



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

# ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



---

ЛИПЕНЬ 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 28 липня 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 – 27 липня 2016 року.

---

<sup>1</sup> Рішення Правління Національного банку України від 28 липня 2016 року № 173-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 .....	13
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК .....	13
2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК .....	18
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ .....	24
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР .....	29
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС .....	32
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ.....	40
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ .....	46
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ .....	46
3.2. ЦІНИ .....	49
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА .....	51
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
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОМ	Міжнародна організація з міграції
МОП	Міжнародна організація праці
МФУ	Міністерство фінансів України
НБУ	Національний банк України
НЕОК	Номинальний ефективний обмінний курс
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ОДЦР	Чиста офіційна допомога в цілях розвитку
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
СОТ	Світова організація торгівлі
США	Сполучені Штати Америки
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
MSCI	Morgan Stanley Capital International
млн.	мільйон
млрд.	мільярд
грн.	гривня
дол. США	долар США
руб.	російський рубль
МО	готівка
МЗ	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
дол./бар.	доларів США за 1 барель
дол./т	доларів США за 1 тону
дол./євро	доларів США за 1 євро
руб./дол.	російських рублів за 1 долар США
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі

## 1. ГОЛОВНЕ

### Триває послаблення інфляційного тиску

Сповільнення **споживчої інфляції** (до 6.9% р/р у червні) випереджало прогнозну траєкторію, опубліковану в попередньому Інфляційному звіті. Цьому сприяли низький сукупний попит, поступове зміцнення обмінного курсу гривні та висока пропозиція продовольчих товарів.

Ці чинники зумовили стрімкіше, ніж очікувалося в попередньому прогнозі, зниження базової інфляції і темпів зростання цін на сирі продукти харчування та компенсували більший внесок адміністративно регульованих цін і тарифів, а також цін на паливо. Уповільнення фактичної інфляції разом зі зміцненням обмінного курсу забезпечило також підґрунтя для подальшого поліпшення інфляційних очікувань.

Причиною зміцнення **обмінного курсу гривні** відносно долара США було перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом на неї. Зовнішньоекономічна кон'юнктура для українських виробників протягом останніх місяців була сприятливішою, ніж закладалось у припущення попереднього прогнозу. Так, у II кварталі 2016 року істотно зросли світові ціни на сталь і залізну руду, повністю компенсувавши глибоке падіння у I кварталі; вищими, ніж очікувалося, були й ціни на зернові. Хоча результати референдуму щодо виходу Великобританії зі складу ЄС спричинили різку реакцію на світових фінансових і товарних ринках, вона була тимчасовою.

Ситуація на ринку праці поступово поліпшується, але поки що цього недостатньо для стимулювання споживання. **Рівень безробіття** залишився високим. Водночас із березня вперше за два роки відновилося зростання **реальної заробітної плати** на тлі послаблення інфляційних процесів. Однак споживчий попит, як і раніше, не створював додаткового тиску на інфляцію.

### 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.

У другому півріччі поточного року показник інфляції в річному вимірі наблизиться до цільового рівня головним чином як результат відображення в статистиці підвищення тарифів на комунальні послуги. Водночас швидше, ніж прогнозувалося раніше, сповільнюватиметься інфляція за іншими компонентами споживчого кошика – базової інфляції та сирих продуктів. Це пов'язано з факторами пропозиції, зниженням імпортованої інфляції в умовах меншої волатильності обмінного курсу та поліпшенням інфляційних очікувань. У результаті на кінець року очікуємо, що базова інфляція, яка відображає фундаментальні цінові тенденції, знизиться до 5.5%. У середньостроковому періоді очікується досягнення базовою інфляцією рівня 5%.

Повернення інфляції з поточного рівня до цільових значень буде підтримане зростанням **цін на світових товарних ринках**, насамперед на нафту. Водночас світовий урожай зернових у поточному році може стати другим за обсягами за всю історію, що зумовлюватиме більш стримане зростання цін на них.

### Інвестиції та чистий експорт – основні драйвери економічного зростання

У I кварталі 2016 року вперше з початку 2014 року відбулося **зростання реального ВВП** у річному вимірі – на 0.1%. Але воно було стриманішим за очікуване через погіршення динаміки окремих секторів послуг, тоді як виробничі сектори демонстрували приріст.

Основним рушієм економічного зростання була зовнішня торгівля, попри обмеження на транзит українського експорту через територію Російської Федерації, які діяли на початку 2016 року. Також спостерігалось зростання внутрішнього інвестиційного попиту, тоді як внутрішнє приватне споживання залишалось слабким.

У II кварталі 2016 року розвиток зовнішнього середовища був сприятливішим, ніж закладалось в попередньому прогнозі. Водночас наприкінці кварталу реалізувалися непередбачені внутрішні ризики, що викликали ускладнення в гірничо-металургійному комплексі. Це спричинило тимчасовий, однак значний спад промислового виробництва у червні. Тому, за оцінками Національного банку, у II кварталі економічне відновлення відбувалося повільніше, ніж очікувалося.

Водночас, за нашими оцінками, у II кварталі зберігся додатний внесок чистого експорту в зростання економіки. Стан **поточного рахунку** в цей період суттєво поліпшився. По-перше, послабилися транзитні обмеження з боку Росії. По-друге, ціни на сировинні товари були вищими від очікуваних. По-третє, обсяги експорту зернових

виявилися більшими, ніж передбачалося. Динаміка імпорту в цілому відповідала прогнозу – неочікуване збільшення імпорту товарів інвестиційного призначення компенсувалося нижчими обсягами імпорту газу. В результаті у II кварталі 2016 року сальдо поточного рахунку повернулося до додатних значень (0.9 млрд. дол. США).

Чисті надходження за **фінансовим рахунком** у II кварталі 2016 року становили 0.3 млрд. дол. США завдяки значному скороченню готівкової валюти поза банками (1.6 млрд. дол. США). Державний сектор здійснював лише погашення своїх зовнішніх зобов'язань, тоді як надходження офіційного фінансування знову було відтерміновано. В результаті **зведений платіжний баланс** повернувся до профіциту (1.2 млрд. дол. США), завдяки чому **міжнародні резерви** станом на кінець червня зросли до 14.0 млрд. дол. США.

### Економіка України і надалі відновлюватиметься

**Прогноз економічного розвитку** залишається незмінним: реальний ВВП у 2016 році зросте на 1.1%, у 2017 році – на 3.0%, а в 2018 році його зростання прискориться до 4.0%. Незмінність прогнозу зумовлена взаємно збалансованим впливом різноспрямованих чинників.

Так, зростання **світової економіки** буде помірнішим насамперед через ризики погіршення економічної активності в Єврозоні з огляду на результати референдуму у Великобританії. Посилася також невизначеність на середньострокову перспективу, що пов'язано з процесом виходу Великобританії з ЄС. Однак загалом зовнішні умови в прогнозованому періоді поліпшилися, враховуючи вищі, ніж у попередньому прогнозі, світові ціни на товари українського експорту.

У другому півріччі ми очікуємо, що **приватне споживання** дещо зросте. Його стимулюватиме стрімке зниження інфляції та послаблення девальваційних очікувань. Проте зростання цього року буде помірним, оскільки його стримуватимуть суттєве підвищення тарифів на комунальні послуги та поміркована фіскальна політика. У наступні роки темпи зростання приватного споживання прискоряться внаслідок реалізації відкладеного попиту, зростання доходів населення та впливу очікуваного відновлення **кредитування**.

У поточному році структурне сальдо зведеного бюджету очікується близьким до нуля, але на прогнозованому горизонті відбуватиметься подальше поступове пом'якшення **фіскальної політики**. Все ще високі обсяги видатків на обслуговування боргу визначатимуть необхідність виконання зведеного бюджету з додатним первинним сальдо. Тиск із боку квазіфіскальних потреб істотно знизиться. По-перше, зростання тарифів ЖКГ до рівнів покриття собівартості первинних енергоресурсів уже в поточному році припинить практику покриття збитків НАК “Нафтогаз” із бюджету. По-друге, завершення очищення банківської системи визначатиме зменшення квазіфіскальних потреб з боку банківського сектору та ФГВФО. Це дасть змогу утримати дефіцит сектору загального державного управління в межах 3% ВВП.

**Інвестиційна активність** відновлюватиметься швидшими темпами порівняно з попереднім прогнозом. Необхідність переорієнтування на європейські ринки спонукатиме експортерів до інвестування, а кращі умови торгівлі забезпечать їм фінансові можливості для цього. Одночасно зростання світових цін на енергоносії в умовах дії економічно обґрунтованих тарифів на теплопостачання та природний газ стимулюватимуть впровадження енергоощадних технологій.

Прогноз дефіциту **поточного рахунку** у 2016 році знижено з 2.3 млрд. доларів США до 1.8 млрд. доларів США. Завдяки поліпшенню умов торгівлі та очікуваному зростанню врожаю зернових падіння фізичних обсягів експорту, за нашими оцінками, знизиться в поточному році до 2%. Суттєвіше відновлення експорту стримуватиме запровадження Росією з 1 липня додаткових обмежень на транзит товарів до Казахстану та Киргизстану. Однак з урахуванням тенденції до скорочення в останні роки обсягів торгівлі з Росією та іншими країнами СНД ефект від цих обмежень буде набагато нижчий, ніж від попередніх. Водночас обсяг імпорту природного газу зменшиться, а обсяг приватних грошових переказів в Україну зросте. Значного розширення дефіциту поточного рахунку в наступні роки також не очікується.

**Ключовим припущенням** базового сценарію прогнозу є подальша співпраця з МВФ, хоча прогнозований графік надходжень офіційного фінансування укотре був перенесений на пізніші строки. Прогноз чистих надходжень капіталу за **фінансовим рахунком** у 2016 році було зменшено до 2.8 млрд. дол. США через перенесення частини офіційного фінансування на 2017 рік.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу разом із отриманням кредитів від МВФ дасть змогу наростити **міжнародні резерви** до 17.2 млрд. дол. США на кінець 2016 року та до 23.5 млрд. дол. США на кінець 2017 року.

### Триває пом'якшення монетарної політики

Стойке зниження інфляційного тиску, поліпшення інфляційних очікувань та стабільна ситуація на валютному ринку зумовили зниження ризиків для цінової стабільності, у результаті чого Національний банк пом'якшував монетарну політику. З початку квітня регулятор чотири рази знижував **облікову ставку**. З 29 липня 2016 року її встановлено на рівні 15.5%. Це узгоджується з досягненням інфляційних цілей на поточний та наступний роки.

Зниження облікової ставки, а також формування очікувань щодо подальшого пом'якшення політики сприяло зниженню **ринкових процентних ставок**. Це супроводжувалося поліпшенням ресурсної бази банків. **Залишки депозитів** у національній валюті зростали, як і в попередні місяці, а в червні відновився приплив депозитів і в іноземній валюті корпоративного сектору (в доларовому еквіваленті). Водночас **кредитна активність** залишалася слабкою.

Домінування на внутрішньому ринку пропозиції над попитом на іноземну валюту дало змогу Національному банку не лише активно скуповувати її надлишок для поповнення міжнародних резервів та згладжування волатильності курсу, а й далі дотримуватися політики лібералізації тимчасових антикризових заходів, запроваджених раніше. Такі дії Національного банку не протидіяли тенденції до помірною зміцнення гривні, спричиненого фундаментальними факторами.

### Баланс ризиків: інфляція у 2016 році може бути нижчою за 12%

**Ризики для подальшої динаміки інфляції** знизилися на поточний рік. Рівень споживчої інфляції на кінець року може виявитися нижчим від 12%, якщо реалізуються припущення, відмінні від закладених у базовому макроекономічному сценарії. Серед них – суттєвіші ефекти з боку слабого споживчого попиту і надлишку пропозиції у зв'язку з високим урожаєм зернових та інших культур, кращі зовнішні умови, а також реалізація анонсованих мораторіїв місцевих рад на підвищення тарифів на окремі комунальні послуги в поточному році.

У тривалішій перспективі ключовими факторами для зниження інфляції відповідно до цільових орієнтирів залишаються відновлення співробітництва з МВФ, 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. Порівняно з базовим сценарієм це прискорить зниження інфляції, що дасть змогу швидше пом'якшувати монетарну політику.

Реалізація окреслених вище та інших ризиків протягом прогнозного 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 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

Ключовою подією у світовій економіці в II кварталі 2016 року стали неочікувані результати референдуму щодо виходу Великобританії зі складу ЄС (Brexit). Вони спричинили різку реакцію на світових фінансових і товарних ринках та перегляд перспектив зростання світової економіки на тлі суттєвого збільшення невизначеності, пов'язаної з процесом виходу Великобританії з ЄС. Разом з тим Brexit нівелював загалом сприятливу ситуацію на світових фінансових ринках, що склалася протягом II кварталу.

Ситуація на світових товарних ринках, незважаючи на суттєві коливання на ринку нафти після оголошення результатів референдуму у Великобританії, загалом перебувала під впливом специфічних факторів, притаманних цим ринкам. Так світові ціни на нафту протягом квітня-травня 2016 року суттєво зросли внаслідок скорочення видобутку нафти в США, а також перебоїв з постачанням нафти з Нігерії, Венесуели та Канади. Однак через нарощення видобутку нафти окремими країнами та вичерпання дії окремих тимчасових факторів ціни на нафту з початку червня припинили зростання. Подібну тенденцію демонстрували також ціни на сталь та зернові (за винятком пшениці).

У цілому, зовнішня цінова кон'юнктура для українських виробників у II кварталі поліпшилася. При цьому зростання цін на ключові товари українського експорту перевищило наші очікування. Однак наприкінці II кварталу та в липні відновилася зниження цін на більшість сировинних товарів.

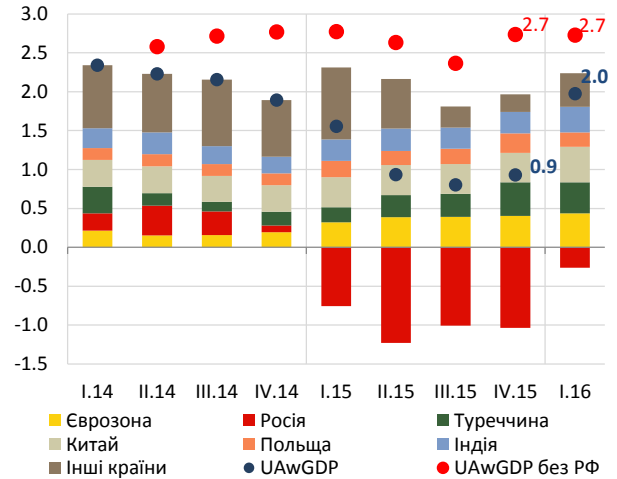
У I кварталі середньозважений показник економічного зростання в країнах – ОТП України (виражений динамікою індексу UAWGDP<sup>2</sup>) поліпшився. Хоча це насамперед пов'язано зі зниженням негативного внеску Росії, економічна активність інших країн-партнерів залишалася на відносно високому рівні.

Зовнішні економічні умови для функціонування української економіки в II кварталі 2016 року, як і очікувалося, поліпшилися. Разом з тим поліпшення цінової кон'юнктури для українських експортерів, попри корекцію цін на окремі сировинні товари наприкінці II кварталу, перевищило наші очікування.

Зокрема світові ціни на сталь у II кварталі продемонстрували стрімке зростання і повністю компенсували глибоке падіння в I кварталі. Стрімке підвищення цін на сталь у першій половині II кварталу зумовили такі чинники:

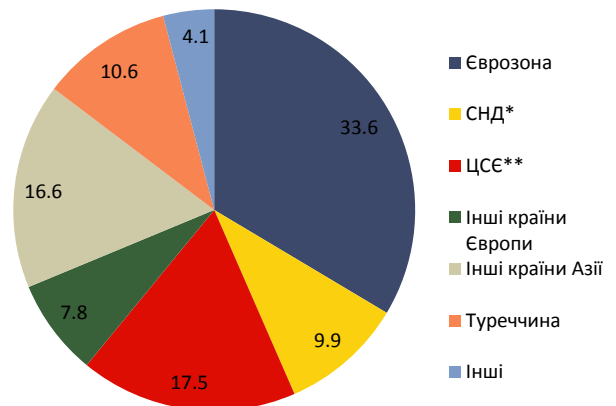
- високий попит на сталь на внутрішньому ринку Китаю через відновлення будівельної галузі за рахунок державної підтримки, що призвів до зменшення експорту сталі Китаєм у квітні на 9% м/м;
- надвисокий попит на сталеву продукцію з терміновою доставкою через сезонне поживлення ділової активності;
- продовження застосування антидемпінгових заходів по всьому світу, здебільшого щодо Китаю та Росії;

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



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Частка країн у нормалізованих вагах UAWGDP, за винятком Росії, %



\*Країни СНД – Білорусь, Казахстан та Молдова. Також до цієї групи країн включено Грузію.

\*\*ЦСЄ – Болгарія, Чехія, Польща, Румунія, Угорщина.

Частки розраховано відповідно до географічної структури експорту товарів та послуг України за 2015 рік. Сукупна частка країн, які входять до структури індексу UAWGDP (за винятком Росії), у загальному експорті товарів та послуг України становить 60%.

Джерело: розрахунки НБУ, ДССУ.

<sup>2</sup> UAWGDP – індекс річних темпів зростання ВВП країн – ОТП України, зважений за обсягами українського експорту товарів та послуг у відповідні країни. Індекс використовується для оцінювання стану зовнішнього попиту.



– дії металургійних компаній Китаю із перенесення виробничих потужностей за межі країни, зокрема в Росію, Сербію, Болівію, що тимчасово зменшило обсяги виробництва.

З другої половини травня ціни на сталеву продукцію стрімко знижувалися внаслідок:

- заходів китайської влади щодо обмеження спекуляцій на ринку сталі та зниження ажіотажного попиту на сталь на внутрішньому ринку Китаю;
- сезонного зменшення світового попиту на сталь у країнах Близького Сходу через Рамадан;
- збільшення виробництва сталі за рахунок підвищення завантаженості виробничих потужностей провідними виробниками та відновлення діяльності окремих сталевих компаній, які припинили виробництво через низькі ціни (зокрема в ОАЕ, Омані, В'єтнамі, Алжирі, Філіппінах).

Незважаючи на корекцію в другій половині кварталу, у середньому ціни на сталь були близькими до рівня II кварталу 2015 року. Відповідно, незважаючи на зниження в червні, експортні ціни на окремі види сталевих продукцій українського виробництва (Steel Billet ExpFOB Ukraine) загалом за II квартал 2016 року збільшилися на 40% кв/кв.

З початку липня 2016 року ціни на сталеву продукцію в різних регіонах демонстрували різноспрямовану динаміку. Зазначені тенденції були пов'язані з такими факторами:

- у країнах Близького Сходу та Північної Африки ціни залишалися стабільними внаслідок низької ділової активності напередодні завершення Рамадану (5 липня);
- у Європі спостерігалось певне зниження цін через стрімке здешевлення металобрухту, найбільшим експортером якого є Великобританія, спричинене падінням курсу англійського фунта стерлінгів. Це призвело до зниження вартості сталевих прокату;
- ціни на сталь китайського виробництва відновили зростання, зокрема через активізацію будівельних робіт у Китаї внаслідок поліпшення погодних умов.

Індекс цінової кон'юнктури для українських експортерів (ЕСПІ)<sup>3</sup> за II квартал зріс на 17.4% кв/кв. Основний внесок у його зростання зумовила динаміка цін на сталь та залізну руду (останні збільшилися на 16% кв/кв). Водночас додатковими факторами зростання ЕСПІ були:

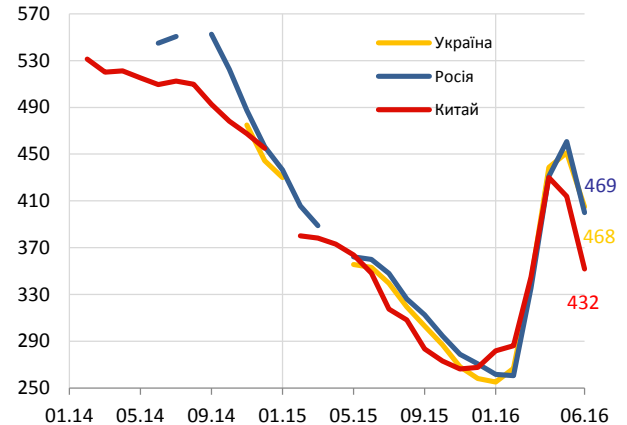
- збільшення цін на кукурудзу та ячмінь унаслідок несприятливих погодних умов у країнах Латинської Америки, незважаючи на незначне скорочення цін на пшеницю через високі перехідні світові запаси. Однак через сезонне збільшення пропозиції на ринку ціни на кукурудзу, як і на пшеницю, ціни наприкінці кварталу та в липні переважно знижувалися;
- підвищення цін на деревину та вироби з пластмаси через подальшу активізацію в будівельній галузі країн Північної півкулі;
- збільшення цін на насіння олійних культур завдяки стійкому попиту на насіння соняшника з боку виробників через значне збільшення у 2016/2017 МР посівної площі під соняшник у світі.

Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 27.07.2016



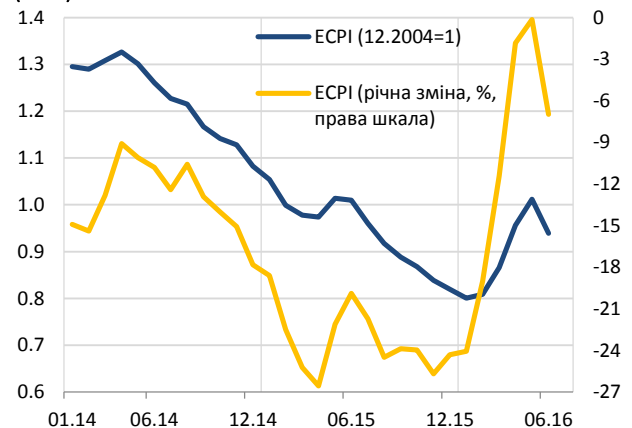
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Експортні ціни на г/к рулони, дол./т



Джерело: Метал Експерт.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ)



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>3</sup> Детальніше про індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ) – у Макроекономічному та монетарному огляді (лютий 2016 року).

Світові ціни на нафту протягом II кварталу 2016 року суттєво зросли (у середньому на 35% кв/кв) унаслідок:

- скорочення видобутку нафти в США до мінімальних рівнів з кінця 2014 року (на 4.1% кв/кв) на тлі одночасного збільшення попиту на нафту;
- збройного конфлікту в Нігерії (зменшено обсяги видобутку нафти в 7 разів до 250 тис. бар./добу);
- суттєвих перебоїв з постачанням нафти з Венесуели, де в кілька разів скоротився видобуток нафти через посуху, що спричинила проблеми з електроенергією<sup>4</sup>;
- лісові пожежі в Канаді.

Починаючи з кінця травня ціни на нафту втратили імпульс до зростання і коливалися в межах 45 – 50 дол./бар. на тлі:

- подальшого нарощення випереджаючими темпами видобутку та експорту нафти в Ірані;
- поступового відновлення поставок нафти з Канади та Нігерії;
- відновлення видобутку на сланцевих родовищах у США;
- уповільнення попиту на нафту в Індії внаслідок падіння продажів автомобілів та в Китаї через високу завантаженість стратегічних сховищ (близько 80%);
- відсутності домовленостей між країнами ОПЕК на черговому засіданні в червні щодо обмеження обсягів видобутку. За результатами засідання прийнято рішення про дотримання політики невтручання в ситуацію на ринку;
- збільшення видобутку (до 10.8 млн. бар./добу) та експорту (на 5% р/р) нафти з Росії;

Оголошення результатів референдуму у Великобританії спочатку спричинило різке падіння цін на нафту (на 8%), яке однак було короткостроковим. Водночас у липні тиск на ціни в бік зниження посилювався на тлі подальшого зростання пропозиції та посилення побоювань щодо послаблення попиту на європейському ринку через Brexit.

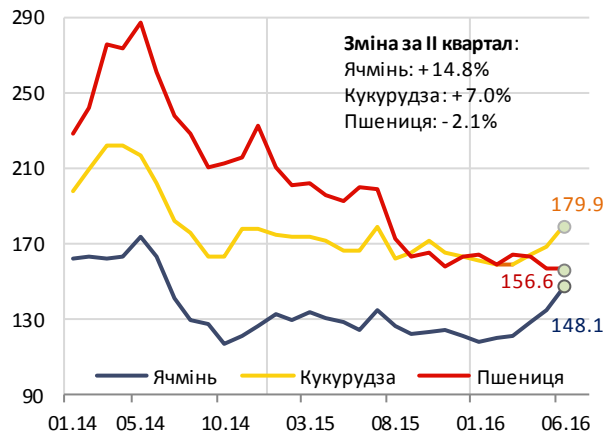
Попри масштабну волатильність, викликану результатами референдуму у Великобританії, II квартал для провідних індексів фондового ринку був більш сприятливим порівняно з попереднім кварталом. Зростання індексу S&P 500 становило 1.9% кв/кв та тривало третій квартал поспіль. Індекс Eurostoxx 50 до 23.06.2016 переважно зростав, однак вплив Brexit нівелював це зростання. Основними факторами, що підтримували позитивну динаміку індексів впродовж II кварталу, були:

- очікування підвищення процентної ставки ФРС уже влітку;
- загальне зменшення занепокоєння інвесторів щодо ризиків світового економічного та фінансового розвитку;
- сприятлива ситуація на світових товарних ринках.

Результати референдуму щодо виходу Великобританії зі складу ЄС призвели до посилення волатильності на ринках. Хоча оприлюднені результати були неочікувані для учасників ринку, їх реакція була цілком прогнозованою – фондові індекси продемонстрували значне падіння, яке, однак, не було тривалим. Разом з тим на тлі посилення невизначеності дедалі більше зростав попит на надійні інструменти. Так Німеччина

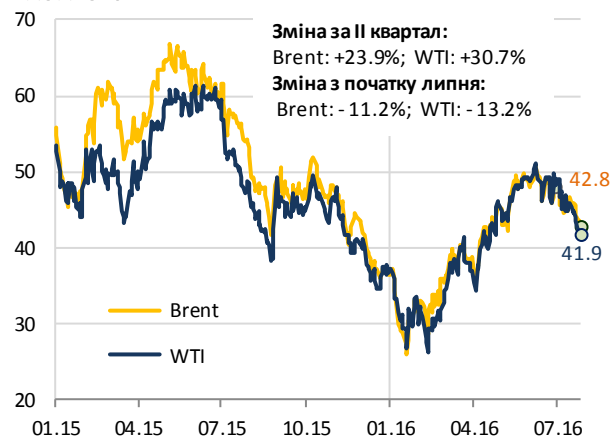
<sup>4</sup> Більшу частину електроенергії Венесуели виробляють ГЕС.

Світові ціни на зернові, дол./т



Джерело: МВФ.

Ціни на нафту сортів Brent та WTI, дол./бар., станом на 27.07.2016



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Індекси світового фондового ринку, станом на 27.07.2016



Зміна за II кв.:

S&P 500: +1.9%; Eurostoxx 50: -4.7%; MSCI EM: -0.3%

Зміна з початку липня:

S&P 500: +3.2%; Eurostoxx 50: +4.7%; MSCI EM: +4.8%

Джерело: Thomson Reuters Datastream

вперше в історії країни на початку липня розмістила 10-річні облігації з від'ємною дохідністю (-0.05%) обсягом більше ніж 4 млрд. євро. Крім того, посилилася тенденція до зміцнення долара США до провідних валют.

Попри сплески волатильності на світових фінансових ринках, попит на фінансові активи країн, ринки яких розвиваються, зберігався (індекс MSCI EM у середньому за II квартал майже не змінився). Цьому сприяли:

- обережний підхід ФРС до підвищення ставок;
- м'яка монетарна політика решти провідних центральних банків світу;
- пошук інвесторами інструментів з вищим рівнем прибутковості в умовах поширення від'ємних відсоткових ставок у світі;
- очікування інвесторів, що Brexit матиме обмежені наслідки для групи країн, ринки яких розвиваються, а інвестиційна привабливість окремих країн зростає.

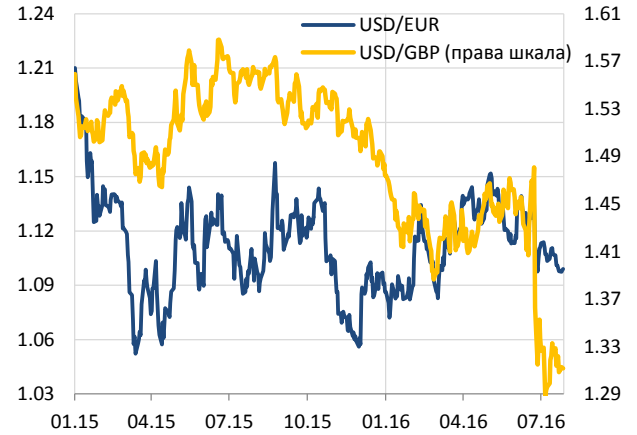
Відповідно премія за ризик для країн, ринки яких розвиваються, залишилася незмінною для суверенних позичальників та знизилася для корпоративних (на 13.7% кв/кв). Більш сприятлива динаміка премії за ризик для корпоративних облігацій пояснюється значним обсягом емісії суверенних облігацій, у той час як обсяги корпоративних облігацій знизилися з максимальних рівнів 2012 – 2014 років<sup>5</sup>.

Валюти країн, ринки яких розвиваються, переважно зміцнювалися впродовж II кварталу в умовах здебільшого сприятливих тенденцій на світових товарних ринках. Однак вони різко знецінилися наприкінці кварталу на тлі зміцнення долара США та під впливом посилення несприйняття ризиків після референдуму у Великобританії. Одне з найбільших послаблень продемонструвала турецька ліра внаслідок невдалої спроби військового перевороту в Туреччині.

Середньозважений показник річних темпів економічного зростання в країнах – ОТП України (виражений динамікою індексу UAaGDP) у I кварталі 2016 року поліпшився. Однак це насамперед пов'язано зі зниженням негативного внеску Росії. Останнє спричинено уповільненням падіння економіки РФ (до 1.2% р/р), а також зменшенням питомої ваги Росії в загальному обсязі експорту товарів і послуг України. За винятком РФ, індекс UAaGDP не змінився порівняно з попереднім кварталом, однак залишився на високому рівні. Зокрема це відбулося через:

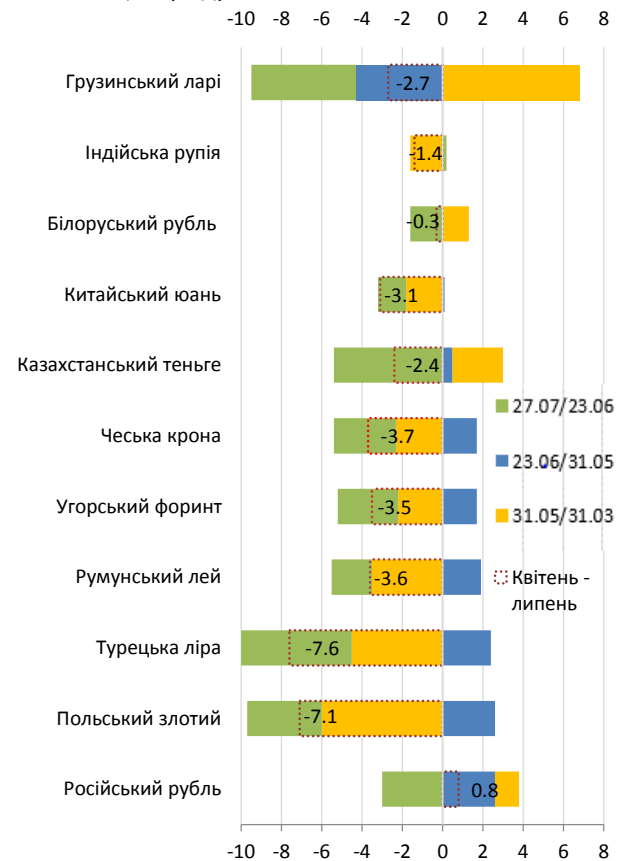
- зростання сталими темпами економіки Єврозони (на 1.7% р/р) за рахунок збільшення валового нагромадження основного капіталу та споживання домашніх господарств на тлі розширення програми кількісного пом'якшення ЄЦБ;
- зростання високими темпами економіки Китаю. Прискорення зростання промислового виробництва, інвестицій в основні засоби та роздрібних продажів свідчило, що економічне зростання в Китаї було більш стійким, ніж очікувалося;
- стійке економічне зростання в Туреччині (на 4.8% р/р, підтримане збільшенням внутрішнього споживання) та стрімкі темпи зростання реального ВВП Індії (7.9% р/р завдяки м'якій

Обмінний курс долара США до євро та англійського фунта стерлінгів, станом на 27.07.2016



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Зміна обмінних курсів валют окремих країн, ринки яких розвиваються, до долара США у квітні – липні 2016 року, % на кінець періоду



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

<sup>5</sup> За оцінками Morgan Stanley, очікуваний валовий обсяг випуску суверенних облігацій у 2016 році становитиме 127.3 млрд. дол., що значно більше, ніж середньорічний обсяг у післякризовий період (81 млрд. дол.). Натомість обсяг випуску корпоративних облігацій очікується на рівні 220 млрд. дол. порівняно з 355 млрд. дол. у післякризовий період.

монетарній та фіскальній політиці на тлі значного падіння цін на нафту);

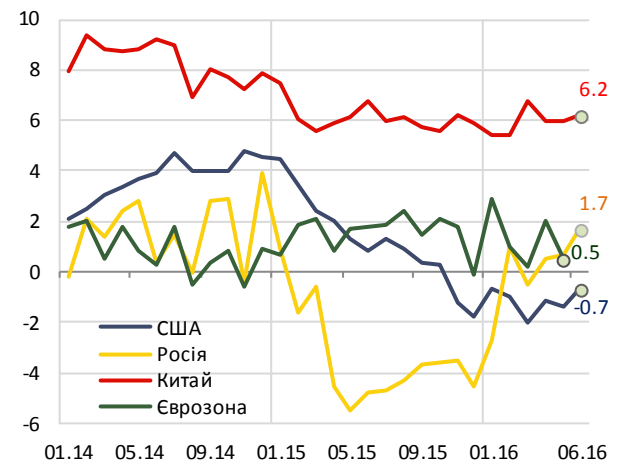
- уповільнення зростання економік країн ЦСЄ (за винятком Румунії) унаслідок несприятливих зовнішніх умов та значного зменшення фінансування з фондів розвитку ЄС;
- практично незмінний порівняно з попереднім кварталом внесок країн СНД, що входять до розрахунку індексу (за винятком РФ), та Грузії.

У II кварталі 2016 року економічна активність країн – ОТП України продовжувала демонструвати різноспрямовану динаміку. Зокрема, за рахунок активізації в роздрібній торгівлі темпи зростання реального ВВП Китаю стабілізувалися на рівні 6.7%. Завдяки нарощенню в обробній промисловості продовжилося економічне зростання РФ. Проте промислове виробництво в Єврозоні залишилося доволі слабким насамперед через подальше зниження виробництва в Німеччині, зумовленого слабким експортом.

Середньозважений показник споживчої інфляції в країнах – ОТП України (індекс UAwCPI) у II кварталі 2016 року продовжував зменшуватися, що пов'язано із:

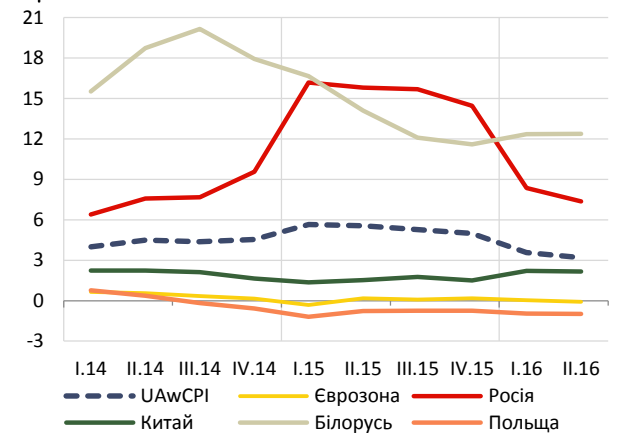
- зменшенням девальваційного тиску на валюти країн, ринки яких розвиваються (зокрема, країн СНД та Туреччини), на тлі відтермінування підвищення процентної ставки ФРС та зростання цін на сировинні товари;
- подальшим уповільненням зростання інфляції в Росії на тлі укріплення обмінного курсу рубля до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

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.

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).

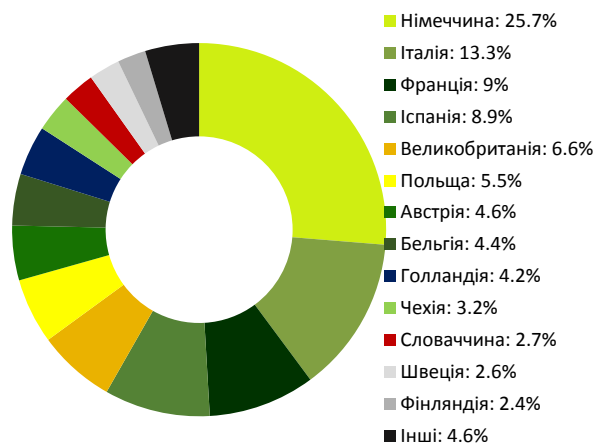
### Використання захисних механізмів на ринку чорних металів ЄС: наслідки для України

ЄС є одним із найбільших виробників сталі (у 2015 році йому належало більше 10% світового виробництва). Водночас, зважаючи на регіональну неоднорідність виробників сталі, а також неповне задоволення внутрішнього попиту власним виробництвом, цей ринок є одним із найбільш емних та привабливих для виробників сталі з інших країн.

На ринку ЄС більше половини загального обсягу випуску припадає лише на чотири країни – Німеччину, Італію, Францію та Іспанію. Зростання обсягів споживання сталі в ЄС, яке спостерігається останніми роками, не повністю задовольняється внутрішнім виробництвом, що призвело до зростання обсягів імпорту (на 7.4% за 2015 рік).

Водночас і далі скорочувався європейський експорт сталі (на 9% р/р). Головною причиною скорочення експорту останніми роками як із ЄС, так і з інших країн-виробників сталі був Китай. Собівартість китайської сталі з огляду на низьку вартість робочої сили та державні субсидії нижча за європейську. Тому китайські постачальники прямо або опосередковано визначають рівень цін на тих чи інших ринках. При цьому прибутковість та ефективність бізнесу не були пріоритетними для китайських виробників. Торгівля Китаю на ринку

Частка країн-виробників сталі в ЄС у 2015 році

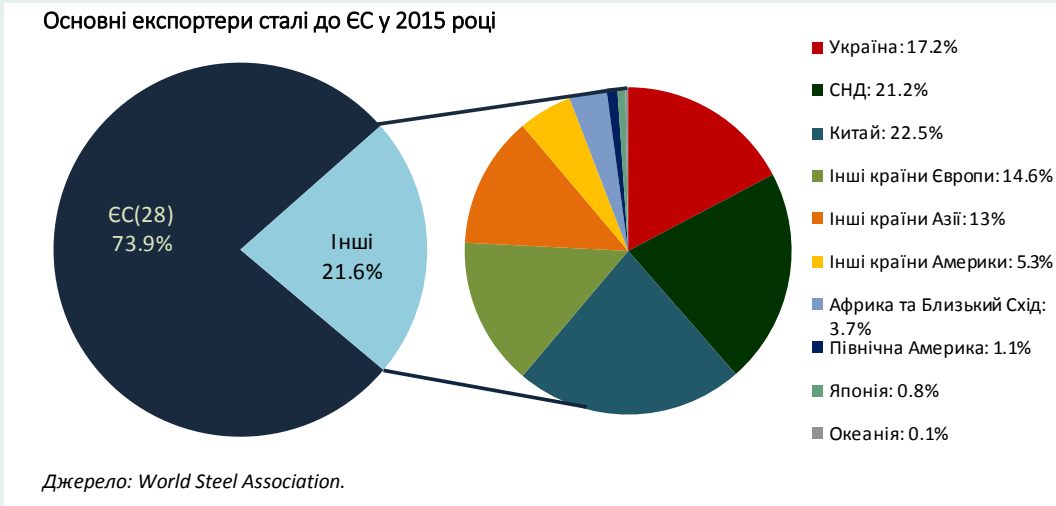


Джерело: World Steel Association.

Європи допомогла йому вирішити проблему надлишку пропозиції на внутрішньому ринку в умовах зростаючого виробництва на тлі охолодження внутрішнього попиту. У 2015 році частка Китаю в імпорті сталі ЄС зросла до 22.5%.

Агресивна цінова політика з боку китайських виробників спровокувала падіння цін на сталеву продукцію на європейському ринку. У результаті європейські виробники почали скорочувати не лише витрати, а й виробничі потужності та робочі місця (за останні п'ять років чисельність робочих місць у сталевій промисловості скоротилася на 21%). У 2015 році ЄС із нетто-експортера фактично перетворився на нетто-імпортера сталі.

Наслідувати політику низьких цін почали й деякі інші виробники сталі (зокрема, російські, які на тлі значної девальвації рубля також стрімко нарощували експорт. Так, за оцінками Метал Кур'єр ослаблення рубля знизило в 2015 році собівартість виробництва прокату на 30 – 35% у доларовому еквіваленті).

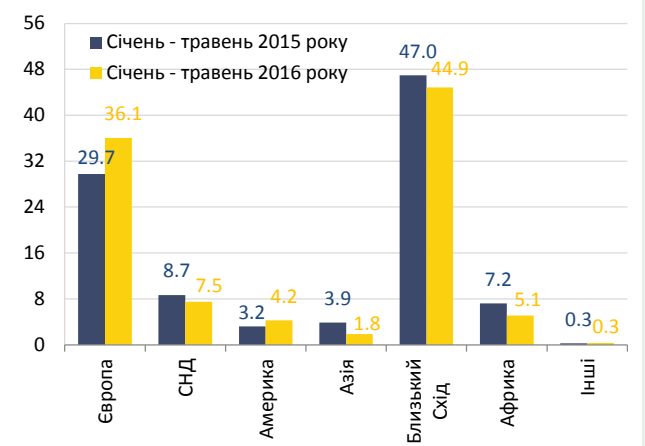


Для протидії політиці низьких цін на ринку кілька європейських країн, особливо тих, де частка виробництва сталі досить висока, наприкінці 2015-го та на початку 2016 року оголосили про запровадження антидемпінгових мит на певні види сталевих продукцій китайського і російського виробництва, запровадження квот та інших заходів. За перше півріччя 2016 року ЄС запровадив заходи щодо захисту торгівлі за більш ніж 30 різними видами сталевих продукцій, при цьому 56 із 73 антидемпінгових заходів спрямовані саме проти імпорту з Китаю.

Такі рішення (навіть сам факт запровадження розслідувань щодо певної продукції) справляють суттєвий вплив на товаропотоки та ціни. Так, запровадження тимчасових мит лише в 2015 році призвело до скорочення сумарного експорту холоднокатаної сталі з Росії до Європи на 44%, а ціна зросла приблизно на 100 євро за тону.

Завдяки використанню проти китайської та російської сталі захисних механізмів з боку ЄС збільшилися можливості для нарощування Україною обсягів продажу своїх сталевих напівфабрикатів. Так, за січень – травень 2016 року обсяги українського експорту на європейський ринок збільшилися на 33.3% р/р, або на 0.8 млн. т, а частка європейського ринку в структурі українського експорту зросла на 6.4 в. п. Це дало змогу певною мірою компенсувати падіння обсягів постачання продукції українських металургійних підприємств до країн СНД, Африки та Азії. Збільшення частки української сталі на європейському ринку також частково пов'язано з тим, що найбільші українські металургійні групи (зокрема, Метінвест, ІСД) володіють виробничими потужностями в європейських країнах, зокрема в Польщі, Італії, Угорщині, Великобританії. Ці активи купувалися саме для кооперації з українськими підприємствами з випуску напівфабрикату.

**Географічна структура експорту чорних металів України, %**



Водночас на початку липня Єврокомісія розпочала антидемпінгове розслідування відносно гарячекатаного прокату з Росії, Бразилії, Ірану, Сербії та України. Така політика ЄС може негативно вплинути на конкурентоспроможність українських товарів, хоча процес розслідування ще не означає безпосереднього запровадження антидемпінгових заходів. Крім того, у конкурентну боротьбу за ринок ЄС можуть вступити індійські компанії, які розглядають цей ринок як перспективний.

## 2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

### 2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

У II кварталі 2016 року очікувано тривало сповільнення споживчої інфляції в Україні (до 6.9% р/р у червні). Квартальне зростання ІСЦ становило 3.4%, що виявилось меншим, ніж прогнозував Національний банк (4.1%). Відхилення від прогнозних оцінок пов'язане з нижчою базовою інфляцією (0.7% порівняно з прогнозним значенням 2.1%), яка зумовлена зміцненням обмінного курсу гривні та вторинними ефектами від зниження цін на сирі продукти харчування.

Небазова інфляція за II квартал була близькою до прогнозного рівня (5.7% та 5.9% відповідно), хоча в розрізі основних компонент фактична динаміка відрізнялася від прогносної.

Так, суттєвіше, ніж очікувалося, знизилася ціни на окремі види сирих продуктів харчування у зв'язку зі значними обсягами пропозиції завдяки розширенню як внутрішнього виробництва, так і імпорту. В результаті ціни на сирі продукти за квартал дещо знизилася, тоді як прогнозувалося їх помірне зростання.

Зниження цін на сирі продукти харчування компенсувалося більшим, ніж очікувалося, зростанням:

цін і тарифів, що регулюються адміністративно, через більше за очікуване підвищення цін на тютюнові вироби (це пов'язано з ціновою політикою окремих виробників). Водночас відповідало прогнозу Національного банку зростання цін на послуги ЖКГ, що пов'язано в основному з подорожчанням газу для населення внаслідок відміни знижки на газ;

цін на паливо на внутрішньому ринку на тлі підвищення світових цін на нафту.

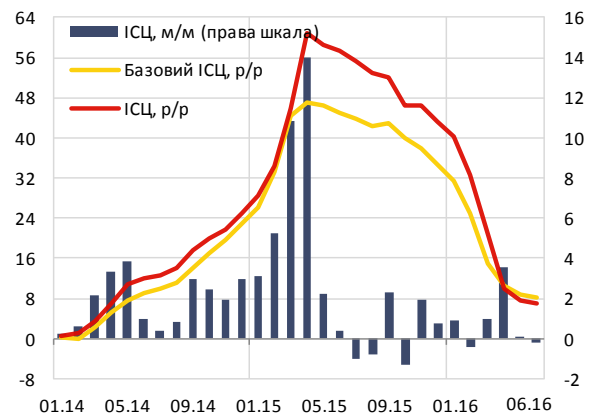
#### Базова інфляція

Базова інфляція за II квартал 2016 року сповільнилася швидше, ніж очікувалося (до 8.3% р/р у червні), що зумовлено зміцненням обмінного курсу гривні та вторинними ефектами від зниження цін на окремі сирі продукти харчування. Додатковими чинниками її сповільнення були стриманий споживчий попит і поліпшення за підсумками кварталу інфляційних очікувань на наступні 12 місяців усіх груп респондентів. Останнє відбулося зокрема завдяки проведенню виваженої монетарної та фіскальної політики.

Укріплення гривні сприяло сповільненню зростання цін на непродовольчі товари, що входять до складу базового ІСЦ (до 11.6% р/р у червні). Ці товари значною мірою представлені імпортом, у т. ч. одяг та взуття, транспортні засоби, побутова техніка, фармацевтична продукція, медичні товари та обладнання. Водночас дещо прискорилося зростання цін на аудіотехніку, фотоапаратуру та обладнання для оброблення інформації, що пов'язано з ефектом низької бази порівняння.

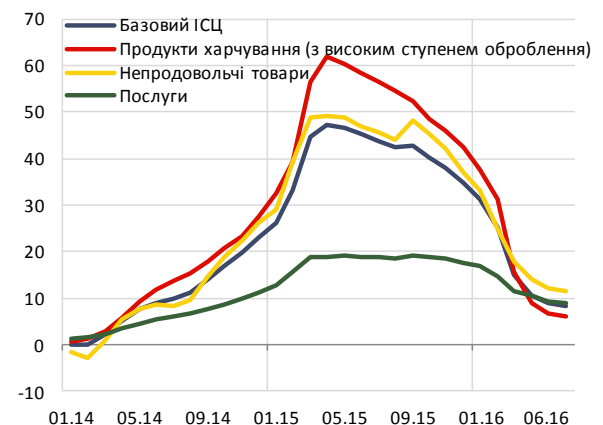
Зниження цін на окремі сирі продукти харчування сприяло сповільненню зростання цін на продукти харчування базового ІСЦ (переважно з високим ступенем оброблення) – до 5.9% р/р у червні.

#### Зміна цінних індексів, %



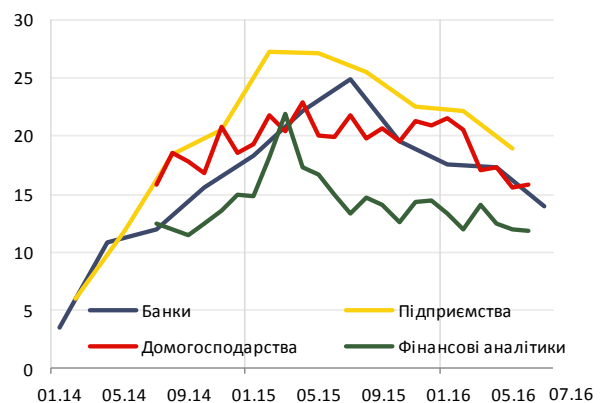
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

Зростання вартості послуг базового ІСЦ на тлі високої бази порівняння та стриманого попиту в II кварталі сповільнювалося щомісячно – до 8.8% р/р у червні.

### Небазова інфляція

Небазова інфляція за II квартал була близькою до прогнозного рівня; у річному вимірі вона сповільнилася до 5.9% р/р у червні.

Зокрема, зростання цін на сирі продукти харчування в червні сповільнилося до 0.8%. Цьому сприяло насамперед прискорення річного зниження цін на овочі, що відбулося через значні обсяги пропозиції завдяки як розширенню внутрішнього виробництва, так і імпорту. Зокрема фізичні обсяги імпорту овочів за січень – травень 2016 року збільшилися в 2.7 раза порівняно з відповідним періодом минулого року. Зокрема, суттєво збільшилися обсяги імпорту окремих овочів із Білорусі та Туреччини. Збільшення пропозиції овочів та фруктів з Туреччини в тому числі пов'язаний з частковою переорієнтацією торговельних потоків цієї країни у зв'язку з торговельними обмеженнями з боку Росії. Крім того, девальвація турецької ліри до долара США сприяла зниженню цін на товари турецького походження.

Чинником здешевлення імпортованої продукції було зміцнення обмінного курсу гривні. Це зокрема відобразилося на динаміці цін на фрукти, зниження яких протягом кварталу переважно прискорювалося.

Додатковими чинниками сповільнення зростання цін на сирі продукти харчування, зокрема на м'ясо та м'ясопродукти, а також молоко та молочні продукти, були стриманий споживчий попит і порівняно низькі ціни на зовнішніх продовольчих ринках. Сповільненню зростання цін на м'ясо також сприяло певне збільшення фізичних обсягів його виробництва порівняно з минулорічними показниками.

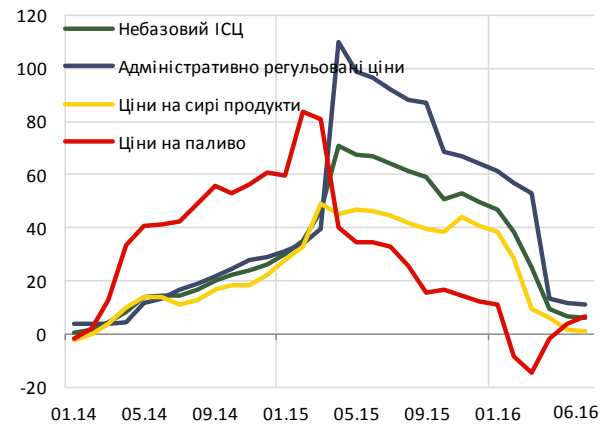
Крім того, протягом кварталу прискорювалося зниження цін на яйця. Це зумовлено насамперед високою пропозицією на внутрішньому ринку в умовах обмеженого експорту, хоча висока база порівняння також мала вагомий внесок.

Низька база порівняння була одним з основних чинників прискорення річного зростання цін на цукор протягом кварталу. Так, у II кварталі минулого року ціни на цукор суттєво знизилися після стрімкого зростання напередодні, спричиненого ажіотажним попитом. У II кварталі поточного року ціни на цукор також знижувалися на тлі очікувань високого урожаю цукрових буряків, однак менше, ніж минулого року.

Зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, у II кварталі продовжило сповільнюватися – до 10.9% р/р у червні.

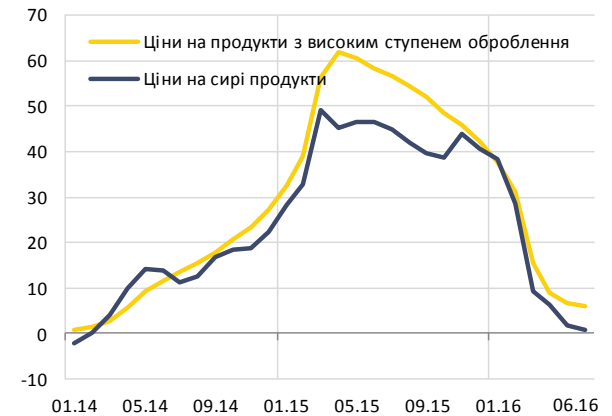
Зокрема, як і очікувалося, на тлі високої бази порівняння сповільнилося зростання цін на послуги ЖКГ, хоча у місячному вимірі вони переважно зростали помірними темпами. Водночас серед них суттєво вирізнялася динаміка цін на газ. Так, із 1 квітня перестала діяти знижка на газ для населення. Внаслідок цього зростання цін за категорією “природний газ” у квітні становило 48.4% м/м, а з 1 травня рішенням уряду ціни на газ було знижено на 4.3%.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### Ціни на сирі продукти, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Також відповідало прогнозним очікуванням річне прискорення зростання цін на алкогольні напої, що пов'язано з лаговими ефектами від підвищення акцизів у березні.

Натомість зростання цін на тютюнові вироби прискорювалося швидше, ніж очіувалося, що зумовлено ціновою політикою окремих виробників.

Водночас стримувало сповільнення зростання цін та тарифів, що регулюються адміністративно, підвищення цін на хліб та хлібопродукти, що зумовлювалося зростанням виробничих витрат, у т. ч. на пальне.

Так, ціни на паливо на внутрішньому ринку зростали щомісячно, починаючи з березня, що пов'язано насамперед зі стрімким підвищенням світових цін на нафту. Як наслідок із травня відновилося зростання цін і в річному вимірі, яке в червні прискорилося до 6.5% р/р.

### Індекс цін виробників

У II кварталі 2016 року динаміка цін у промисловості значною мірою визначалася кон'юнктурою цін на зовнішніх сировинних ринках. Підвищення зовнішніх цін на сировинні товари переважило ефект від зміцнення обмінного курсу гривні та зниження тарифів на газ для промислових споживачів (у середньому на 10% із 1 травня 2016 року). Як наслідок, протягом квітня-травня спостерігалось прискорення промислової інфляції. Водночас через злам висхідного тренду на світових сировинних ринках, у червні індекс цін виробників не змінився, а в річному вимірі відновилося сповільнення його зростання (до 15.7%).

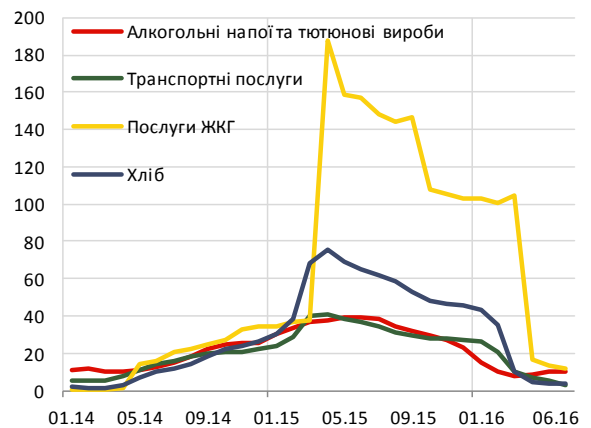
Зростання світових цін на нафту зумовило підвищення цін у добуванні нафти і природного газу. Відновлення з кінця квітня низхідного тренду цін на залізну руду на зовнішніх ринках зумовило відповідну цінову динаміку в добуванні металевих руд, де ціни почали знижуватися у червні після стрімкого зростання у перші два місяці кварталу. В результаті зростання цін у добувній промисловості після прискорення у квітні-травні в червні сповільнилося до 35.3% р/р.

Динаміка цін у добувній промисловості та на світових ринках із певним часовим лагом відображалася на цінах у наступних ланках виробництва, а саме переробній промисловості. Так, у II кварталі зростали ціни у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення, а також у металургійному виробництві. Як наслідок у річному вимірі падіння цін у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення протягом кварталу уповільнилося, тоді як зростання цін у металургійному виробництві – прискорилося.

Ціни у хімічній промисловості з лютого поточного року переважно знижувалися. Це пов'язано з низькими цінами на мінеральні добрива на зовнішніх ринках, а також насиченням внутрішнього ринку добрив в умовах високої конкуренції.

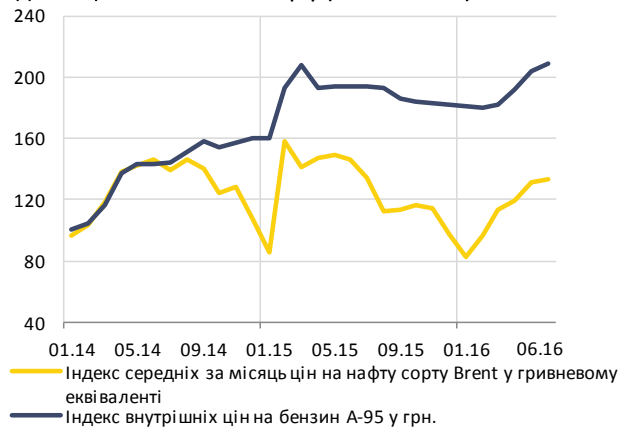
Зростання цін у інших галузях переробної промисловості, орієнтованих переважно на задоволення внутрішнього попиту, та у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря протягом II кварталу в основному сповільнювалося.

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



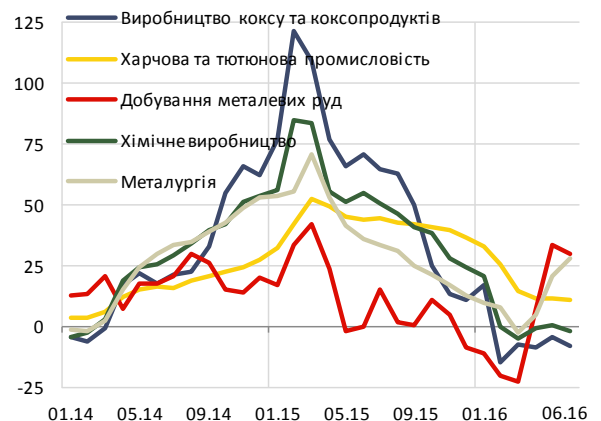
Джерело: ДССУ.

### Індекси цін на бензин та нафту (12.2013=100)



Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

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



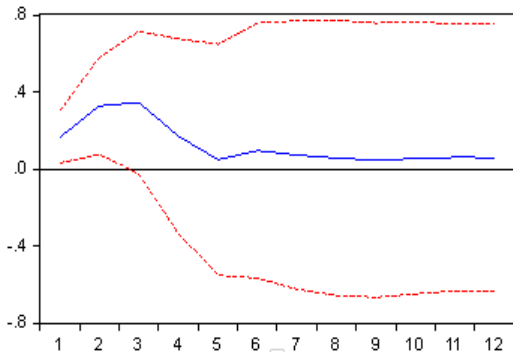
Джерело: ДССУ.



Вплив промислової інфляції на споживчі ціни в Україні

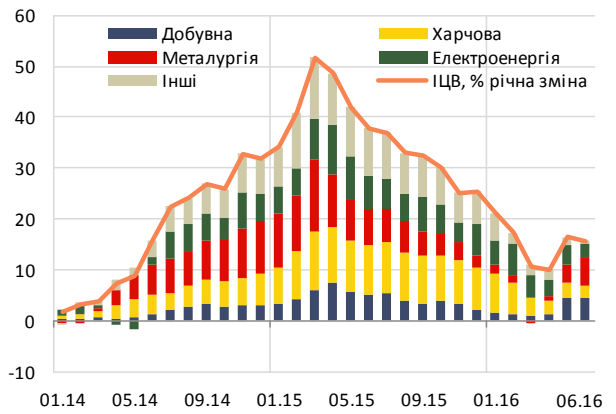
Зростання промислової інфляції потенційно несе ризики прискорення і споживчої інфляції, оскільки ІЦВ та ІСЦ пов'язані через виробничі ланцюги. Наприклад, зростання цін у виробництві продуктів харчування зумовлює і подорожчання цих продуктів, що, в свою чергу, справляє суттєвий вплив на споживчі ціни. Однак, у короткостроковій перспективі схожа динаміка ІЦВ та ІСЦ насамперед пояснюється впливом спільних факторів. А згідно з економетричними розрахунками, в цілому вплив зміни ІЦВ на ІСЦ в Україні виявився слабким – збільшення ІЦВ на 10% за місяць у середньому зумовлює близько 1% приросту ІСЦ.

Кумулятивний відгук ІСЦ на зміну ІЦВ, %



Кумулятивний відгук ІСЦ на зміну ІЦВ відображає суму змін місячного ІСЦ, спричинених одним стандартним відхиленням ІЦВ.  
Джерело: розрахунки НБУ.

Внески компонентів у річну зміну ІЦВ, в. п.

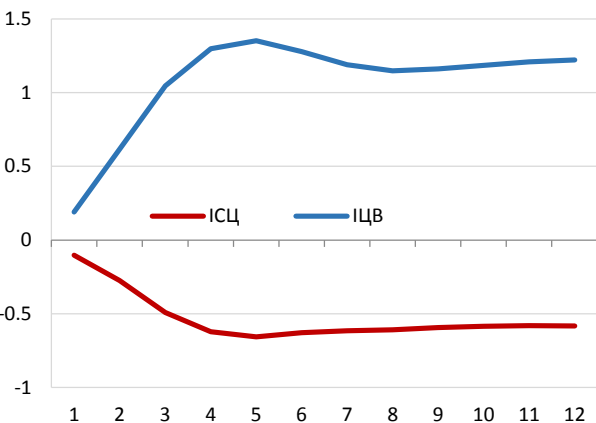


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Так, на тенденції зміни ІЦВ суттєвий вплив має динаміка цін на товари, що “торгуються” на зовнішніх ринках. Зокрема, прискорення зростання промислової інфляції в II кварталі поточного року пов'язано в основному з розворотом цінового тренду на світових сировинних ринках. Відповідно 60% річного зростання промислової інфляції зумовлено підвищенням цін у добувній промисловості та металургії. Водночас підвищення зовнішніх цін зумовлювало подорожчання експортної української продукції і сприяло припливу іноземної валюти в Україну та зміцненню обмінного курсу гривні. Це, в свою чергу, спричинило зниження цін на споживчі товари, насамперед імпортовані. Таким чином, зростання світових цін на сталь зумовило підвищення цін виробників, тоді як вплив на ІСЦ був протилежним.

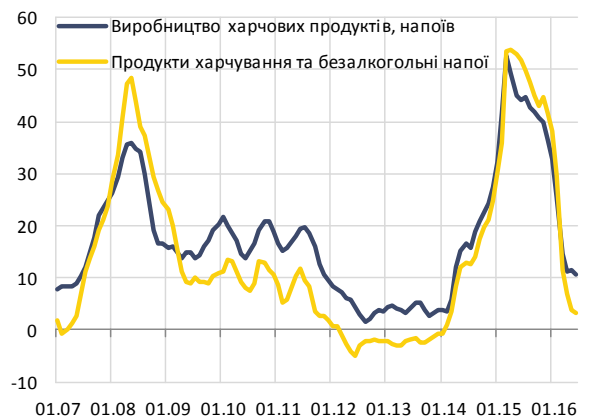
Водночас, суттєву частку в ІЦВ займає “виробництво харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів” (близько 21%). Динаміка цін за цією компонентною тісно корелює з компонентною ІСЦ “продукти харчування та безалкогольні напої” (близько 51% ІСЦ). Однак зростання цін як на ці товари, так і в галузях переробної промисловості, спрямованих переважно на задоволення внутрішнього попиту, наразі сповільнюється та більшою мірою відображає вплив спільних чинників, зокрема коливання попиту і пропозиції.

Кумулятивний відгук ІСЦ та ІЦВ на зміну цін на сталь на зовнішніх ринках, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Ціни на продукти харчування ІЦВ та ІСЦ, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Також перенесення зростання цін виробників на споживчі ціни може відбуватися опосередковано через підвищення заробітних плат у промисловості, що стимулює попит на споживчі товари та відповідно – зростання цін на них. Зокрема, у минулому підвищення цін на світових сировинних ринках в умовах фіксованого курсу супроводжувалося зростанням прибутків експортерів у гривневому еквіваленті, що мало суттєвий вплив на динаміку заробітних плат не лише в промисловості, а й у інших видах діяльності. Разом з м'якою фіскальною та монетарною політикою, це підтримувало високі

темпи зростання споживчого попиту, що, у свою чергу, зумовлювало прискорення споживчої інфляції. Також періоди короткострокових синхронних змін ІСЦ та ІЦВ за режиму де-факто фіксованого курсу пояснюються різкою корекцією обмінного курсу гривні внаслідок накопичених дисбалансів.

Хоча цього року зростання промислової інфляції також визначається насамперед зовнішніми чинниками та супроводжується зростанням заробітних плат, останнє наразі не генерує додаткового споживчого попиту через слабкість ринку праці. Більш того, плаваючий обмінний курс виступає вбудованим стабілізатором, що стримує інфляційні очікування через зміцнення гривні, зумовлене припливом іноземної валюти до країни. Таким чином, поточне зростання промислової інфляції не зумовлює ризики прискорення споживчої інфляції.

### 2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК

У I кварталі 2016 року вперше з початку 2014 року відбулося зростання реального ВВП у річному вимірі – на 0.1%. Тим не менше фактичне зростання було стриманішим, ніж прогнозувалося.

Як і очікувалося, основний додатний внесок у зміну реального ВВП зумовлював чистий експорт. Однак у звітному кварталі такий внесок знизився (до 2.5 в. п.) через суттєве сповільнення спаду імпорту. Імпорт був підтриманий відкладеним попитом, який реалізувався після скасування додаткового імпортного збору. Водночас падіння експорту хоч і продовжило сповільнюватися, цей процес стримувався введенням торговельно-транзитних обмежень Російською Федерацією та низькими цінами на світових товарно-сировинних ринках. Додатковий внесок у приріст економіки мало зростання внутрішнього інвестиційного попиту. Зокрема приріст валового нагромадження основного капіталу прискорився до 4.2% р/р.

Внутрішнє приватне споживання, яке є основною складовою вітчизняного сукупного попиту, залишалося слабким, хоча певний поштовх йому надали відміна додаткового імпортного збору та незначне поліпшення споживчих настроїв населення.

Показники випуску вказують, що в II кварталі 2016 року виробничі сектори економіки демонстрували неоднозначну динаміку. Розвиток зовнішнього середовища був сприятливішим, ніж закладалося в прогнозні припущення. Однак наприкінці кварталу реалізувалися непередбачені внутрішні ризики. Зокрема відбулося блокування залізничних перевезень у зв'язку зі страйком залізничників на сході країни. Це спричинило тимчасовий, однак значний спад у промисловості в червні (насамперед у гірничо-металургійному комплексі), а також погіршення показників діяльності вантажного транспорту. Тому, за оцінками НБУ, у II кварталі зростання реального ВВП прискорилося в річному вимірі, однак менш суттєво, ніж очікувалося раніше.

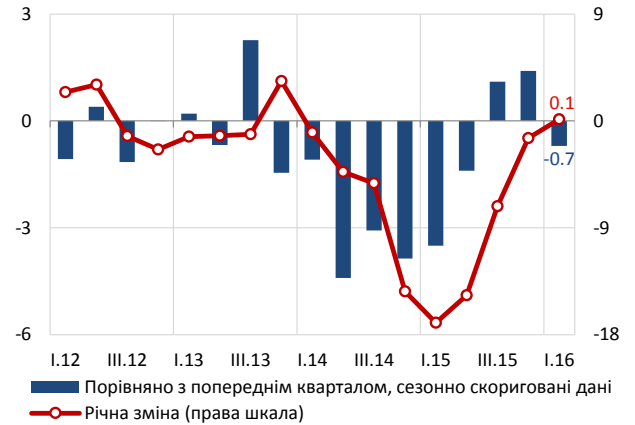
#### Випуск

У I кварталі реальний ВВП знизився порівняно з попереднім кварталом у сезонно скоригованому вимірі (на 0.7% кв/кв). Основний негативний вплив на економічну активність був зумовлений дією зовнішніх тимчасових чинників. Серед них торговельно-транзитні обмеження Російської Федерації, які позначилися на ділових очікуваннях вітчизняних підприємств, а також подальше падіння цін на світових сировинних ринках.

Уже в другій половині звітного кварталу транзит через російську територію було майже повністю розблоковано, а на світовому ринку розпочалося зростання цін на основну сировинну продукцію, однак відновлення стримувалося впливом політичної невизначеності.

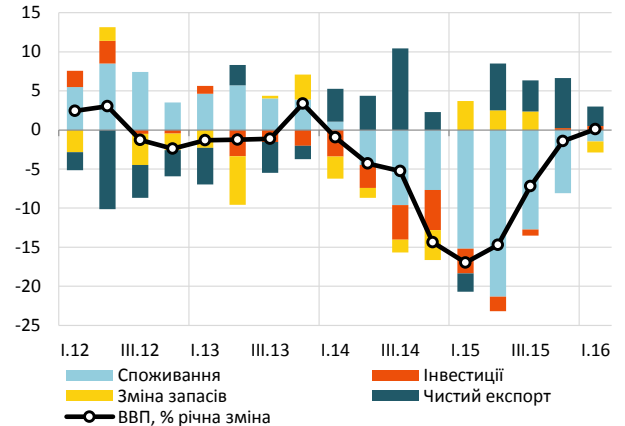
Водночас вперше з початку 2014 року відбулося зростання реального ВВП у річному вимірі – на 0.1%. Такий темп виявився меншим, ніж очікувалося, оскільки істотно погіршилася динаміка більшості секторів послуг. Однак передбачувано відновився приріст у виробничих секторах та суміжних з ними транспорті та торгівлі насамперед за рахунок низької бази порівняння.

Реальний ВВП, %



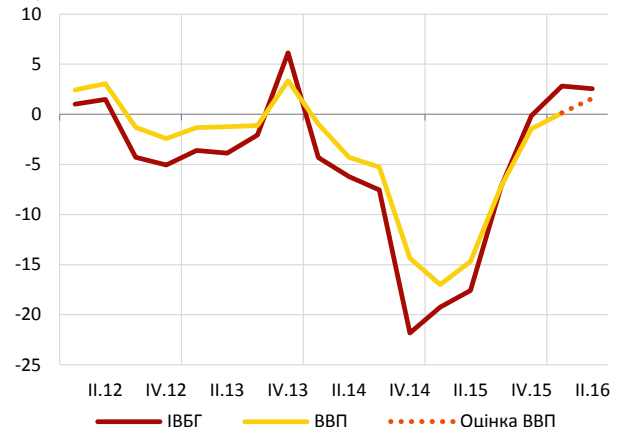
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс виробництва базових галузей та реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

ВДВ промисловості на тлі глибокого падіння у відповідному кварталі попереднього року зростає в річному вимірі (на 5.5%) уперше з 2012 року. Приріст відбувся за всіма видами промисловості. Однак сезонно скориговані показники свідчать про те, що протягом звітного кварталу відчутне поживлення відбулося лише в добувній промисловості. Активний видобуток вугілля зумовлювався стійким попитом з боку електростанцій. Добування металевих руд зростало в умовах стрімкого підвищення їх вартості на світових ринках.

Серед галузей переробної промисловості істотно підвищилися обсяги виробництва металургійної продукції (на 10.1% р/р). Крім бази порівняння, на показники металургії впливало певне поживлення попиту з боку будівництва та машинобудування.

Зокрема, високими темпами зростало виробництво машинобудівної продукції для харчової галузі (на 23.4% р/р), що може пояснюватися потребою модернізації в умовах пошуку нових ринків збуту. Зростання у виробництві залізничних локомотивів і рухомого складу зумовлено зокрема виконанням контракту на поставки вагонів до Туркменістану.

У харчовій галузі високими темпами зростало виробництво алкогольних напоїв, що викликано прагненням виробників накопичити запаси перед підвищенням акцизних ставок на початку березня.

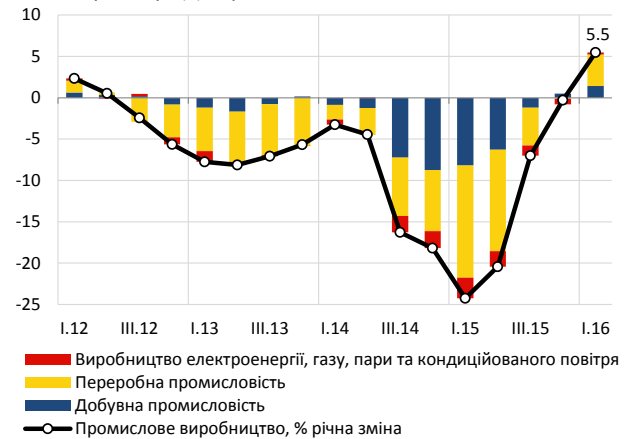
Попри ознаки загального відновлення в промисловості, деякі виробництва продовжували зазнавати падіння, як через скорочення внутрішнього попиту, так і внаслідок втрати ринку Російської Федерації та ускладнення доступу до ринків інших країн СНД. Останніми чинниками пояснювалися кризові явища у вітчизняній молочній галузі (випуск знизився на 3.4% р/р), у виробництві труб (понад 20% падіння) та у виробництві окремих видів машинобудівної продукції.

Низька база порівняння визначала також приріст товарообороту на 3.7% р/р. Зростання оптового товарообороту (на 2.9% р/р) відбулося насамперед за рахунок приросту торгівлі харчовою, хімічною продукцією, а також паливом. Серед продовольчих товарів позитивні тенденції, викликані нестатистичними ефектами, простежувалися лише за окремими товарними групами. Зокрема відбулося поживлення торгівлі борошномельно-круп'яною продукцією, у тому числі завдяки отриманню деякими підприємствами квот на безмитний експорт борошна в ЄС. Відновилося зростання торгівлі металевою продукцією, що пов'язано з поліпшенням ситуації в металургії порівняно з відповідним кварталом попереднього року.

Роздрібний товарооборот відновив зростання на 1.6% р/р, що насамперед пов'язано з відкладеним попитом, реалізованим після скасування додаткового імпортного збору, а також поступовим поліпшенням споживчих настроїв населення. Також відбулося зростання сезонно скоригованого рівня роздрібного товарообороту порівняно з попереднім кварталом.

Відновлення порівняно з відповідним періодом минулого року тривало також у будівництві, ВДВ якого підвищилося на 6.8% р/р. Зокрема спостерігалось поступове поліпшення

Внески у зміну ВДВ промисловості, в. п



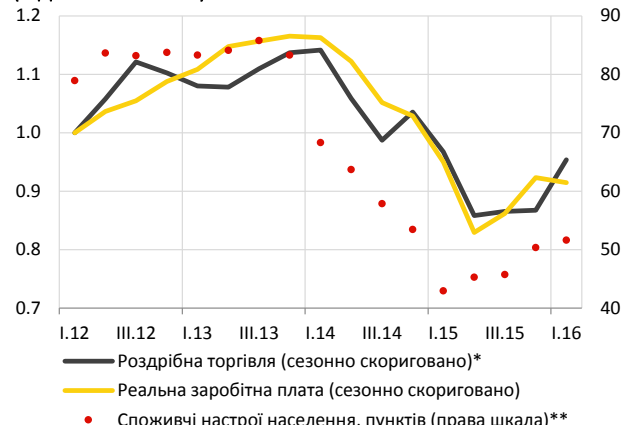
Джерело: ДССУ.

Структура оптового товарообороту в I кварталі 2016 року, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Роздрібний товарооборот та основні чинники (індекси: I.2012=1)



\*За дефлятор взято індекс, вирахований з номінального товарообороту підприємств роздрібної торгівлі та його реальної зміни (публікуються ДССУ).

\*\*Згідно з індексом споживчих настроїв компанії GfK Ukraine.

Джерело: ДССУ; GfK Ukraine; розрахунки НБУ.

очікувань будівельних компаній щодо забезпеченості замовленнями, а також їх фінансового стану<sup>6</sup>.

Серед секторів послуг відновилося падіння ВДВ освіти та охорони здоров'я, що відображало скорочення видатків зведеного бюджету на відповідні напрямки<sup>7</sup>. Водночас сповільнилося падіння ВДВ сектору фінансової та страхової діяльності, яке однак продовжувало зумовлювати вагомий від'ємний внесок у зміну ВВП.

Зниження ВДВ сільського господарства у I кварталі 2016 року сповільнилося до 1.6% завдяки подальшому приросту вирощування тварин та сповільненню падіння обсягів виробництва молока. Однак складною залишалася ситуація у виробництві яєць, де падіння прискорилося у зв'язку зі зниженням експорту, насамперед у країни Близького Сходу.

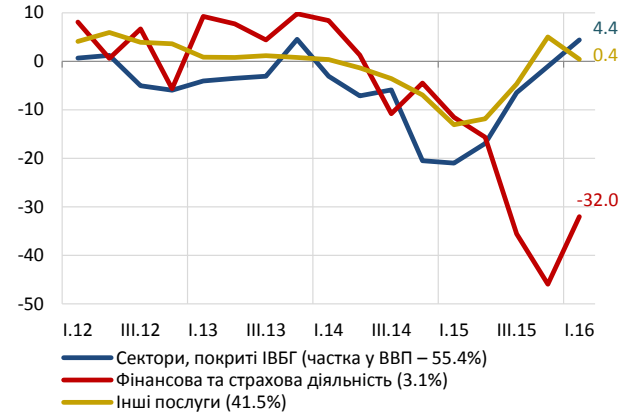
### Оцінки на II квартал

Показники випуску за квітень – червень свідчать про те, що в II кварталі 2016 року виробничі сектори економіки демонстрували неоднозначну динаміку. З одного боку, відновилося зростання сільськогосподарського виробництва та продовжувався приріст будівництва. Водночас на відміну від попередніх періодів поліпшення спостерігалось також у житловому сегменті будівельної галузі. На житлове будівництво позитивно впливала тривала тенденція до переорієнтації попиту в бік первинного ринку житла через його відносно нижчу вартість та розширені можливості впровадження заходів з енергоефективності порівняно зі старим житловим фондом. Високими темпами зростав оптовий товарооборот, у тому числі відображаючи стійкі обсяги експорту.

З іншого боку, нестабільні показники діяльності демонструвало промислове виробництво. Як і очікувалося, на початку кварталу спостерігалось нарощування активності, що визначалося позитивними тенденціями на світових сировинних ринках. Однак у кінці кварталу відбулися непередбачувані ускладнення, пов'язані з блокуванням залізничних перевезень у зв'язку зі страйком залізничників на сході країни. Як наслідок, підприємства гірничо-металургійного комплексу мали труднощі з постачанням сировини та відвантаженням готової продукції, що спричинило істотне зниження або тимчасову зупинку виробництва. Це позначилося на сукупних показниках як промисловості, так і вантажообороту. Роздрібний товарооборот, як і в попередні періоди, все ще демонстрував нестійке відновлення.

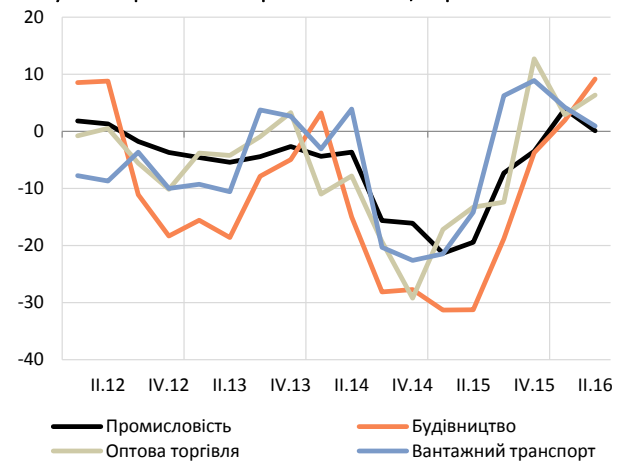
Динаміка показників обсягів виробництва в базових галузях дає підстави очікувати, що в II кварталі реальний ВВП прискорив зростання (до 1.6% в річному вимірі), однак менш суттєво, ніж очікувалося раніше. Про поступове поліпшення економічної ситуації свідчить також стрімке зростання індексу ділових очікувань<sup>8</sup>. Але враховуючи, що опитування підприємств проводилися в середині кварталу, подальший

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 (ІДО) та реальний ВВП



Джерело: ДССУ; НБУ.

<sup>6</sup> Інформація за даними ДССУ на основі опитувань, результати яких висвітлені в регулярному документі "Очікування будівельних підприємств щодо перспектив розвитку їхньої ділової активності".

<sup>7</sup> За оцінками Національного банку, у I кварталі 2016 року видатки зведеного бюджету на освіту та охорону здоров'я в реальному вираженні (дефльовані на дефлятор для ВДВ відповідних секторів) знизилися на 2.2% р/р та 20.8% р/р, тоді як у попередньому кварталі спостерігався їх приріст.

<sup>8</sup> Індекс ділових очікувань – агрегований показник щодо очікуваного розвитку підприємств у наступні 12 місяців, розрахований за результатами опитування Національного банку. Значення індексу вище 100 означає перевагу в суспільстві позитивних економічних настроїв, а нижче 100 – негативних економічних настроїв. В II кварталі 2016 року індекс підвищився до 108.5 з 98.4 у попередньому кварталі.

розвиток подій, пов'язаний зокрема з періодичним ускладненням ситуації на сході країни, міг істотно змінити сприйняття економічного середовища учасниками ринку.

**Внутрішній попит**

У I кварталі 2016 року, як і прогнозувалося, серед внутрішніх чинників лише внутрішній інвестиційний попит зумовив додатний внесок у зростання економіки в річному вимірі. Водночас внутрішнє приватне споживання, яке є основною складовою вітчизняного сукупного попиту, все ще залишалося слабким. Тим не менше на початку року незначний поштовх приватному споживанню надали відміна додаткового імпортного збору та певне поліпшення споживчих настроїв населення. Покращенню останніх сприяли зниження девальваційних очікувань та стрімке сповільнення інфляції. У результаті споживання домогосподарств підвищилося порівняно з попереднім кварталом (на 1.8% сезонно скориговано), а його падіння в річному вимірі сповільнилося до 2.2%.

У розрізі споживчих витрат домогосподарств відновився приріст реальних витрат на продукти харчування, а також транспортні послуги. Водночас, як і раніше, значними темпами скорочувалося споживання житлово-комунальних послуг внаслідок їх істотного подорожчання.

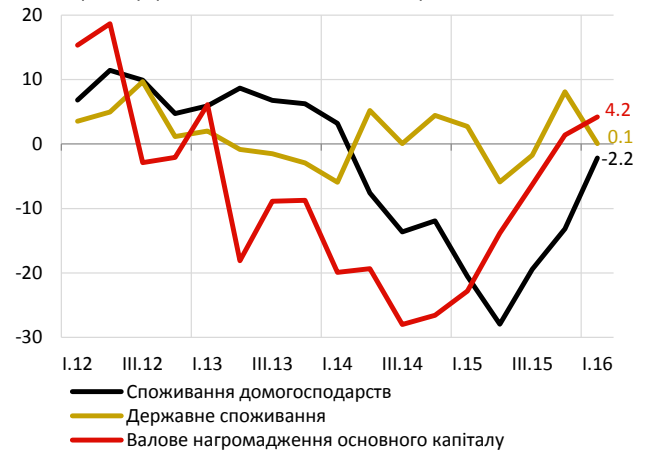
Структура споживання свідчить про те, що населення перерозподіляє витрати на користь життєво важливіших товарів і послуг, водночас скорочуючи частку споживання товарів тривалого використання. Це підтверджується значним збільшенням частки витрат на продукти харчування (до 42%), а також одночасним зменшенням частки витрат на одяг і взуття та предмети домашнього вжитку (до 3.9% та 3.3% відповідно). Водночас очікувано зросла частка витрат на послуги ЖКГ (до 16%).

Споживання сектору загальнодержавного управління після істотного приросту в попередньому кварталі у I кварталі 2016 року було майже незмінним у річному вимірі.

Зростання валового нагромадження основного капіталу прискорилося до 4.2% р/р. Насамперед підвищилися інвестиції в машини та обладнання (на 14.4% р/р), це свідчило про те, що рушієм інвестиційної активності здебільшого була потреба модернізації основних фондів.

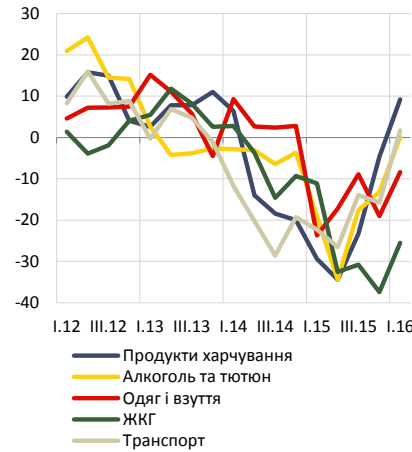
Одним із чинників, який стримував відновлення ВВП у I кварталі, був від'ємний внесок зміни запасів матеріально-технічних засобів. За оцінками НБУ, скорочення таких запасів у звітному кварталі відбулося насамперед через зниження резервів природного газу у вітчизняних сховищах (суттєвіше, ніж у попередньому році), а також активний експорт зернових культур. Натомість згідно з інформацією щодо запасів на підприємствах оптової торгівлі зросли запаси харчових продуктів та живих сільськогосподарських тварин. Це зокрема могло бути пов'язано з реалізацією відкладеного попиту через скасування додаткового імпортного збору (для імпорту такого виду продукції діяла найвища ставка відповідного збору – 10%).

Категорії внутрішнього споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Кінцеві споживчі витрати домогосподарств за цілями, % річна зміна

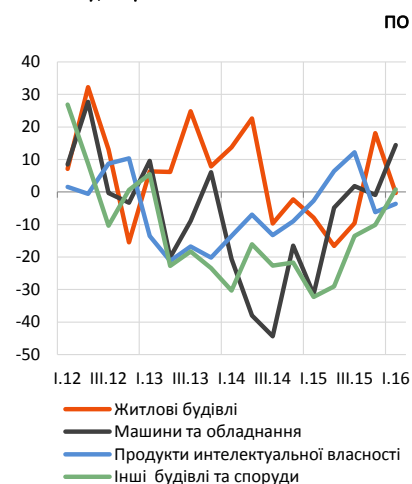


Джерело: ДССУ.

Структура витрат по роках, в. п.

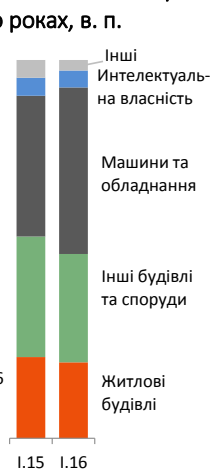


Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

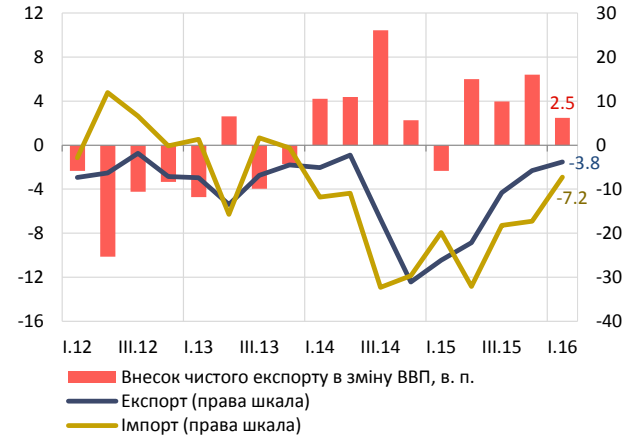
Структура валового нагромадження основного капіталу по роках, в. п.



**Зовнішній попит**

На експорт у I кварталі негативно впливали обмеження на транзит і все ще низькі ціни на світових товарно-сировинних ринках. Тому зниження експорту сповільнилося несуттєво (до 3.8% р/р порівняно з 5.8% р/р у IV кварталі 2015 року). У свою чергу, різко сповільнилося падіння імпорту через реалізацію відкладеного попиту. Як наслідок, внесок чистого експорту в зміну реального ВВП у I кварталі залишився додатним, однак відчутно знизився.

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.

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

Сукупний випуск в економіці визначається як циклічними чинниками, так і структурними змінами в економіці. Циклічні коливання переважно залежать від впливу тимчасових чинників монетарної та фіскальної політик, тоді як структурні є наслідком технологічного прогресу та істотних економічних зрушень. Серед останніх – тимчасова окупація частини територій Донецької та Луганської областей, слабка інвестиційна діяльність та скорочення кількості економічно активного населення. Внаслідок таких змін істотно знизився потенційний рівень ВВП, який передбачає максимально ефективне використання наявних економічних ресурсів, за якого інфляційний тиск в економіці залишається помірним.

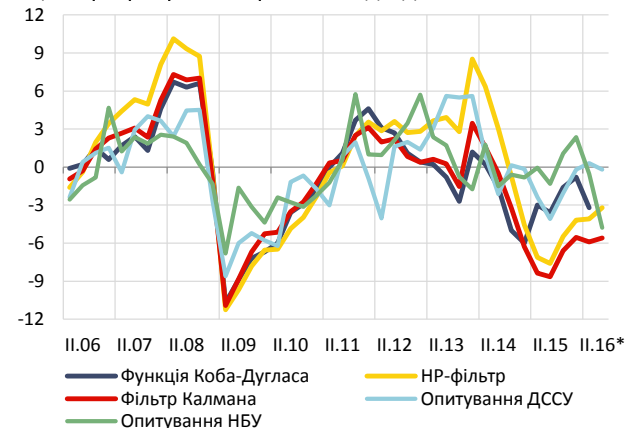
Розрив ВВП, як відхилення фактичного рівня від потенційного, відображає внесок циклічних чинників у динаміку ВВП та показує, в якій фазі ділового циклу знаходиться економіка. Додатний розрив ВВП відображає «перегрів економіки», що супроводжується посиленням інфляційного тиску з боку сукупного попиту. Водночас від’ємний розрив ВВП демонструє «недозавантаженість» економіки. З огляду на це, при прийнятті монетарних рішень значну увагу приділяють як поточній фазі економічного циклу, так і очікуваному відхиленню ВВП від потенційного рівня на прогнозованому горизонті. Тобто параметри монетарних інструментів значною мірою налаштовуються таким чином, щоб у середньостроковому періоді відбувалось згладжування економічних циклів, і ВВП знаходився якнайближче до свого потенційного рівня.

Оскільки потенційний рівень та розрив випуску є неспостережними змінними, Національний банк, як і інші центральні банки світу, здійснює їх оцінювання. Є кілька підходів для отримання таких оцінок, зокрема:

- однозмінна модель на основі фільтра Ходріка-Прескотта (НР). Це виключно статистичний метод фільтрації ВВП шляхом виділення тренду, який в подальшому приймається за потенційний рівень випуску;
- багатозмінна модель на основі фільтра Калмана, що дозволяє врахувати економіко-теоретичні особливості формування розриву ВВП та отримати декомпозицію його чинників<sup>9</sup>;
- виробнича функція Коба-Дугласа, що враховує використання капіталу і трудових ресурсів та ефективність їх поєднання<sup>10</sup>;
- оцінки на основі опитувань (опитування ДССУ щодо рівня завантаженості промислових підприємств та опитування підприємств Національним банком, на основі якого розраховується частка підприємств, що працюють в умовах практично повної завантаженості).

Високу кореляцію протягом досліджуваного періоду демонстрували розриви оцінені за допомогою усіх методів. Вирізнявся лише 2015 рік, коли згідно з виробничою функцією

Оцінка розриву ВВП за різними підходами, %



\* на основі оцінок ВВП.  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>9</sup> Див. детальніше в роботі: Ніколайчук С.А., Марійко Є.Б. Оцінка рівноважних та циклічних компонент макроекономічних показників за допомогою фільтра Кальмана // Вісник НБУ. – 2007. – №5. – С. 58-64.

<sup>10</sup> Див. детальніше в роботі: Потенціал України та його реалізація // Аналітичний звіт Міжнародного центру перспективних досліджень. – 2008. – 55 с.

розрив стрімко знижувався. Структурні зміни 2015 року були пов'язані зокрема зі зниженням економічно активного населення внаслідок істотних міграційних процесів. За рахунок цього внесок сукупної факторної продуктивності міг бути переоціненим у позитивний бік.

Розриви ВВП, обчислені за результатами опитувань, є найбільш волатильними, оскільки відображають суб'єктивні оцінки підприємств та чутливі до структури вибірки. Тому цей метод використовується як додатковий.

Методи на основі виробничої функції Коба-Дугласа та Калман-фільтру мають більш ґрунтовну теоретичну основу та враховують ряд інших чинників окрім власне динаміки ВВП. Їх результати є пріоритетними при формуванні рішень Національного банку. Оцінки за такими підходами вказують, що економіка України залишається істотно нижче свого потенційного рівня. З середини 2015 року тривав тренд до скорочення розриву ВВП, який у I кварталі 2016 року був перерваний тимчасовими факторами.

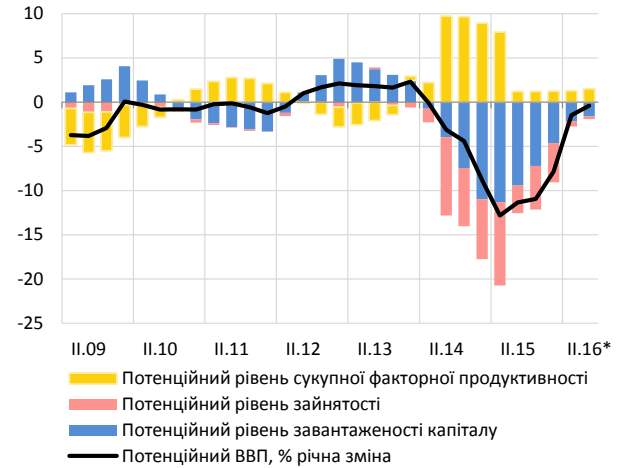
Оцінювання розриву ВВП на основі фільтра Калмана та виробничої функції Коба-Дугласа дає можливість здійснити аналіз чинників зміни потенційного ВВП та розриву ВВП.

Потенційний ВВП зазнав істотного падіння протягом 2014-2015 років. Зниження природного рівня завантаженості капіталу пояснюється вилученням зі статистичної звітності окупованих територій, а також руйнуванням окремих промислових об'єктів у східних регіонах. Зниження кількості економічно активного населення, поміж інших чинників, зумовлено активними міграційними процесами протягом останніх двох років. З одного боку, це зумовило негативний вплив на природний рівень зайнятості, а з іншого – забезпечило поліпшення показника сукупної факторної продуктивності (за рахунок статистичного ефекту).

Від'ємний розрив ВВП у 2015 році визначався низькою завантаженістю капітальних ресурсів, тоді як на початку 2016 року основний внесок зумовлював негативний шок продуктивності факторів виробництва. Ситуація на ринку праці зумовлювала незначний додатковий внесок у від'ємний розрив ВВП.

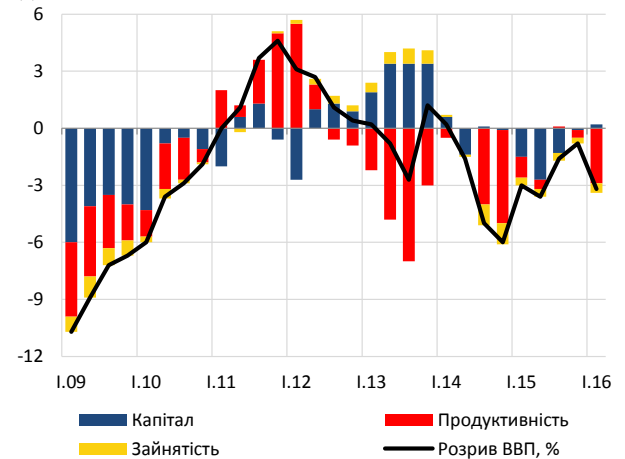
Декомпозиція на основі фільтра Калмана вказує, що в першому півріччі основними факторами розриву залишалися жорстка фіскальна політика, скорочення реальних доходів населення, а також негативні очікування. Крім того, відновився істотний вплив інших шоків, що може відображати як транзитні обмеження з боку Російської Федерації, так і періодичні ускладнення в східних регіонах країни. Хоча внесок умов торгівлі в II кварталі 2016 року залишився від'ємними, він суттєво зменшився, що відображало покращення зовнішньої цінової кон'юнктури. Натомість стимулюючий вплив монетарних умов протягом останніх кварталів знизився.

Декомпозиція внесків у зміну потенційного ВВП, оціненого виробничою функцією, в. п.



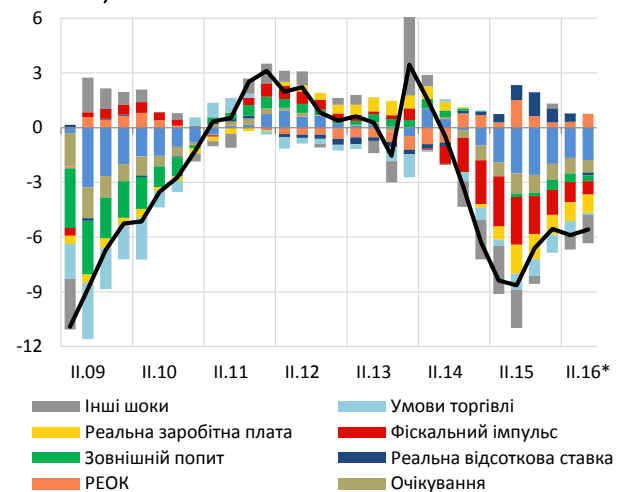
\* на основі оцінок ВВП.  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Декомпозиція внесків розриву ВВП, оціненого виробничою функцією, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Декомпозиція внесків розриву ВВП, оціненого фільтром Калмана, в. п.



\* на основі оцінок ВВП.  
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.



## 2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

Попри поступове економічне відновлення ситуація на ринку праці залишалася напруженою, а в I кварталі 2016 року знову дещо погіршилася. Рівень безробіття за методологією Міжнародної організації праці в сезонно скоригованому вимірі незначно зріс (з початку 2015 року коливався у межах 8.9% – 9.5%). Зростання рівня безробіття було пов'язано зі слабкими показниками економічної діяльності в I кварталі 2016 року. У II кварталі 2016 року з'явилися окремі сигнали поступового відновлення попиту на робочу силу.

Номінальна середня заробітна плата та номінальні доходи населення в I кварталі 2016 року зростали, однак нижчими темпами (на 27% р/р та 13.2% р/р відповідно). У II кварталі 2016 року уповільнення темпів зростання номінальної заробітної плати прискорилося (до 23.3% р/р). Уповільнення було очікуваним та пов'язано з послабленням інфляційних процесів, зниженням волатильності обмінного курсу та високою базою порівняння. Разом із тим послаблення інфляційного тиску зумовило подальше сповільнення падіння реальних наявних доходів населення, а річні темпи зростання реальної заробітної плати вперше за два роки досягли додатних значень. Проте, це більшою мірою пояснюється статистичними ефектами, не стимулювало нарощення споживчого попиту і, відповідно, не впливало на інфляцію.

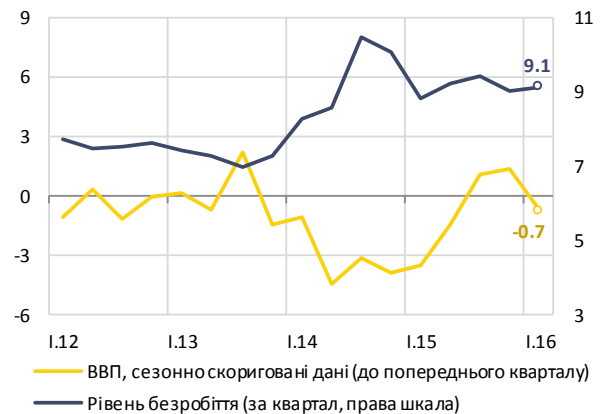
У I кварталі 2016 року відбулося найбільше за історію спостережень скорочення заощаджень населення (на 46 млрд. грн.), у тому числі за рахунок продажу населенням іноземної валюти. Відповідно схильність до заощаджень також сягнула історичного мінімуму. Таким чином, населення витратило накопичені раніше кошти для підтримання рівня споживання.

### Ринок праці<sup>11</sup>

Сезонно скоригований рівень безробіття населення за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) у I кварталі 2016 року становив 9.1% і залишався на стабільно високому рівні з початку 2015 року (рівень безробіття без урахування сезонності збільшився до 9.9%). Зростання рівня безробіття у I кварталі 2016 року було пов'язано як з все ще слабкою економічною активністю, так і активізацією пошуку роботи сезонними робітниками, в основному чоловічої статі (насамперед у сфері будівництва та сільському господарстві).

*Довідково: Зареєстроване безробіття станом на кінець червня 2016 року становило 1.5%, у сезонно скоригованому вимірі з кінця 2009 року змінювалося в межах 1.5% – 2.0%. Кількість зареєстрованих безробітних у Державній службі зайнятості України в річному вимірі мала тенденцію до зниження, починаючи з липня 2015 року, і станом на кінець червня 2016 року становила 388.9 тис. осіб. Це пояснюється як необхідністю дотримуватися певних умов реєстрації/збереження статусу безробітного, так і бажанням/небажанням осіб ставати на такий облік в*

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



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

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

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

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

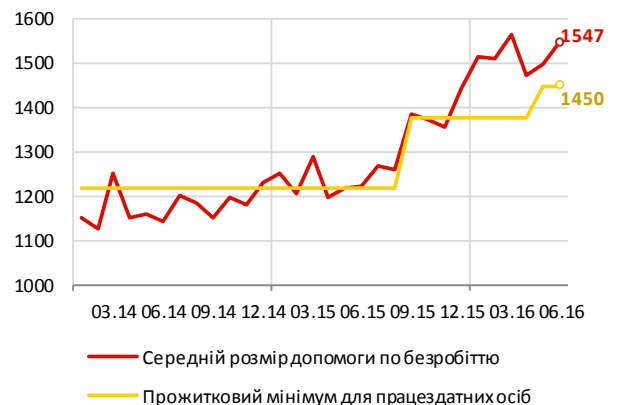
Рівень безробіття населення за МОП\*, у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років



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

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; Закон України "Про Державний бюджет України на 2016 рік".

<sup>11</sup> З початку 2015 року ДССУ публікує окремі дані без урахування частини зони проведення АТО, тому деякі показники ринку праці можуть бути недооцінені.

основному через низькооплачувані роботи, що пропонуються, та низький рівень допомоги по безробіттю<sup>12</sup>.

Разом із тим за методологією МОП кількість зайнятого населення віком 15 – 70 років у I кварталі 2016 року знизилася, натомість кількість безробітних зросла. Зниження як кількості економічного активного населення, так і зайнятого населення відбувалося насамперед у результаті демографічних процесів.

Скорочення зайнятих відповідало змінам у кількості штатних працівників: станом на кінець травня 2016 року кількість штатних працівників становила майже 7.9 млн. осіб (за плинний рік знизилася на 2.3%, проте з початку року практично не змінювалася). У різних видах діяльності відбувалися різноспрямовані тенденції: у сільському господарстві, торгівлі та транспорті кількість штатних працівників зросла, однак у переважній більшості галузей відбулося їх зниження, що могло бути зумовлене плановими скороченнями. Так, за даними ДСЗУ, у січні – травні 2016 року кількість працівників, попереджених про заплановане вивільнення, зросла майже в півтора раза порівняно з відповідним періодом минулого року та становила 159.1 тис. осіб.

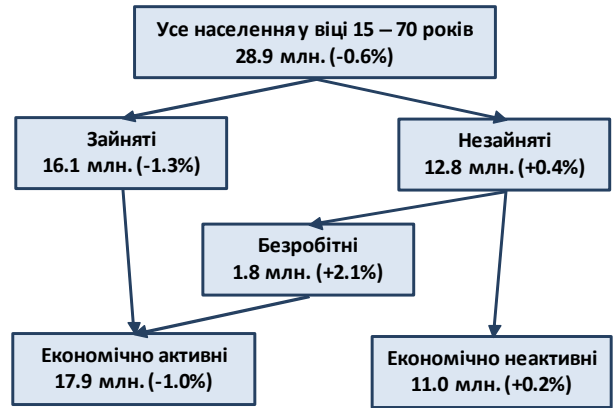
Наприкінці I кварталу – у II кварталі 2016 року спостерігалися окремі ознаки поступового підвищення попиту на робочу силу – про що свідчить зниження рівня навантаження на 10 вільних робочих місць в сезонно скоригованому вимірі (у травні та червні 2016 року вперше за останні два роки відбулося падіння цього показника в річному вимірі). Також з початку року потреба роботодавців у працівниках на заміщення вільних робочих місць у сезонно скоригованому вимірі зросла майже на 12%.

*Довідково: За даними сайта з пошуку роботи, у першому півріччі 2016 року співвідношення кількості резюме до кількості вакансій знизилася порівняно з другим півріччям 2015 року (з 3.9 до 3.4). Зниження конкуренції пояснюється збільшенням кількості вакансій і спадом активності осіб, що шукають роботу. Найвища конкуренція зафіксована в таких професійних сферах як “Вищий менеджмент” та “Юристи”, найменша – у страхуванні та у сфері “Робітничий персонал”<sup>13</sup>.*

**Доходи домогосподарств та заощадження**

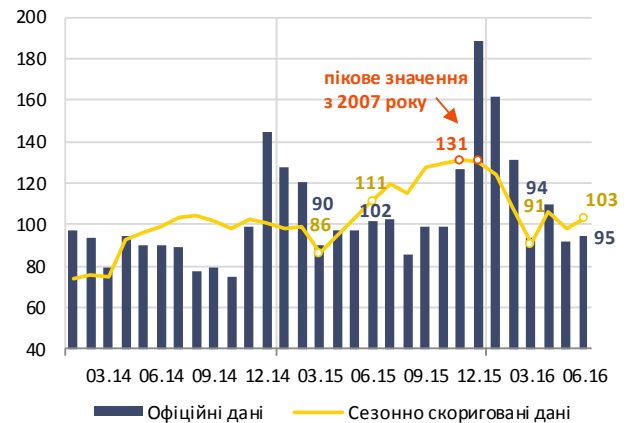
У I кварталі 2016 номінальні доходи населення підвищилися, проте темпи їх зростання суттєво уповільнилися. Збільшення номінальних доходів населення відбулося здебільшого за рахунок найбільшої її складової – заробітної плати, частка якої в I кварталі зросла до 46%. Так заробітна плата як складова

Структура населення України у I кварталі 2016 року\*, млн. осіб та % (зміна до відповідного кварталу попереднього року)



\* Може відрізнятись від офіційних даних на 0.1 млн. осіб через округлення

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



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

Джерело: ДССУ.

**Відношення кількості резюме до кількості вакансій за видами діяльності, I півріччя 2016 року**



\* Бухгалтерія, управлінський облік, фінанси підприємств

Джерело: HeadHunter Україна

<sup>12</sup> Середній розмір допомоги по безробіттю в II кварталі 2016 року майже дорівнював прожитковому мінімуму для працездатних осіб. Також за даними Державної служби зайнятості станом на 01 квітня 2016 року в половині вакансій пропонувалася заробітна плата менше 2 000 грн. (що становило 40% від середньої заробітної плати) та лише в 3.2% вакансій вона перевищувала 5 000 грн. Разом із тим на сайтах приватних агентств з підбору кадрів мінімальна заробітна плата, що пропонувалася, залежала від сфери діяльності та становила від 3 400 грн. (бухгалтерія, фінанси підприємств) до 13 000 грн. (інформаційні технології, інтернет, телеком).

<sup>13</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.

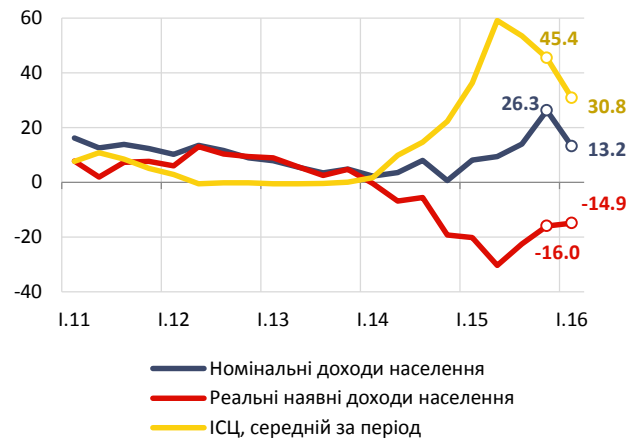
номінальних доходів населення зросла на 26.1% р/р<sup>14</sup>. Разом із тим соціальні допомоги та інші одержані поточні трансферти в I кварталі 2016 року зросли лише на 1.4% р/р. Це відбулося за рахунок зниження соціальних допомог на 13.8% через зниження надходжень від Пенсійного фонду. Однак така динаміка була спричинена тимчасовим чинником – авансовою сплатою частини пенсій за січень 2016 року наприкінці 2015 року.

Темпи зростання номінальної середньої заробітної плати (нарахованої в розрахунку на одного штатного працівника) у I кварталі 2016 року дещо уповільнилися і в II кварталі 2016 року продовжили свій низхідний тренд (до 23.3% р/р – у середньому за квартал вона становила 5 072 грн.), що в основному пов'язано зі зниженням волатильності обмінного курсу та високою базою порівняння. Разом із тим у II кварталі 2016 року зростання заробітних плат було підтримане підвищенням мінімальної заробітної плати (з 01 травня 2016 року на 5.2% – до 1 450 грн), зростанням забезпечення військовослужбовців та прикордонників, збільшенням сезонних робіт.

Послаблення інфляційного тиску сприяло подальшому зменшенню темпів падіння як реальних наявних доходів населення, так і реальної заробітної плати. У березні 2016 року вперше за два роки реальна заробітна плата зросла в річному вимірі, а в II кварталі 2016 року зростання прискорилося до 12% р/р.

У I кварталі 2016 року заощадження населення стрімко знизилися (на 46 млрд. грн., найбільш суттєве зниження за весь період спостережень). Це було зумовлено як зниженням нагромадження нефінансових активів (переважно за рахунок старіння житлових фондів), так і зниженням приросту фінансових активів (зокрема за рахунок збільшення продажу населенням іноземної валюти). Відповідно схильність населення до заощаджень, яка протягом минулого року залишалася на рівні близькому до нуля, у I кварталі 2016 року також суттєво знизилася та сягнула історичного мінімуму (як сезонно скоригована, так і фактична). Таким чином, населення використовувало накопичені в попередні періоди заощадження для підтримки рівня споживання на тлі підвищення вартості послуг ЖКГ.

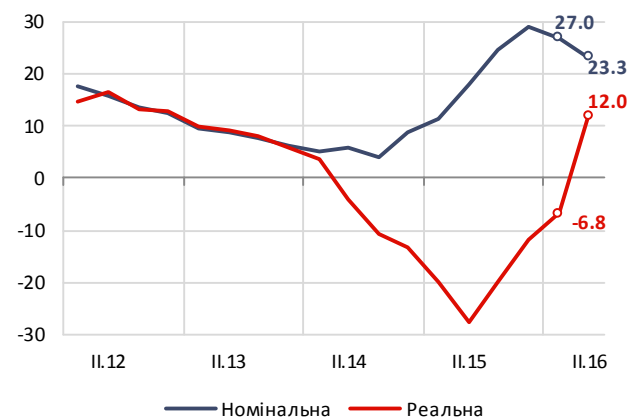
#### Індекс споживчих цін, номінальні та реальні наявні доходи населення\*, % річна зміна



\* З 2014 року без урахування АР Крим, м. Севастополь та частини зони проведення АТО.

Джерело: ДССУ.

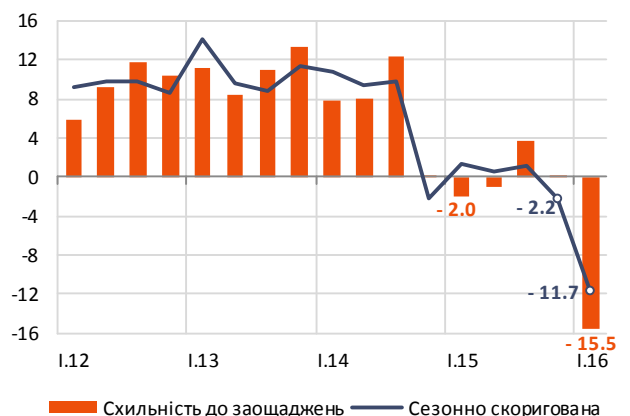
#### Заробітна плата\*, у середньому за квартал, % річна зміна



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

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



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

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

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

<sup>14</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).

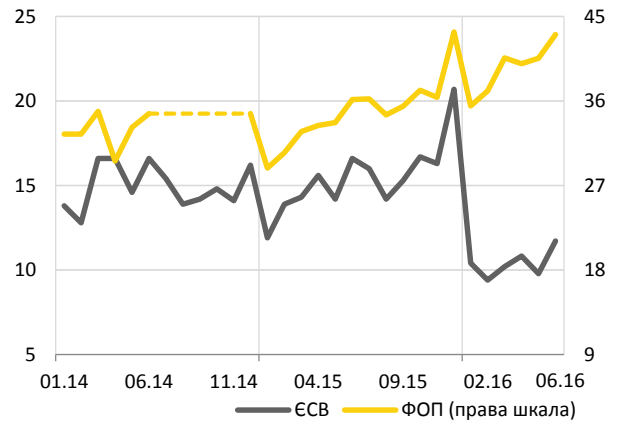
**Вплив зниження ставки ЄСВ на динаміку заробітних плат**

З метою полегшення умов ведення бізнесу, зменшення навантаження на фонд оплати праці та стимулювання легалізації доходів з 01 січня 2016 було змінено підходи до сплати єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування (далі – ЄСВ):

- знижено майже вдвічі та встановлено єдину ставку 22%;
- підвищено максимальну величину бази нарахування з 17 до 25 мінімальних місячних заробітних плат;
- скасовано ЄСВ, що утримується із заробітної плати (доходу) робітників (фізичних осіб).

Як результат, надходження від ЄСВ очікувано знизилась (на 28% р/р у першому півріччі 2016 року). Проте скорочення надходжень було менш суттєвим, ніж зниження ставки, що зокрема пояснюється зростанням фонду оплати праці (на 21% р/р за січень – червень 2016 року).

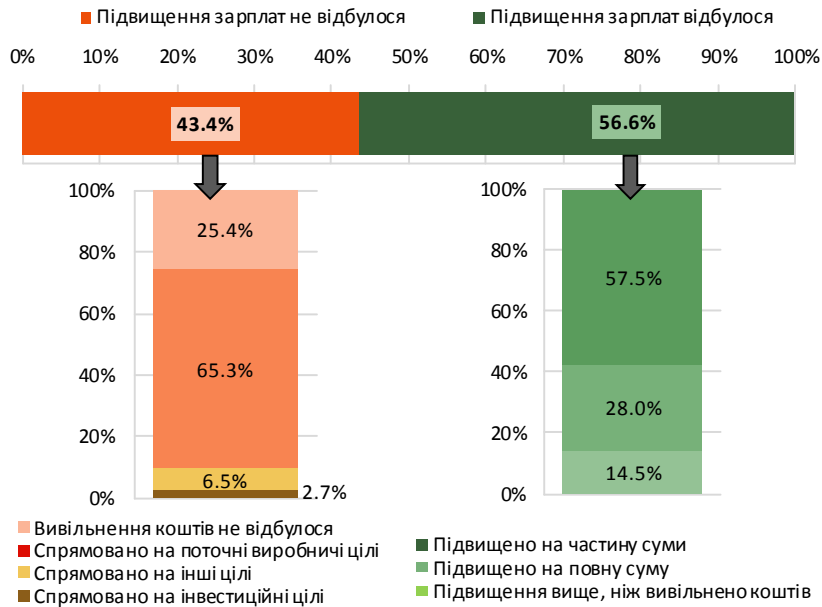
Єдиний соціальний внесок та фонд оплати праці, млрд. грн.



Пунктиром позначено відсутність даних.  
Джерело: ДФС, ДССУ, розрахунки НБУ.

Для детальнішої оцінки впливу від зниження ставки ЄСВ на поведінку підприємств щодо встановлення заробітних плат, в опитування щодо ділових очікувань підприємств у II кварталі 2016 року було додане відповідне запитання<sup>15</sup>. Згідно з результатами опитування більше половини підприємств спрямували вивільнені від зниження ставки ЄСВ кошти на підвищення заробітних плат. Але лише частина з них повністю спрямувала вивільнені кошти на підвищення зарплат. Підприємства, які не підвищили заробітні плати, зекономлені кошти спрямували на фінансування поточної виробничої діяльності. Четверть з них взагалі не відчули економії коштів від зниження ставки ЄСВ.

**Напрями використання вивільнених коштів від зниження ЄСВ**



Джерело: опитування щодо ділових очікувань підприємств України (НБУ).

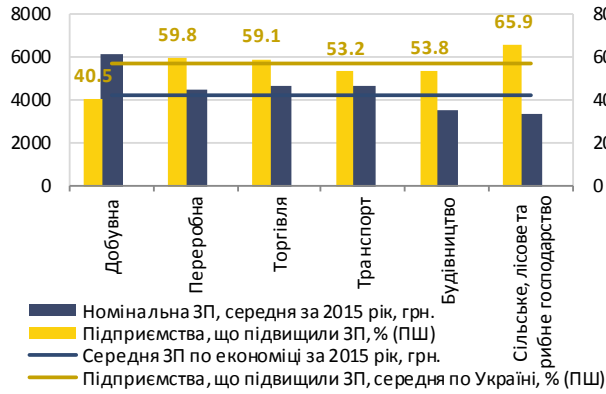
Найбільша частка підприємств, які підвищили заробітну плату, зафіксована в тих видах діяльності, де середня номінальна заробітна плата наприкінці 2015 року була нижчою, ніж у середньому по економіці (насамперед у сільському, лісовому та рибному господарстві, за оцінками підприємств, підвищення перевищило економію від ЄСВ). Значна кількість підприємств роздрібної торгівлі також відзначили підвищення заробітних плат на частину суми економії. У свою чергу в добувній промисловості частка підприємств, яка підвищила заробітну плату, була найнижчою, хоча ці підприємства мали найбільший потенціал для підвищення (у добувній промисловості ставка нарахувань була суттєво вищою, ніж в середньому по видах діяльності з огляду на один із найвищих професійних ризиків). Найчастіше

<sup>15</sup> Національний банк щокварталу проводить опитування щодо ділових очікувань підприємств. В опитуванні беруть участь підприємства нефінансового сектору. Квотна вибірка складається залежно від внеску регіону та виду діяльності у ВДВ України. Черговий раунд опитування відбувся з 11 травня до 07 червня 2016 року. В опитуванні взяли участь 683 підприємства у 22 регіонах України (без АР Крим, м. Севастополь, Донецької та Луганської областей). Детальніша інформація розміщена за посиланням: [https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=58374](https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=58374)

підвищували заробітну плату середні підприємства, у той час як малі підприємства, які працюють у більш жорстких фінансових умовах, спрямовували вивільнені кошти на інші цілі, зокрема на сплату єдиного податку.

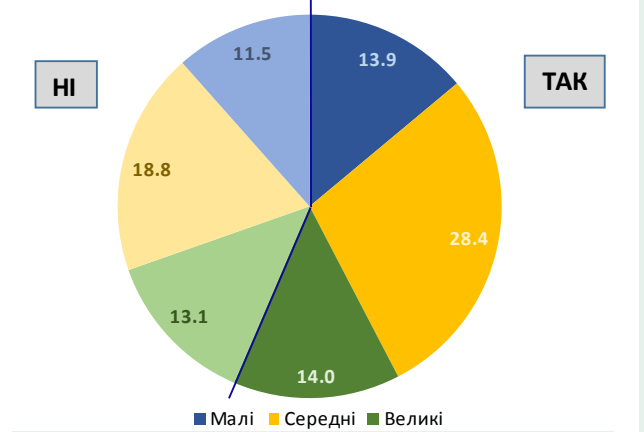
Серед інших напрямів використання вивільнених коштів підприємства називали покриття збитків від коливання курсу гривні, сплату збільшеного податку на землю, ренти та ресурсних зборів, ПДФО та ПДВ, прийняття на роботу нових працівників. Важливим результатом зниження ставки ЄСВ стало зменшення валових витрат підприємств, що дало змогу поліпшити їх фінансові результати.

Номінальна зарплата та частка підприємств, які підвищили її унаслідок зниження ставки ЄСВ



ЗП – заробітна плата.  
 ПШ – права шкала.  
 Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Розподіл підприємств за розміром, %



Джерело: НБУ.

Таким чином, як і очікувалося, у цілому підприємства оцінюють ефект від зниження ставки ЄСВ, як сприятливий, та частково вже реалізували його в підвищенні заробітних плат. Разом із тим ефект від впроваджених змін настає зі значним лагом, оскільки для отримання відчутних ефектів та масштабної легалізації заробітної плати стимулюючим фактором має стати зокрема реформа пенсійної системи та системи оплати праці загалом.

### 2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Фіскальна політика в першому півріччі цього року характеризувалася дещо м'якшою позицією порівняно з 2014 – 2015 роками. Проявом цього стало зростання видатків високими темпами, насамперед за рахунок поточних видатків. Зокрема суттєво збільшилися видатки соціального спрямування на тлі реформування єдиного соціального внеску та швидшого приведення тарифів на послуги ЖКГ до економічно обґрунтованого рівня. Крім того, у II кварталі відбулося підвищення капітальних видатків насамперед за рахунок місцевих бюджетів.

Проте зростання доходів суттєво сповільнилося насамперед через значне зниження неподаткових надходжень. Водночас завдяки податковим змінам, упровадженим на початку року, а також через тимчасові ефекти (майже не було відшкодування ПДВ у червні) податкові надходження зростали високими темпами.

На відміну від профіциту в I кварталі в II кварталі сформувався дефіцит зведеного бюджету через збільшення від'ємного сальдо державного бюджету та зменшення профіциту місцевих бюджетів. У результаті за підсумками першого півріччя зведений бюджет також виконано з дефіцитом, який однак був нижчий, ніж у середньому за попередні сім років (навіть урахувавши профіцит за відповідний період 2015 року). Крім того, цього року зберіглося суттєве додатне первинне сальдо.

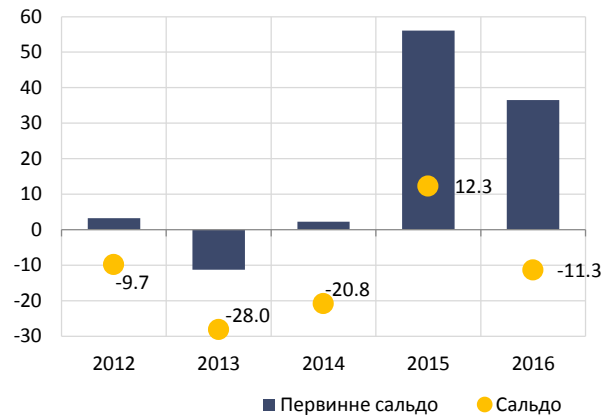
#### Доходи

Доходи зведеного бюджету в першій половині 2016 року характеризувалися уповільненням зростання в річному вимірі (у II кварталі – до 11.2% р/р, а у першому півріччі – до 13.7% р/р).

Ключовим фактором сповільнення стало скорочення неподаткових надходжень на 44.7% р/р у II кварталі (на 43.3% у першому півріччі). Головна причина – Національний банк у поточному році<sup>16</sup> не здійснював перерахувань. Також у минулому році були отримані надходження з разових джерел (від продажу 3G-ліцензій).

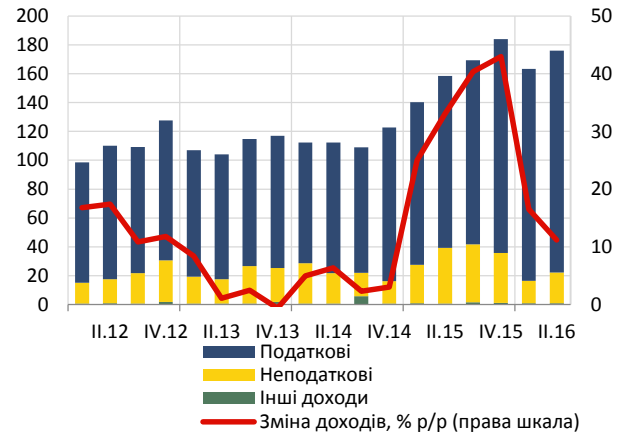
Зростання податкових надходжень залишилося доволі високим – 29.3% р/р у II кварталі (29.9% за перше півріччя). На податкових надходженнях позитивно позначилося вдосконалення адміністрування та поліпшення окремих економічних індикаторів. Вагомий внесок у підтримку високих темпів зростання податкових надходжень у II кварталі мав тимчасовий фактор – нестандартна ситуація з відшкодуванням ПДВ у червні, а саме дуже низькі його обсяги (лише 0.1 млрд. грн.). Ураховуючи також дещо нижчі середньомісячні обсяги відшкодування в квітні-травні порівняно з I кварталом (6.9 млрд. грн. та 7.4 млрд. грн. відповідно), загальний обсяг відшкодування в II кварталі скоротився на 5% р/р (тоді як у попередньому кварталі, – зріс на 84.5% р/р). Така ситуація спричинила збільшення відповідної заборгованості до 21.7 млрд. грн. станом на 01.07.2016, за даними ДФС. Водночас разом з певною активізацією сплати податку сільськогосподарськими

Сальдо зведеного бюджету в I півріччі, млрд. грн.



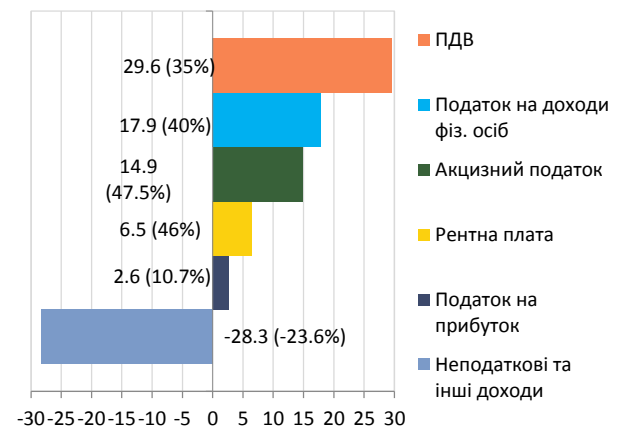
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Доходи зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Зміна ключових доходів зведеного бюджету у I півріччі 2016 року, млрд. грн. та % річна зміна



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>16</sup> Відповідно до статті "5<sup>1</sup>. Прибуток до розподілу" Закону України "Про Національний банк України" перераховування прибутку до розподілу до Державного бюджету України здійснюється лише після підтвердження зовнішнім аудитом та затвердження Радою Національного банку річної фінансової звітності, а також після формування за рахунок цього прибутку загальних та інших резервів у визначених означеним законом обсягах. За перше півріччя 2015 року було перераховано 25.1 млрд. грн.

підприємствами, поживаленням роздрібного товарообороту в II кварталі та сприятливішою базою порівняння<sup>17</sup> це зумовило суттєве збільшення загальних надходжень від ПДВ.

Також у II кварталі було зафіксовано значне зростання надходжень від акцизного податку, що зумовлено підвищенням ставок напередодні та поліпшенням адміністрування (введення акцизної накладної на паливо). Високі обсяги імпорту та підвищення вартості окремих підакцизних товарів також підтримали збільшення цих надходжень.

Надходження від податку на доходи фізичних осіб, як і в попередній період, у II кварталі зростали високими темпами (39.8% р/р). Це стало результатом уніфікації основної ставки на рівні 18% на початку року та збільшення номінальних заробітних плат. Цього кварталу отримано значні надходження від податку на прибуток підприємств, які перевищили минулорічні обсяги (на 39.2% р/р). Зокрема сплачений податок державними підприємствами, як і в I кварталі, був суттєво більшим, ніж торік, що можна пояснити, серед інших факторів, подальшим приведенням тарифів ЖКГ до економічно обґрунтованого рівня. Також на надходження від податку на прибуток у II кварталі повною мірою вплинули зміни в адмініструванні цього податку, запроваджені з початку року (зокрема перехід на квартальну основу його сплати).

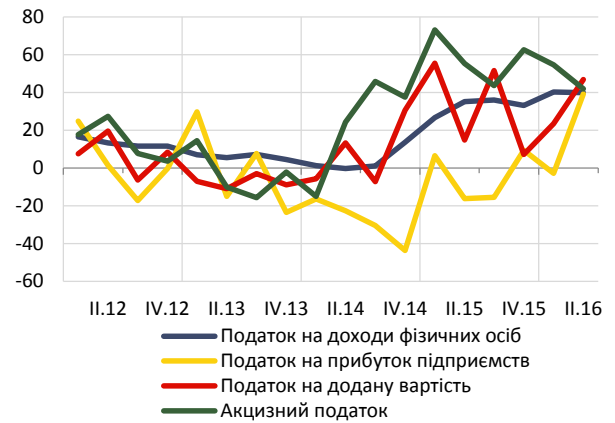
Помірно зростали (у порівнюваних умовах) також надходження від податків на міжнародну торгівлю. Однак через відміну додаткового імпортного збору, який у 2015 році становив більшу частину цих податків (62.5% за підсумками року), у річному вимірі тривало їх зниження. Водночас у II кварталі суттєво скоротилися надходження від рентної плати, що, крім економічних, пов'язано з іншими факторами, зокрема питаннями адміністрування податку.

### Видатки

Видатки зведеного бюджету дещо сповільнили зростання в II кварталі в річному вимірі – до 19.6% р/р. Це відбулося за рахунок поточних видатків, темпи зростання яких знизилися до 18.2% р/р (до 23.6% у першому півріччі). Це було пов'язано, зокрема з сезонним зниженням обсягів видатків на надання субсидій населенню та новими термінами обслуговування державного зовнішнього боргу в результаті проведеної його реструктуризації. Однак, урахувавши значне збільшення в I кварталі за підсумками першого півріччя зростання видатків прискорилося до 22.9% р/р.

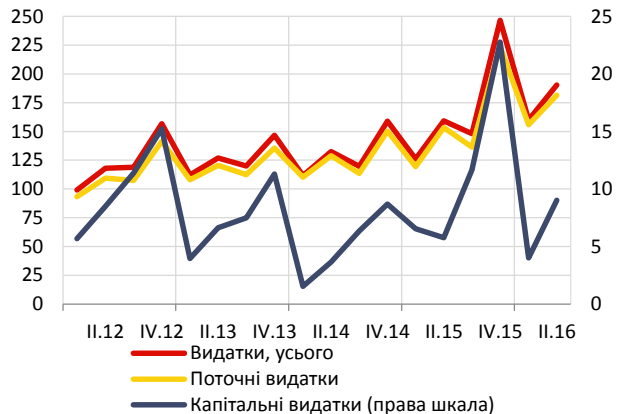
У розрізі поточних видатків високими темпами продовжили зростати витрати на програми соціального спрямування. Так тривало пришвидшення зростання видатків на соціальне забезпечення. Це насамперед пов'язано зі значними перерахуваннями до Пенсійного фонду через зменшення його власних надходжень, основою яких є ЄСВ<sup>18</sup>. У II кварталі обсяги цих перерахувань були більшими, ніж у попередньому, оскільки січневі пенсійні видатки були авансово здійснені в грудні 2015 року. Водночас завершення опалювального сезону зумовило зменшення видатків на надання субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ порівняно з I кварталом. У результаті їх зростання в річному вимірі сповільнилося, однак залишилися високим. Високі темпи зростання витрат на оплату праці (37.2% р/р) були

### Основні бюджетоутворюючі податки, % річна зміна



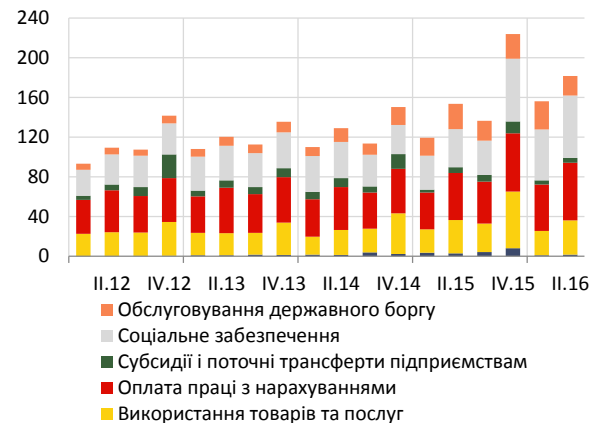
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

### Видатки зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

### Складові поточних видатків, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

<sup>17</sup> У лютому-березні 2015 року на стан ПДВ, акцизного податку та податків на міжнародну торгівлю суттєво вплинули інфляційно-девальваційні ефекти, а вже з квітня 2015 року їх дія почала вичерпуватися.

<sup>18</sup> У 2016 році суттєво збільшена бюджетна підтримка Пенсійного фонду.

зумовлені збільшенням грошового забезпечення військовослужбовців та підвищенням мінімальної заробітної плати. Водночас нарахування на заробітну плату в II кварталі 2016 року скоротилися (на 17.5% р/р) через зниження ЄСВ.

Як і в попередньому періоді, доволі суттєве зростання витратів соціального спрямування було частково компенсовано зниженням поточних витратів за іншими напрямками. Так у II кварталі витрати на використання товарів і послуг лише на 3.2% р/р перевищили минулорічний обсяг. Зокрема знизилася витрати на придбання предметів та інвентаря, оплату комунальних послуг. Відчутно скоротилися витрати на обслуговування боргових зобов'язань, особливо в частині їх зовнішньої складової. Після стрімкого збільшення витрат на сплату відсотків у I кварталі внаслідок відновлення виплат купонного доходу за ОЗДП<sup>19</sup>, у II кварталі ці витрати були незначними. Одночасно витрати на обслуговування внутрішніх зобов'язань залишилися на рівні минулого року.

З квітня поточного року відновилося зростання капітальних витратів, яке тривало протягом усього II кварталу. Їх збільшення пов'язане зокрема з ремонтом дорожньої інфраструктури. Крім того, значна частина капітальних витратів здійснена за рахунок місцевих бюджетів.

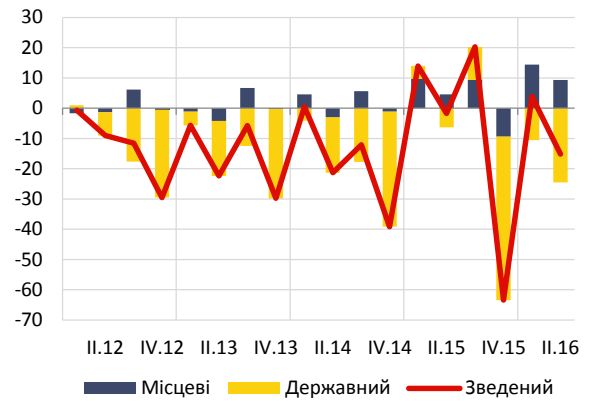
**Сальдо**

Зведений бюджет, як і очікувалося, у II кварталі виконано з дефіцитом (15.2 млрд. грн.). Це стало відображенням збільшення від'ємного сальдо державного бюджету – до 24.5 млрд. грн. та зменшення профіциту місцевих бюджетів – до 9.4 млрд. грн. За підсумками першого півріччя дефіцит зведеного бюджету становив 11.3 млрд. грн.

Джерелом фінансування дефіциту були кошти єдиного казначейського рахунку та від розміщених ОВДП. За підсумками першого півріччя бюджет отримав від розміщення ОВДП 21.9 млрд. грн. Левову частку було розміщено саме в II кварталі 2016 року. Серед розміщених ОВДП переважали папери зі строком обігу від одного до трьох років, що зменшує тиск на витраткову частину бюджету поточного року. Водночас активно розміщувалися також ОВДП, номіновані в іноземній валюті. Однак зовнішні запозичення були незначні та надійшли від ЄБРР та МБРР. Крім того, на зовнішні запозичення вплинуло завершення процедури реструктуризації державного та гарантованого державою боргу. Так було додатково розміщено ОЗДП 2015 року та державних деривативів у лютому та квітні поточного року. Також загальне погашення за зобов'язаннями, здійснене в II кварталі, становило 24.4 млрд. грн.

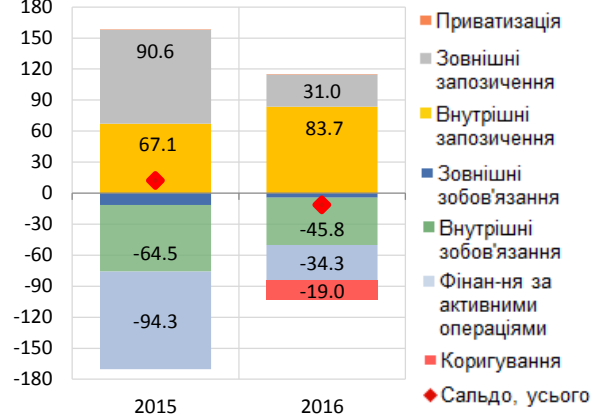
Усе це позначилося на обсягах державного та гарантованого державою боргу, номінованого в національній валюті, який станом на кінець червня зменшився на 2.5% порівняно з 31.03.2016 на тлі укріплення гривні. Однак по відношенню до початку року борг збільшився на 6.1%.

Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



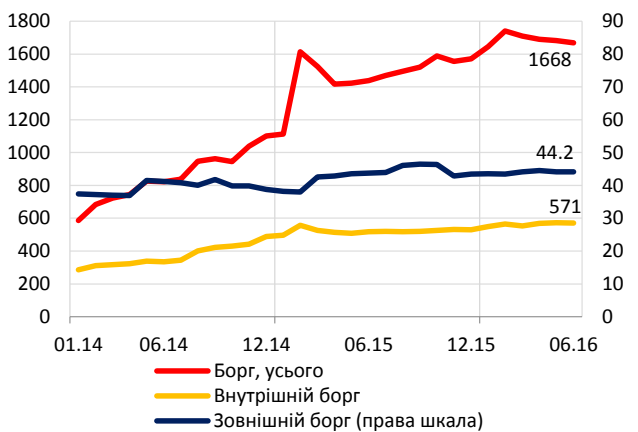
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Фінансування сальдо зведеного бюджету в I півріччі, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: МФУ; розрахунки НБУ.

<sup>19</sup> 01 березня 2016 року МФУ здійснило першу виплату купонного доходу за ОЗДП, що були випущені в листопаді 2015 року в рамках проведеної боргової операції з державним і гарантованим державою боргом. За планом виплата купону відбуватиметься 1 березня та 1 вересня щороку.



## 2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У II кварталі 2016 року поточний рахунок повернувся до профіциту (917 млн. дол. США). Сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура, високі перехідні запаси зернових, послаблення транзитних обмежень з боку РФ сприяли суттєвому уповільненню падіння експорту товарів у річному вимірі. Водночас неочікувано високими темпами продовжував зростати імпорнт товарів інвестиційного призначення, хоча це компенсувалося нижчими обсягами енергетичного імпорту.

Завдяки суттєвому скороченню готівкової валюти поза банками (1.6 млрд. дол. США) у II кварталі 2016 року чисті надходження за фінансовим рахунком становили 287 млн. дол. США. Державний сектор здійснював лише погашення своїх зовнішніх зобов'язань. Надходження офіційного фінансування було відтерміновано. Як наслідок, сальдо зведеного платіжного балансу, хоча і стало додатним (1.2 млрд. дол. США) у II кварталі, однак було меншим, ніж прогнозувалося. Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу в II кварталі міжнародні резерви зросли до 14.0 млрд. дол. США (або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду).

### Рахунок поточних операцій

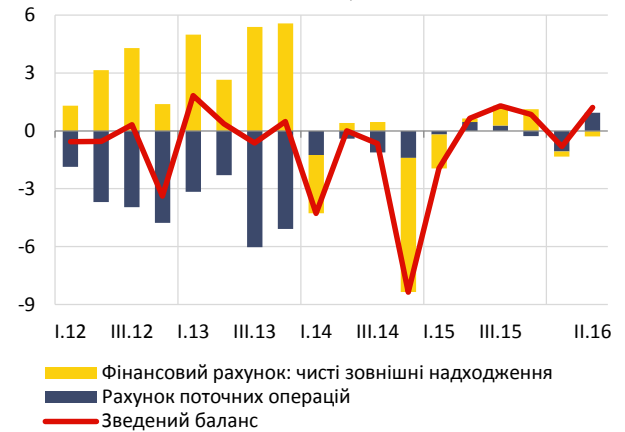
У II кварталі поточний рахунок перевищив наші очікування і став профіцитним завдяки поліпшенню товарного балансу та формуванню додатного сальдо рахунку первинних доходів.

Завдяки сприятливішій, ніж прогнозувалося, кон'юнктурі на світових сировинних ринках експорт товарів відновлювався швидшими темпами, ніж очікувалося. Його падіння в II кварталі сповільнилося до 3.6% р/р (порівняно з 19.9% р/р у I кварталі). Найбільший внесок у поліпшення динаміки експорту зумовило нарощення поставок продовольчих товарів, насамперед зернових культур, та металургійної продукції.

Завдяки високому врожаю зернових у 2015 році, а також значним перехідним запасам експорт зерна у 2015/2016 маркетинговому році збільшився до рекордних 39.5 млн. т, за даними Міністерства аграрної політики та продовольства. За результатами цього маркетингового року Україна увійшла до трійки світових експортерів зерна разом з США та країнами ЄС. Зростання експорту зернових культур у II кварталі становило 6.1% р/р. У 2016 році збільшилися поставки кукурудзи та пшениці до деяких країн Європи завдяки запровадженню з 1 січня 2016 року видачі сертифіката EUR.1<sup>20</sup>. Також суттєво зросли обсяги експорту пшениці до країн Південно-Східної Азії – минулого року через посуху в регіоні був низький врожай зернових. Водночас проведення Китаєм політики обмеження імпорту зернових, зокрема кукурудзи, спричинило зниження її експорту до цього регіону вдвічі порівняно з відповідним періодом попереднього року.

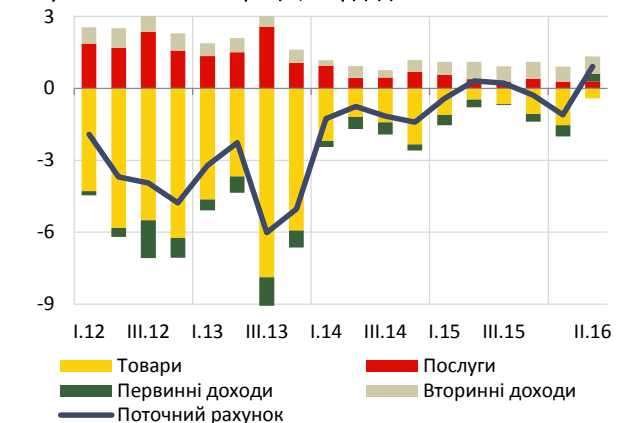
Зростання світових цін на залізну руду дало змогу сповільнити падіння вартісних обсягів експорту цієї продукції в II кварталі до 6.9% р/р (41.9% р/р у I кварталі). Стрімке підвищення цін на метали в першій половині II кварталу сприяло уповільненню

Зведений платіжний баланс, млрд. дол. США



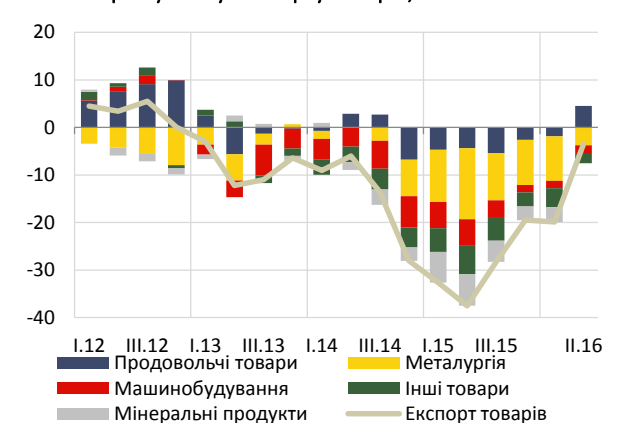
Джерело: НБУ.

Рахунок поточних операцій, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



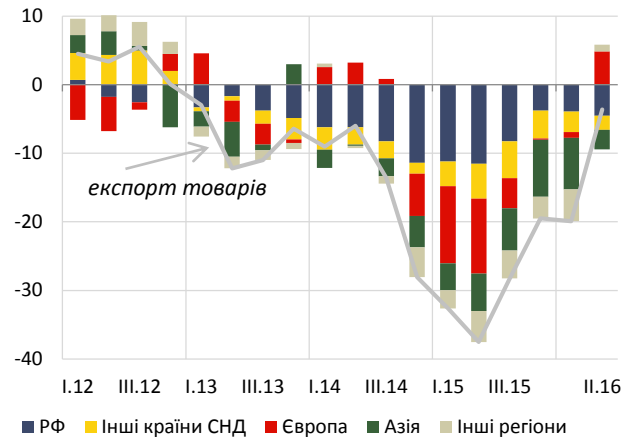
Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>20</sup> Відповідно до Угоди про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом, до товарів українського походження, за умови надання сертифіката EUR.1, застосовуються пільгові мита при ввезенні в країни ЄС.

зниження експорту металургійної продукції (до 13.4% р/р у II кварталі з 33.3% р/р у I кварталі).

Експорт деревини та виробів з неї, який почав зростати з березня поточного року, у II кварталі збільшився на 7.6% р/р. Однак, якщо до 2016 року левову частку займав експорт необробленої деревини, то цього року переважають вироби з неї. Зокрема це пояснюється набранням чинності з 1 листопада 2015 року десятирічним мораторієм на експорт лісу-кругляку<sup>21</sup>. Це надало імпульс для розвитку цілого кластера пов'язаних виробництв та відповідно експорту пиломатеріалів, меблів, вікон, дверей, будівельних матеріалів тощо.

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



Джерело: НБУ.

Експорт товарів до країн ЄС за січень – травень 2016 року збільшився на 4.2% р/р, у квітні-травні зростання прискорилося до 17.4% р/р. Основними товарними групами експорту в 2016 році були продовольчі товари (41%), продукція металургії (26%) та мінеральні продукти (11%).

Упровадження обмежень з боку ЄС щодо китайської та російської сталі дало змогу Україні наростити фізичні обсяги поставок чорних металів до ЄС. Однак низькі світові ціни на метали на початку року спричинили зниження вартісних обсягів експорту продукції металургії в січні – травні на 10.3% р/р. Експорт мінеральних продуктів скоротився на 18% р/р унаслідок зменшення видобутку вугілля та скорочення поставок нафтопродуктів.

Експорт до країн ЄС у січні – травні 2016 року

	частка, %		зміна за січень - травень, %
	в експорті до ЄС	у загальному експорті	
Продовольчі товари	40.9	13.9	25.0
зернові культури	16.7	5.7	9.4
пшениця	2.4	0.8	25.4
кукурудза	14.0	4.8	7.7
жири та олії	13.1	4.5	207.6
Мінеральні продукти	10.8	3.7	-18.0
Продукція хімічної промисловості	5.2	1.8	-15.3
Деревина та вироби з неї	8.1	2.8	21.0
Промислові вироби	2.0	0.7	8.1
Продукція металургії	25.8	8.8	-10.3
Продукція машинобудування	5.7	2.0	1.8
<b>Усього</b>	<b>100.0</b>	<b>34.1</b>	<b>4.2</b>

Джерело: НБУ.

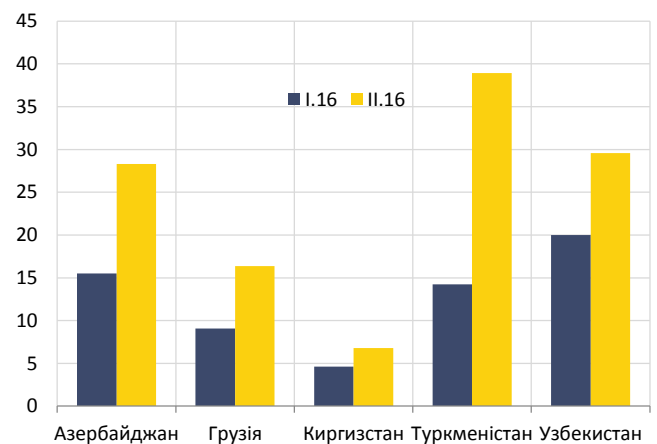
Однак це було компенсовано зростанням експорту продовольчих товарів (на 25% р/р у січні – травні), з яких найбільшу частку становила кукурудза (34%) і жири та олії (32%). Ці дві групи забезпечили понад 10 в. п. зростання експорту товарів до ЄС у січні – травні 2016 року.

Країни ЄС у поточному маркетинговому році були найбільшими покупцями українського зерна (більше ніж 25%). Серед ТОП-10 країн, до яких експортується українська сільгосппродукція, п'ять держав – це країни ЄС (Іспанія, Нідерланди, Італія, Польща і Франція). Україна піднялася на сьоме місце в рейтингу основних імпортерів продукції АПК до ЄС

За географічною структурою в II кварталі тривало збільшення частки країн ЄС у загальному експорті товарів (до 32%) на тлі зниження частки РФ (до 9.1%). Водночас частка експорту до інших країн СНД знизилася не так суттєво (становила 9.4%) завдяки фактичному послабленню транзитних обмежень з боку РФ з кінця лютого. Однак уже з 1 липня РФ запровадила нові обмеження щодо заборони транзиту товарів до Казахстану та Киргизстану<sup>22</sup>, які негативно впливатимуть на показники експорту з другої половини 2016 року. Країни Азії залишалися найбільшими споживачами української продукції, їх частка в II кварталі майже не змінилася (34.3%).

Обсяги імпорту товарів у II кварталі відповідали нашим очікуванням. Однак неенергетичний імпорт зростав швидше,

Транзит через РФ, млн. дол. США



Джерело: ДФС.

<sup>21</sup> Проект закону про внесення змін до закону про особливості державного регулювання діяльності підприємств, пов'язаної з реалізацією та експортом лісоматеріалів щодо мораторію на експорт лісо- та пиломатеріалів в необробленому вигляді (реєстраційний номер 1362) передбачає, що тимчасово (на 10 років) забороняється вивезення за межі митної території України в митному режимі експорту необроблених лісоматеріалів: деревних порід (крім сосни) – з 01 листопада 2015 року, деревних порід сосни – з 01 січня 2017 року.

<sup>22</sup> Відповідно до указу президента РФ від 01.07.2016 № 319 "Про внесення змін до Указу Президента РФ від 01.01.2016 №1 Про заходи щодо забезпечення економічної безпеки та національних інтересів Російської Федерації під час здійснення міжнародних транзитних перевезень вантажів з території України на територію Республіки Казахстан через територію Російської Федерації".

ніж ми прогнозували, а скорочення енергетичного виявилось більш суттєвим.

Через скасування імпорتنих зборів та переорієнтацію частини турецького експорту після погіршення відносин з РФ неенергетичний імпорт у II кварталі збільшився на 17.8% р/р. Зокрема імпорт продовольчих товарів зріс на 15.9% р/р, промислових виробів – на 21.3% р/р.

Імпорт продукції машинобудування в II кварталі збільшився в 1.5 раза в річному вимірі, що стимулювало подальше зростання частки інвестиційного імпорту. Зростання експортної виручки, ревальвація курсу гривні на тлі змін в податковому кодексі<sup>23</sup>, що відбулися на початку року, стимулювали закупівлі імпоротної техніки, зокрема сільськогосподарського призначення<sup>24</sup>. Також удвічі збільшився імпорт легкових автомобілів, що, крім ефекту відкладеного попиту, було зумовлено оновленням парку службових автомобілів Національної поліції.

Енергетичний імпорт за перше півріччя 2016 року був рекордно низьким. Обсяги імпорту природного газу в II кварталі скоротилися до 0.4 млрд. м<sup>3</sup>, а з початку року Україна імпортувала лише 3.0 млрд. м<sup>3</sup>. З Росії в 2016 році природний газ не надходив, найбільше було поставлено словацьким маршрутом – 2.5 млрд. м<sup>3</sup>. Низькі обсяги імпорту газу призвели до скорочення запасів газу у сховищах, які на 01.07.2016 становили 9.7 млрд. м<sup>3</sup> газу, що на 19% менше порівняно з відповідною датою попереднього року.

У II кварталі додатне сальдо торгівлі послугами (272 млн. дол. США) знизилася порівняно з аналогічним періодом попереднього року, що відповідало нашим очікуванням.

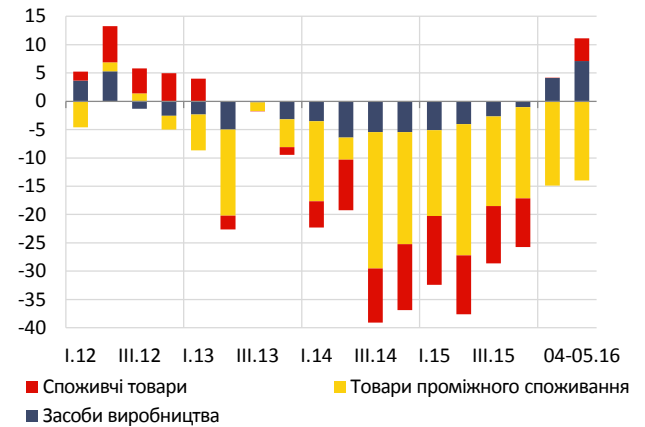
Обсяги експорту послуг у II кварталі майже не змінилися (-0.2% р/р). Зменшення кількості відвідувачів та скорочення їх витрат у доларовому еквіваленті відобразилося на скороченні експорту за статтею “подорожі” (на 25.2% р/р у II кварталі). Це було компенсовано зростанням експорту послуг трубопровідного транспорту, хоча їх річні темпи зростання знизилася до 8.1% через зникнення ефекту низької бази порівняння. Також продовжив зростати відносно високими темпами експорт ІТ-послуг (на 5.6% р/р), а його частка в експорті послуг сягнула 17.8%.

Пожвавлення економічної активності та поліпшення споживчих настроїв населення стимулювали зростання імпорту послуг на 4.1%, зокрема за статтею “подорожі” – на 13.9% р/р. Також суттєво сповільнилося падіння імпорту транспортних послуг (до 3% р/р).

У II кварталі тривало зростання приватних грошових переказів в Україну (на 6.7% р/р – до 1.4 млрд. дол. США). Насамперед це відбулося через збільшення надходжень з європейських країн та США. Натомість перекази з країн СНД очікувано скоротилися через погіршення фінансово-економічної ситуації в переважній більшості цих країн та посилення вимог щодо умов перебування трудових мігрантів у РФ.

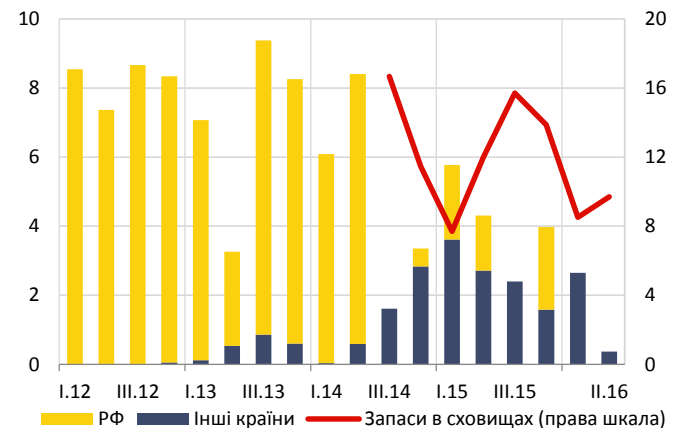
Виплати відсотків за доходами від інвестицій у II кварталі знизилася до 776 млн. дол. США (з 1.5 млрд. дол. США в I

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



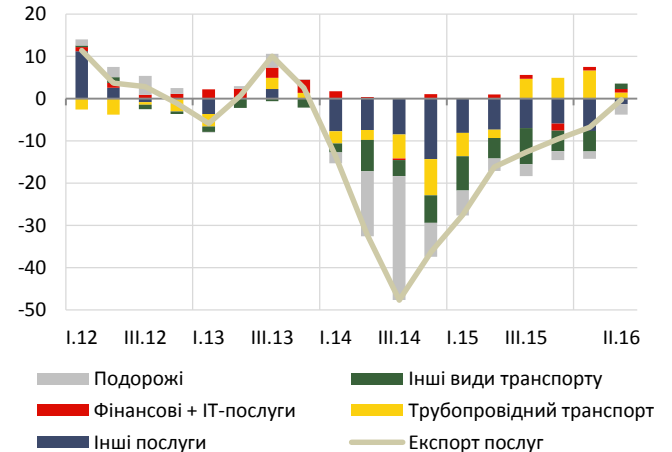
Джерело: НБУ.

Імпорт газу, млрд. м<sup>3</sup>



Джерело: Нафтогаз, Укртрансгаз.

Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>23</sup> Скасування пільгового режиму оподаткування ПДВ для сільгоспвиробників з 1 січня 2016 року.

<sup>24</sup> За даними департаментів агропромислового розвитку облдержадміністрацій, за січень – травень 2016 року українські аграрії придбали 3 422 одиниці техніки на суму близько 3.4 млрд. грн., що в півтора раза перевищує минулорічні показники.

кварталі) унаслідок перерозподілу виплат відсотків за реструктуризованими ОЗДП<sup>25</sup> всередині року. У результаті у II кварталі вперше з 2008 року було сформовано додатне сальдо первинних доходів.

**Фінансовий рахунок**

Чисті надходження за фінансовим рахунком у II кварталі 2016 року становили 287 млн. дол. США завдяки продовженню скорочення готівкової валюти поза банками високими темпами. Однак приплив капіталу був менший, ніж наші очікування, через відтермінування офіційного фінансування.

Зниження пасивів державного сектору в II кварталі було зумовлено виплатами Національного банку України за своповими операціями та погашенням урядом частини державного боргу.

Основною причиною зменшення активів реального сектору було скорочення готівкової валюти поза банками (на 1.6 млрд. дол. США), яке значно перевищило наші очікування. Чистий вплив боргового капіталу з реального сектору в II кварталі становив 253 млн. дол. США та в основному був сформований за рахунок чистих виплат за довгостроковими кредитами.

У II кварталі зростання простроченої заборгованості реального сектору продовжилося (1.1 млрд. дол. США) такими ж темпами, як і в попередньому кварталі. За оцінками НБУ її накопичені обсяги на 01.07.2016 становили 14.5 млрд. дол. США.

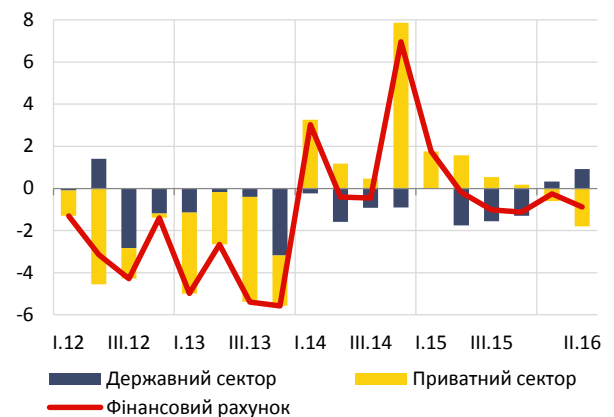
На відміну від попередніх періодів третина надходжень прямих іноземних інвестицій (200 млн. дол. США) була спрямована до реального сектору. До банківського сектору ПІІ (497 млн. дол. США) надходили з метою докапіталізації як у грошовій формі, так і в обмін на переоформлення боргу (debt-to-equity operations).

Загальний вплив боргового капіталу з банківського сектору в II кварталі становив 805 млн. дол. США і був пов'язаний переважно з погашенням кредитів перед материнськими установами. Роловер за довгостроковими зобов'язаннями приватного сектору був меншим, ніж очіувалося, хоча він зріс до 38%. Без урахування операцій з переоформлення боргу роловер приватного сектору<sup>26</sup> відповідав нашим очікуванням (60%).

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

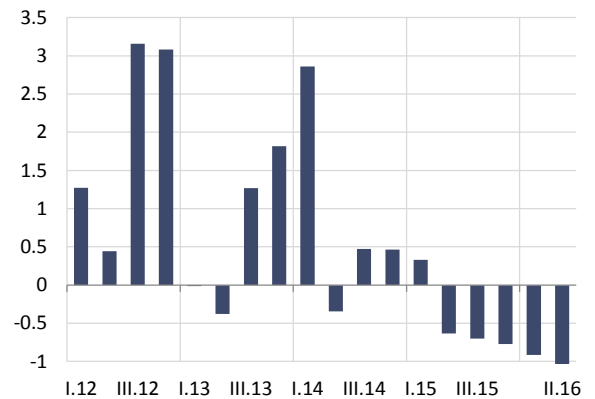
	I.15	II.15	III.15	IV.15	I.16	II.16
Банки	35	79	18	22	9	18
Реальний сектор	49	31	26	57	67	51
У цілому	42	54	22	35	31	38

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



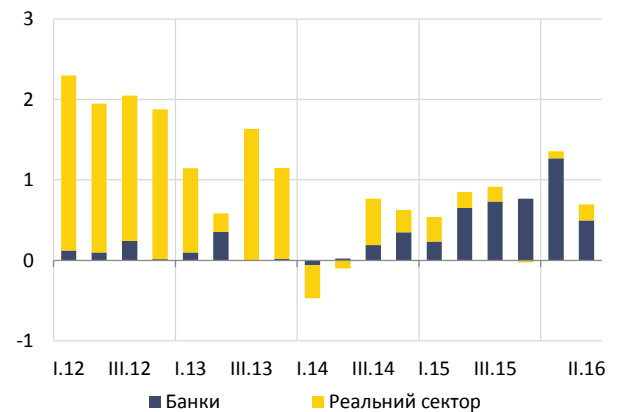
Джерело: НБУ.

Готівкова валюта поза банками, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

<sup>25</sup> З 2016 року виплати відсотків за реструктуризованими ОЗДП відбуватимуться двічі на рік – у березні та вересні, купон становить 0.5 млрд. дол. США .

<sup>26</sup> Операції з докапіталізації банків в обмін на переоформлення боргу (debt-to-equity operations) враховуються в розрахунках роловера в частині погашення боргу перед материнськими банками, але не враховуються в частині отримання ПІІ з метою докапіталізації.

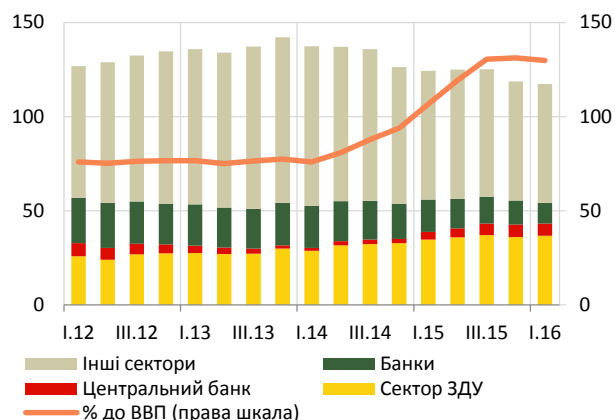
## Резервні активи

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу міжнародні резерви в II кварталі зросли на 1.3 млрд. дол. США та становили 14.0 млрд. дол. США на кінець кварталу (або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду).

## Зовнішня стійкість

Скорочення абсолютного розміру валового зовнішнього боргу та короткострокового боргу за залишковим терміном погашення призвело до поліпшення більшості показників зовнішньої стійкості в I кварталі 2016 року. Водночас показники адекватності міжнародних резервів майже не змінилися.

## Валовий зовнішній борг, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

## Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів

%	I.2015	II.2015	III.2015	IV.2015	I.2016
Зовнішній борг/ВВП	106.7	119.3	130.5	131.3	129.8
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	207.0	230.1	248.6	248.4	256.0
Короткостроковий борг/валовий борг	43.5	43.5	41.0	43.1	40.6
Короткостроковий борг/ВВП	46.4	52.0	53.5	56.6	52.7
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	90.0	100.2	101.9	107.1	103.8
Відкритість економіки <sup>27</sup>	106.5	106.8	107.8	107.5	104.1
Резерви/короткостроковий борг	18.4	18.8	24.9	26.0	26.7
Резерви за композитним критерієм МВФ	31.9	32.9	41.9	45.2	44.8
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	83.3	86.9	109.7	114.8	110.3
Покриття резервами широкої грошової маси	22.8	22.1	29.4	32.1	33.1

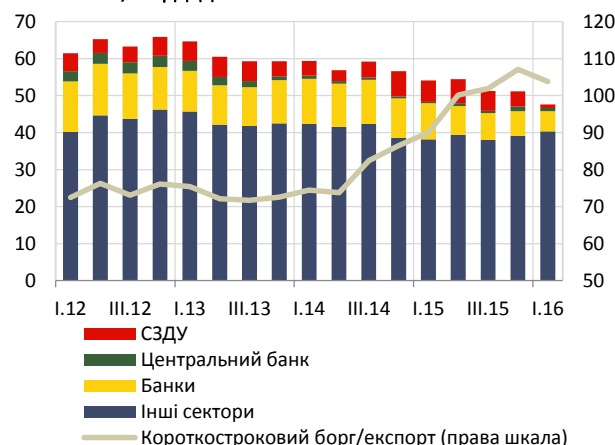
Валовий зовнішній борг України в I кварталі скоротився на 1.4 млрд. дол. США (до 117.4 млрд. дол. США) переважно завдяки подальшому зменшенню заборгованості українських банків перед материнськими установами. Заборгованість реального сектору майже не змінилася, однак прострочена заборгованість продовжила зростати.

Зовнішні зобов'язання державного сектору зросли на 0.5 млрд. дол. США внаслідок отримання урядом кредиту від Японського агентства міжнародного співробітництва та довипуску реструктуризованих ОЗДП 2015 року. Водночас центральний банк здійснив виплату за операцією своп.

У I кварталі 2016 року короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення скоротився на 3.6 млрд. дол. США до 47.6 млрд. дол. США. Скасування норми про граничний термін дії мораторію на виплату "російського боргу" за ОЗДП на суму 3.0 млрд. дол. США, що були емітовані в грудні 2013 року<sup>28</sup>, призвело до скорочення заборгованості СЗДУ до 0.9 млрд. дол. США. Обсяги зобов'язань приватного сектору майже не змінилися. Скорочення заборгованості банківського сектору (на 1.2 млрд. дол. США) було компенсовано зростанням заборгованості реального сектору (1.5 млрд. дол. США) переважно за рахунок збільшення короткострокової заборгованості за торговими кредитами.

Незважаючи на зниження міжнародних резервів у I кварталі (на 0.6 млрд. дол. США), більшість критеріїв адекватності

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



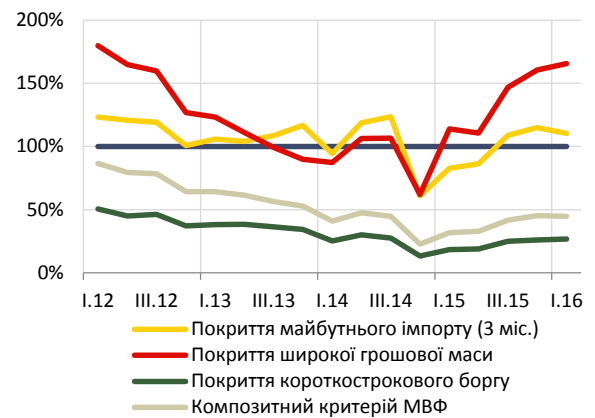
Джерело: НБУ.

<sup>27</sup> Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

<sup>28</sup> У грудні 2015 року Кабінет Міністрів України запровадив мораторій на виплату російського боргу терміном до 1 липня 2016 року. У травні 2016 року Верховна Рада України скасувала кінцеву дату дії мораторію, унаслідок чого його було виключено зі статистики короткострокового боргу за залишковим терміном погашення.

резервів практично не змінилися. Зокрема співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) та композитний критерій МВФ (ARA metrics) залишилися на рівні 27% та 45% відповідно, що однак набагато нижче за норму (100%). Водночас рівень покриття широкої грошової маси продовжив зростати, тоді як рівень покриття імпорту несуттєво знизився.

Критерії достатності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

### Приватні грошові перекази в Україні

Приватні грошові перекази (далі – грошові перекази) відіграють важливу роль в економіках багатьох країн, що розвиваються, зокрема можуть компенсувати дефіцити за іншими статтями поточного рахунку, надають можливість фінансування зростання та підтримують споживання на більш високому рівні. Так зростання переказів в Україну протягом 2011 – 2013 років дещо стримало розширення дефіциту поточного рахунку та було одним з чинників зростання приватного споживання.

За період 2004 – 2014 років надходження грошових переказів до 13 найбільших країн-реципієнтів, на які припадало 50% загальної суми переказів у 2014 році, зросли в 2.7 раза до 264 млрд. дол. США. За класифікацією Світового банку Україна входить до групи Lower-Middle-Income Economies, до якої також входить більшість країн, грошові перекази в які становлять понад 10% від ВВП (Таджикистан, Киргизстан, Молдова, Косово, Вірменія, Гана). Згідно з даними Світового банку, у 2013 році Україна за абсолютними обсягами грошових переказів посідала 13-тє місце у світі та перше місце на пострадянському просторі, у 2014 році вона перемістилася на 17-тє і друге місце відповідно.

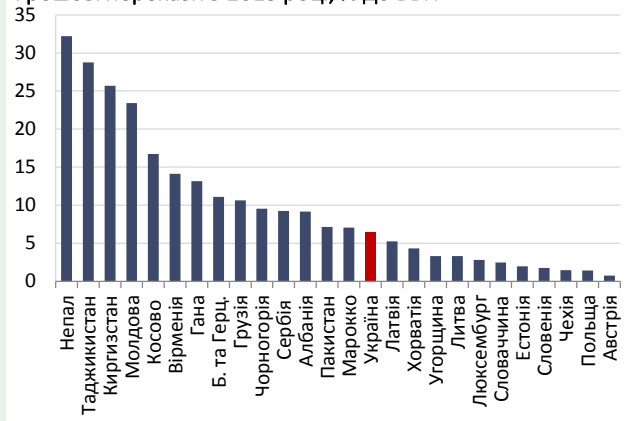
Роль грошових переказів в українській економіці постійно зростала впродовж останніх років. Зокрема з 2005 до 2015 року їх номінальний обсяг зріс у 2.1 раза – з 2.4 млрд. дол. США до 5.1 млрд. дол. США (або з 2.8% до 5.7% від ВВП)<sup>29</sup>.

Грошові перекази в Україні



Джерело: НБУ, Світовий банк.

Грошові перекази в 2015 році, % до ВВП



Джерело: Світовий Банк.

Максимальний обсяг переказів (8.5 млрд. дол. США) було зафіксовано в 2013 році. Більша частина грошових переказів в Україну надходить від трудових мігрантів.

За оцінками МОМ<sup>30</sup> загальна кількість українських трудових мігрантів становить 688 тис. осіб, у тому числі близько 424 тис. довгострокових та 264 тис. короткострокових трудових мігрантів. За кількістю трудових мігрантів західний регіон суттєво випереджає решту регіонів України (60% від загальної кількості трудових мігрантів)<sup>31</sup>.

У географічному розрізі трудової міграції впродовж останніх років стрімко зростає роль Польщі – вона вже випередила Росію за кількістю довгострокових трудових мігрантів та є головною країною призначення для українських студентів, що навчаються за кордоном (32% від загальної кількості). Військовий конфлікт з РФ, посилення вимог щодо умов

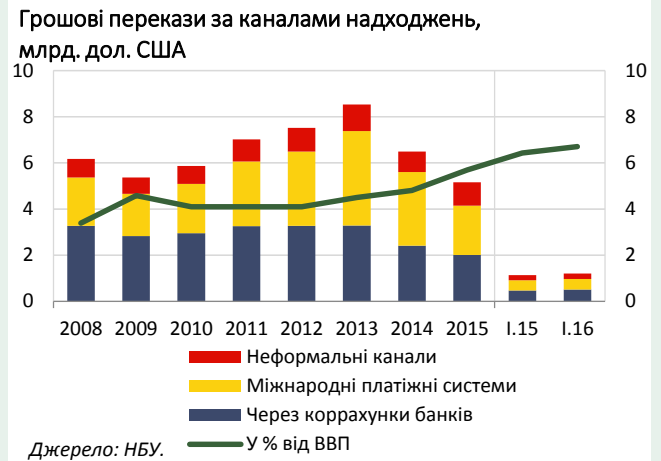
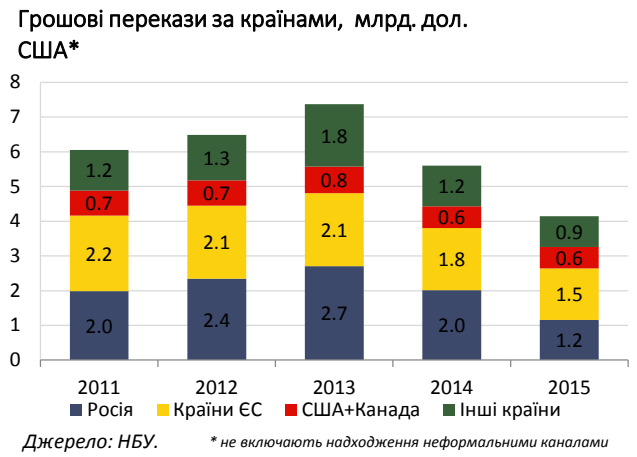
<sup>29</sup> Використано дані Світового банку (World Development indicators - <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.CD.DT>). Різні оцінки обсягів грошових переказів між Світовим банком, МОМ та Національним банком України пояснюються методологічними відмінностями.

<sup>30</sup> Дослідження фінансових надходжень, пов'язаних з міграцією, та їхнього впливу на розвиток в Україні, МОМ, Київ 2016.

<sup>31</sup> CARIM-East Research Report 2012/02.

перебування трудових мігрантів у РФ та погіршення економічної ситуації в РФ (девальвація рубля, зниження реального ВВП тощо) призвели до зменшення ролі цієї країни як одного з головних напрямків для трудової міграції. Це також підтверджується тим, що темпи скорочення грошових переказів з РФ у 2015 році порівняно з країнами ЄС були майже вдвічі вищими (57% порівняно з 29%).

Грошові перекази здійснюються як офіційними каналами (банки, міжнародні системи грошових переказів, поштові відділення), так і неформальними (шляхом передавання готівки або матеріальних цінностей від одного домогосподарства іншому). Основними причинами здійснення переказів через неофіційні канали є високий відсоток за трансферт, відсутність зовнішнього контролю і обов'язків зі сплати податків. В Україні частка грошових переказів неформальними каналами протягом 2008 – 2013 років становила близько 13%, а в 2015 році різко зросла до 20% через обмеження НБУ стосовно виплати переказів із-за кордону в іноземній валюті.



Особливу роль грошові перекази відіграють під час фінансових криз або інших макроекономічних шоків. Так у 2009 році та 2014 – 2015 роках грошові перекази в Україну скорочувалися значно повільніше, ніж надходження прямих іноземних інвестицій чи експорту, та були менш волатильними, ніж інші потенційні джерела фінансування платежів за кордон (портфельні інвестиції, офіційне фінансування тощо). Також вони дали змогу пом'якшити негативні наслідки суттєвого скорочення експортної виручки та зменшення реальних доходів населення.

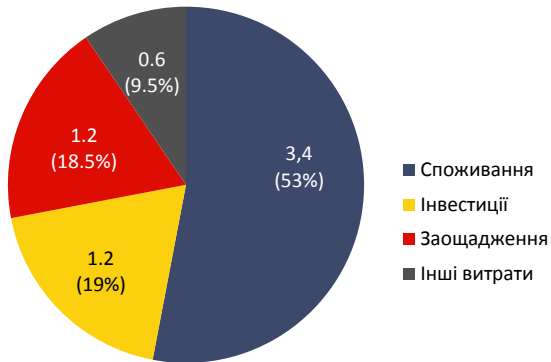
Однак надходження грошових переказів можуть мати низку недоліків. Найбільш характерними є такі: втрата “економічної мотивації” домогосподарств – отримувачів переказів, збільшення вразливості економіки до зовнішніх шоків, зростання цін у регіонах – найбільших отримувачах грошових переказів та “перегрів” певних секторів економіки (наприклад, будівництво та нерухомість). Так зростання грошових переказів в Україну було одним з додаткових чинників зростання цін на нерухомість у минулому.



Кількісна оцінка впливу грошових переказів на ВВП України була здійснена через витрати домогосподарств (метод розрахунку ВВП за категоріями кінцевого використання). Основними цілями, на які витрачають отримані кошти, є заощадження, поточне споживання, придбання товарів тривалого використання або нерухомості, освіта тощо. Згідно з даними дослідження МОМ близько 42% грошових переказів в Україну в 2014 році були відправлені трудовими мігрантами з метою накопичення заощаджень, а 57% – на споживання та інвестиції. Однак у фактичному бюджеті домогосподарств, що отримують грошові перекази, заощадження становлять 18.5% від сукупних доходів, що відповідає ситуації в інших обстежених країнах регіону Південно-Східної Європи.

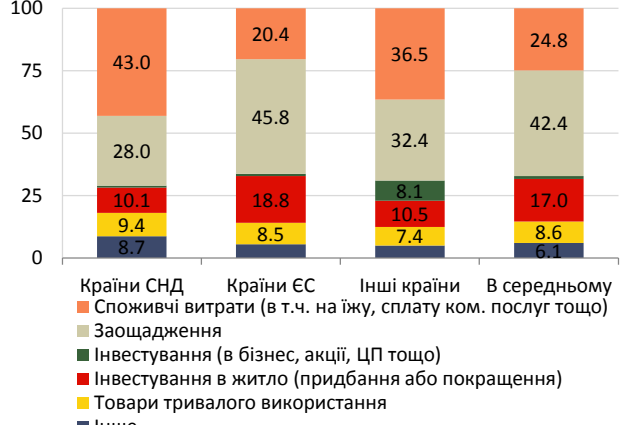
Частка приватного споживання та інвестицій, що були забезпечені грошовими переказами, у 2010 – 2014 роках становила близько 3%, однак у 2015 році через суттєве погіршення економічного стану вона зросла до 4%, а в I кварталі 2016 року становила 4.4%.

Структура витрат домашніх господарств з трудовими мігрантами в 2014 р., млрд. дол. США



Джерело: MOM, розрахунки НБУ.

Цілі грошових переказів в Україну



Джерело: MOM.

За оцінками НБУ, у середньостроковій перспективі співвідношення обсягів переказів до ВВП України поступово зменшуватиметься. Однак це насамперед пов'язано з прогнозованим стійким відновленням економічного зростання в Україні, тоді як грошові перекази залишатимуться вагомим джерелом зовнішніх фінансових ресурсів. Водночас, згідно з результатами проведеного дослідження MOM, інвестиційний потенціал цих коштів наразі використовується дуже мало.



## 2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Протягом II кварталу 2016 року на валютному ринку посилювався ревальваційний тренд обмінного курсу, що сформувався в березні. Цьому сприяли поліпшення зовнішньоекономічної кон'юнктури та значні обсяги пропозиції іноземної валюти з боку населення. Крім того, суттєво знизився попит на іноземну валюту з боку енергетичних компаній. Це дало змогу Національному банку не тільки активно викуповувати надлишок валюти для поповнення міжнародних резервів та згладження волатильності курсу, а й продовжувати лібералізацію тимчасових антикризових заходів, запроваджених раніше.

Стійке зниження інфляційного тиску на тлі покращення інфляційних очікувань та сприятливої ситуації на валютному ринку дозволило Національному банку продовжити пом'якшувати монетарну політику. Так з початку квітня регулятор чотири рази знижував облікову ставку. З 29 липня 2016 року її встановлено на рівні 15.5%. Зниження облікової ставки, а також формування очікувань щодо подальшого пом'якшення політики за умов, що це не суперечитиме досягненню інфляційних цілей, сприяло зниженню ринкових процентних ставок.

Також у II кварталі тривало покращення ресурсної бази банків – продовжували зростати залишки депозитів у національній валюті та в червні відновився приплив депозитів у іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) корпоративного сектору. Водночас кредитна активність залишалася слабкою.

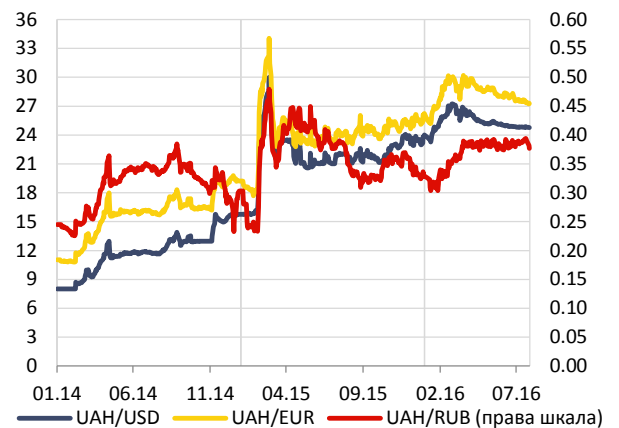
### Валютний ринок

Сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та значні обсяги продажу іноземної валюти з боку населення призвели до збільшення пропозиції валюти на ринку в II кварталі 2016 року. Зокрема, якщо за результатами I кварталу 2016 року середньоденні обсяги продажу готівкової валюти населенням становили 10.3 млн. дол. США, то в II кварталі вони зросли майже вдвічі. Разом з цим середньоденні обсяги купівлі готівкової валюти залишилися майже на рівні попереднього кварталу. Крім того, суттєво знизився попит на іноземну валюту з боку енергетичних компаній. Як наслідок, ревальваційний тренд, що сформувався в другій половині березня тривав протягом квітня-липня.

За таких умов Національний банк продовжував викуповувати надлишок валюти для поповнення міжнародних резервів та згладжування волатильності курсу. Загальний обсяг купівлі валюти Національним банком у II кварталі 2016 року становив понад 1.4 млрд. дол. США (операції з продажу валюти протягом цього періоду не здійснювалися). Такі дії Національного банку не протидіяли тенденції до помірного зміцнення гривні, спричиненого фундаментальними факторами. Обмінний курс гривні щодо долара США в II кварталі 2016 року укріпився на 5.2%.

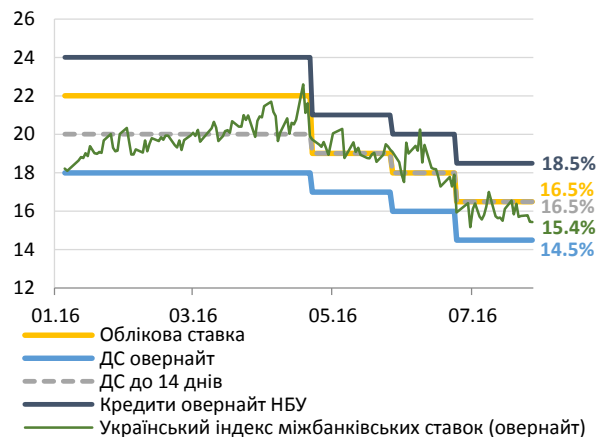
Попри зміцнення обмінного курсу гривні відносно долара США протягом II кварталу, більш суттєве укріплення валют основних торговельних партнерів призвело до девальвації НЕОК гривні (в середньому на 2.9% кв/кв). При цьому, незважаючи на стійке уповільнення, споживча інфляція в Україні залишалася вищою, ніж у країнах-партнерах, насамперед через продовження процесу приведення цін та тарифів, що регулюються адміністративно, до їх

Офіційний курс гривні до іноземних валют (на 27.07.2016)



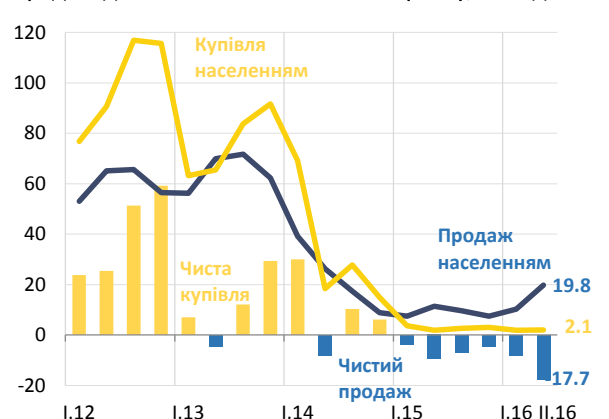
Джерело: НБУ.

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок (за 27.07.2016), % річних



Джерело: НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США



Джерело: НБУ.

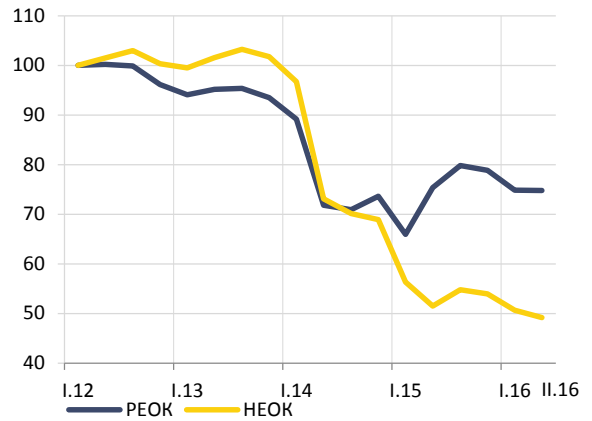
економічно обґрунтованого рівня. У результаті РЕОК гривні в II кварталі практично не змінився.

**Базові гроші та ліквідність**

У II кварталі 2016 року зберігався профіцит ліквідності банківської системи, який однак незначно знизився порівняно з попереднім періодом. Це відбулося через скорочення середньоденних залишків коштів на депозитних сертифікатах Національного банку з огляду на більш активне поглинання ліквідності через інші канали.

Залишки коштів на коррахунках банків на кінець червня порівняно із кінцем березня зросли на 14.7%, проте їх середньоденні залишки у II кварталі порівняно із I кварталом майже не змінилися.

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



\* попередні дані  
Джерело: IFS; розрахунки НБУ.

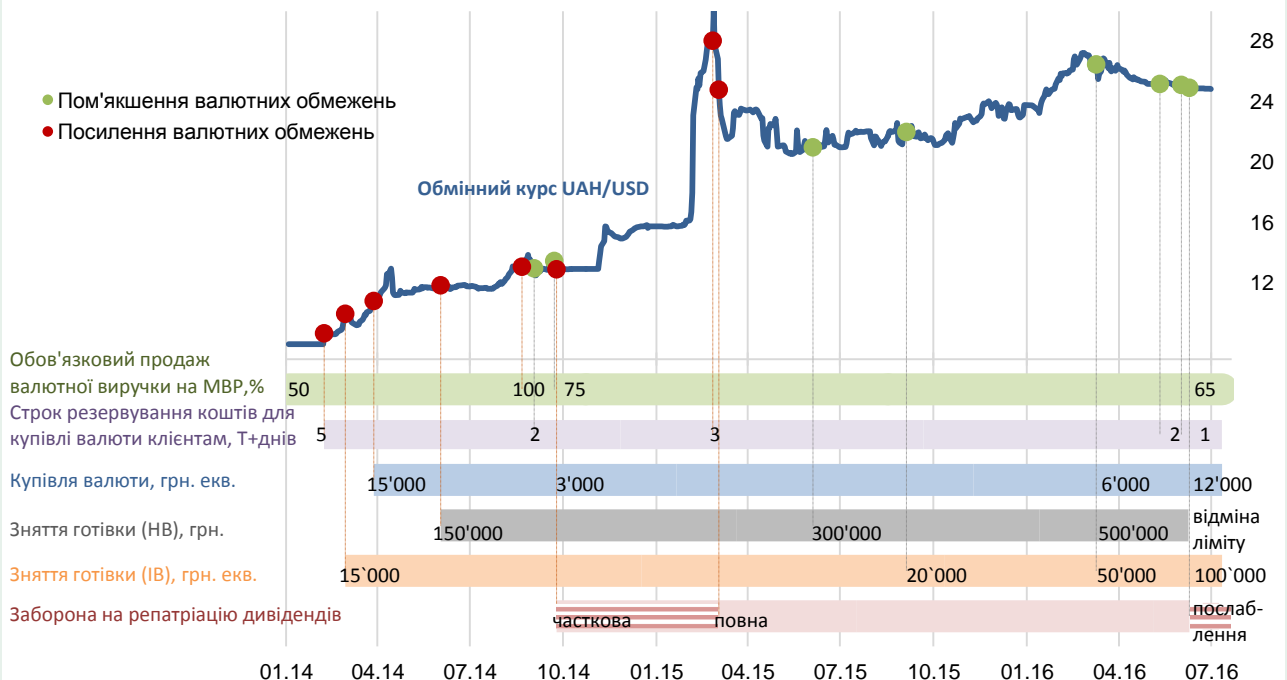
З огляду на закріплення сприятливої ситуації на валютному ринку Національний банк у II кварталі 2016 року продовжив лібералізацію тимчасових антикризових заходів<sup>32</sup>.

Зокрема:

- пом'якшив вимоги щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку надходжень певного виду кредитних коштів в іноземній валюті;
- звільнив від обов'язкового продажу кошти, що надходять для здійснення іноземних інвестицій в Україну;
- скоротив строк резервування банками гривневих коштів для купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів;
- зняв заборону на купівлю іноземної валюти за продукцію за окремими договорами;
- послабив вимогу до обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь юридичних осіб;
- підвищив удвічі максимальну суму продажу готівкової іноземної валюти та банківських металів одній особі;
- збільшив граничну суму видачі готівки в іноземній валюті та банківських металів на добу;
- скасував будь-які обмеження для зняття коштів у національній валюті;
- дозволив репатріацію дивідендів, нарахованих за 2014 – 2015 роки;

спростив порядок проведення валютно-обмінних операцій.

**Лібералізація окремих антикризових заходів, введених для стабілізації ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках**



<sup>32</sup> Детальніша інформація розміщена за посиланнями: <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=30432157>, <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=30770962>, <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=32236400>, <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=31580124>

Основним джерелом зростання коррахунків банків були операції Національного банку з викупу надлишку іноземної валюти з ринку (загальний обсяг у II кварталі становив 36.4 млрд. грн.). Також певне зростання коррахунків банків зумовлювалося операціями ФГВФО<sup>33</sup>.

Частково вільна ліквідність у II кварталі 2016 року абсорбувалася за рахунок збільшення обсягів готівки (на 19.6 млрд. грн.). Зростанню попиту на останню сприяв тривалий ревальваційний тренд національної валюти та стійке зниження інфляційного тиску. Також зменшенню ліквідності банківської системи спричиняли операції уряду (чистий вплив яких оцінено в 17.9 млрд. грн.<sup>34</sup>) та погашення банками раніше отриманих кредитів від Національного банку (чисті обсяги за кредитними операціями з банками становили -12.5 млрд. грн.). Ці операції призвели до зниження попиту на депозитні сертифікати Національного банку, середньоденні залишки за якими в II кварталі знизилися на 15.5% відносно I кварталу, але більш ніж у 2 рази перевищували аналогічний показник минулого року.

Збільшення рівня коррахунків банків станом на кінець періоду поряд із приростом готівки сприяли розширенню монетарної бази в II кварталі 2016 року на 7.8%. Також відновилося її зростання і в річному вимірі (на 6.7%).

#### Грошова маса та її компоненти

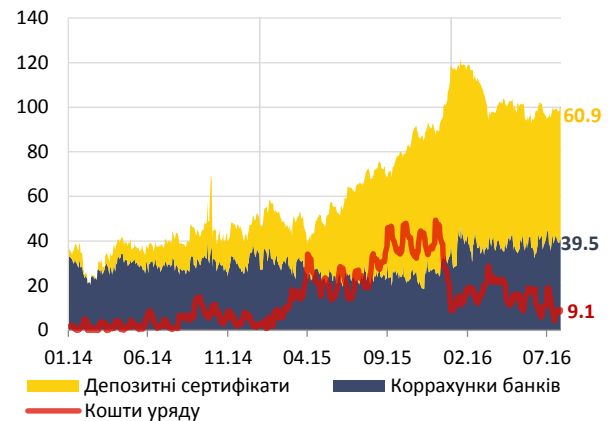
На грошово-кредитному ринку продовжували спостерігатися ознаки поступового відновлення довіри до банківського сектору. Про це свідчить зростання протягом тривалого періоду залишків депозитів у національній валюті. Крім того, у червні відновився приплив депозитів у іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) корпоративного сектору.

У II кварталі 2016 року спостерігалось щомісячне зростання депозитів у національній валюті як домогосподарств, так і нефінансових корпорацій. Їх загальні залишки протягом зазначеного періоду збільшилися на 6% кв/кв. У річному вимірі темпи приросту залишків депозитів у національній валюті прискорилися в червні до 12.5% порівняно з 10.2% у березні.

Позитивна динаміка також спостерігалася щодо залишків депозитів в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті). Зокрема, у червні відновився їх приріст у нефінансових корпораціях (на 6.5% м/м). Крім того, тривалий час залишаються майже незмінними залишки депозитів домашніх господарств. Це сприяло збільшенню загальних залишків депозитів в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) у II кварталі 2016 року на 2.1% кв/кв. У річному вимірі темпи їх зниження уповільнилися до 11.4% у червні 2016 року порівняно з 19.0% у березні.

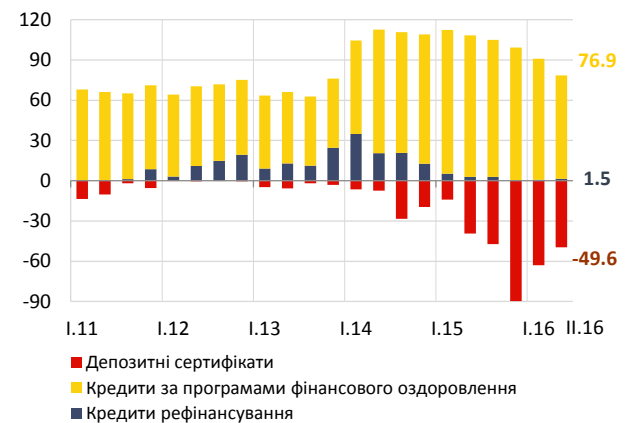
Поступове відновлення припливу депозитів у банківську систему відповідним чином позначилося на динаміці грошової маси. Темпи її зростання в річному вимірі на кінець II кварталу

Окремі показники ліквідності банківської системи (на 27.07.2016), млрд. грн.



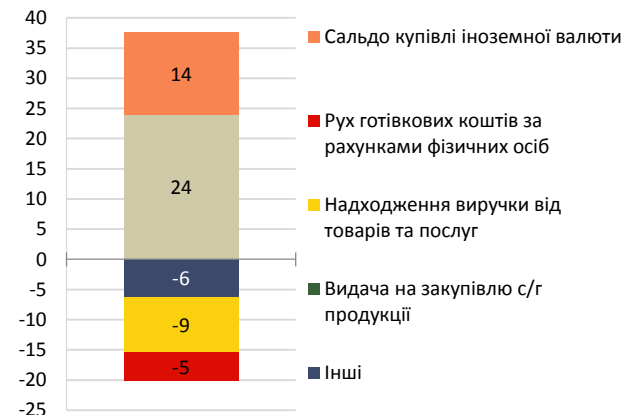
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

<sup>33</sup> Протягом II кварталу 2016 року ФГВФО перерахував 3.1 млрд. грн. банкам-контрагентам для проведення подальших виплат вкладникам банків, що ліквідуються.

<sup>34</sup> Вплив фіскальних чинників на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на єдиному казначейському рахунку в Національному банку (зниження на 3.1 млрд. грн. у II кварталі 2016 року), платежів уряду Національному банку за своїми раніше взятими зобов'язаннями (25.9 млрд. грн.) та конвертації Держказначейством коштів в іноземній валюті (майже на 5 млрд. грн.).

2016 року прискорилися до 6.2% (порівняно із зниженням на 1.7% на кінець I кварталу).

### Кредити

На тлі поступового пом'якшення стандартів кредитування як для корпоративних позичальників, так і домашніх господарств, спостерігалися ознаки певного поживлення попиту на деякі види кредитних продуктів банків. Проте кредитна активність банків у II кварталі 2016 року все ще залишалася слабкою.

За даними «Опитування про умови кредитування»<sup>35</sup>, у I кварталі 2016 року вперше за останні два роки пом'якшилися умови кредитування корпоративного сектору, а про певне пом'якшення стандартів споживчого кредитування домогосподарств зазначили 20% банків-респондентів. Водночас, у II кварталі продовжувала зростати загальна оцінка попиту на кредити корпоративного сектору та споживчі кредити домогосподарств про що, відповідно, звітували 45% та 47% банків-респондентів.

Однак загальні залишки кредитів, наданих як у національній, так і іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) станом на кінець II кварталу майже не змінилися порівняно з кінцем попереднього кварталу. Проте завдяки зниженню бази порівняння їх падіння в річному вимірі станом на кінець червня 2016 року уповільнилося до 13.3% та 17.2% відповідно.

Низька кредитна активність банків зумовлювалася все ще високими процентними ставками за користування позичковими коштами, низькою кредитоспроможністю позичальників та подальшим зростанням неякісних активів. Частка простроченої заборгованості за кредитами в загальній сумі кредитів (без неплатоспроможних банків) зростає з 22.1% станом на початок року до 24.1% станом на 01.07.2016.

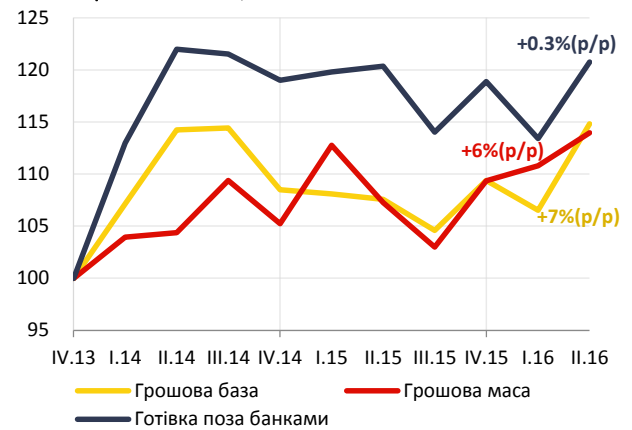
З метою забезпечення повної та своєчасної оцінки банками величини кредитного ризику Національний банк наприкінці червня змінив підходи до оцінки банками кредитного ризику<sup>36</sup>. Нова методика базується на Базельських принципах банківського нагляду і поєднує в собі як чіткі деталізовані правила, так і загальні принципи оцінки кредитного ризику.

### Процентні ставки

Стойке зниження інфляційного тиску на тлі покращення інфляційних очікувань та сприятливої ситуації на валютному ринку дало можливість Національному банку продовжити поетапно пом'якшувати монетарну політику. З 27 травня 2016 року облікова ставка знижена до 18%<sup>37</sup>, з 24 червня 2016 року – до 16.5%<sup>38</sup>. З 29 липня 2016 року її встановлено на рівні 15.5%.

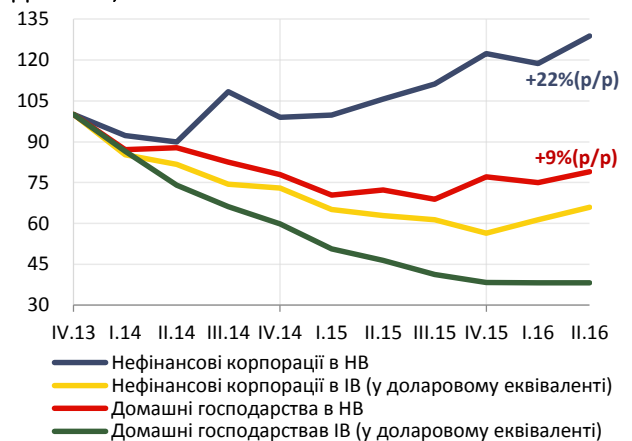
Послідовне пом'якшення Національним банком монетарної політики, а також формування очікувань серед учасників ринку щодо її продовження за умов, що це не суперечитиме досягненню інфляційних цілей, сприяло зменшенню вартості ресурсів у національній валюті на міжбанківському

### Монетарні показники, IV.2013=100



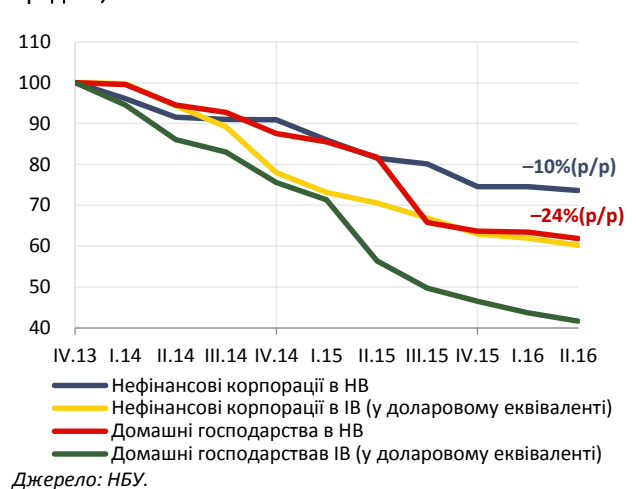
Джерело: НБУ.

### Депозити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

### Кредити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

<sup>35</sup> Опитування банків щокварталу проводиться Національним банком України. Детальніша інформація про результати опитування розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=30391036>.

<sup>36</sup> Нова методика буде застосовуватися в тестовому режимі з 01.09.2016. Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/document/download?docId=33378802>.

<sup>37</sup> Детальніша інформація розміщена за посиланням: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=31627402&cat\\_id=55838](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=31627402&cat_id=55838).

<sup>38</sup> Детальніша інформація розміщена за посиланням: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=32898568&cat\\_id=72996](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=32898568&cat_id=72996).

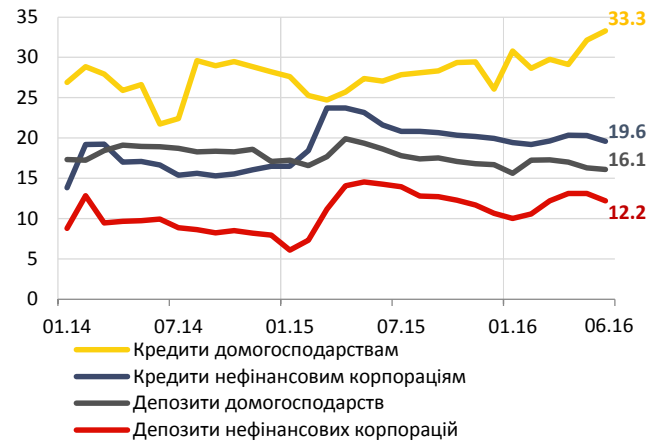
кредитному ринку (у червні до 17.6%). Також з травня відновилося зниження середньозважених процентних ставок за новими депозитами, залученими в національній валюті.

З огляду на накопичення банками достатніх обсягів валютних коштів та стійкий тренд до укріплення обмінного курсу гривні також зменшилися і ставки за новими депозитами, залученими в іноземній валюті.

Натомість, середньозважені ставки за новими кредитами на кінець II кварталу демонстрували незначний приріст порівняно з кінцем I кварталу 2016 року. Зазначене було реакцією банків на поступове зростання сукупного попиту на кредитні ресурси з боку корпоративного сектору та на споживчі кредити домогосподарств.

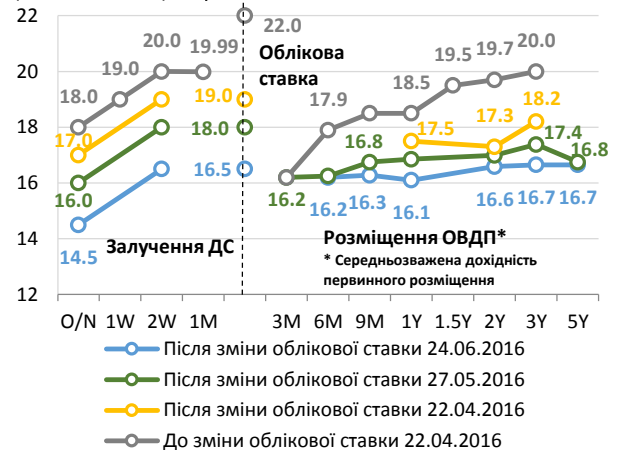
Надання обліковій ставці статусу ключової ставки монетарної політики з одночасним запровадженням симетричного та фіксованого коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу сприяло обмеженню коливань короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку та спільній з Мінфіном розбудові кривої дохідності. Разом зі зниженням Національним банком облікової ставки це дало змогу Мінфіну зменшити вартість розміщення гривневих ОВДП на 1 – 3 роки.

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



Джерело: НБУ.

Крива дохідності за операціями НБУ та Мінфіну в 2016 році (за 27.07.2016), % річних



Джерело: НБУ.

### Волатильність обмінного курсу гривні

Одним з основних принципів монетарної політики Національного банку є дотримання режиму плаваючого обмінного курсу гривні.

Українська економіка є відкритою та малою в світовому масштабі, тобто вона приймає умови, що склалися в глобальному просторі, а не впливає на них. Для такої економіки гнучкий обмінний курс має відгравати роль «буфера» від зовнішніх шоків. Наприклад, у разі зниження попиту на українські товари на зовнішніх ринках, гривня повинна знецінитися для забезпечення цінової конкурентоспроможності таких товарів та утримання підприємствами ринків збуту, а відповідно – збереження робочих місць. Можливий і зворотній варіант: внаслідок позитивного зовнішнього шоку, коли зростання зовнішнього попиту загрожує перегрівом економіки, укріплення гривні стає запобіжником від зростання інфляції.

Певна волатильність обмінного курсу сприяє адекватному сприйняттю суб'єктами господарювання та домогосподарствами валютних ризиків. Відповідно, вони більш обачливо приймають рішення щодо інвестування або отримання кредитів у іноземній валюті.

У той же час, занадто висока волатильність обмінного курсу має негативний вплив на прийняття інвестиційних рішень, зовнішньоекономічні операції та фінансову стабільність. Крім того, значні коливання обмінного курсу спотворюють процеси ціноутворення. Відповідно центральному банку важче досягати цілей щодо інфляції.

З огляду на це, одним з завдань проведення валютних інтервенцій Національного банку визначено згладжування надмірної волатильності на валютному ринку.

Досвід інших центральних банків, які переходили до таргетування інфляції свідчить, що волатильність підвищувалася при запровадженні цього режиму. Це є цілком логічним, оскільки до інфляційного таргетування більшість з них

переходила від режиму фіксованого валютного курсу. Втім з часом ця волатильність знижувалася. Це пов'язується з тим, що інфляційне таргетування є прозорим та передбачуваним монетарним режимом, який має усувати непередбачувані шоки. Крім того, за плаваючого валютного курсу валютний ринок стає більш ліквідним та розвиненим, що підвищує його здатність до самозбалансування.

Серед країн-таргетерів інфляції волатильність національної валюти коливається в діапазоні 2-15%<sup>39</sup> з тимчасовими перевищеннями даного діапазону у кризові періоди (див. графік). Крім того, відхилення від типового діапазону може спричиняти застосування центральними банками нетрадиційних інструментів монетарної політики. Зокрема, низька волатильність чеської крони останні роки пов'язана із асиметричною підтримкою обмінного курсу Чеським народним банком, що не дозволяє кроні укріплюватися більше рівня 27 CZK/EUR, натомість дозволяє їй вільно коливатися нижче цього рівня.

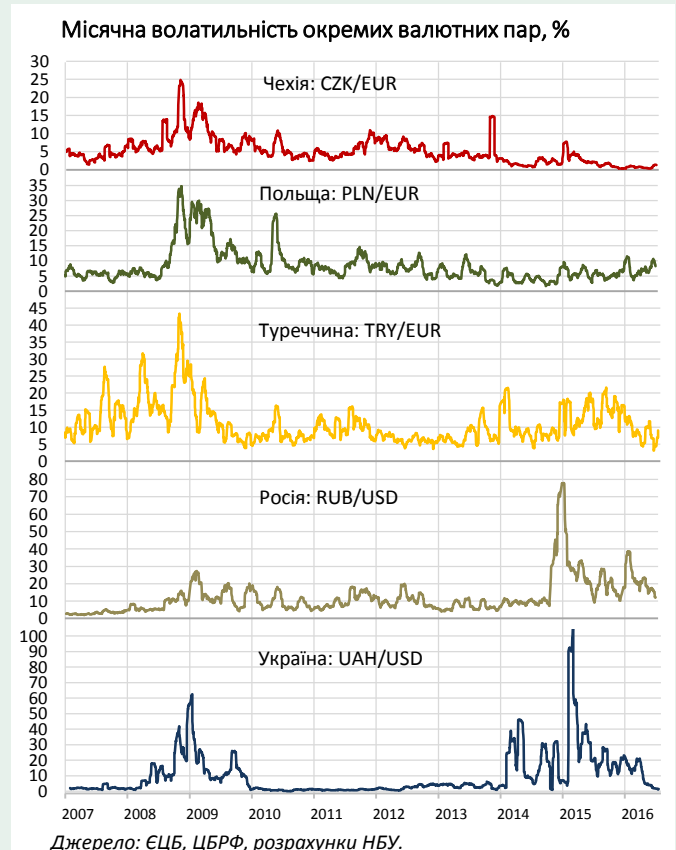
Щодо України, то за режиму де-факто фіксованого обмінного курсу волатильність гривні відносно долара США була близькою до нуля, за виключенням періодів корекції обмінного курсу (2005, 2008 роки), що були наслідками реалізації накопичених макроекономічних дисбалансів. При цьому рівень волатильності в ці періоди суттєво перевищував відповідні показники у країнах з плаваючим обмінним курсом. Коливання гривні відносно решти валют відображали їх волатильність відносно долара США.

З переходом у 2014 році до гнучкого курсоутворення волатильність гривні зумовлювалася як зовнішніми, так і внутрішніми чинниками. Зокрема сплеск волатильності обмінного курсу на початку 2015 року спричинений збігом кількох негативних чинників (ескалація збройного конфлікту, стрімке зниження світових цін на сировинні товари, введення торговельних обмежень з боку Російської Федерації).

У подальшому заходи Національного банку сприяли зниженню волатильності обмінного курсу, однак її періодичні сплески здебільшого зумовлювалися значними коливаннями цін і попиту на світових ринках та періодами загострення політичної ситуації.

Звичайно суттєве значення для обмеження волатильності має загальноекономічний розвиток. Так, в умовах сприятливої кон'юнктури на світових товарних ринках починаючи з березня 2016 року відбулося збільшення експортних надходжень у країну. Національний банк в таких умовах купував іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів і згладжування волатильності обмінного курсу. Відповідно, починаючи з квітня цей показник знижувався. Важливо, що при цьому Національний банк дотримувався гнучкого курсоутворення та не протидіяв фундаментальній тенденції до зміцнення обмінного курсу, що таким чином сприяло продовженню зниження інфляції.

Подальша реалізація режиму інфляційного таргетування в Україні за досвідом інших країн має, з одного боку, унеможливити зниження показника волатильності до нульового рівня, а з іншого – сприяти зниженню інтенсивності курсових сплесків у разі різкої зміни внутрішніх чи зовнішніх факторів. Крім того, позитивно на обмеження надмірної волатильності обмінного курсу має вплинути поглиблення валютного ринку, на що також спрямовуються дії Національного банку, зокрема із поступового пом'якшення адміністративних обмежень.



<sup>39</sup> Для оцінки волатильності було використано ковзне середнє квадратичне відхилення щоденної зміни обмінного курсу за останній місяць.

### 3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

#### 3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

У 2016 - 2017 роках ми продовжуємо очікувати прискорення економічного зростання в країнах – торгових партнерах, водночас дещо нижчими темпами порівняно з попереднім прогнозом. Ключовим фактором, що вплинув на перегляд зовнішніх припущень у бік погіршення, були результати референдуму у Великобританії. Це призвело до появи невизначеності в світовій економіці в коротко- та середньостроковому періоді, насамперед для економік Великобританії та в меншій мірі ЄС. Додатковими зовнішніми факторами впливу на світову економіку виступатимуть слабший, ніж очікувалося, відгук глобальної торгівлі на позитивну динаміку цін на сировинних ринках та збільшення несприйняття інвесторами ризиків та, відповідно, зменшення мобільності потоків капіталу.

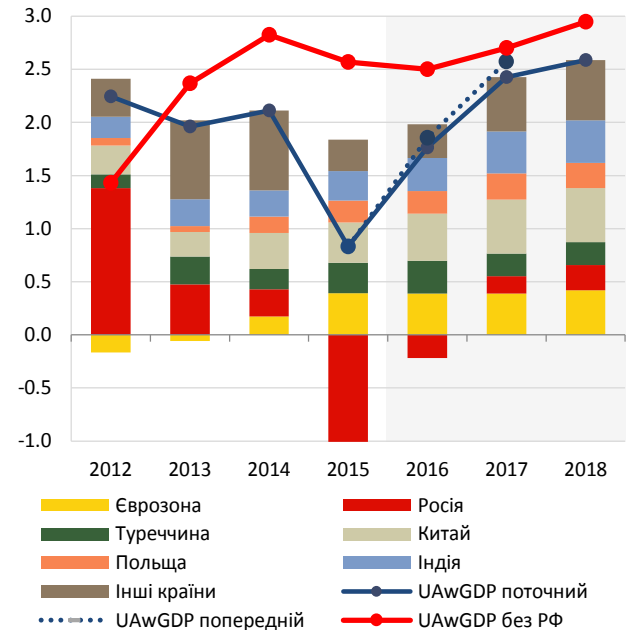
Так, зростання економіки Великобританії уповільниться внаслідок зменшення інвестиційної привабливості через невизначеність та відповідно підвищення ризик-премії (зниження рейтингів вже відбулося), а також суттєвого дефіциту поточного рахунку. Водночас м'яка монетарна політика Банку Англії продовжить стимулювати економіку країни.

Вплив Brexit на економіку Єврозони буде дещо меншим порівняно з Великобританією через відсутність необхідних змін у торговельних відносинах з рештою світу на відміну від Великобританії. Однак додатковими факторами негативного впливу на Єврозону продовжать залишатися низька інфляція, фінансові дисбаланси та масові невдоволення діями уряду в деяких країнах (через трудові реформи у Франції, пенсійну та податкову реформи в Греції тощо). Політика ЄЦБ також продовжить стимулювати економіку Єврозони.

За виключенням Єврозони та Великобританії, економічна активність основних торговельних партнерів України (виражена індексом UAwGDP) залишатиметься слабкою в 2016 році та, незважаючи на вплив Brexit, поволі покращуватиметься в 2017 – 2018 роках. Зокрема:

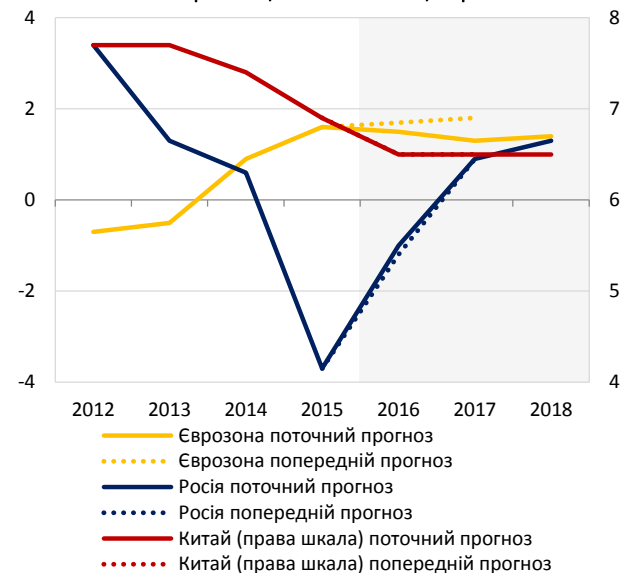
- висхідний тренд цін на нафту та стабілізація обмінного курсу рубля до долара США сприятимуть уповільненню зниження ВВП Росії з подальшим відновленням економічної активності. Однак позитивний ефект від такої динаміки для України буде мінімізовано наявними торговельними обмеженнями. Водночас активізація економіки Росії матиме позитивний ефект на окремі країни СНД, зокрема Казахстан та Білорусь. Це опосередковано відобразиться і на покращенні зовнішньої кон'юнктури для українських виробників;
- зростання економік країн ЦСЄ у 2016 році дещо уповільниться внаслідок несприятливих зовнішніх умов, а також різкого уповільнення фінансування з фондів розвитку ЄС. Останнє на тлі очікуваної активізації процесу виходу Великобританії з ЄС матиме негативний вплив і в 2017 році;
- у Китаї триватиме процес трансформації економіки, що вже суттєво позначився на її діловій активності: цього року країна поступиться за темпами економічного розвитку Індії. Однак стимулюючі монетарні та фінансові заходи, оголошені урядом,

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



Джерело: оцінка НБУ (попередні дані).

Реальний ВВП Єврозони, Росії та Китаю, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

повинні підтримати економіку в короткостроковій перспективі. Ураховуючи високі темпи росту кредитування та заборгованості корпоративного сектору, зростає вразливість економіки Китаю до негативних шоків;

– Індія та Туреччина продовжуватимуть зростати стійкими темпами завдяки збільшенню внутрішнього споживання. Водночас для Туреччини ризики уповільнення економічного зростання посилилися з огляду на спробу військового перевороту та зниження суверенних рейтингів;

– економіка США продовжить помірно зростати, хоча меншими темпами порівняно з попередніми роками. Основними причинами виступатимуть: низькі темпи зростання продуктивності праці, посилення нерівності в доходах різних верств населення та слабкий експорт (унаслідок стриманого зовнішнього попиту, низьких цін на нафту та сильного долара). Водночас поліпшення на ринку праці та відновлення інвестиційної активності призведуть до незначного поживлення економіки США у 2017 – 2018 роках.

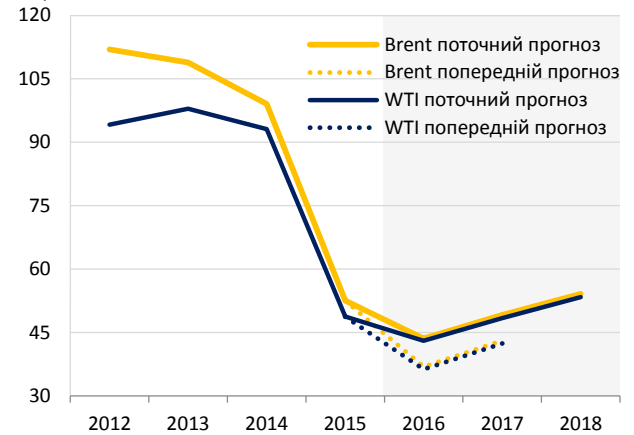
На світових сировинних ринках через стрімке зростання цін у квітні-травні, попри певну корекцію у червні, очікуваний рівень цін залишатиметься вищим порівняно з попереднім прогнозом.

До кінця 2016 – 2017 роках очікується тенденція до збалансування попиту та пропозиції на світовому ринку нафти. Так, попит на нафту в 2016 році зростає на 1.1 млн. бар./добу – до 93 млн. бар./добу порівняно з попереднім роком і надасть підтримку цінам. Значна частина приросту при цьому припадатиме на Індію. Виробництво нафти у 2016 році<sup>40</sup> поза ОПЕК (зокрема в Канаді, Бразилії та Колумбії) знизиться на 1.3% р/р – до 56.4 млн. бар./добу. Разом з тим зростання цін на нафту спонукатиме до подальшого відновлення сланцевої галузі в США, а також видобутку нафти у Великобританії, Росії та Азербайджані. Водночас, одним з головних факторів впливу на ціни на нафту може стати тривалий вихід Великобританії з ЄС, що чинитиме тиск на попит. За оцінками НБУ, ціни на нафту в другій половині 2016 році коливатимуться в діапазоні 45 – 50 дол./бар., у 2017 – 2018 роках 47 – 55 дол./бар.

У середньостроковій перспективі динаміка цін на сталь продовжуватиме залежати від політики провідних виробників (Китай, Японія, Індія, США, Туреччина). Незважаючи на політику зменшення перевиробництва сталі в Китаї, обсяги пропозиції на ринку залишатимуться доволі високими. Однак збільшення попиту з боку Індії, а також активне введення антидемпінгових мит окремими країнами утримуватиме ціни від їх подальшого зниження. У результаті, ціни на сталь у 2016 році стабілізуються на більш високому рівні, порівняно з попереднім прогнозом. Поступове відновлення світової економіки в 2017 – 2018 роках надасть додаткової підтримки цінам на сталь.

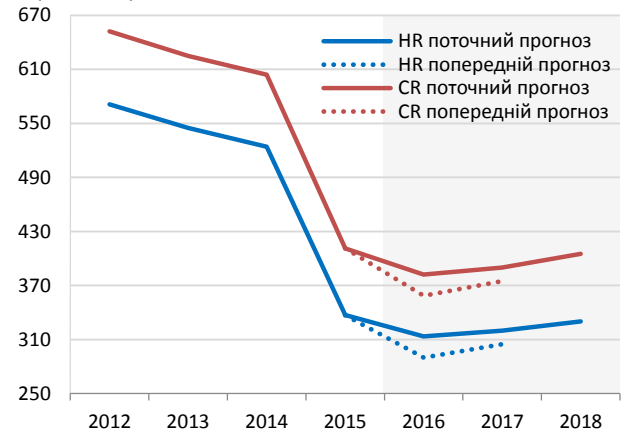
Прогноз світового виробництва зернових у 2016 – 2017 МР суттєво покращений. За прогнозом International Grain Council (від 12.07.2016) світовий врожай може стати другим за обсягами виробництва за всю історію. Зокрема, підвищилися очікування щодо врожаю пшениці – до 739 млн. т (в основному завдяки США, ЄС та Росії). Обсяги виробництва кукурудзи вперше перевищать 1 млрд. т (в основному за рахунок сприятливих погодних умов у США та Аргентині). Хоча

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



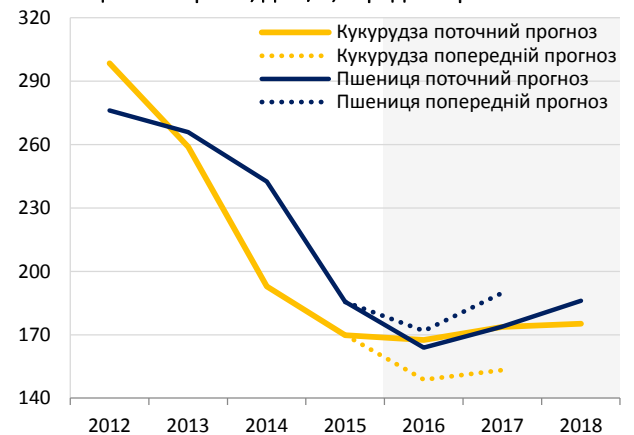
Джерело: оцінка НБУ на основі Consensus Economics, МВФ, Енергетичного агентства США, ф'ючерсних контрактів.

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



Джерело: оцінки НБУ на основі Steel Insight.

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



Джерело: оцінки НБУ на основі МВФ.

<sup>40</sup> За оцінками ОПЕК.



очікується, що споживання зернових також зросте, досягнувши нового світового рекорду, високий врожай та значні запаси стримуватимуть зростання світових цін на зернові.

За таких умов зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів також поступово покращиться.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ)



Джерело: розрахунки НБУ.

	ІСЦ, річна зміна на кінець періоду, %			ВВП зміна за рік, %			Обмінні курси*		Ціни на товари**, дол. США			
	Євро-зона	РФ	США	Євро-зона	РФ	США	дол. США/євро	руб./дол. США	газ імпортований, за 1м <sup>3</sup>	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
<b>2014</b>	-0.2	11.4	0.8	0.9	0.6	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	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>	0.1	6.8	1.4	1.5	-1.0	2.0	1.10	68.9	202.3	43.5	283.3	159.4
<b>2017</b>	1.1	5.0	1.9	1.3	0.9	2.1	1.09	67.5	228.6	49.1	293.1	168.3
<b>2018</b>	1.4	4.0	2.0	1.4	1.3	2.3	1.12	67.5	259.6	54.1	304.6	175.1
<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	13.1	-26.2	-17.1	-15.7	-4.5
<b>2017</b>							-0.7	-2.1	13.0	12.8	3.5	5.6
<b>2018</b>							2.7	0.0	13.6	10.2	3.9	4.0

\* У середньому за рік.

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

### 3.2. ЦІНИ

Прогноз інфляції залишається на рівні цільових орієнтирів: 12% – на 2016 рік, 8% – на 2017 рік та 6% – на 2018 рік. У другому півріччі поточного року більше, ніж очікувалося раніше, підвищення адміністративно регульованих цін буде компенсоване швидшим сповільненням інфляції за іншими компонентами споживчого кошику: базовою та сирих продуктів. Інфляцію сирих продуктів стримуватимуть фактори пропозиції – хоча ми продовжуємо розглядати їх як тимчасові, їх дія триватиме до кінця року, а корекція цін у бік зростання на вітчизняному ринку продовольства здебільшого відбудеться в наступному році. Більш стрімке зниження базової інфляції відбуватиметься під впливом вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів, уповільнення імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу та поліпшення інфляційних очікувань.

Розширення пропозиції продовольчих товарів на внутрішньому ринку в умовах локальних мінімумів світових цін у першому півріччі зумовили значно нижчу траєкторію цін на сирих продовольчих товари в II кварталі, ніж передбачалося в попередньому прогнозі. Пропозиція продовольчих товарів продовжувала перебувати під впливом переорієнтації товарних потоків з інших країн (зокрема, Туреччини) через торговельні заборони РФ, а також труднощі з експортом окремих продовольчих товарів українського виробництва в країни Близького Сходу.

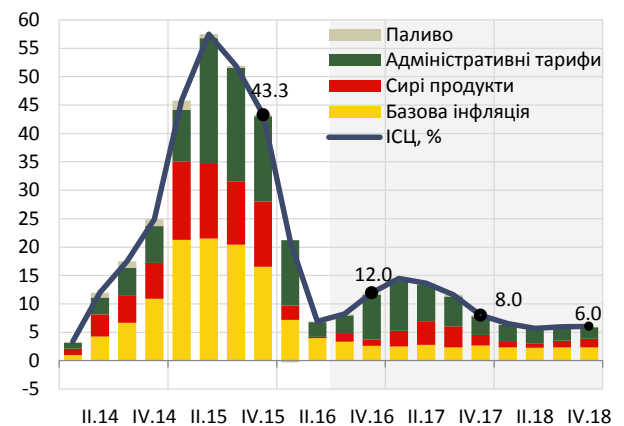
Більшість цих факторів розглядаються, як тимчасові, проте основний ефект від їх усунення, що зумовить корекцію цін на вітчизняному ринку продовольства в бік зростання, не буде реалізований повною мірою до кінця поточного року, а частково впливатиме на динаміку цін у наступному році.

Таким чином, прогноз інфляції продовольчих товарів у 2016 році знижено до 3.8% (з 6.5% у попередньому прогнозі), проте збільшено до 6.6% (з 4.6%) у 2017 році, у тому числі за рахунок відновлення зростання цін на продовольство на світових ринках.

Попередні два роки базова інфляція в Україні (23% і 35% відповідно) відображала ефект стрімкої девальвації гривні та пристосування економіки до нових умов функціонування. У 2016 році базова інфляція знизилася до однознакового рівня, відображаючи вплив посилення монетарної політики та достатньо жорсткої фіскальної політики, стриманого попиту, низької імпортованої інфляції та різкого падіння реальних заробітних плат. Більш стрімке, ніж у попередньому прогнозі (9.1%), зниження базової інфляції – до 5.5% визначається як впливом вторинних ефектів від зниження інфляції сирих продовольчих товарів, так і зниженням імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу (завдяки покращенню умов торгівлі), підсилена поліпшенням інфляційних очікувань.

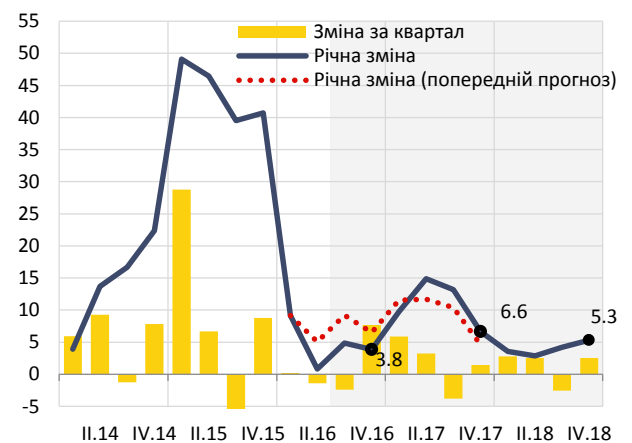
У середньостроковому періоді очікується досягнення базовою інфляцією рівня 5%. Стабілізації базової інфляції на цьому рівні сприятимуть перехід до нейтральної монетарної політики, повернення внутрішнього споживчого попиту на траєкторію сталого зростання та збільшення внеску від продовольчої інфляції. Імпортована інфляція на прогнозному горизонті

Внески компонентів у річну зміну ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни сирих продовольчих товарів, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

залишатиметься відносно низькою, враховуючи прогнозовані достатньо низькоінфляційне середовище в країнах – ОТП (насамперед ЄС і Росії) та прийнятну волатильність номінального обмінного курсу. Тренд на посилення реального обмінного курсу гривні, тобто відносне зростання вітчизняних цін порівняно зі світовими, буде досить стриманим через повільне зростання продуктивності праці в базовому сценарії.

Зростання цін на паливо на 19% у 2016 році обумовлюватиметься переважно частковим відновленням світових цін на нафту, ефект перенесення на ціни інших товарів і послуг буде обмеженим. У наступні роки зростання цін на паливо базуватиметься на зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті.

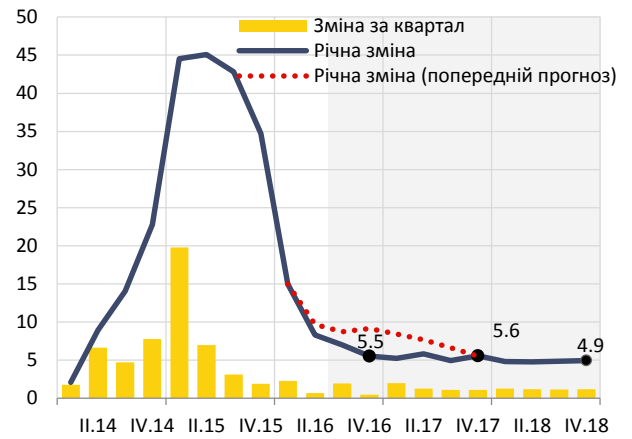
Підвищення адміністративно регульованих цін на 2016 рік переглянуте до 32% порівняно з попереднім прогнозом (26%) у зв'язку з рішеннями уряду щодо встановлення нових тарифів на природний газ для населення, які не передбачають надання знижок на опалювальний сезон. Одночасно суттєве підняття вартості природного газу для підприємств теплокомуненерго визначило наступні рішення НКРЕКП щодо зміни тарифів на опалення та гаряче водопостачання вище рівнів, на яких формувалися припущення попереднього прогнозу. Також у прогноз закладено анонсовані підвищення цін на холодну воду в серпні та на електроенергію у вересні.

Завершення активної фази конкурентної боротьби між виробниками тютюнових виробів, яка, за оцінками НБУ, призвела до зниження цін на тютюнові вироби наприкінці минулого та початку поточного років, на фоні підвищення акцизних зборів з тютюнової продукції визначить загальне підвищення ціни на ці вироби на 17% в 2016 році та на 16% - у наступному.

У цілому в другому півріччі внесок групи адміністративно-регульованих цін у зміну ІСЦ очікується на рівні близько 4 в.п., що компенсує ефект від зниження прогнозу на інші складові ІСЦ.

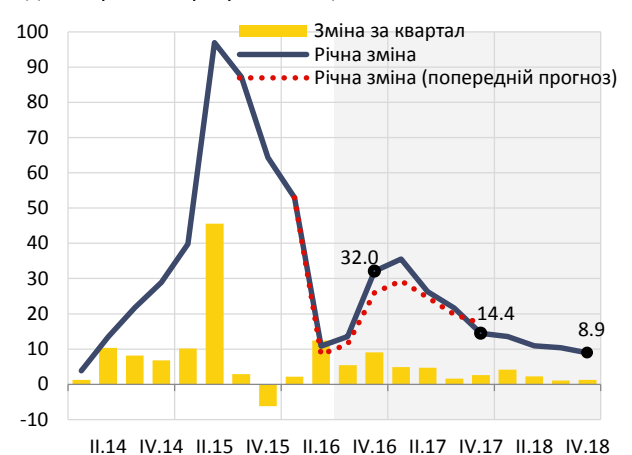
Досягнення тарифами на основні житлово-комунальні послуги рівнів, що відповідають повному покриттю собівартості первинних енергоносіїв, вже в поточному році визначило перегляд прогнозу їх підвищення на наступний рік. У результаті зростання адміністративно-регульованих цін у 2017 році становитиме 14.4% (17.3% у попередньому прогнозі).

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

### 3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

Прогноз економічного розвитку залишається незмінним: реальний ВВП у 2016 році зростає на 1.1%, у 2017 році – на 3.0%, а у 2018 році його зростання прискориться до 4.0%. Незмінність короткострокового прогнозу зумовлена взаємно збалансованим впливом покращення зовнішніх умов, посилення РЕОК та затримки з відновленням співпраці з МВФ.

Стрімке зниження інфляції та послаблення девальваційних очікувань на тлі зростання експортних цін і поживлення зовнішнього попиту стимулюватимуть бізнес та населення до реалізації відтермінованих інвестиційних і споживчих рішень. Водночас, на прогнозованому горизонті очікується більш суттєве зростання інвестицій порівняно з відносно повільним відновленням споживання.

Прогноз зростання приватного споживання у 2016 році збільшено до 1.6% (з 1%) за рахунок покращення споживчих настроїв населення в II кварталі, зростання прогнозу обсягів перерахувань працюючих з-за кордону, а також з урахуванням фактичних рівнів I кварталу, що виявилися значно кращими, ніж прогнозувалося. Одночасно вагомим стримуючим фактором є суттєве підвищення тарифів на комунальні послуги, яке накладатиме додаткові обмеження на споживчі витрати домогосподарств. Поміркована фіскальна політика не зможе надати вагомі стимули до зростання приватного споживання в 2016 році.

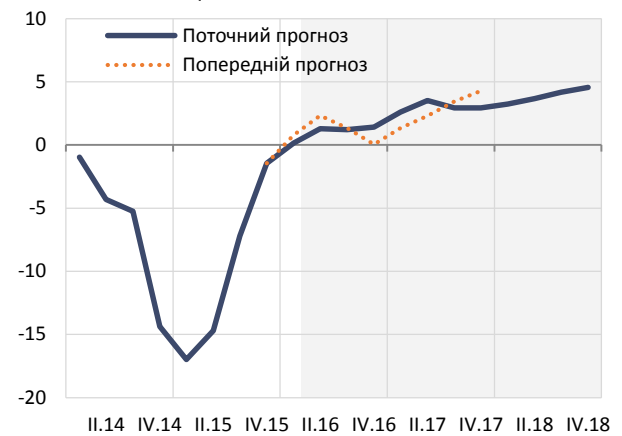
У середньостроковій перспективі за рахунок реалізації відкладеного попиту та зростання доходів населення очікується прискорення зростання приватного споживання – до 4.2% у 2017 році та 3.2% у 2018 році. Зниження процентних ставок в економіці сприятиме відновленню кредитування, що стане додатковим фактором подальшого прискорення приватного споживання.

Вищі темпи зростання інвестицій (по 6.3% у поточному та наступному роках) порівняно з попереднім прогнозом пов'язані зі збільшенням фінансових можливостей експортерів на тлі кращих умов торгівлі, а також необхідністю переорієнтації на європейські ринки. Це вже знайшло відображення у зростанні темпів інвестиційного імпорту та внутрішнього виробництва машин та обладнання, що значною мірою свідчить про інвестиційні наміри бізнесу. Одночасно зростання світових цін на енергоносії в умовах дії економічно обґрунтованих тарифів на тепlopостачання та природний газ стимулюватиме впровадження енергозберігаючих технологій.

Внесок зміни запасів у ВВП 2016 року переглянутий з позитивного у попередньому прогнозі на негативний (-0.3 в.п.) значною мірою у зв'язку з очікуванням суттєвого падіння перехідних запасів зернових (пов'язано з рекордним експортом минулого маркетингового року) та частковим зниженням оцінки запасів природного газу в сховищах і вугілля на складах енергогенеруючих підприємств за підсумками року.

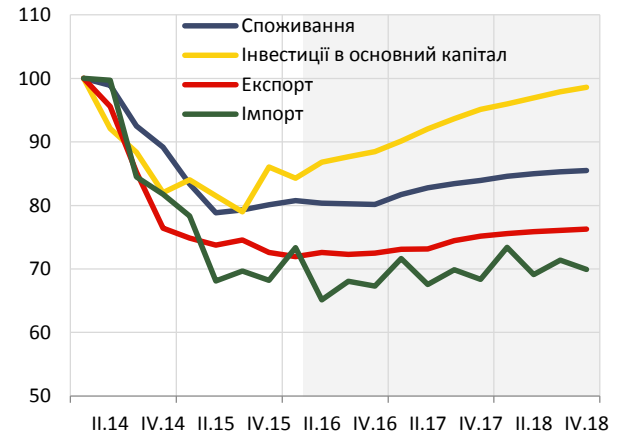
Падіння обсягів експорту, за оцінками НБУ, знизиться в поточному році до 2.1%, а в середньостроковому періоді відновиться його зростання темпами, не нижче 2% на рік, переважно за рахунок покращення умов торгівлі та поживлення зовнішнього попиту з боку країн – ОТП. Збільшенню фізичних обсягів експорту

Реальний ВВП, % річна зміна



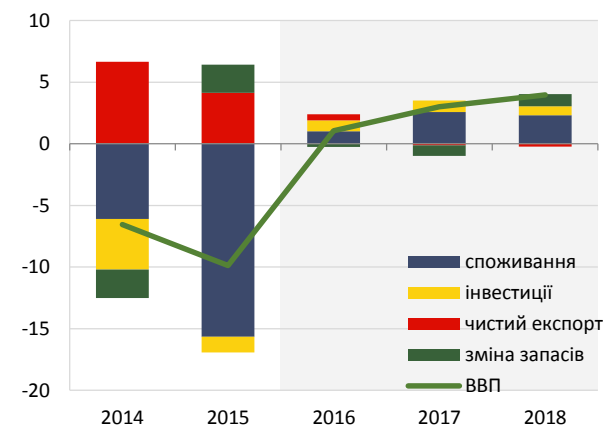
Джерело: ДССУ; НБУ.

Реальний ВВП, індекс, I.2014=100



Джерело: НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

сприятимуть як підвищення світових цін на основні експортні товари, так і зростання випуску експортно-орієнтованих виробництв (у тому числі – у сільському господарстві) у результаті здійснених інвестицій.

У 2016 році ми очікуємо продовження зниження енергетичного імпорту насамперед за рахунок скорочення обсягів імпорту газу. Цьому сприятимуть значно нижчий попит на газ з боку населення (через більш стрімке, ніж передбачалося раніше, зростання тарифів на газ, централізоване опалення та гарячу воду) та досить високі перехідні запаси у сховищах після минулого опалювального сезону. Зростання світових цін на імпортовані енергоносії та активне впровадження програм з енергозбереження стримуватимуть зростання споживчого енергетичного імпорту на прогнозованому горизонті.

Збільшення неенергетичного імпорту визначатиметься переважно інвестиційною складовою та підтримуватиметься поживленням споживчого попиту. У цілому падіння фізичних обсягів імпорту у 2016 році оцінюється на рівні 3%, а з наступного року відновиться його зростання з темпами понад 2% на рік.

### Фіскальний сектор

Фіскальна політика у 2016 році залишатиметься стриманою (структурне сальдо зведеного бюджету буде близьким до нуля) з подальшим поступовим пом'якшенням на прогнозованому горизонті. Все ще високі обсяги видатків на обслуговування боргу (4.5% ВВП) визначатимуть необхідність виконання зведеного бюджету з позитивним первинним сальдо в розмірі понад 1.5% ВВП (поточна оцінка – 1.9% ВВП).

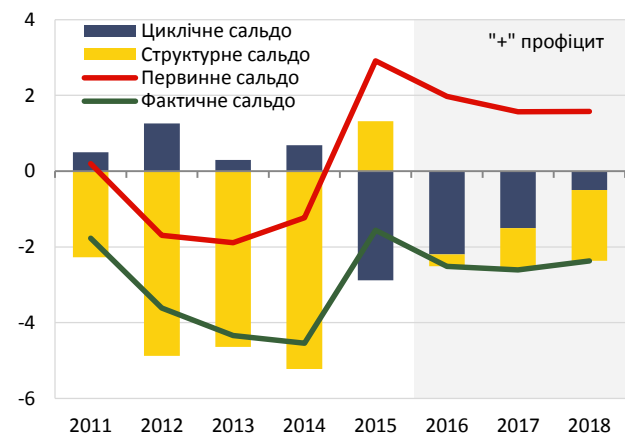
Відношення доходів зведеного бюджету до ВВП у 2016 році знизиться на 1.4 в. п. порівняно з попереднім роком значною мірою за рахунок зниження перерахувань Національним банком прибутку (1.7% ВВП порівняно з 3.1% ВВП у минулому році) та двократне зниження надходжень від податків на міжнародну торгівлю (через скасування додаткового імпортного збору).

Зростання обсягів субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, що суттєво підвищилися в поточному році, а також спрямування з бюджету коштів на покриття дефіциту Пенсійного фонду у зв'язку зі зниженням ставки ЄСВ суттєво скорочуватиме доступну ресурсну базу на видатки розвитку, зокрема очікується, що капітальні видатки не перевищать рівень минулого року.

Тиск з боку інших квазіфіскальних потреб суттєво знизиться. Зростання тарифів ЖКГ до рівнів покриття собівартості первинних енергоресурсів вже в поточному році сприятиме зникненню практики покриття збитків НАК "Нафтогаз" з бюджету. Завершення очищення банківської системи визначатиме зменшення квазіфіскальних потреб з боку банківського сектору та ФГВФО.

У результаті, за оцінками НБУ, реалізація такої фіскальної політики 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.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

### 3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Прогноз дефіциту поточного рахунку в 2016 році знижено до 1.8 млрд. дол. США. Покращення прогнозу зумовили скорочення обсягів імпорту природного газу, сприятливіші умови торгівлі, підвищення очікувань щодо врожаю зернових та обсягів приватних грошових переказів у країну. Водночас послаблення адміністративних обмежень на валютному ринку з боку Національного банку, зокрема щодо репатріації дивідендів, дещо стримуватимуть скорочення дефіциту. Однак у 2017 році очікується розширення дефіциту поточного рахунку до 2.1 млрд. дол. США саме за рахунок збільшення виплат дивідендів.

Прогноз чистих надходжень капіталу за фінансовим рахунком у 2016 році знижено до 2.8 млрд. дол. США через перенесення частини офіційного фінансування на 2017 рік. Водночас у приватному секторі в першому півріччі спостерігалися більш швидкі темпи скорочення готівкової валюти поза банками, ніж очікувалося в попередньому прогнозі. Це частково буде компенсовано меншими залученнями НАК "Нафтогаз" для купівлі природного газу. У 2017 році збільшення чистих залучень за фінансовим рахунком (до 3.8 млрд. дол. США) зумовлюватиметься додатковим розміщенням єврооблігацій під гарантії США на суму 1 млрд. дол. США та кредитом від ЄС, перенесеним з 2016 року.

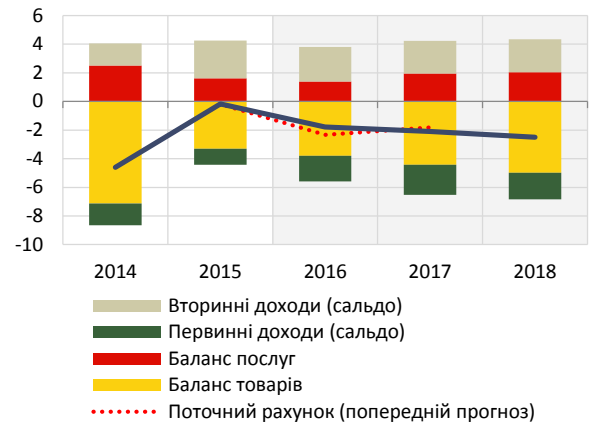
У результаті в 2016 році профіцит зведеного платіжного балансу (1.3 млрд. дол. США) разом із отриманням офіційного фінансування від МВФ дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 17.2 млрд. дол. США, або 4.3 місяця імпорту майбутнього періоду. У наступні роки продовжиться накопичення міжнародних резервів завдяки подальшому формуванню профіциту зведеного платіжного балансу та отриманню кредитів від МВФ.

У 2016 році прогноз дефіциту поточного рахунку скорочено до 1.8 млрд. дол. США (з 2.3 млрд. дол. США в попередньому прогнозі), або 2.0% ВВП за рахунок зниження дефіциту товарного балансу та зростання приватних грошових переказів в Україну. Завдяки поліпшенню умов торгівлі та зростанню фізичних обсягів експорту за основними товарними групами очікується зниження темпів падіння експорту товарів у 2016 році до 8.8% (порівняно з 12% у попередньому прогнозі). Більш суттєве відновлення експорту стримуватиме введення Росією з 1 липня 2016 року додаткових обмежень щодо транзиту товарів до Казахстану та Киргизстану.

Зростання цін на чорні метали в першій половині II кварталу забезпечило сприятливі умови для поступового відновлення внутрішнього виробництва та підвищення прогнозу зростання фізичних обсягів експорту чорних металів до 12.7%. Також завдяки покращенню кон'юнктури на ринку зернових та підвищенню прогнозу врожаю в 2016 році фізичні обсяги експорту зернових було збільшено на 1.7 млн. т (до 35.8 млн. т).

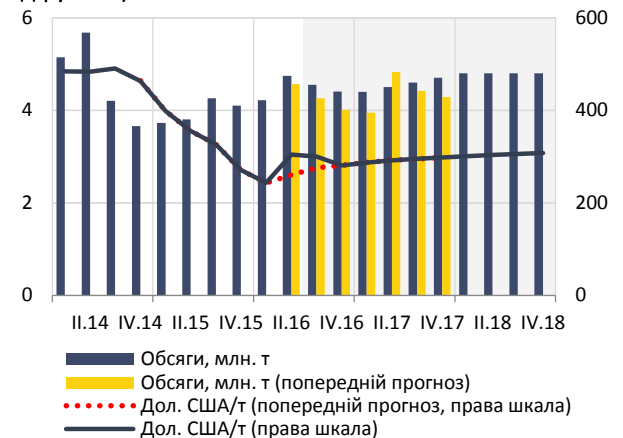
Прогноз імпорту товарів майже не змінився: у 2016 році очікується його падіння на 6.8% (у попередньому прогнозі – 6.9%). Зниження очікуваних обсягів імпорту природного газу на 1.5 млрд. м<sup>3</sup> (до 10 млрд. м<sup>3</sup>) майже повністю компенсовано підвищенням імпорту інвестиційного призначення, насамперед продукції машинобудування. У результаті прогноз

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



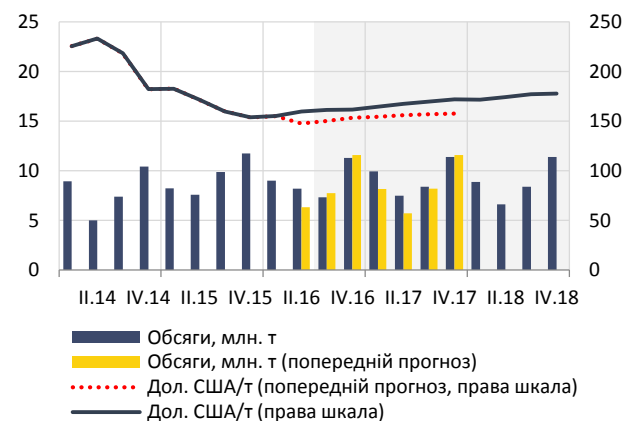
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

зростання неенергетичного імпорту збільшено до 5.5% (з 3.3%).

Разом із підвищенням неенергетичного імпорту товарів у 2016 році очікується уповільнення зниження імпорту послуг (до 1.1%). Це відбуватиметься як за рахунок збільшення імпорту за статтею “Подорожі” унаслідок укріплення обмінного курсу, так і транспортних послуг – через поживлення ділової активності. Експорт послуг залишився на рівні попереднього прогнозу.

Темпи падіння приватних грошових переказів в Україну в 2016 році були зменшені до 5.9% (з 18.5% у попередньому прогнозі) через більші, ніж очікувалися, надходження з країн ЄС та США. Водночас внаслідок послаблення адміністративних обмежень з боку Національного банку очікується збільшення виплат за дивідендами.

Прогноз дефіциту поточного рахунку у 2017 році збільшився до 2.1 млрд. дол. США, або 2.1% ВВП через очікувану репатріацію дивідендів. Однак темпи зростання експорту й імпорту (по 2.9%) товарів та послуг знижені порівняно з попереднім прогнозом (5.7% та 4.2% відповідно) через введення Росією заборони на транзит товарів до Казахстану та Киргизстану (що насамперед відобразиться на експорті продукції машинобудування), а також запровадження адекватних заходів у відповідь з боку України. Крім того, зниження експорту пов’язано зі скороченням попиту з боку країн ЄС та Великобританії (через Brexit). У 2017 році очікується продовження зростання грошових переказів в Україну з країн ЄС та США.

У 2018 році прогнозується подальше розширення дефіциту поточного рахунку до 2.3% від ВВП, або 2.5 млрд. дол. США. Очікується продовження зростання товарообороту дещо вищими темпами, ніж у 2017 році: експорту товарів та послуг – на 4.0%, а імпорту – на 4.8% через відновлення внутрішнього та зовнішнього попиту, а також покращення умов торгівлі.

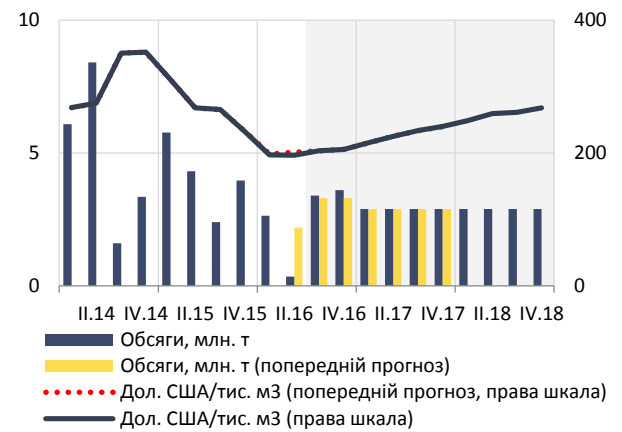
Прогноз чистих надходжень капіталу за фінансовим рахунком у 2016 році зменшено до 2.8 млрд. дол. США (порівняно з 3.3 млрд. дол. США у попередньому прогнозі) через перенесення частини офіційного фінансування на 2017 рік. Водночас у приватному секторі спостерігалися більш високі темпи скорочення готівкової валюти поза банками в II кварталі. Однак у другій половині року очікуються менші чисті залучення короткострокових кредитів, у т.ч. НАК “Нафтогаз” для купівлі природного газу, що частково компенсує недооцінку чистих надходжень за фінансовим рахунком у II кварталі.

Прогноз надходжень прямих іноземних інвестицій у 2016 році знижений до 2.4 млрд. дол. США (порівняно з 2.7 млрд. дол. США у попередньому прогнозі), через зменшення коштів спрямованих на докапіталізацію банківського сектору. Роловер приватного сектору очікується майже без змін, на рівні 70%.

Залучення офіційного фінансування у 2016 році знижено до 5.0 млрд. дол. США (з 7.9 млрд. дол. США у попередньому прогнозі) через перенесення останнього в 2016 році траншу від МВФ та кредиту від ЄС на 2017 рік.

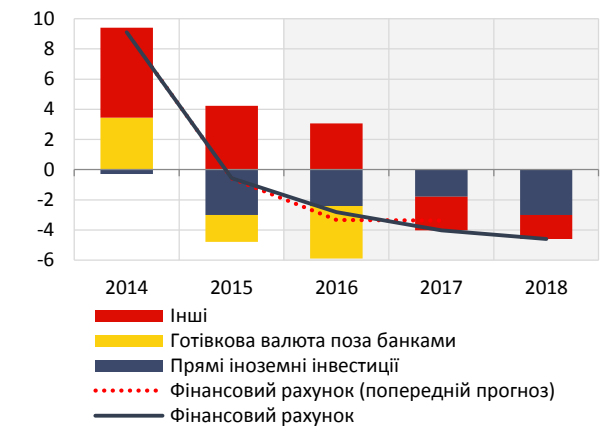
У 2017 році очікується збільшення чистих залучень за фінансовим рахунком до 3.8 млрд. дол. США (порівняно з 3.4 млрд. дол. США у попередньому прогнозі) насамперед за рахунок запланованого розміщення еврооблігацій під гарантії США на суму 1 млрд. дол. США. Чисті залучення приватного сектору залишаться майже без змін порівняно з 2016 роком. Припинення скорочення готівкової валюти поза банками

Імпорт природного газу



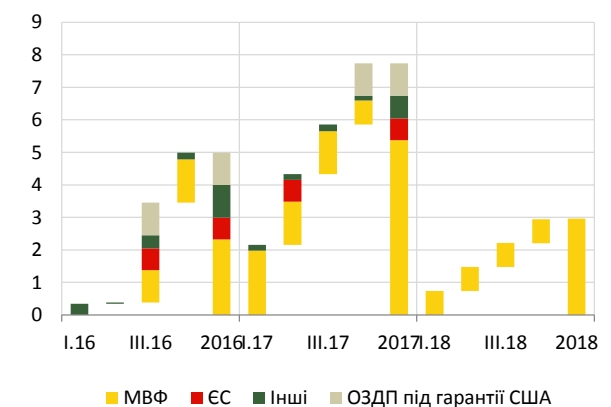
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

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



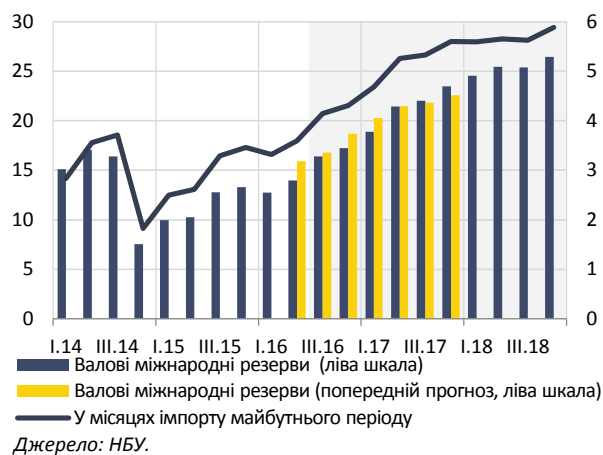
Джерело: НБУ, МВФ

частково компенсується зростанням надходжень боргового капіталу та відповідним збільшенням ролверу приватного сектору до 100%. Також очікується зниження надходження прямих іноземних інвестицій до 1.6 млрд. дол. США. Однак у 2017 році більшою мірою вони спрямовуватимуться до реального сектору, тоді як у 2016 році відображають конвертацію зовнішніх кредитів банківським сектором у акціонерний капітал.

У 2018 році прогнозується зростання чистих надходжень за фінансовим рахунком до 4.6 млрд. дол. США. Це відбуватиметься за рахунок підвищення ролверу приватного сектору до 120% та збільшення надходжень від прямих іноземних інвестицій (до 3 млрд. дол. США) унаслідок поступового відновлення сприятливого інвестиційного клімату та продовження зниження системних ризиків в економіці України.

На прогнозному горизонті очікується продовження нарощення міжнародних резервів – до 17.2 млрд. дол. США на кінець 2016 року та до 26.4 млрд. дол. США на кінець 2018 року. Такий рівень наблизатиметься до композитного критерію МВФ адекватності резервів. Відповідне збільшення резервів відбуватиметься завдяки профіциту зведеного платіжного балансу протягом трьох наступних років, а також відновленню надходжень трансів від МВФ за програмою EFF.

Міжнародні резерви





### 3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

На прогнозованому горизонті попит на гроші відновлюватиметься на фоні зниження інфляції та процентних ставок, посилення економічної активності, відновлення довіри до банківської системи. З огляду на зниження інфляційних і девальваційних очікувань підвищено прогноз темпів приросту як готівкової, так і депозитної складових грошової маси у 2016 році.

Аукціони Національного банку з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів залишатимуться основним джерелом насичення ліквідністю банківської системи, яка продовжуватиме перебувати в стані профіциту.

Відновлення довіри до банківської системи та економічної активності суб'єктів господарювання, збільшення реальних доходів населення сприятимуть продовженню тренду щодо зростання депозитів у банках.

У 2016 році прогнозується продовження збільшення як грошової маси (11%), так і монетарної бази (8%). Основним чинником приросту монетарної бази залишатиметься зростання коррахунків банків.

В умовах профіциту ліквідності банківської системи основним інструментом її регулювання Національним банком будуть операції з випуску депозитних сертифікатів.

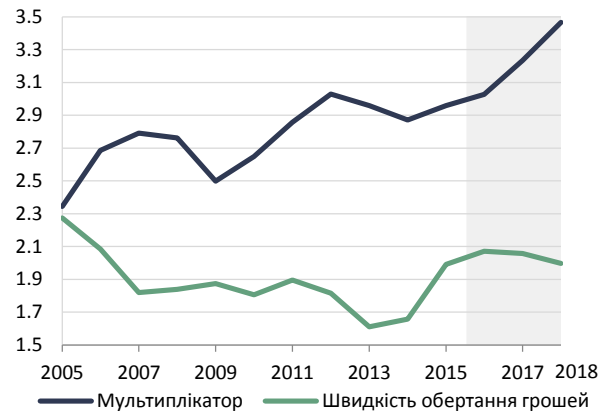
Купівля Національним банком іноземної валюти на міжбанківському ринку для поповнення міжнародних резервів залишатиметься основним джерелом постачання ліквідності банківській системі. Натомість планове погашення урядом цінних паперів у портфелі Національного банку виступатиме каналом її вилучення.

Профіцит ліквідності банківської системи дозволить банкам продовжувати повертати раніше отримані кредити рефінансування. Зниження ризиків макроекономічного середовища, та покращення інфляційних очікувань, дозволить Національному банку продовжувати пом'якшувати монетарну політику. Це, відповідно, сприятиме поступовому зниженню процентних ставок за операціями банків.

Продовження тенденції щодо стабілізації монетарної сфери очікується і у 2017-2018 роках. Подальше уповільнення інфляції та прискорення економічного зростання сприятимуть зростанню попиту на гроші за одночасного зниження вартості ресурсів.

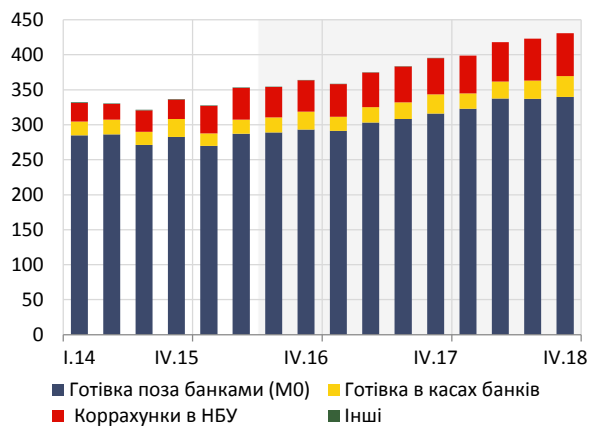
Зростання грошової маси у 2017 та 2018 роках (на 16% та 17% відповідно) очікується за рахунок як депозитної, так і готівкової складових. Розвиток банківської системи та подальше заміщення готівкових розрахунків безготівковими відобразиться, зокрема, у продовженні тенденції до зростання мультиплікації коштів. За таких умов річний приріст монетарної бази протягом цього періоду буде дещо меншим (9%).

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



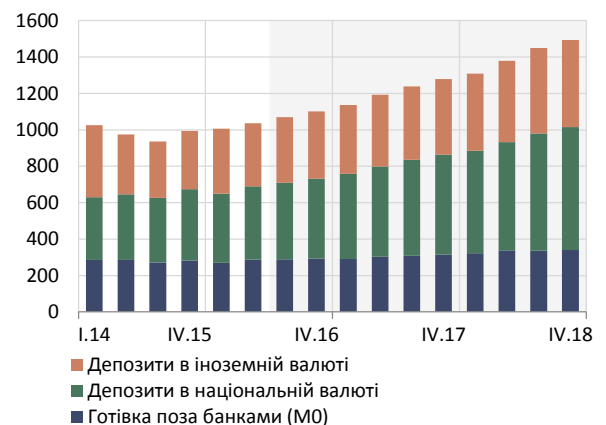
Джерело: НБУ.

Монетарна 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, зменшення зовнішньої підтримки у випадку гальмування реформ, а також повне блокування українського експорту через територію Росії.

Існує ймовірність того, що недосконале проведення приватизаційної кампанії може спричинити обережніше ставлення інвесторів до перспектив розвитку економіки та стане певним індикатором погіршення прогресу в проведенні реформ.

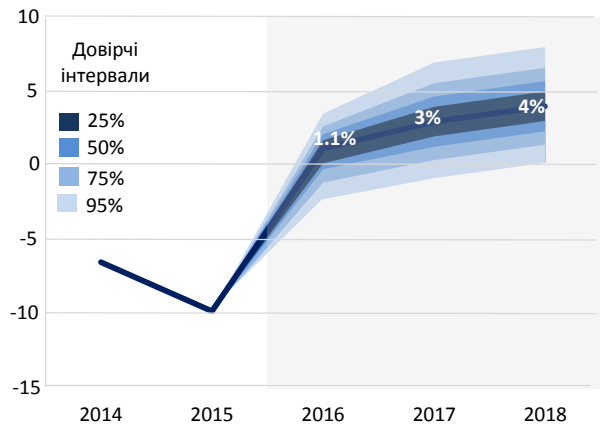
Потенційне зростання політичної напруги, посилене труднощами у подоланні ефектів економічної кризи, обмежуватиме здатність уряду до впровадження нагальних, але непопулярних реформ, тим самим ще більше знижуючи інвестиційний потенціал економіки. А прискорення наростання політичної напруги погіршуватиме інфляційні та курсові очікування, посилюючи цим інфляційний тиск та зумовлюючи проведення жорсткішої монетарної політики, спрямованої на подолання реалізації інфляційних ризиків.

Подальше пригнічення світового попиту на фоні низької ефективності заходів, яких уживають світові держави для розігріву економічної активності, зумовлюватиме погіршення ситуації на світових товарних ринках. Для української економіки це означатиме уповільнення економічної активності та зниження обсягів надходжень від експорту. Враховуючи те, що ці фактори справлятимуть протилежний тиск на ціни, реакція монетарної політики визначатиметься балансом впливу цих факторів.

Сценарій швидшого зростання світових цін на сировинні товари, додаткового підвищення попиту на українську продукцію та прискорення реформ розглядається як "позитивний шок". За таких умов прискорення економічної активності супроводжуватиметься зміцненням гривні завдяки збільшенню експортної виручки та припливу капіталу за фінансовим рахунком. Порівняно з базовим сценарієм це прискорить уповільнення інфляції, що дасть змогу швидше знижувати ставку політики.

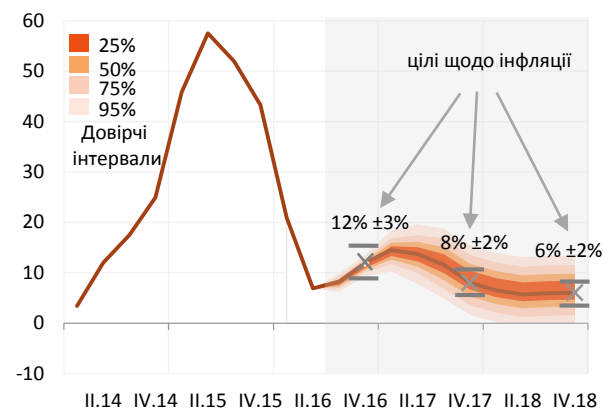
Загалом розподіл ризиків стосовно подальшого інфляційного розвитку залишається зміщеним у бік зниження в поточному році та в бік підвищення – в наступному. Рівень споживчої інфляції на кінець року може виявитися нижчим від 12%, якщо реалізуються припущення, відмінні від закладених у базовому макроекономічному сценарії. Серед них – суттєвіші ефекти з боку слабого споживчого попиту і надлишку пропозиції у зв'язку з високим урожаєм зернових та інших культур, а також кращі зовнішні умови, реалізація анонсованих мораторіїв місцевих рад на підвищення тарифів на окремі комунальні послуги в поточному році.

Прогноз 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 (Липень 2016)

Показники	2013				2014				2015				2016				2017				2018				
	поточ. прогноз				поточ. прогноз				поточ. прогноз				поточ. прогноз				поточ. прогноз				поточ. 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	453	519	660	650	2282	2262	531	600	760	741	2632	2585	602	678	861	841	2983	2983	602	678	861	841
Номинальний ВВП, млрд. грн. СНР'2008	0.0	-6.6	-9.9	0.1	1.6	1.3	1.3	1.1	1.1	2.5	3.2	2.9	3.2	3.0	3.0	3.4	3.8	4.2	4.4	4.0	4.0	3.4	3.8	4.2	4.4
Реальний ВВП	4.3	15.9	38.4	20.5	12.2	14.1	9.8	14.0	13.0	14.3	12.0	11.5	10.4	12.0	11.0	9.6	9.0	8.8	8.7	9.0	9.0	9.6	9.0	8.8	8.7
ІСЦ (середнє за період)	-0.3	12.1	48.7	-	-	-	-	11.7	12.1	-	-	-	-	11.9	11.3	-	-	-	-	6.4	6.4	-	-	-	-
ІЦВ (середнє за період)	-0.1	17.1	36.0	-	-	-	-	14.2	10.9	-	-	-	-	11.1	10.0	-	-	-	-	8.9	8.9	-	-	-	-
ІСЦ (на кінець періоду)	0.5	24.9	43.3	1.5	3.4	1.7	4.9	12.0	12.0	3.8	2.7	-0.1	1.5	8.0	8.0	2.8	2.2	-0.6	1.6	6.0	6.0	2.8	2.2	-0.6	1.6
Базова інфляція (на кінець періоду)	0.1	22.8	34.7	2.3	0.7	2.0	0.5	5.5	9.1	2.0	1.3	1.1	1.1	5.6	5.5	1.5	1.1	1.1	1.1	4.9	4.9	1.5	1.1	1.1	1.1
Небазова інфляція (на кінець періоду)	0.9	26.8	50.9	0.8	5.7	1.5	8.8	17.7	14.6	5.4	3.9	-1.2	1.9	10.2	10.2	3.9	3.1	-2.0	1.9	7.1	7.1	3.9	3.1	-2.0	1.9
у тому числі адміністративно регульовані ціни	3.5	29.0	64.4	2.2	12.4	5.4	9.0	32.0	26.0	4.9	4.7	1.6	2.6	14.4	17.3	4.1	2.3	1.1	1.2	8.9	8.9	4.1	2.3	1.1	1.2
ІЦВ (на кінець періоду)	1.7	31.8	25.4	4.4	9.1	1.5	1.3	17.1	13.6	2.8	3.6	1.9	1.3	10.0	8.4	2.7	2.9	1.4	1.1	8.3	8.3	2.7	2.9	1.4	1.1
<b>ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР</b>																									
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.	-63.6	-72.0	-30.9	-	-	-	-	-58.3	-68.1	-	-	-	-	-70.0	-59.3	-	-	-	-	-74.4	-74.4	-	-	-	-
% ВВП	-4.3	-4.5	-1.6	-	-	-	-	-2.6	-3.0	-	-	-	-	-2.7	-2.3	-	-	-	-	-2.5	-2.5	-	-	-	-
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	-57.5	-70.3	-31.8	-	-	-	-	-66.9	-76.8	-	-	-	-	-77.8	-65.8	-	-	-	-	-81.4	-81.4	-	-	-	-
% ВВП	-3.9	-4.4	-1.6	-	-	-	-	-2.9	-3.4	-	-	-	-	-3.0	-2.5	-	-	-	-	-2.7	-2.7	-	-	-	-
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-5.8	-9.9	-2.9	-	-	-	-	-2.9	-3.6	-	-	-	-	-3.0	-2.5	-	-	-	-	-2.7	-2.7	-	-	-	-
<b>ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)</b>																									
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-16.5	-4.6	-0.2	-1.1	0.9	-1.0	-0.5	-1.8	-2.3	-0.7	-0.1	-1.1	-0.2	-2.1	-1.8	0.0	-0.4	-1.5	-0.6	-2.5	-2.5	0.0	-0.4	-1.5	-0.6
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	-18.6	9.1	-0.6	-0.3	-0.3	-2.2	-0.1	-2.8	-3.3	-0.4	-1.3	-0.7	-1.4	-3.8	-3.4	-0.9	-1.1	-1.2	-1.4	-4.6	-4.6	-0.9	-1.1	-1.2	-1.4
Зведений баланс, млрд. дол. США	2.0	-13.3	0.8	-0.8	1.2	1.3	-0.5	1.3	1.2	-0.3	1.2	-0.4	1.3	1.7	1.6	0.9	0.7	-0.3	0.8	2.1	2.1	0.9	0.7	-0.3	0.8
Валові резерви, млрд. дол. США	20.4	7.5	13.3	12.7	14.0	16.4	17.2	17.2	18.7	18.9	21.4	22.0	23.5	23.5	22.6	24.5	25.4	25.4	26.4	26.4	26.4	24.5	25.4	25.4	26.4
Місяці імпорт майбутнього періоду	3.5	1.8	3.4	3.3	3.6	4.1	4.3	4.3	4.7	4.7	5.3	5.3	5.6	5.6	5.3	5.6	5.6	5.6	5.9	5.9	5.9	5.6	5.6	5.6	5.9
Експорт товарів, річна зміна (%)	-7.5	-15.0	-29.9	-19.9	-3.6	-10.0	-1.9	-8.8	-12.0	8.5	-3.9	1.8	4.4	2.5	6.5	8.4	2.0	2.2	2.2	3.6	3.6	8.4	2.0	2.2	2.2
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-5.3	-27.8	-32.8	-13.4	-4.0	-4.0	-5.6	-6.8	-6.9	-1.6	4.1	6.4	6.5	4.0	4.7	2.8	3.9	5.4	6.3	4.7	4.7	2.8	3.9	5.4	6.3
<b>МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)</b>																									
Монетарна база, %	20.3	8.5	0.8	-2.6	5.0	5.3	8.2	8.2	5.3	-1.5	3.0	5.4	8.7	8.7	8.7	0.9	5.8	7.1	9.0	9.0	9.0	0.9	5.8	7.1	9.0
Грошова маса, %	17.6	5.3	3.9	1.3	4.2	7.6	10.8	10.8	8.1	3.2	8.3	12.4	16.1	16.1	12.5	2.4	7.8	13.4	16.8	16.8	16.8	2.4	7.8	13.4	16.8
Грошова маса (фікс. курс), %	17.6	-11.0	-7.6	-2.2	2.9	5.1	7.7	7.7	3.5	3.0	8.0	12.1	15.7	15.7	13.0	2.2	7.5	12.9	16.4	16.4	16.4	2.2	7.5	12.9	16.4
Швидкість обертання (на кінець року)	1.59	1.64	2.0	-	-	-	-	2.1	2.1	-	-	-	-	2.1	2.1	-	-	-	-	2.0	2.0	-	-	-	-