.2	2.6	3.6	2.5	3.0	3.4	3.4	3.5	3.6	3.5	4.0						
Реальний ВВП	4.3	15.9	38.4	14.4	14.4	14.0	-	-	-	-	12.0	12.0	-	-	-	-	9.0	9.0						
ІСЦ (середнє за період)	-0.3	12.1	48.7	13.8	13.8	11.7	-	-	-	-	11.6	11.9	-	-	-	-	6.4	6.4						
ІЦВ (середнє за період)	-0.1	17.1	36.0	18.5	18.5	14.2	-	-	-	-	16.7	11.1	-	-	-	-	9.9	8.9						
ІСЦ (на кінець періоду)	0.5	24.9	43.3	12.0	12.0	12.0	4.2	1.3	0.2	2.2	8.0	8.0	3.1	1.8	-0.4	1.5	6.0	6.0						
Базова інфляція (на кінець періоду)	0.1	22.8	34.7	5.6	5.6	5.5	2.2	0.4	1.4	1.4	5.5	5.6	2.0	0.3	1.3	1.2	4.9	4.9						
Небазова інфляція (на кінець періоду)	0.9	26.8	50.9	17.7	17.8	17.7	6.1	2.0	-0.9	2.9	10.3	10.2	4.0	3.1	-2.0	1.8	7.1	7.1						
У тому числі адміністративно регульовані ціни	3.5	29.0	64.4	33.0	33.0	32.0	6.0	3.9	2.3	2.6	15.6	14.4	4.1	2.3	1.1	1.2	8.9	8.9						
ІЦВ (на кінець періоду)	1.7	31.8	25.4	17.1	24.9	17.1	3.7	3.1	2.2	1.4	10.8	10.0	2.9	3.5	1.3	0.9	8.9	8.3						
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																								
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.	-63.6	-72.0	-30.9	-59.8	-59.8	-58.3	-	-	-	-	-71.9	-70.0	-	-	-	-	-79.9	-74.4						
% ВВП	-4.3	-4.5	-1.6	-2.6	-2.6	-2.6	-	-	-	-	-2.7	-2.7	-	-	-	-	-2.7	-2.5						
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	-57.5	-70.3	-17.0	-64.2	-64.2	-66.9	-	-	-	-	-80.9	-77.8	-	-	-	-	-88.2	-81.4						
% ВВП	-3.9	-4.4	-0.9	-2.8	-2.8	-2.9	-	-	-	-	-3.1	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-2.7						
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-5.8	-9.9	-1.8	-2.8	-2.8	-2.9	-	-	-	-	-3.1	-3.0	-	-	-	-	-3.0	-2.7						
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																								
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-16.5	-4.6	-0.2	-2.5	-2.5	-1.8	-1.1	-0.3	-1.3	-0.3	-2.9	-2.1	-1.1	-0.2	-1.3	-0.3	-2.8	-2.5						
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	-18.6	9.1	-0.6	-3.9	-3.9	-2.8	-0.6	-1.6	-1.1	-0.7	-4.1	-3.8	-1.6	-1.6	-2.7	-0.7	-6.6	-4.6						
Зведений баланс, млрд. дол. США	2.0	-13.3	0.8	1.7	1.7	1.3	-0.5	1.4	-0.2	0.5	1.2	1.7	0.5	1.4	0.4	3.8	2.1							
Валові резерви, млрд. дол. США	20.4	7.5	13.3	17.5	17.5	17.2	19.0	21.7	22.5	23.1	23.1	23.5	23.9	25.5	27.2	27.8	27.8	26.4						
Місяць імпорту майбутнього періоду	3.5	1.8	3.3	4.1	4.1	4.3	4.4	5.0	5.1	5.2	5.2	5.6	5.2	5.4	5.7	5.8	5.8	5.9						
Експорт товарів, річна зміна (%)	-7.5	-15.0	-29.9	-7.2	-7.2	-8.8	12.8	-2.6	3.2	4.5	4.2	2.5	7.4	5.1	4.5	5.4	5.5	3.6						
Імпорту товарів, річна зміна (%)	-5.3	-27.8	-32.6	-2.9	-2.9	-6.8	8.7	5.9	-2.6	8.0	4.7	4.0	5.1	2.9	4.6	7.1	5.0	4.7						
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																								
Грошова база, %	20.3	8.5	0.8	9.5	9.5	8.2	-1.1	2.5	5.3	8.4	8.4	8.7	-1.6	2.5	5.5	8.2	8.2	9.0						
Грошова маса, %	17.6	5.3	3.9	8.9	8.9	10.8	2.4	5.6	9.4	13.2	13.2	16.1	2.1	5.8	10.4	14.5	14.5	16.8						
Швидкість обертання (на кінець року)	1.59	1.64	2.0	2.1	2.1	2.1	-	-	-	-	2.1	2.1	-	-	-	-	2.1	2.1						