НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ

січень 2017

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 щоквартально 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 були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 26 січня 2017 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченого питанням монетарної політики[1]. 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 відрізнятися.

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 – 25 січня 2017 року.

[1] Рішення Правління Національного банку України від 26 січня 2017 року № 48-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 16
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК 16
2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК 22
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ 27
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР 35
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС 40
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ 47
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ 55
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ 55
3.2. ЦІНИ 58
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА 60
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС 63
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ 66
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ 67

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	**А**гро**п**ромисловий **к**омплекс
АТО	**А**нти**т**ерористична **о**перація
БІСЦ	**Б**азовий **і**ндекс **с**поживчих **ц**ін
ВВП	**В**аловий **в**нутрішній **п**родукт
ВДВ	**В**алова **д**одана **в**артість
ДСЗУ	**Д**ержавна **с**лужба **з**айнятості **У**країни
ДССУ	**Д**ержавна **с**лужба **с**татистики **У**країни
ДФС	**Д**ержавна **ф**іскальна **с**лужба
ЄС	**Є**вропейський **С**оюз
ЄСВ	**Є**диний **с**оціальний **в**несок
ЄЦБ	**Є**вропейський **ц**ентральний **б**анк
ЖКГ	**Ж**итлово-**к**омунальне **г**осподарство
ЗВТ	**З**она **в**ільної **т**оргівлі
ІВБГ	**І**ндекс **в**иробництва **б**азових **г**алузей
ІСЦ	**І**ндекс **с**поживчих **ц**ін
ІЦВ	**І**ндекс **ц**ін **в**иробників
Казначейство, ДКСУ	**Д**ержавна **к**азначейська **с**лужба **У**країни
КМУ	**К**абінет **М**іністрів **У**країни
КПБ5, КПБ6	П’яте і шосте видання **К**ерівництва з **п**латіжного **б**алансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно
МВФ	**М**іжнародний **в**алютний **ф**онд
МОП	**М**іжнародна **о**рганізація **п**раці
МФУ	**М**іністерство **ф**інансів **У**країни
МЗП	**М**інімальна **з**аробітна **п**лата
НБУ	**Н**аціональний **б**анк **У**країни
НПЗ	**Н**афто**п**ереробні **з**аводи
НЕОК	**Н**омінальний **е**фективний **о**бмінний **к**урс
РЕОК	**Р**еальний **е**фективний **о**бмінний **к**урс
ОВДП	**О**блігації **в**нутрішньої **д**ержавної **п**озики
ОЗДП	**О**блігації **з**овнішньої **д**ержавної **п**озики
ОЕСР	**О**рганізація **е**кономічного **с**півробітництва і **р**озвитку
ООН	**О**рганізація **О**б'єднаних **Н**ацій
ОПЕК	**О**рганізація **к**раїн-**е**кспортерів **н**афти
ОТП	**О**сновні **т**орговельні **п**артнери
ПДВ	**П**одаток на **д**одану **в**артість
ПІІ	**П**рямі **і**ноземні **і**нвестиції
РФ	**Р**осійська **Ф**едерація
СЗДУ	**С**ектор **з**агального **д**ержавного **у**правління
СНД	**С**півдружність **Н**езалежних **Д**ержав
СОТ	**С**вітова **о**рганізація **т**оргівлі
США	**С**получені **Ш**тати **А**мерики
ФГВФО	**Ф**онд **г**арантування **в**кладів **ф**ізичних **о**сіб
ФРС	**Ф**едеральна **р**езервна **с**истема США
ЦСЄ	**Ц**ентрально**-С**хідна **Є**вропа
EFF	**E**xtended **F**und **F**acility, Механізм розширеного фінансування
FAO	**F**ood and **A**griculture **O**rganization, Продовольча та сільськогосподарська організація
MSCI	**M**organ **S**tanley **C**apital **I**nternational
PMI	**P**urchasing **M**anagers' **I**ndex
млн.	мільйон
млрд.	мільярд
грн.	гривня
дол. США	долар США
руб.	російський рубль
М0	готівка
М3	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
дол./бар.	доларів США за 1 барель
дол./т	доларів США за 1 тонну
дол./євро	доларів США за 1 євро
руб./дол.	російських рублів за 1 долар США
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у квартальному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі

1. ГОЛОВНЕ

У 2016 році НБУ досяг встановлених інфляційних цілей

Споживчі ціни у 2016 році зросли на 12.4%. Стрімке уповільнення споживчої інфляції (з 43.3% у 2015 році) відповідало прогнозам Національного банку, що публікувалися в Інфляційних звітах протягом минулого року та передбачали зростання споживчих цін на 12%. Таким чином, Національний банк виконав **ціль з інфляції на 2016 рік** на рівні 12% ± 3 в. п., що була визначена Стратегією монетарної політики на 2016 – 2020 роки.

Стрімке сповільнення інфляції у 2016 році відбулося насамперед завдяки послабленню фундаментального інфляційного тиску. Про це свідчило швидке зниження **базової інфляції** (до 5.8% р/р), зумовлене поміркованою монетарною та фіскальною політикою. Посилення ролі облікової ставки та її виважене зниження протягом року, а також зусилля Уряду з утримання фіскального дефіциту в цільових межах привели до суттєвого поліпшення інфляційних і курсових очікувань, особливо протягом перших трьох кварталів року.

Зниженню інфляції сприяла помірна волатильність обмінного курсу гривні, яка спостерігалася протягом більшої частини 2016 року, у тому числі завдяки заходам Національного банку зі згладжування надмірних коливань. Наприкінці 2016 року **світова цінова кон'юнктура** для українських експортерів поліпшилася за рахунок зростання цін на сталь, залізну руду, соняшникову олію та добрива і стабілізації цін на зернові. Також зростанню експортних надходжень сприяли високі врожаї зернових та обсяги виробництва олії. Однак попри сприятливі фундаментальні зовнішні та внутрішні чинники упродовж IV кварталу 2016 року спостерігалися періоди тимчасового зростання девальваційного тиску на гривню, який посилився наприкінці грудня та на початку 2017 року. Переважно це було спричинено низкою типових для кінця року факторів, таких як збільшення підприємствами виплат за зовнішніми кредитами та грудневе нарощення бюджетних видатків. Вагому роль відігравав і психологічний чинник, зумовлений капіталізацією за рахунок державних коштів ПАТ КБ "Приватбанк" (далі – Приватбанк).

Значний вплив на послаблення інфляційного тиску мали чинники з боку пропозиції сирих продовольчих товарів – високий врожай, обмеження експорту та розширення пропозиції імпортних овочів та фруктів. Водночас основними факторами зростання цін стали: підвищення тарифів, що регулюються адміністративно, насамперед на житлово-комунальні послуги, та зростання світових цін на нафту, що визначило подорожчання палива на внутрішньому ринку.

Поступове пожвавлення економічної активності та покращення ділових очікувань підприємств сприяли відновленню попиту на робочу силу з початку 2016 року. В умовах стрімкого сповільнення інфляції високими темпами зростали реальна заробітна плата і реальні наявні доходи населення. Проте **рівень безробіття** залишався високим на тлі наявних диспропорцій між попитом на робочу силу та її пропозицією. Це стримувало тиск на ціни з боку споживчого попиту.

Фіскальна політика у 2016 році продовжила бути відносно стриманою та спрямованою на забезпечення стійкості державних фінансів, навіть попри збільшення обсягу субсидій та розширення підтримки Пенсійного фонду у зв'язку із зниженням ЄСВ. Поступове поліпшення макроекономічних умов та податкові зміни забезпечили зростання доходів бюджету доволі високими темпами. У цілому протягом року видатки витрачались більш рівномірно, ніж у 2015 році, але в грудні традиційно відбулось розширення бюджетного дефіциту. Однак за результатами року первинний профіцит і помірний загальний дефіцит зведеного бюджету були збережені.

У 2017 році уповільнення інфляції буде стриманішим насамперед через ефекти підвищення мінімальної заробітної плати

Національний банк переглянув прогноз інфляції на 2017 рік у бік збільшення до 9.1% переважно як результат двократного підвищення мінімальної заробітної плати. Прогноз на 2018 рік залишився незмінним та становить 6.0%. Прогнози інфляції залишаються в межах оголошених **цільових орієнтирів** на наступні два роки (8% ±2 в. п. – на 2017 рік та 6% ±2 в. п. – на 2018 рік).

У 2017 році прискоряться базова інфляція (до 6.3%) та інфляція сирих продуктів (до 7.0%). Це буде зумовлено подальшим відновленням внутрішнього попиту, у тому числі через підвищення мінімальної заробітної плати, та вичерпанням дії факторів пропозиції сирих продовольчих товарів, які стримували зростання цін у 2016 році.

Сповільнення адміністративно регульованої інфляції буде ключовим фактором продовження дезінфляційного тренду. Однак це відобразиться на річній зміні ІСЦ лише в IV кварталі. Тоді як протягом перших трьох кварталів споживча інфляція в річному вимірі залишатиметься двозначковою.

У 2018 році інфляція продовжить уповільнюватися і повернеться до центрального значення цільового діапазону. Проведення виваженої монетарної та фіскальної політики будуть ключовими чинниками збереження тренду на зниження темпів зростання ІСЦ. Базова інфляція стабілізується в межах близько 5% в умовах низької волатильності обмінного курсу і

поліпшення інфляційних очікувань. Важливим для зниження загальної споживчої інфляції є той факт, що окремі тарифи вже були підвищені до ринково обґрунтованого рівня.

У 2016 році ключову роль в розвитку економіки відігравав високий інвестиційний попит

У III кварталі 2016 року **зростання реального ВВП** прискорилося до 2.0% р/р. Головним рушієм такого прискорення прогнозовано був внутрішній інвестиційний попит на тлі поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств, а також збільшення капітальних видатків зведеного бюджету. Також пожвавилося споживання домогосподарств, яке підтримувалось не лише збільшенням їх доходів, а й подальшим використанням заощаджень, зроблених у минулих періодах. У IV кварталі зростання ВВП продовжило прискорюватися. Рушієм було сільське господарство завдяки істотному зростанню обсягів збору пізніх сільськогосподарських культур. Це дало підстави покращити оцінку зростання ВВП у 2016 році до 1.8%.

У IV кварталі 2016 року дефіцит **поточного рахунку** скоротився до 0.7 млрд. дол. США завдяки суттєвому зменшенню виплат за рахунком первинних доходів, у той час як дефіцит торгівлі товарами залишився на рівні III кварталу. Експорт товарів збільшився завдяки істотному нарощенню поставок продовольчих товарів, а зростання імпорту прискорилося через збільшення енергетичного імпорту. У цілому за 2016 рік дефіцит поточного рахунку збільшився до 3.4 млрд. дол. США або 3.6% від ВВП[2], у першу чергу через збільшення попиту на імпортовані товари інвестиційного та споживчого призначення.

У IV кварталі 2016 року чисті надходження за **фінансовим рахунком** зменшились до 1.0 млрд. дол. США насамперед унаслідок уповільнення темпів скорочення готівкової валюти поза банками. Загалом цей фактор визначив формування в 2016 році чистого припливу капіталу за фінансовим рахунком на рівні 4.6 млрд. дол. США. Сальдо **зведеного платіжного балансу** за підсумками IV кварталу становило 0.4 млрд. дол. США, а у цілому за 2016 рік – 1.3 млрд. дол. США. Разом із отриманням третього траншу від МВФ у рамках програми EFF це дозволило збільшити **міжнародні резерви** до 15.5 млрд. дол. США станом на кінець року (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду).

Зростання економіки України прискориться

У 2017 році експорт відновить зростання на тлі покращення умов зовнішньої торгівлі, високих обсягів урожаю минулого року та за припущення відсутності логістичних ускладнень як всередині країни, так і через територію Росії. У свою чергу, збільшення експортної виручки дозволить експортоорієнтованим підприємствам продовжувати нарощувати інвестиції відносно високими темпами. Збільшення споживчого попиту внаслідок підвищення мінімальної заробітної плати також стимулюватиме економічну активність.

Водночас в умовах усе ще низьких темпів потенційного зростання економіки та стриманості процесів імпортозаміщення підвищення внутрішнього попиту значною мірою задовольнятиметься імпортованою продукцією. Внаслідок додаткового інфляційного тиску від підняття мінімальної заробітної плати очікується достатньо стримане пом'якшення монетарної політики, реальні процентні ставки залишатимуться відносно високими для підтримки привабливості заощаджень у національній валюті. У результаті зростання ВВП лише незначно прискориться – до 2.8% і 3.0% у 2017 і 2018 роках відповідно.

Сукупний попит продовжуватиме стримувати інфляцію на прогнозному горизонті, однак цей вплив суттєво послабиться порівняно з попередніми роками (і з попереднім прогнозом). Від'ємний розрив ВВП збережеться на прогнозному горизонті. Зростання доходів населення посилить роль приватного споживання в зростанні ВВП, натомість внесок чистого експорту залишатиметься від'ємним.

Однак дефіцит поточного рахунку у 2017 – 2018 роках залишиться майже незмінним, покращення умов торгівлі на сировинних ринках буде компенсовано подальшим відновленням попиту на імпортовані споживчі та інвестиційні товари в умовах підвищення доходів населення та помірного посилення реального ефективного обмінного курсу гривні.

Чисті надходження за фінансовим рахунком у 2017 році (4.6 млрд. дол. США) будуть забезпечені відновленням припливу боргового капіталу до приватного сектору. У 2018 році приватний сектор активніше залучатиме як борговий капітал, так і прямі іноземні інвестиції на тлі кращого інвестиційного клімату та прискорення економічного зростання.

Ключовим припущенням цього прогнозу є подальша співпраця з МВФ, що залишається важливим джерелом поповнення міжнародних резервів країни, полегшує доступ до фінансування від інших міжнародних організацій, а також є індикатором прогресу в структурних реформах і, відповідно, інвестиційної привабливості країни. Разом з профіцитом зведеного платіжного балансу отримання запланових траншів за програмою EFF дасть змогу збільшити **міжнародні резерви** станом на кінець 2018 року до 27.1 млрд. дол. США (або 5.3 місяців імпорту майбутнього періоду). Подальше накопичення резервів

[2] Тут і далі при розрахунках співвідношення показників до ВВП за 2016 та 2017 роки використано оцінку номінального ВВП та прогноз НБУ.

залишається важливим завданням для Національного банку та влади загалом, ураховуючи високі обсяги зовнішніх платежів з 2019 року.

Фіскальна політика у 2017 році стане більш стимулюючою та спрямованою на приватне споживання, насамперед через рішення про підвищення мінімальної заробітної плати. Але в цілому дефіцит бюджету СЗДУ залишатиметься в межах 3% ВВП. Зростання доходів від ЄСВ дозволить знизити бюджетну підтримку Пенсійного фонду, а збільшення видатків на заробітні плати в бюджетному секторі компенсуватиметься вищими надходженнями від податків на споживання та підвищенням акцизних ставок. Первинний профіцит зведеного бюджету зберігатиметься на рівні не менше 1% ВВП. Квазіфіскальні ризики суттєво знизилися після капіталізації державою Приватбанку наприкінці 2016 року, а також за рахунок стійкого фінансового стану НАК «Нафтогаз».

Пом'якшення монетарної політики уповільниться через спрямованість на досягнення інфляційних цілей

Стійке зниження інфляційного тиску на тлі подальшого зменшення ризиків для цінової стабільності дозволило Національному банку протягом 2016 року послідовно і активно пом'якшувати монетарну політику – **облікова ставка** знижувалась 6 разів з 22% до 14%. Це відображалось у відповідному зменшенні короткострокових **процентних ставок** на міжбанківському ринку та забезпечувало зниження ставок за ОВДП і роздрібних ставок комерційних банків за депозитами та кредитами. Однак загалом реальні процентні ставки залишались відносно високими, що сприяло продовженню припливу депозитів у банківську систему, особливо в національній валюті. **Кредитна активність** все ще залишалася слабкою, що передусім зумовлювалось високими ризиками та закредитованістю реального сектору.

Згідно з базовим сценарієм у відповідь на зростання ризиків інфляції та уповільнення процесу покращення інфляційних очікувань Національний банк буде змушений більш стримано здійснювати пом'якшення монетарної політики у 2017 році. Монетарні умови залишатимуться відносно жорсткими, щоб забезпечити подальше зниження інфляції відповідно до затверджених інфляційних цілей: 8% ± 2 в. п. на кінець 2017 року та 6% ± 2 в. п. на кінець 2018 року.

Баланс ризиків для інфляції є симетричним на прогнозному горизонті

Баланс ризиків для прогнозу річної інфляції є симетричним, однак напрями впливу можливих ризиків відрізняються для окремих внутрішніх і зовнішніх умов.

Зокрема, для внутрішнього середовища зберігається суттєва невизначеність щодо проведення макроекономічної політики та структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, збільшення потенціалу економіки та продовження програми з МВФ. Особливо це стосується дотримання бюджетних параметрів і покриття дефіциту за рахунок неборгових джерел (приватизації). Так, вплив підвищення мінімальної заробітної плати може відрізнятись від закладеного в базовий сценарій з відповідними наслідками для бюджетного дефіциту, споживчого попиту та інфляції. Крім того, існує ризик, що бюджетна політика стане більш спрямованою на поточне споживання. Це, з одного боку, зменшує можливості для державних інвестицій і не сприяє зниженню боргового навантаження, а з іншого – послаблює зовнішню конкурентоспроможність і відповідно сприйняття внутрішніми та зовнішніми економічними агентами курсових перспектив. Додаткова невизначеність пов'язана зі зміною адміністративно-регульованих тарифів.

У зовнішньому середовищі основну невизначеність генерує політика новообраного президента США Д. Трампа. Більш різкі фіскальні стимули в США можуть призвести до збільшення попиту на сировинні товари у світі. Це позначиться на експортних надходженнях в Україну і курсовій динаміці гривні та матиме прямий вплив на споживчу інфляцію через зміну цін на сировину та імпортовані товари. Водночас більш різка реакція на такі фіскальні імпульси з боку ФРС зумовить жорсткіші фінансові умови для країн, що розвиваються. І якщо для України, ураховуючи обмежений доступ до ринків капіталу, прямий ефект буде мінімальним, то непрямий ефект через подальшу девальвацію та стиснення попиту в країнах – торгових партнерах, суттєво вразливих до змін потоків капіталу (наприклад, Туреччини), може бути достатньо суттєвий.

Реалізація вищеозначених та інших ризиків протягом прогнозного періоду може зумовити відхилення фактичної інфляції від цільової траєкторії та відповідну реакцію Національного банку.

2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

У III кварталі зовнішній попит, виражений середньозваженим показником річних темпів економічного зростання країн – основних торговельних партнерів (ОТП) України, послабився внаслідок падіння економіки Туреччини та уповільнення в країнах ЦСЄ. Натомість стійкі темпи економічного зростання демонстрували Єврозона, Китай, США та Індія. Наявні дані свідчать про прискорення економічної активності окремих країн – ОТП України вже в IV кварталі.

Світова цінова кон'юнктура для українських експортерів у IV кварталі поліпшилася за рахунок зростання цін на сталь, залізну руду, соняшникову олію та добрива. Ціни на зернові, незважаючи на рекордні врожаї, стабілізувалися, а на початку 2017 року навіть незначно зросли завдяки дії тимчасових факторів з боку пропозиції.

Ціни на нафту впродовж жовтня-листопада коливалися в межах 47 – 52 дол./бар., головним чином, під впливом зміни запасів нафти в США та очікувань щодо домовленостей між країнами – основними виробниками нафти. Досягнута угода між країнами – членами ОПЕК та іншими провідними виробниками наприкінці листопада надала суттєвої підтримки цінам, які зросли до 55 дол./бар. Однак наявний надлишок пропозиції на ринку стримував подальше зростання цін.

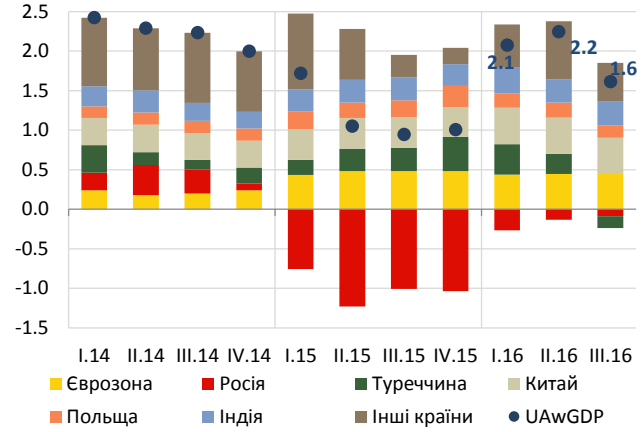
Протягом IV кварталу світові фінансові ринки перебували під впливом очікувань щодо проведення монетарної політики провідними центральними банками світу, зокрема ФРС та ЄЦБ, результатів засідань зазначених банків та виборів президента США. Відповідно, у першій половині IV кварталу 2016 року динаміка провідних фондових індексів погіршувалася. Натомість фондовий індекс країн, ринки яких розвиваються, уникнув падіння внаслідок очікувань щодо поступового зростання цін на сировинні товари.

У другій половині кварталу ситуація на фінансових ринках суттєво покращилася для розвинених країн на тлі оптимізму щодо прискорення економічного зростання США через фіскальні стимули. Це призвело до укріплення долара США та стрімкого зростання процентних ставок за державними цінними паперами. Як наслідок, відбувся відплив коштів з фінансових активів країн, ринки яких розвиваються, та девальвація обмінних курсів цієї групи країн, за винятком валют країн – експортерів нафти.

Середньозважений показник річних темпів економічного зростання в країнах – ОТП України (виражений динамікою індексу UAwGDP) у III кварталі 2016 року, незважаючи на стійкі темпи зростання економіки Єврозони, Китаю та прискорення економік США та Індії, знизився порівняно з попереднім кварталом. Причинами зниження були падіння економіки Туреччини та уповільнення темпів зростання країн ЦСЄ.

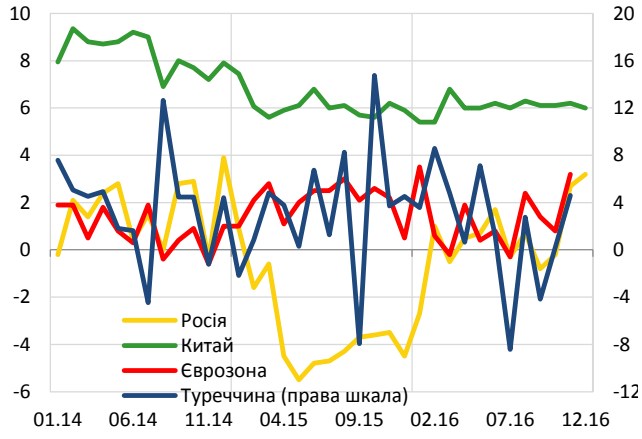
У США, після уповільнення в першому півріччі, у III кварталі 2016 року зростання ВВП прискорилося до 1.7% р/р. Активізація економічного зростання відбулася за рахунок споживання, експорту та запасів. Збільшення споживчих витрат відбулося на тлі поліпшення показників ринку праці (рівень

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



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.

безробіття в листопаді знизився до 4.6% р/р) та споживчих настроїв.

Стійкі темпи зростання економіки Єврозони продовжувала підтримувати політика кількісного пом'якшення ЄЦБ (незважаючи на слабкі результати щодо досягнення інфляційної цілі) та зростання попиту на європейську продукцію, насамперед з боку окремих країн сировинної орієнтації.

Економічне зростання країн СНД прискорилося (окрім Білорусі, реальний ВВП якої знижується другий рік поспіль через скорочення Росією поставок нафти для НПЗ). Уповільнення падіння економіки Росії (до 0.4% р/р у III кварталі 2016 року) відбулося завдяки нарощенню в обробній промисловості та відновленню зростання у виробництві нафти та газу.

Країни ЦСЄ, які входять до складу індексу, уповільнили темпи зростання через нестабільність на фінансових ринках та суттєве скорочення інвестицій, у першу чергу, в будівельній галузі.

Попри подальший процес трансформації темпи зростання економіки Китаю залишаються незмінними вже три квартали поспіль – на рівні 6.7% р/р у III кварталі. Такою динамікою економіка завдячує комплексу заходів економічного стимулювання (особливо інвестування в інфраструктурні проекти) на тлі жорсткого регулювання з боку центрального банку (зокрема щодо умов надання кредитів). Це, у свою чергу, стимулювало зростання внутрішнього попиту.

Уперше з 2009 року відбулося падіння реального ВВП Туреччини (на 1.8% р/р у III кварталі) через значне зниження внутрішнього попиту та експорту товарів і послуг та деякого зниження валового нагромадження основного капіталу на тлі політичної нестабільності та девальвації турецької ліри.

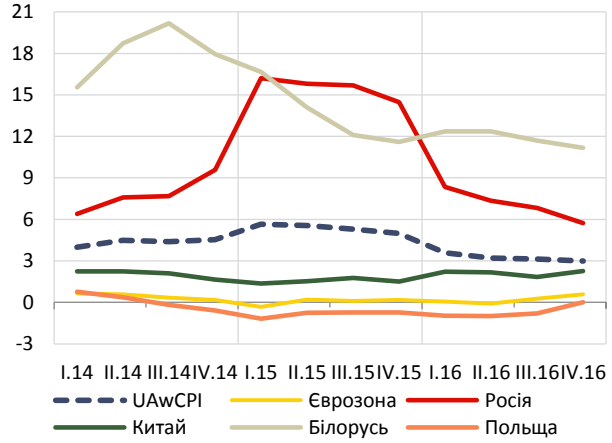
Натомість уже в IV кварталі 2016 року економічна діяльність окремих країн – ОТП України активізувалася. Зокрема, за рахунок пожвавлення в роздрібній торгівлі та металургійній галузі економіка Китаю надала додаткового імпульсу країнам Азії. Завдяки нарощенню в обробній промисловості та відновленню зростання у виробництві нафти та газу економіка РФ у IV кварталі 2016 року вийде в додатну площину. Промислове виробництво в Єврозоні поступово зростало насамперед через відновлення виробництва в ключових країнах – Німеччині та Франції завдяки розширенню зовнішньої торгівлі.

Інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAwCPI[3], залишався практично стабільним третій квартал поспіль. Так у річному вимірі середня споживча інфляція країн ОТП була на рівні 3%. Продовжилася конвергенція інфляційних процесів:

– у країнах, що розвиваються, з високою інфляцією тривало уповільнення річних темпів зміни ІСЦ (насамперед у Росії);
– у країнах з низькою інфляцією (країни ЄС) продовжилася рефляція (відновлення інфляційних процесів після дефляції).

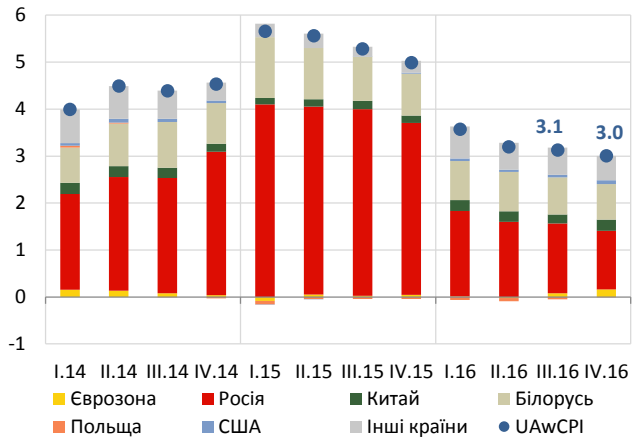
Світова цінова кон'юнктура для українських експортерів у IV кварталі, як і очікувалося, суттєво поліпшилася. Індекс цінової

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



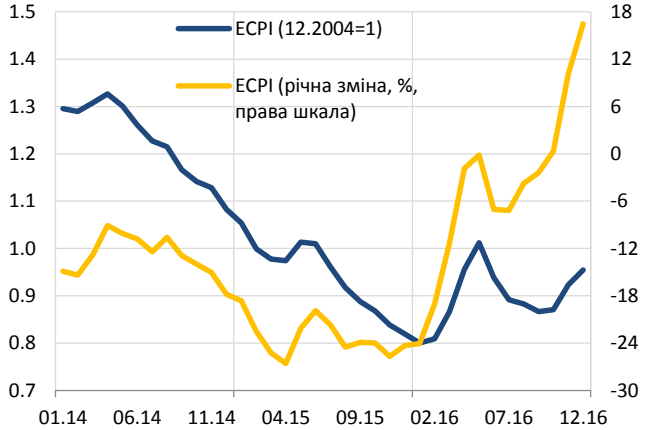
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Індекс UAwCPI (% річна зміна) і внески окремих країн



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ECPI)



Джерело: розрахунки НБУ.

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

кон'юнктури для українських експортерів (ECPI) за IV квартал зріс на 4.1% кв/кв (8.8% р/р). Основний внесок у його зростання зумовили динаміка цін на сталь, залізну руду, соняшникову олію та добрива. Ціни на зернові стабілізувалися на низькому рівні.

З початку IV кварталу 2016 року ціни на сталеву продукцію в різних регіонах світу зросли головним чином під впливом збільшення витрат на сировину, насамперед, коксівне вугілля та залізну руду. До середини грудня ціни на сталеву продукцію продовжували зростати та досягли свого найвищого рівня за останні два роки.

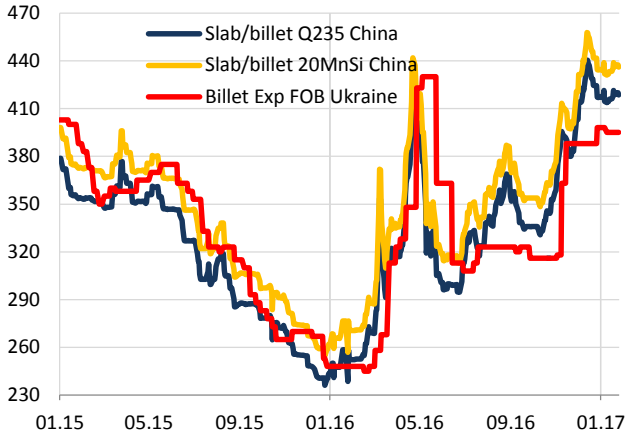
Головними причинами стрімкого зростання цін на коксівне вугілля стало скорочення обсягу пропозиції через закриття китайських шахт у рамках державної політики ліквідації надлишкових потужностей, повені у вугледобувних районах Китаю та зменшення виробництва й експорту в Австралії і Північній Америці. У результаті ціни на коксівне вугілля досягнули максимальних позначок з 2013 року. Ціни на залізну руду зросли внаслідок стрімкого підвищення попиту на неї та через девальвацію юаня[4]. Попит на високоякісну руду збільшився одразу після зростання цін на коксівне вугілля, оскільки за більш високого вмісту заліза в руді металурги потребують менше коксу. Скоротилося постачання залізної руди з Бразилії за рахунок нарощення внутрішнього виробництва сталі.

Одночасно на ринку сталі спостерігалося суттєве пожвавлення попиту завдяки активізації економічної діяльності, зокрема в країнах Європи, Індії, Туреччині, Китаї. У Китаї попит мав ажіотажний характер, оскільки споживачі поспішали укласти контракти, поки сталева продукція не подорожчала ще більше. Крім того, внутрішнє споживання в Китаї збільшилося на тлі розширення капіталовкладень великих державних компаній у значні інфраструктурні проекти та підйом у секторі житлової нерухомості.

Додатковими чинниками зростання цін на сталь були: дія антидемпінгових обмежень, девальвація національних валют (в умовах укріплення долара США), наміри Китаю обмежити виробництво сталі та посилення екологічного контролю владою цієї країни. Крім того, збільшення волатильності цін свідчить про наявну спекулятивну складову в цінах як на залізну руду, так і на сталь. Спекулятивні операції підживлювали очікування щодо подальшого скорочення сталевих потужностей Китаєм.

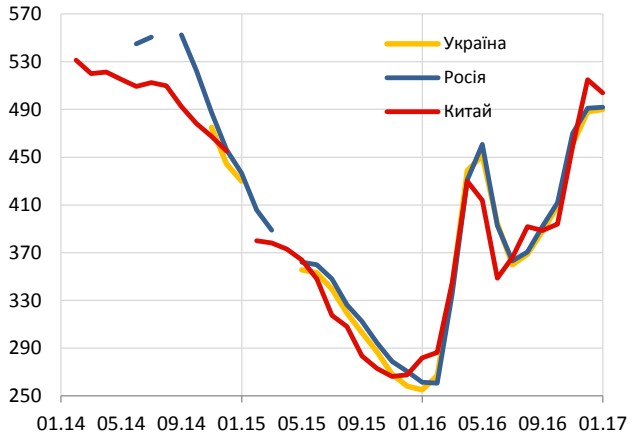
Разом з тим уже в другій половині грудня 2016 року на тлі типового для кінця року уповільнення ділової активності ціни дещо відкоригувалися.

Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 25.01.2017



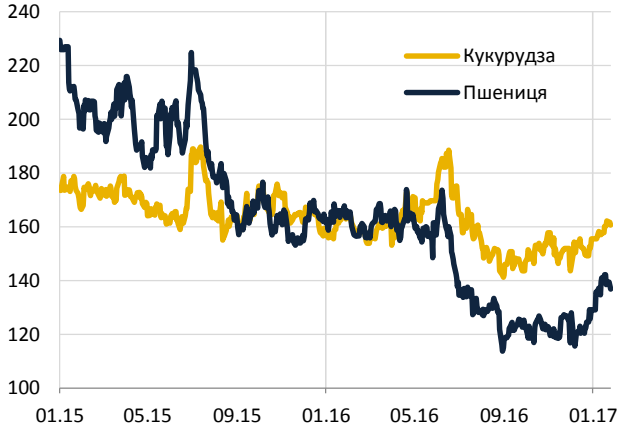
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Експортні ціни на г/к рулони, дол./т



Джерело: Метал Експерт.

Світові ціни на зернові*, дол./т, станом на 25.01.2017



**Кукурудза - Corn Yellow #2 Delivery USA Gulf*
Пшениця - Wheat K C Hard (HRW) National
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

[4] З огляду на великий обсяг грошової маси в Китаї і обмежені можливості для інвестицій усередині країни інвестори скуповували активи, прив'язані до долара, у тому числі і залізну руду.

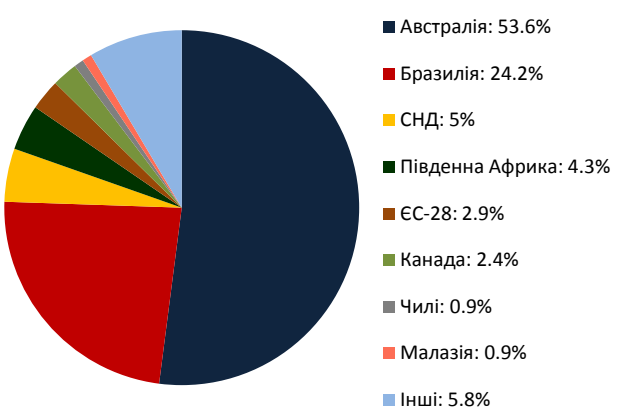
Виробництво залізної руди у світі та основні фактори, що визначають її ціну

Близько 98% видобутої у світі залізної руди використовується для виробництва чавуну, який є проміжним продуктом у процесі виробництва сталі. Тому попит на залізну руду визначається здебільшого попитом на сталь. **Вагомими факторами впливу на ціну залізної руди** є:

– **ціна на коксівне вугілля, як сировинного матеріалу**, що широко використовується для підготовки руди та виділення з неї шкідливих домішок (зокрема, сірки);
– **світовий попит на руду, особливо з боку Китаю**. У 2015 році світове споживання руди становило майже 1.9 млрд. тонн, при цьому на Китай припадало близько 40% від загальносвітового попиту[5] (з нього 65.1% – імпорт) внаслідок значних обсягів виробництва сталі;
– **високий рівень консолідації (монополізації) поставок руди**. На так звану "Велику трійку" – BHP Billiton (Австралія), Rio Tinto (Австралія) та Vale (Бразилія) припадає близько 70% світової торгівлі залізною рудою, внаслідок чого вони впливають на ціноутворення. Так у першому півріччі 2016 року "Велика трійка" колективно скоротила обсяги видобування руди на 70 млн. т, що на тлі збільшення попиту на сталь з боку Китаю прискорило зростання цін у другому півріччі 2016 року;
– **форс-мажорні обставини, пов'язані здебільшого з погодними умовами** (наприклад, періодичні закриття портів, у тому числі найбільшого Порту Хедланд в Австралії, через тропічні циклони або гірничодобувних компаній у Бразилії через проливні дощі тощо).

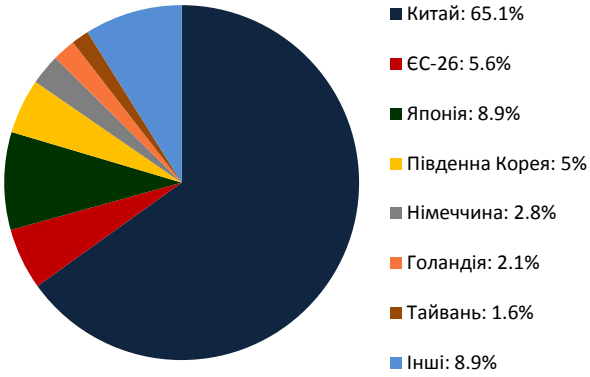
У 2016 році ціни на руду стрімко зросли під впливом дії додаткових факторів:

Найбільші експортери залізної руди у світі



Джерело: World Steel Association.

Найбільші імпортери залізної руди у світі



Джерело: World Steel Association.

– **прагнення Китаю знизити залежність від імпортних поставок** (які у 2015 році досягали 70% від внутрішнього попиту на руду) **на тлі скорочення обсягів виробництва сталі**. З метою зменшення залежності країни від імпорту Китай використовує такі стратегії:

- накопичення значних запасів залізної руди в портах і на підприємствах. Складські запаси залізної руди в китайських портах зросли до найвищого рівня за останні два роки (лише за дев'ять місяців 2016 року зростання запасів становило 15%);
- збільшення інвестицій, насамперед державних, у купівлю і розробку родовищ у багатих рудою регіонах, у тому числі за кордоном. За перше півріччя 2016 року китайські компанії і фонди придбали закордонні гірничодобувні активи (в основному Африка і Латинська Америка) на суму близько 4.5 млрд. дол.;
- скорочення надлишкових сталевих і вугільних потужностей на тлі скорочення внутрішнього попиту на сталь. Китай з початку 2016 року на кінець жовтня скоротив потужності з виробництва сталі на 45 млн. тонн і видобування вугілля - на 250 млн тонн. З метою раціоналізації на початку грудня 2016 року завершилося створення нового металургійного гіганта Baowu Steel Group за рахунок об'єднання декількох компаній. Це буде друга за обсягами виробництва сталі (60 млн. т) металургійна компанія в світі після ArcelorMittal. Крім того, China Banking Regulatory Commission (CBRC) заборонила банкам країни кредитувати вугільні та сталеві компанії, які порушують нормативи скорочення потужностей. У 2017 році очікується скорочення попиту на сталь з боку Китаю на 1.5%[6];

– **затримання введення нових проектів із видобутку залізної руди**:
- проекту BHP Billiton з відвантаження залізної руди в Західній Австралії через руйнівну дію тропічних циклонів;
- припинення компанією Vale SA виробництва концентрату залізної руди на двох підприємствах у Бразилії через екологічну катастрофу біля родовищ (прорив дамби та затоплення регіону);
- повний вихід компанії Rio Tinto з проекту на одному з найбагатших залізорудних копалин світу Simandou. Отримавши права на розроблення родовища ще в 1997 році, компанія так і не змогла приступити до робіт через тривалий конфлікт з місцевою владою.

[5] За оцінками PricewaterhouseCoopers "Mine 2016. Slower, lower, weaker... but not defeated".
[6] China Metallurgical Industry Planning and Research Institute, 28.12.2016.

На тлі стрімкого підвищення цін на залізну руду впродовж IV кварталу 2016 року (на близько 45%) деякі організації почали переглядати свої прогнози. Однак **зміни прогнозних оцінок є незначними, оскільки практично всі очікують корекції цін у 2017 році.**

Крім того, ціни на коксівне вугілля наприкінці 2016 року вже відновили зниження. Так у Китаї минулий дефіцит коксівного вугілля був практично ліквідований завдяки відновленню внутрішніх поставок. Національна комісія з розвитку і реформ Китаю (NDRC) у листопаді 2016 року скасувала деякі обмеження, уведені в березні 2016 року на місцевих вугільних шахтах[7] (повне зняття обмежень очікується до кінця I кварталу 2017 року). Одночасно попит на вугілля знизився й з боку Індії, яка оголосила про введення на п'ятирічний термін антидемпінгових мит на кокс із Австралії та Китаю, на які припадало близько 50% товарних поставок цієї сировини у країну[8]. Також відновлено роботу на двох шахтах по видобуванню вугілля в Австралії.

Середньорічні ціни, дол. /т*	Прогнози	
	2017	2018
Credit Suisse, 12.12	55.0	52.5
The Metallurgical Mines Association of China, 21.12	> 60.0	-
Consensus Economics, 12.12	59.1	56.2
IMF, 01.12	51.9	43.9
BoA Merrill Lynch, 12.12	60.0	55.0
Morgan Stanley, 15.12	57.5	57.5
Capital Economics, 13.12	58.1	49.8
Deutsche Bank, 12.12	54.5	-
Середнє за 2016 рік	**57.6**	
Національний банк України	55.4	51.2
Середнє прогнозне	**54.8**	**51.4**

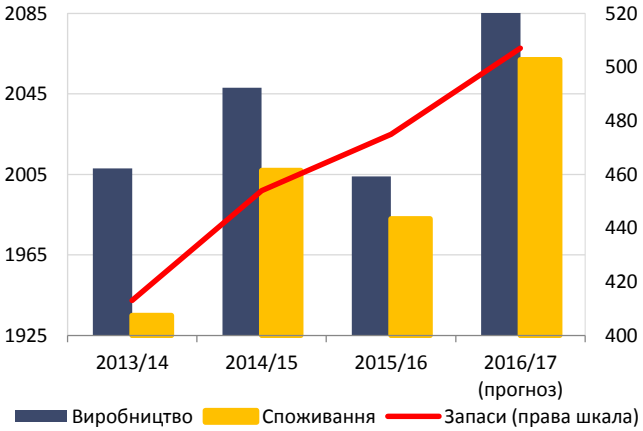
** Iron Ore Fines 62% Fe Cost and Freight Tianjin Port China*

Наразі ринок залізної руди майже збалансований[9]. Крім того, очікується збільшення обсягів постачання залізної руди зі США, Австралії та Бразилії внаслідок запуску додаткових добувних потужностей та нарощення запасів. Зокрема, компанія Vale 17 грудня 2016 року офіційно відкрила свій найбільший проект за всю історію видобування залізної руди (S11D), комерційне постачання з якого розпочалося в січні 2017 року. Очікується, що обсяг виробництва за чотири роки зросте до 90 млн. тонн у рік. Крім того, австралійський комбінат Roy Hill Holdings повідомив про збільшення виробничих потужностей. Тож коливання цін у 2017 році очікується в діапазоні 40 – 60 дол./т.

Ціни на зернові демонстрували ознаки стабілізації, хоча й на низькому рівні. Незважаючи на рекордні врожаї, причинами підтримки і навіть деякого слабкого зростання цін наприкінці IV кварталу були:

– на пшеницю: скорочення пропозиції пшениці високої якості на ринку ЄС через нижчий за очікування врожай, повені на Заході США (штати Іллінойс, Міссурі, Оклахома), що заподіяло істотної шкоди озимим посівам, нестабільність закупівель значних партій пшениці Єгиптом;
– на кукурудзу: тимчасові розриви у постачанні кукурудзи на ринок внаслідок вичерпання врожаїв із країн Латинської Америки та пізнішого збору врожаю в країнах Європи, невиконання планів із посівної в Аргентині (лише на 76% від запланованих площ) через тривалу посуху та сезонне зниження поставок із США у період відпусток, пов'язаних із Різдвом та Новим роком.

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



**для маркетингових років*
Джерело: International Grain Council (19.01.2017).

Світові ціни на нафту з початку IV кварталу 2016 року перебували під тиском очікувань учасниками ринку перспектив виконання домовленостей країн – членів ОПЕК щодо скорочення виробництва нафти, а також тимчасового зниження запасів нафти і нафтопродуктів у США. Коливання становили від 47 до 52 дол./бар. У бік зниження на ціни продовжували тиснути:

[7] Національна комісія з розвитку і реформ (NDRC) дозволила компаніям працювати 330 днів на рік, а не 276 встановлених раніше.
[8] Розмір мита складе 16.29 дол./т для австралійської продукції та 25.2 дол./т для китайської. За даними S&P Global Platts, вартість китайського коксу в Індії перевищує 350 дол/т. Китай є найбільшим експортером коксу в Індію, яка, в свою чергу, є найбільшим зарубіжним ринком збуту для китайських виробників цієї продукції.
[9] Експерти Morgan Stanley оцінюють надлишок пропозиції на рівні лише 100 млн. т. Гендиректор австралійської компанії Fortescue Metals Group, гендиректор австралійської гірничодобувної компанії Roy Hill Holdings, експерти Barclays та Citigroup оцінюють ринок як майже збалансований.

– відновлення видобутку на сланцевих родовищах США та Канади попри початок періоду ремонтно-технічного обслуговування НПЗ у США;
– продовження стрімкого нарощування видобутку нафти країнами ОПЕК, зокрема Лівією, Іраном, Іраком, Кувейтом, Нігерією у результаті чого обсяг видобутку нафти країнами ОПЕК сягнув чергового рекорду – 33.8 млн. бар./добу;
– збільшення видобутку нафти Росією до рекордних 11.2 млн. бар./добу та початок поставок нафти Казахстаном із Кашаганського родовища, одного з найбільших у світі (геологічні нафтові запаси оцінюються близько 6 млрд. т.).

Натомість 30 листопада країни – члени ОПЕК та інші світові виробники досягли угоди, що передбачає скорочення добового видобутку на 1.2 млн. бар. – до 32.5 млн. бар. для країн ОПЕК та 0.6 млн. бар. для інших світових виробників. Таке рішення миттєво призвело до зростання цін до близько 55 дол./бар., однак через відсутність впевненості щодо виконання цієї угоди ціни відкоригувалися. Упродовж грудня світові ціни на нафту коливалися у межах 52 – 55 дол./бар. на тлі наближення терміну введення угоди в дію.

Незважаючи на песимізм ринків, з початку січня 2017 року Кувейт повідомив про скорочення обсягів виробництва нафти на 130 тис. бар./добу., окремі російські компанії – на 50 тис. бар./добу, а Saudi Arma попередила своїх клієнтів в Азії про невелике скорочення поставок у лютому. Це підштовхнуло ціни до 58 дол./бар. Однак відсутність повідомлень від інших виробників, а також плани Ірану щодо збільшення експорту нафти за рахунок накопичених резервів та відновлення розпродажу стратегічних запасів США знизило ціни до 54 дол./бар.

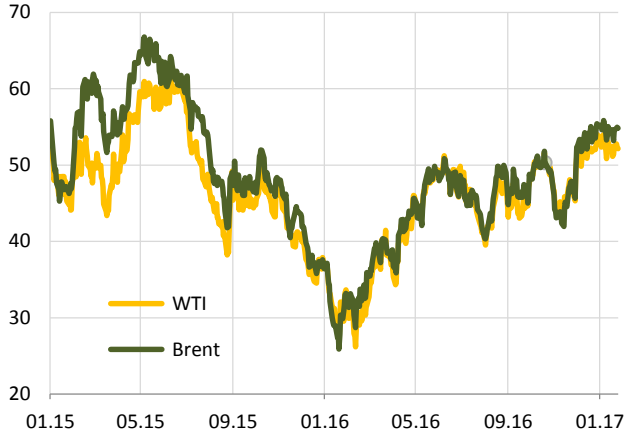
На світових фінансових ринках у першій половині IV кварталу 2016 року тенденція, розпочата у вересні, до погіршення динаміки індексів провідних країн, продовжилася, незважаючи на відносно сприятливі макроекономічні дані як США, так і Єврозони. Причинами були:

– посилення очікувань щодо підвищення ставки ФРС у грудні на тлі відсутності змін у монетарній політиці ЄЦБ за результатами жовтневого засідання (щодо відсутності розгляду питання QE);
– невизначеність щодо результатів президентських виборів у США;
– збільшення волатильності на фінансових ринках – індекс волатильності VIX зріс на 28% – до 17 п. у жовтні, що є найбільшим зростанням із серпня 2015 року;
– укріплення долара США;
– проблеми в банківській системі європейського регіону, зокрема італійських банків.

Натомість індекс MSCI EM уникнув падіння через поліпшення економічних перспектив країн, ринки яких розвиваються, на тлі очікувань щодо поступового зростання цін на сировинні товари.

Неочікувані результати виборів президента США на початку листопада призвели до одномоментного суттєвого зниження фондових індексів провідних країни світу (у середньому 3 – 5%), яке швидко було відкориговане. Учасники ринку зосередилися на потенційних кроках новообраного

Ціни на нафту сортів Brent та WTI, дол./бар., станом на 25.01.2017

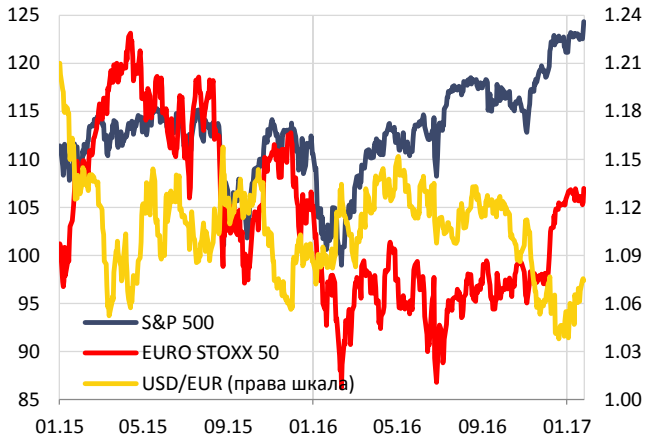


Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Запаси сирої нафти США, млн. барелів, станом на 20.01.2017

Джерело: U.S. Energy Information Administration.

Індекси світового фондового ринку, станом на 25.01.2017

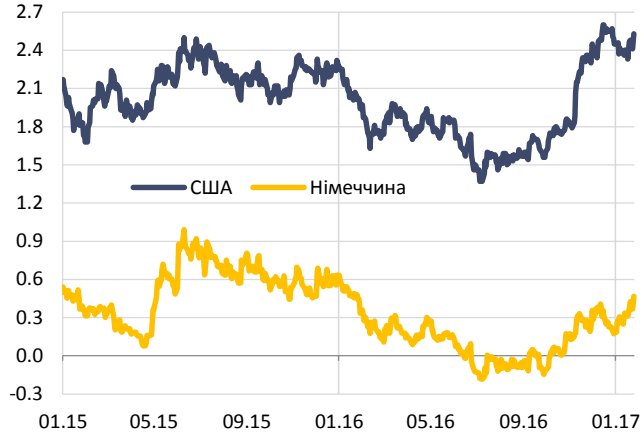


Джерело: Thomson Reuters Datastream.

президента Д. Трампа, які можуть привести до підвищення економічної активності США, прискорення інфляції та частішого підвищення процентної ставки ФРС. Це надало й підтримку долару США. Такими ймовірними кроками будуть:

– пом'якшення регуляторних бар'єрів для фінансових установ США (зокрема скасування значної частини нормативів, запроваджених після фінансової кризи, відомих під назвою закон Додда – Франка, а також відміна внесених змін у 2011 році до закону Гласса – Стіголла, який розділив діяльність комерційних та інвестиційних банків);
– відхід від політики жорсткої економії бюджетних витрат (збільшення обсягу фіскальних стимулів на 1 трлн. дол. до близько 5 трлн. дол.) на тлі зниження податків, створення нових робочих місць, підтримки національних компаній, відновлення інфраструктури тощо.

Прибутковість 10-річних державних облігацій США та Німеччини, станом на 25.01.2017

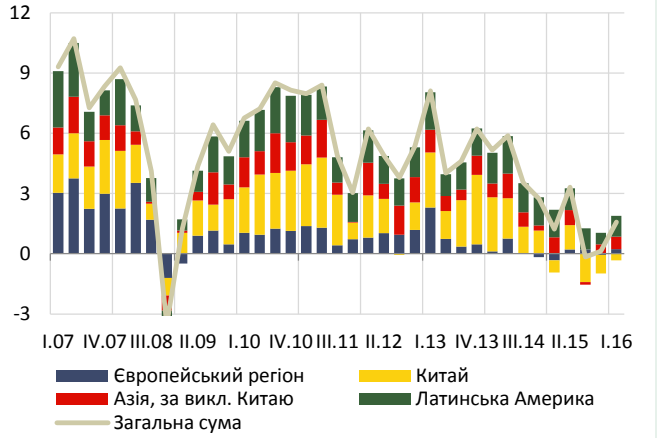


Джерело: Thomson Reuters Datastream

Зміщення акцентів у стимулюванні економіки: від монетарної підтримки до фіскальної

Останнім часом розвинені країни, зокрема Японія, Єврозона, Великобританія дедалі частіше схиляються до використання нетрадиційних монетарних методів підтримки економічного зростання та досягнення інфляційної цілі. Це проявляється у формі масштабних запозичень та інвестицій в інфраструктурні проекти або так званих "гелікоптерних грошей", тобто форми монетарного фінансування державних витрат, як, наприклад, купівля центральним банком державних облігацій за нульовою ставкою, списання боргів уряду перед центральним банком, пряме фінансування приватного сектору через купівлю корпоративних цінних паперів.

Чистий приплив капіталу до країн, ринки яких розвиваються (% ВВП) і внески окремих країн

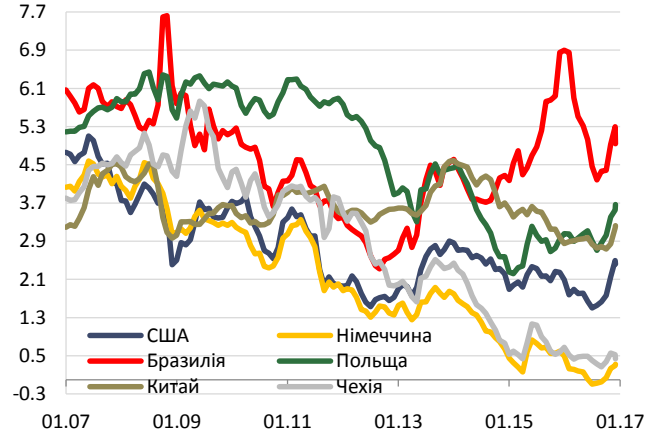


Джерело: МВФ.

Очікується, що США змістить акцент підтримки економічного зростання з монетарних на фіскальні стимули. На користь такого зміщення висуваються такі аргументи:

– відносно більш швидкий стимулюючий ефект для економіки завдяки прямому впливу на ВВП;
– вичерпання позитивних наслідків для економіки від реалізації політики кількісного пом'якшення;
– наявність структурних перепон на шляху до економічного зростання, які не можуть бути усунуті за допомогою монетарної політики (серед останніх – високі рівні боргу приватного сектору, низький рівень капітальних інвестицій тощо);
– негативні побічні ефекти кількісного пом'якшення такі, як стимулювання спекулятивної активності на фінансових ринках.

Прибутковість 10-річних державних облігацій окремих країн світу, в середньому за місяць, станом на 25.01.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

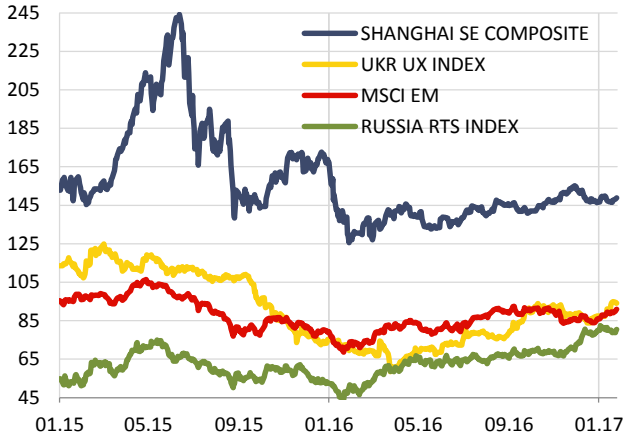
Наслідками зміщення акценту в бік фіскального стимулювання для США можуть бути прискорення інфляції, зростання тиску на процентні ставки у бік підвищення, суттєве подорожчання валюти. Це відповідно може призвести до зниження привабливості фінансових активів країн, ринки яких розвиваються, та збільшення девальваційного тиску на обмінні курси цієї групи країн. Наприклад, чистий приплив капіталу до країн, ринки яких розвиваються, почав уповільнюватися вже з 2013 року після заяв ФРС щодо намірів згортання програми кількісного пом'якшення, внаслідок чого частина коштів почала переорієнтовуватися в цінні папери США. Уже в 2015 році відбувся суттєвий відплив портфельних інвестицій з країн, ринки яких розвиваються, та зниження

обсягів кредитів в умовах слабкості кредитування західних банків. Причому негативні тенденції тривали до першої половини І кварталу 2016 року.

Чистий приплив портфельних інвестицій до цієї групи країн відновився з лютого 2016 року та був зумовлений передусім пошуком вищих рівнів доходності на тлі низьких та від'ємних відсоткових ставок у розвинених країнах. Причому інвестори віддавали перевагу інвестиціям в облігації порівняно з акціями, що було пов'язано значною мірою з очікуваннями низьких довгострокових ставок у США. Однак уже в IV кварталі 2016 року ситуація змінилася на протилежну та може посилитися в перспективі.

Очікуване зміщення акцентів на користь фіскального стимулювання США суттєво підтримало зростання фондових індексів розвинених країн у другій половині IV кварталу 2016 року. Додатковим фактором зростання виступила переорієнтація інвестицій з ринку облігацій, який зазнав обвального падіння, в акції. Масштаб втрат на ринку облігацій вказує на завершення 30-річного висхідного циклу на цьому ринку. Вартість облігацій у світовому масштабі в листопаді 2016 року знизилася на 1.7 трлн. дол., відповідно до індексу Barclays. Перегляд прогнозів інфляції та темпів зростання ВВП США у бік підвищення, посилення за цих умов очікувань щодо підвищення ставок ФРС, а також очікуване зростання національного боргу (за оцінкою Committee for a responsible federal budget – більш, ніж на 20% або 5.3 трлн. дол. на кінець 2026 року) привели до підвищення прибутковості казначейських облігацій США (у грудні – до 2.6%, найвищого рівня з вересня 2014 року). Спред відносно 10-річних ставок Єврозони був максимальним з 1989 року.

Індекси світового фондового ринку країн, ринки яких розвиваються, 01.01.2014=100, станом на 25.01.2017

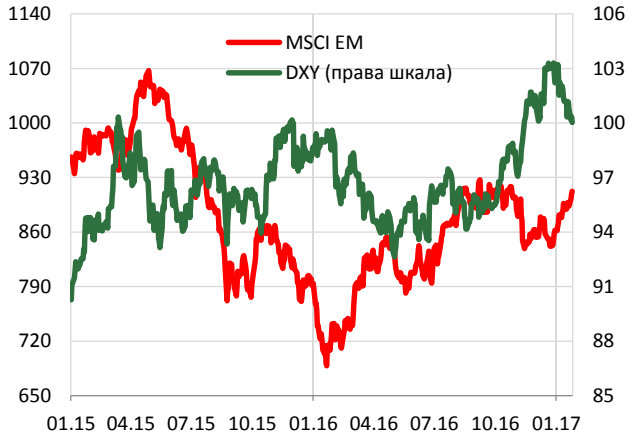


Джерело: Thomson Reuters Datastream

Водночас, як і очікувалося, ФРС у грудні підвищив базову процентну ставку. Це надало додаткової підтримки долару США та збільшило девальваційний тиск на євро. Додатковими факторами тиску на євро виступили: посилення політичних ризиків у Єврозоні на тлі виборчої кампанії у Франції, зміни уряду в Італії, невизначеності процесу Brexit, а також продовження терміну дії програми кількісного пом'якшення ЄЦБ (незважаючи на подальше скорочення її обсягів). У результаті курс євро знизився до USD/EUR 1.038.

Як наслідок, ситуація для фінансових активів країн, ринки яких розвиваються, в листопаді-грудні 2016 року суттєво погіршилася з огляду на перспективу жорсткішої монетарної політики ФРС, зростання прибутковості 10-річних облігацій уряду США та укріплення курсу долара США. Очікуване прискорення посилення монетарної політики ФРС разом із протекціоністськими тенденціями в США та в глобальному масштабі, створило передумови для масштабного відпливу капіталу з цієї групи країн. Відплив портфельних інвестицій з країн, ринки яких розвиваються, за період з 4 жовтня до 16 грудня 2016 року, за даними IIF, становив 23 млрд. дол., із них 18 млрд. дол. США припадають на період після виборів у США.

Індекс долара США та фондового ринку ЕМ, станом на 25.01.2017



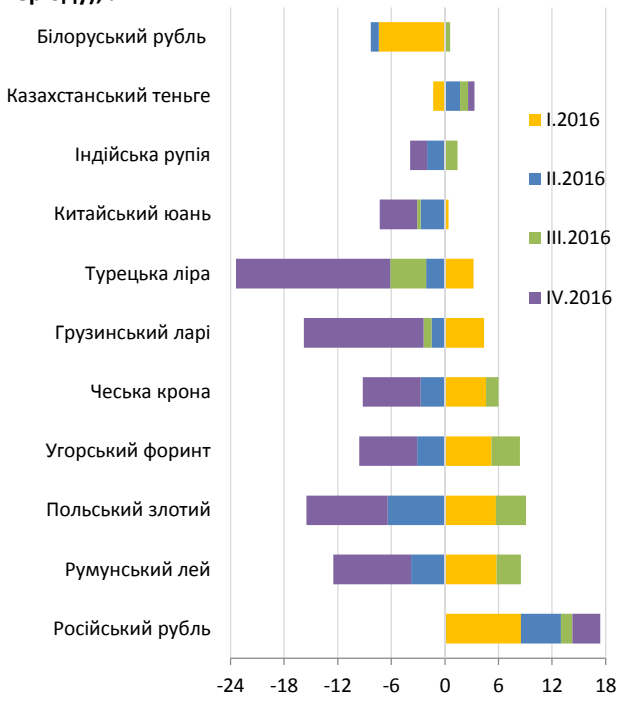
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Однак наприкінці року відплив капіталу призупинився і навіть збільшилася привабливість активів цієї групи країн. Зацікавленість інвесторів зумовлена різницею у рівнях процентних ставок на користь цих країн, а також на позитивних довгострокових перспективах країн ЕМ, вищих темпах економічного зростання порівняно з розвиненими країнами та покращенні макроекономічних показників у цілому.

За результатами IV кварталу 2016 року валюти країн, ринки яких розвиваються, переважно знецінилися, за винятком валют

країн сировинної орієнтації (російський рубль, казахстанський теньге, бразильський реал) в умовах укріплення долара США на світових валютних ринках та посилення очікувань щодо підвищення ставок ФРС. У грудні, однак знецінення валют країн, ринки яких розвиваються, уповільнилося, а частина валют укріпилася. Так, незважаючи на тиск на валюти країн ЦСЄ з боку суттєвого падіння євро, угорський форинт укріпився після перегляду даних щодо темпів зростання ВВП у бік підвищення, польський злотий – під впливом сигналів Народного банку Польщі щодо збереження жорсткої орієнтації монетарної політики.

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК

У 2016 році відбулося стрімке зниження споживчої інфляції – до 12.4%, тоді як у 2015 році споживчі ціни зросли на 43.3%. Водночас порівняно з попереднім кварталом споживча інфляція прискорилася (з 7.9% р/р у вересні 2016 року).

Динаміка споживчих цін у 2016 році була близькою до прогнозів Національного банку, що публікувалися в Інфляційних звітах протягом року та передбачали зростання споживчих цін на 12% за підсумками року. Таким чином, досягнуто ціль з інфляції на 2016 рік у межах 12% ± 3 в. п., визначену Стратегією монетарної політики на 2016 – 2020 роки.

Швидке сповільнення інфляції у 2016 році відбулося насамперед завдяки послабленню інфляційного тиску, зумовленого фундаментальними факторами. Про це свідчило стрімке уповільнення базової інфляції. Також значний вплив мали сприятливі фактори з боку пропозиції сирих продуктів харчування. Водночас основними чинниками зростання цін стало підвищення тарифів, що регулюються адміністративно, та збільшення світових цін на нафту. Дія цих чинників посилилась у IV кварталі, що і вплинуло на прискорення зростання загального ІСЦ.

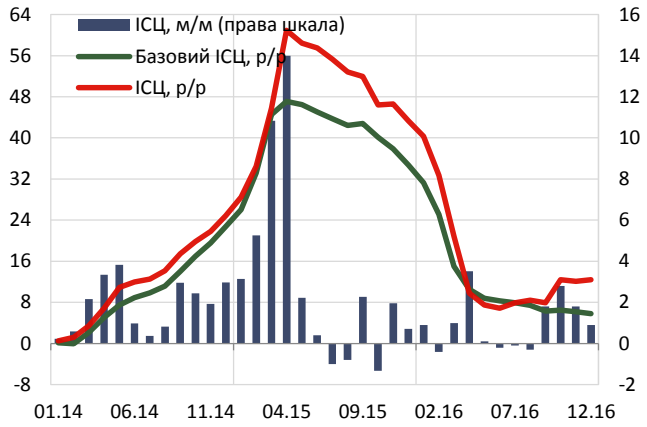
Базова інфляція

Базова інфляція як за результатами 2016 року, так і порівняно з попереднім кварталом сповільнилася до 5.8% р/р (з 34.7% у 2015 році, 6.3% р/р у вересні) та практично відповідала останньому прогнозу Національного банку (5.6% р/р). Зниженню базової інфляції і загалом інфляційного тиску сприяли помірковані фіскальна та монетарна політика, послаблення інтенсивності військового конфлікту на сході, вторинні ефекти від дії факторів з боку пропозиції сирих продуктів харчування.

Так посилення ролі облікової ставки, її виважене зниження протягом року та зусилля уряду з утримання фіскального дефіциту в цільових межах привели до суттєвого поліпшення інфляційних і курсових очікувань та стримували інфляцію з боку попиту. Також важливим чинником зниження інфляції була помірна волатильність обмінного курсу гривні, яка спостерігалася протягом більшої частини року завдяки сприятливій ситуації на зовнішніх ринках, надходженням від експорту високого врожаю зернових та олії, а також завдяки заходам Національного банку зі згладжування надмірних коливань курсу на міжбанківському валютному ринку. Водночас у IV кварталі уповільнення базової інфляції стримувалося незначним погіршенням інфляційних очікувань підприємств та домогосподарств.

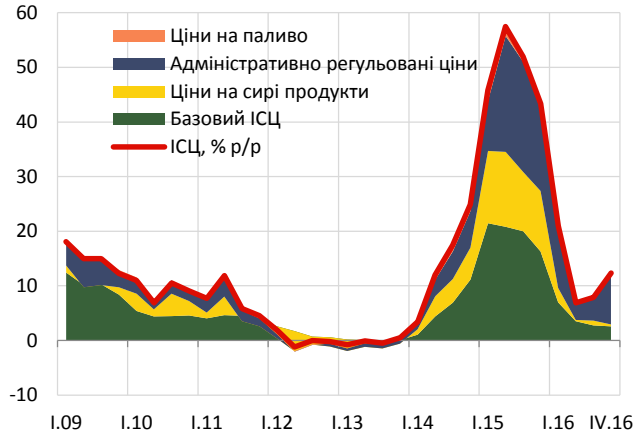
У 2016 році ціни на товари, що переважно імпортуються, такі як побутова техніка, одяг та взуття, уповільнили зростання до 5.7% р/р та 5.5% р/р (порівняно з відповідно 36.4% р/р та 35% р/р у 2015 році). Ціни на окремі товари, наприклад, аудіо- та відеотехніку, а також обладнання для обробки інформації навіть знизилися в річному вимірі (відповідно на 1.8% р/р та 0.4% р/р). Також суттєво сповільнилося зростання цін на продукти харчування з високим ступенем оброблення – до

Індекси споживчих цін, %



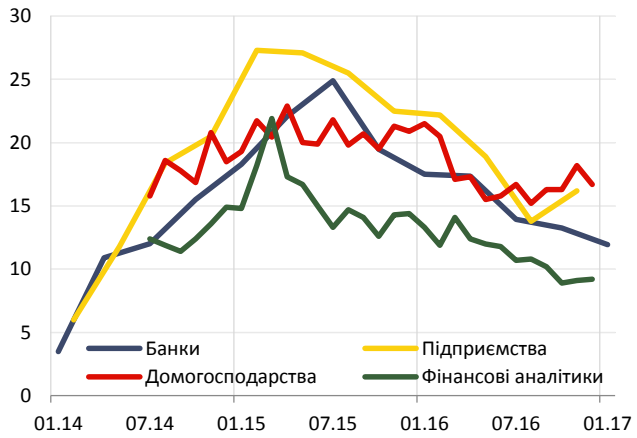
Джерело: ДССУ.

Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

5.7% р/р (з 42.3% р/р у 2015 році), що пов'язано із вторинними ефектами від зниження інфляції сирих продуктів харчування. Водночас порівняно з III кварталом зростання цін на продукти харчування з високим ступенем оброблення дещо прискорилось (з 5.0% р/р у вересні). Це відбулося насамперед через подорожчання окремих видів сировини (молоко). Темпи зростання вартості послуг базового ІСЦ у грудні становили 8.7% р/р, залишившись незмінними порівняно з вереснем, однак знизившись з 17.6% р/р у грудні 2015 року.

Небазова інфляція

Небазова інфляція протягом IV кварталу 2016 року прискорилася до 17.5% р/р (9.0% р/р у вересні), хоча й залишилась значно нижчою ніж у 2015 році (49.7% р/р).

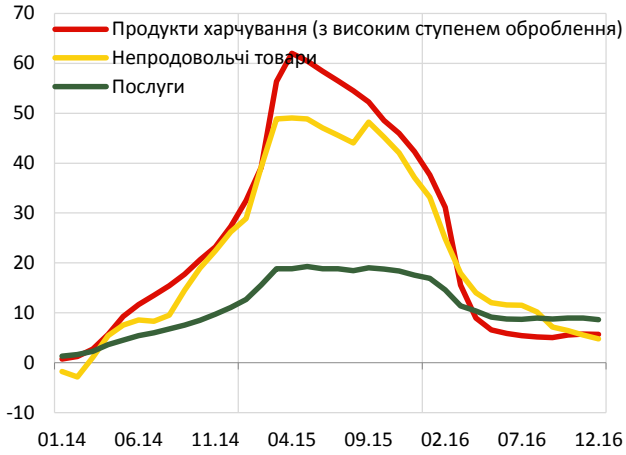
Основний внесок у прискорення небазової інфляції наприкінці року мало підвищення її адміністративної складової, хоча зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, у 2016 році було значно нижчим, ніж у 2015 році (34.6% р/р та 64.4% р/р відповідно). Протягом минулого року тривало підвищення тарифів на всі види послуг ЖКГ: електроенергію – на 60.0%; холодну воду – на 42.0%; каналізацію – на 28.3%; газ природний – на 42.0%; гарячу воду – на 82.9%; а в IV кварталі також відобразилося зростання тарифів на опалення (на 89.3%), що відбулося в липні. У IV кварталі пришвидшилося зростання цін на тютюнові вироби та алкогольні напої (до 22.9% р/р та 21.6% р/р у грудні відповідно), через цінову політику виробників тютюнових виробів та зростання собівартості. Крім того у грудні урядом було підвищено мінімальні ціни на алкогольні напої (у середньому на 27%).

Також тривало прискорення зростання цін на хліб (до 7.4% р/р у грудні) насамперед унаслідок зростання виробничих витрат. Однак темпи зростання були суттєво нижчими, ніж у 2015 році (45.7% р/р).

Зростання цін на сирі продовольчі товари сповільнилося до 1.2% р/р у грудні 2016 року (із 40.7% р/р у 2015 році та 3.5% р/р у вересні). Стрімке зниження інфляції сирих продуктів харчування відбулося під впливом низки факторів пропозиції, дія яких була потужнішою і тривалішою, ніж передбачалося. Зокрема йдеться про високі врожаї: в Україні – зернових, овочів та окремих фруктів (наприклад, яблук), а в інших країнах – цитрусових. У IV кварталі поглибилося падіння цін на овочі борщового набору – до 43.1% р/р, у той час як минулого року вони зросли у 2.8 раза. Крім того, торговельна політика Росії як щодо України (продовольче ембарго з початку 2016 року), так і щодо інших країн зумовила розширення пропозиції продовольчих товарів. Так торговельні санкції Росії на поставки окремих видів сільськогосподарської продукції турецького виробництва привели до збільшення пропозиції овочів та фруктів на українському ринку та, відповідно, зниження цін. Зокрема у 2016 році ціни на мандарини та апельсини знизились на 13.6% р/р (а у 2015 році зросли на 43.2% р/р), а також на помідори та огірки – на 45.8% р/р та 35.1% р/р (порівняно зі зниженням на 24.6% р/р та 28.5% р/р у 2015 році).

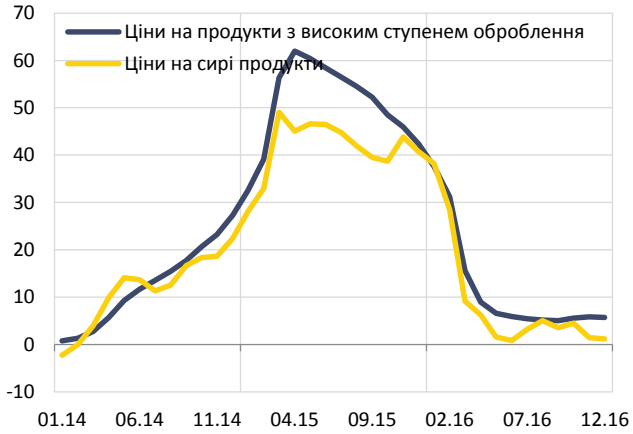
Зростання цін на м'ясо трохи прискорилося у IV кварталі (до 5.0% р/р) унаслідок активізації попиту. Стримуючим фактором були обмеження на експорт свинини та курятини на тлі несприятливої епізоотичної ситуації. Також у другому півріччі

Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна



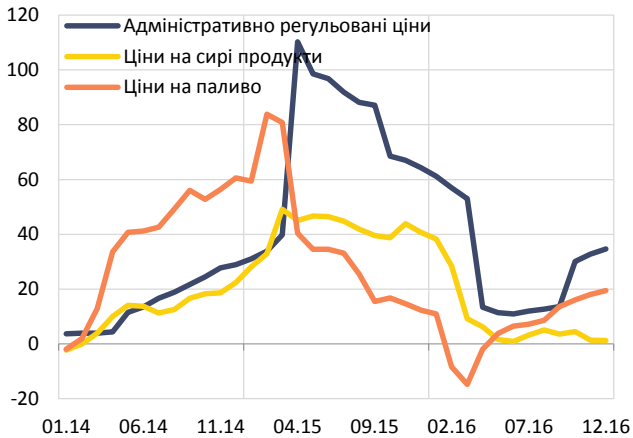
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

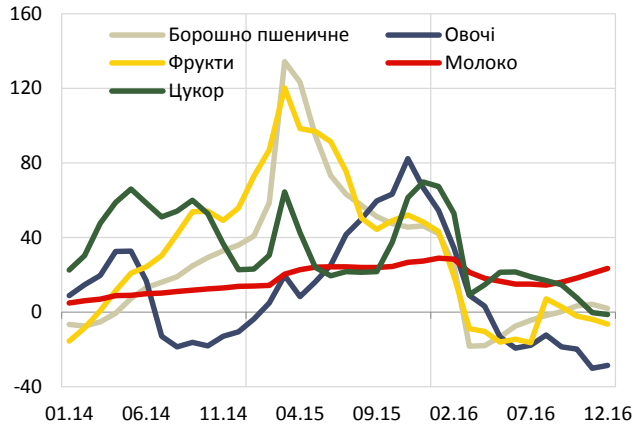
прискорилося зростання цін на молоко та молочні продукти, на тлі посилення попиту з боку переробників через підвищення обсягів експорту молочних продуктів.

Ціни на паливо у 2016 році зросли на 19.5% р/р (12.3% р/р у 2015 році). Зростання цін пришвидшилось у IV кварталі та відображало підвищення цін на нафту на світових ринках та помірну девальвацію гривні. Однак у IV кварталі уповільнилося зростання цін на скраплений газ до 24.0% р/р у грудні, що пов'язано з подоланням його дефіциту, який у попередні квартали сформувався внаслідок скорочення імпорту з Росії та Білорусі.

Компоненти адміністративно регульованих цін і тарифів, % річна зміна

Джерело: ДССУ.

Ціни на сирі продукти, % річна зміна



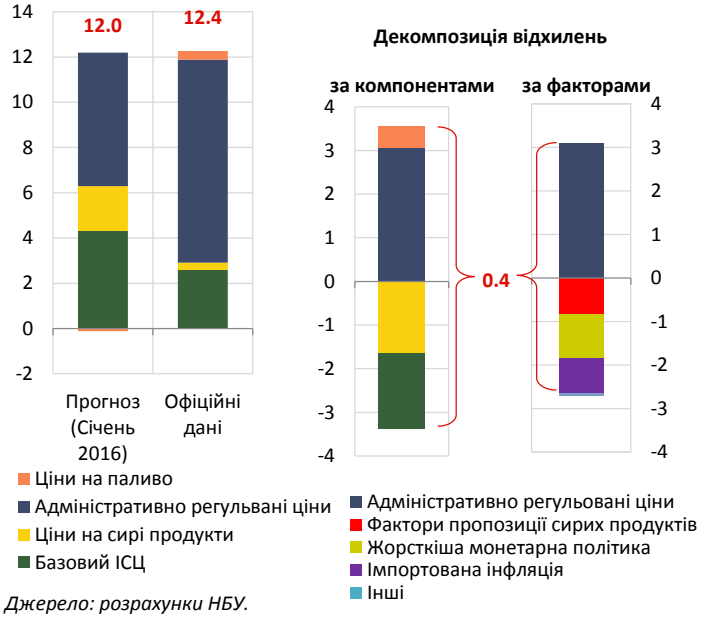
Джерело: ДССУ.

Оцінка прогнозу інфляції

За підсумками 2016 року фактичний рівень інфляції становив 12.4%, що дуже близько до прогнозу 12%, який було оприлюднено на початку року. Проте динаміка компонент інфляції дещо відрізнялася від прогнозованих.

З одного боку, адміністративно-регульовані ціни зросли швидше, ніж прогнозувалося на початку 2016 року. Це насамперед пояснюється більш швидким приведення тарифів на послуги ЖКГ до економічно обґрунтованого рівня. Зокрема, наприкінці квітня 2016 року Уряд ухвалив рішення про встановлення єдиної ціни на газ для населення та промисловості, скасувавши так звану соціальну норму, що діяла в опалювальний сезон. Для населення це рішення було частково компенсоване збільшенням витрат бюджету на надання субсидій на оплату послуг ЖКГ. Однак воно повністю відобразилося в зміні ІСЦ, оскільки за методологією складання індексу в розрахунках не враховуються знижки, надані у вигляді державної допомоги[10]. Також фактичне зростання світових цін на

Похибка прогнозу річної зміни ІСЦ за основними компонентами та факторами, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

[10] Додатково див. «Методологічні положення щодо організації статистичного спостереження за змінами цін (тарифів) на споживчі товари (послуги) і розрахунків індексів споживчих цін», затверджені Наказом ДССУ №158 від 29.08.2016.

нафту перевищило очікування. Тому внесок цін на паливо змінився з від'ємного на додатний, хоча й залишився незначним.

З іншого боку, базова інфляція та зростання цін на сирі продовольчі товари виявилися нижчими, ніж прогнозовані. Нижча базова інфляція була зумовлена дещо стриманішою монетарною політикою, ніж передбачалося на початку 2016 року. Це було пов'язано з вищими інфляційними ризиками на тлі періодичного загострення політичного напруження, відтермінування зовнішнього фінансування, а також високої волатильності світових цін на сировинні товари. На додачу, імпортована інфляція була нижча за прогнозовану за рахунок сильнішого номінального обмінного курсу та нижчої інфляції у країнах-торговельних партнерах, що мало вплив на всі компоненти інфляції. Нижчі темпи зростання цін на сирі продукти харчування пояснюються низкою шоків з боку пропозиції, які були й більш вираженими, й більш тривалими, ніж передбачалося.

Індекс цін виробників

За результатами 2016 року прискорилося зростання індексу цін виробників до 35.7% р/р (з 25.4% р/р у 2015 році). Протягом року ціни виробників перебували переважно під впливом цінових тенденцій на світових товарних та сировинних ринках. Зокрема, зростання світових цін на сировину для металургійного виробництва – залізну руду та коксівне вугілля – протягом останнього кварталу 2016 року призвело до суттєвого підвищення річних темпів зростання цін у добуванні металевих руд та вугілля. Підвищення світових цін на нафту зумовило прискорення зростання цін у добуванні сирої нафти і природного газу.

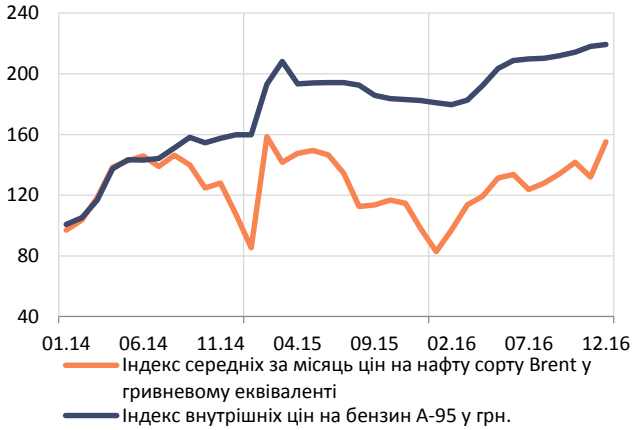
Як наслідок за результатами 2016 року зростання цін у добувній промисловості суттєво прискорилося (до 85.1% р/р порівняно з 17.6% р/р у 2015 році), а особливо стрімко вони зросли у IV кварталі (з 44.6% р/р у вересні). Разом із підвищенням попиту на готову продукцію це призвело до зростання цін у наступних ланках виробничого процесу, зокрема в металургії, виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення.

Динаміка цін в інших галузях переробної промисловості була більш помірною. Так, у 2016 році ціни в хімічній промисловості навіть знизилися (на 1.4% р/р), у тому числі під тиском цінової конкуренції, викликаної імпортом добрив. Однак у грудні вперше за останні півроку ціни в цій галузі повернулися до зростання внаслідок пожвавлення на ринку добрив.

Зростання цін у харчовій промисловості в IV кварталі прискорилося до 16.2% р/р у грудні. Це відбулося зокрема внаслідок прискорення зростання цін на молочні продукти (до 24.5% р/р у грудні) на тлі збільшення собівартості виробництва, скорочення поголів'я худоби і тиску з боку зовнішніх ринків. Темпи зростання цін у виробництві хліба, а також м'яса та м'ясних продуктів практично не змінилося, після суттєвого уповільнення впродовж перших трьох кварталів року. Зростання цін у виробництві цукру істотно сповільнилося як за результатами року (2.8% р/р порівняно з 69.7% р/р у 2015 році), так і порівняно з попереднім кварталом (15.8% р/р у вересні) завдяки високому врожаю.

Зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря пришвидшилося до 51.5% р/р (33.2% р/р у 2015 році та 19.8% р/р у вересні) на тлі подорожчання сировини, зокрема кам'яного вугілля та природного газу.

Індекси цін на бензин та нафту (12.2013 = 100)



Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

Індекс цін виробників, %

Джерело: ДССУ.

Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна

Джерело: ДССУ.

Альтернативні підходи щодо розрахунку базової інфляції

Для центральних банків, які здійснюють монетарну політику в рамках режиму інфляційного таргетування, важливим питанням є оцінка основного інфляційного тренду. Використання для цього показника загального ІСЦ має певні недоліки. По-перше, ціни на окремі товари та послуги, що входять до загального ІСЦ, час від часу дуже волатильні та залежать від тимчасових факторів. По-друге, на зміну цін окремих товарів і послуг дуже сильно впливають чинники, незалежні від центрального банку, і які не можуть бути компенсовані заходами монетарної політики. До таких цін зокрема, відносяться: ціни на паливо, які суттєво залежать від світових цін на нафту, що швидко змінюються під впливом факторів пропозиції; ціни на сирі продукти харчування, на які впливають обсяги врожаю; а також адміністративно регульовані ціни. Тому під час аналізу інфляційних трендів та прийняття рішень із монетарної політики центральні банки також орієнтуються на інші виміри інфляції, зокрема, базову інфляцію, яка більшою мірою відображає фундаментальні цінові коливання.

Хоча показники базової інфляції менш волатильні та більш залежні від монетарної політики, в усіх країнах, у яких нині діє режим інфляційного таргетування, центральні банки встановлюють цілі саме щодо загальної споживчої інфляції та звітують суспільству про їх виконання[11]. Це пояснюється насамперед тим, що широкому загалу більше відомий саме показник загальної інфляції, а концепція базової інфляції потребує ґрунтовніших комунікацій та роз'яснень. Крім того, доволі значну частку в ІСЦ займають продукти харчування, виключення яких із цільового показника зменшить довіру населення до заяв та дій центробанку. Використання інших показників, які оприлюднюються зі значним запізненням (наприклад, дефлятор ВВП) знижує ефективність монетарної політики.

Традиційно базовий ІСЦ розраховується шляхом виключення з основного ІСЦ компонент, ціни на які меншою мірою залежать від монетарної політики. Однак такий підхід не гарантує нівелювання впливу тимчасових шоків. Крім того, серед виключених компонент можуть бути ті, зміна цін на які зумовлена впливом фундаментальних чинників. З огляду на це, значного розповсюдження серед центральних банків набуло застосування альтернативних підходів щодо розрахунку базового ІСЦ в ролі додаткових інструментів оцінки основного інфляційного тренду. Їх застосування сприяє посиленню інформативності процесу формування та реалізації монетарної політики.

Використання альтернативних розрахунків базової інфляції окремими центральними банками в останні роки

Центральні банки	Метод виключення (Exclusion-based)	Усічене середнє (Trimmed mean)	ІСЦ зважений на волатильність (CPI volatility-weighted)	Зважена медіана (Weighted median)	Факторна модель – метод головних компонентів (Factor model – Principal component)
США	●	√	√		√
ЄЦБ	●				
Англії	√			√	
Японії	●	√			
Швейцарії	√	√			
Австралії	√	●	√	√	
Нової Зеландії		√	√		●
Швеції	●	√		√	
Норвегії	●	√	√		
Канади	●	√	√	√	√
Польщі	√	√			

●– основний метод, √ – додаткові методи.

Джерело: Khan, M., Morel, L., Sabourin, P., 2015. A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada. Bank of Canada Discussion Paper No. 2015-12; сторінки центральних банків у мережі Інтернет.

В Україні базовий ІСЦ (БІСЦ) розраховується ДССУ методом виключення з ІСЦ сирих продуктів, палива та адміністративно регульованих товарів і послуг та оприлюднюється з 2008 року. У доповнення до БІСЦ Національним банком були застосовані альтернативні підходи до розрахунку базової інфляції. Для вибору кращих з них була здійснена оцінка таких статистичних властивостей отриманих показників, як зміщення (bias), волатильність та персистентність (здатність охоплювати стійкі зміни цін).

[11] G.Hammond CCBS Handbook – State of the art of inflation targeting; updated 2012. – http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf

Згідно зі статистичними властивостями та економічним сенсом для визначення основного інфляційного тренду в Україні найкраще підходять такі показники базової інфляції:

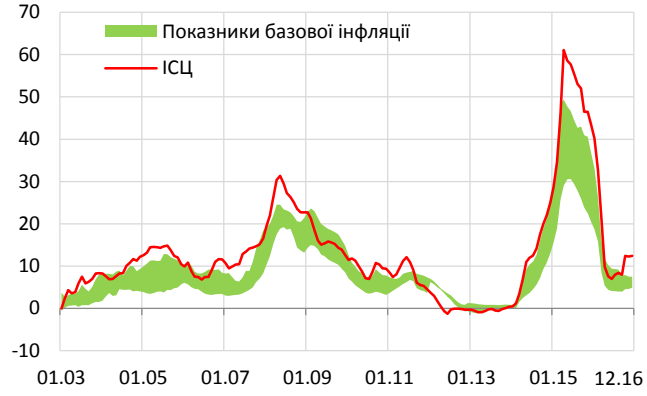
Усічене середнє (Trimmed mean, Trim)
Суть цього підходу полягає в тому, що кожного місяця з розрахунку ІСЦ відсікаються найбільші (екстремальні) зміни (зростання та падіння) цін. Таким чином, у розрахунках НБУ не враховуються короткострокові тимчасові цінові шоки шляхом відсікання 15% компонент кошика з кожної сторони.

Зважена медіана (Weighted median, WMedian)
Зважена медіана демонструє щомісячну зміну ціни тієї компоненти ІСЦ , яка відповідає 50-му перцентилю за ваговою структурою ІСЦ. Для знаходження цього значення щомісячно всі компоненти ІСЦ ранжують за ціновою зміною (тобто від найменшого значення – до найбільшого), якій дорівнює відповідна вага компоненти в ІСЦ (сума ваг компонент ІСЦ дорівнює 100). Потім ваги додаються кумулятивно й обирається зміна ціни тієї компоненти, вага якої дорівнює 50 (центральне значення вагової структури). Таким чином, зважена медіана по суті є екстремальним випадком усіченого середнього, коли відсікають усі компоненти з набору товарів та послуг ІСЦ, крім "середньої точки" (за вагами). Застосування цього підходу особливо актуальне при посиленні асиметрії розподілу цін, оскільки за таких умов зважена медіана має краще вимірювати центральну тенденцію, ніж інші підходи.

ІСЦ, зважений на волатильність (CPI volatility-weighted, CPIW)
При застосуванні цього підходу кількість компонентів ІСЦ не змінюється. Однак зменшується внесок найбільш волатильних компонентів шляхом перезважування ваг компонентів на величину, обернено пропорційну до їх історичної волатильності. Таким чином, чим вища волатильність цін за компонентою ІСЦ, тим нижчу вагу в ІСЦ вона матиме, і навпаки.

Метод головних компонент (Principal component, PC)
Згідно із цим підходом показник, який визначає основний інфляційний тренд в Україні, розраховується на основі факторно-модельного методу. Цей метод дає можливість виокремити спільні зміни цін окремих компонент ІСЦ, відкидаючи вплив на цінову динаміку специфічних короткострокових шоків, у тому числі властивих виключно окремим галузям та секторам. Спільні зміни цін указують на коливання сукупного попиту в економіці.

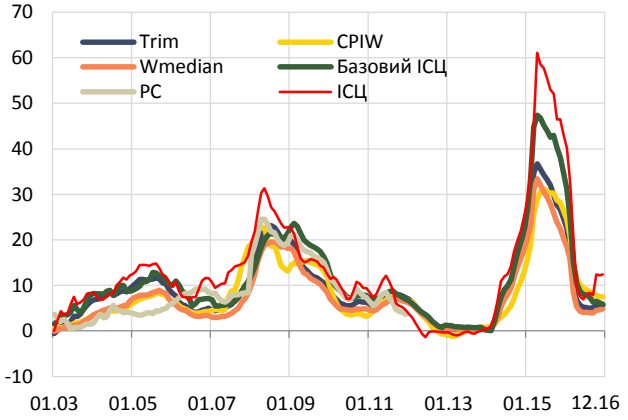
Основний інфляційний тренд, % річна зміна



** Зелене поле – діапазон показників базової інфляції*

Джерело: розрахунки НБУ.

Показники інфляції, % річна зміна



Джерело: розрахунки НБУ.

На історичному періоді динаміка основного ІСЦ в Україні відображала дещо вищий інфляційний тиск, ніж це передбачалося фундаментальними чинниками. Але в різні періоди таке перевищення пояснювалося різними причинами. Зокрема, у 2004 – 2005 роках швидше зростали ціни на сирі продукти і паливо. У 2006 – 2007 роках та в 2010 році прискореними темпами зростала адміністративна компонента. У 2008 році ІСЦ перевищував базові показники за рахунок стрімкого подорожчання сирих продуктів харчування, а в 2011 році – за рахунок цін на паливо. В останні два роки швидко зростали ціни і тарифи, що регулюються адміністративно, а також ціни на паливо.

У свою чергу, базова інфляція перевищувала основний ІСЦ у 2009 році та в 2012 – 2013 роках. Протягом цього періоду знижувалися ціни на продукти харчування, зокрема сирі, на тлі збільшення їх пропозиції завдяки високому врожаю зернових, фруктів і овочів. Дезінфляційні тенденції в цей період підсилювали низхідні цінові тренди на зовнішніх ринках.

У 2016 році тривало зменшення діапазону коливань базової інфляції і в останні місяці він характеризувався стабілізацією на рівні близько 8%. У наступні два роки очікується стабілізація показника базової інфляції на рівні 5–6%. Попри прогнозоване подальше зниження показника основного ІСЦ, він залишатиметься доволі волатильним зокрема через очікуване подальше підвищення цін і тарифів, що регулюються адміністративно. Тому НБУ започатковує використання в аналізі інфляції, крім показників загального та базового ІСЦ, і аналіз альтернативних показників базової інфляції.

2.2.2. ПОПИТ ТА ВИПУСК

У III кварталі 2016 року зростання реального ВВП прискорилося до 2.0% р/р, дещо перевищивши очікування Національного банку.

Ключову роль у розвитку економіки в 2016 році прогнозовано відігравав інвестиційний попит. Підвищенню інвестиційної активності сприяло поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств, значні капітальні видатки бюджету, а також відкладений інвестиційний попит, накопичений за 2014 – 2015 роки. Високу інвестиційну активність демонстрували насамперед галузі будівництва та сільського господарства, чому сприяло зростання їх ВДВ. Також відбулося значне накопичення запасів, на що вплинуло закачування газу в підземні сховища та високий урожай поточного року. У результаті в III кварталі валове нагромадження зросло майже на 33% р/р, зумовивши 7.6 в. п. внеску в річну зміну ВВП.

Значний інвестиційний попит і накопичення запасів стимулювали зростання обсягів імпорту, яке виявилося стрімкішим, ніж прогнозувалося. Натомість падіння обсягів експорту збереглося. Тому від'ємний внесок чистого експорту збільшився до 9.4 в. п.

Також приріст приватного споживання прискорився до 5.0% р/р.

За оцінками Національного банку, в IV кварталі зростання ВВП у річному вимірі прискорилося. Рушієм економіки стало сільське господарство, в якому спостерігалося істотне зростання обсягів збору пізніх сільськогосподарських культур. Крім того, в середині кварталу поліпшилася як внутрішня, так і зовнішня кон'юнктура для роботи підприємств гірничо-металургійного комплексу.

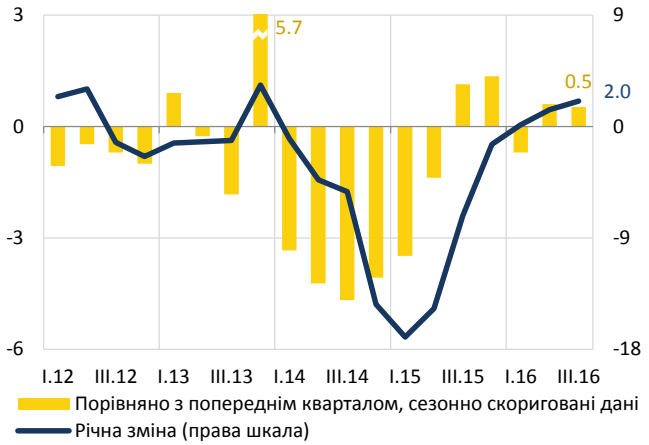
У III кварталі реальний ВВП зріс порівняно з попереднім кварталом на 0.5% с/с. Зростання ВВП у квартальному вимірі тривало із середини 2015 року, перериваючись лише на початку 2016 року під впливом дії тимчасових чинників.

Тим не менше економічне відновлення у 2016 році випереджало прогнози. Зокрема в III кварталі зростання реального ВВП у річному вимірі прискорилося до 2.0%, перевищивши оцінку Національного банку (1.6%). Тенденції економічного розвитку здебільшого відповідали очікуванням, однак виявилися більш вираженими.

Внутрішній попит

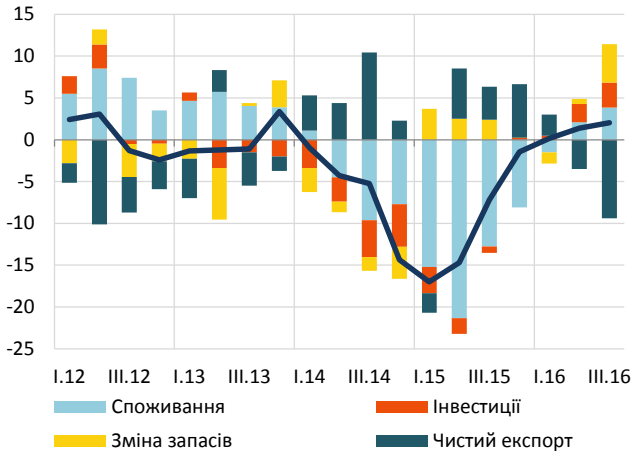
Внутрішній попит, насамперед інвестиційний, прогнозовано став рушієм відновлення економіки. При цьому темпи зростання валового нагромадження основного капіталу в III кварталі перевищили очікування та становили майже 25% р/р. Загальними чинниками, що сприяли інвестиційній активності, було поліпшення фінансових результатів та ділових очікувань підприємств, значні капітальні видатки бюджету, а також накопичений за 2014 – 2015 роки відкладений інвестиційний попит.

Реальний ВВП, %



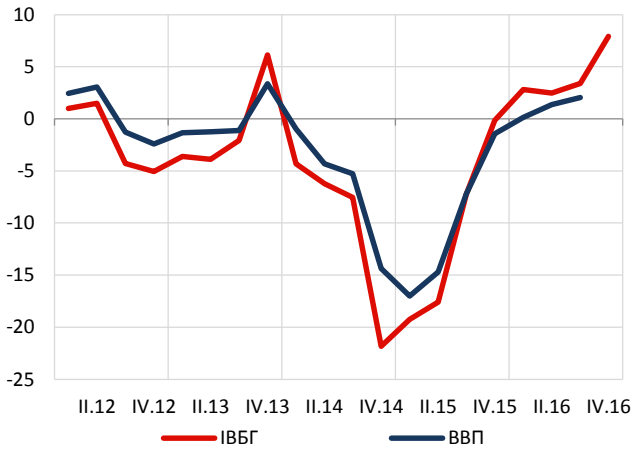
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс виробництва базових галузей та реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Основними джерелами фінансування інвестиційного попиту залишалися власні кошти підприємств і бюджетні видатки, тоді як кредитна активність банків та приплив іноземних інвестицій у реальний сектор залишалися низькими. Задовольнялися інвестиційні потреби здебільшого імпортом з огляду на значний приріст обсягів постачання в країну засобів виробництва. Тим не менше, за оцінками Національного банку, в III кварталі відбулося також істотне зростання інвестицій в основні фонди за рахунок продукції вітчизняного виробництва.

У розрізі придбаного підприємствами основного капіталу найбільший приріст спостерігався за машинами та обладнанням – на 40% р/р. Об'єкти таких інвестицій мали переважно імпортоване походження, тому поштовху широкому переліку галузей вітчизняного машинобудування це не надало, хоча обсяги випуску машин та обладнання для потреб окремих видів діяльності зростали (детальніше – в розділі "Випуск").

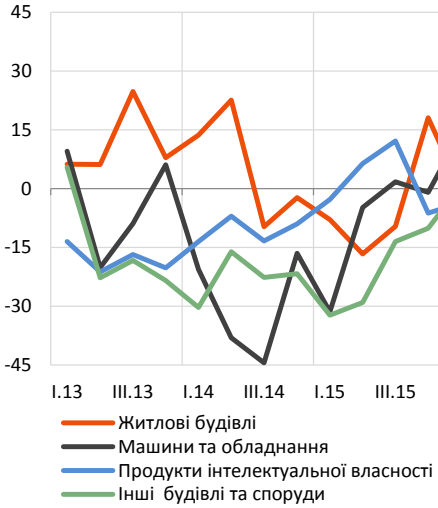
Стійке відновлення інвестиційного попиту спостерігалося в сільському та лісовому господарстві. Капітальні інвестиції в цьому секторі зростали з початку 2015 року, зокрема в III кварталі – більш як на 50% р/р. Значними темпами збільшувалися обсяги закупівель імпортної техніки сільськогосподарського призначення. З одного боку, це могло вплинути на підвищення врожайності цього року, а з іншого – відображати суттєвий потенціал рослинництва[12] та, як результат, його інвестиційну привабливість.

У III кварталі зросли капітальні інвестиції в багатьох галузях промисловості. Найбільш сталі тенденції до відновлення інвестиційного попиту простежувалися в харчовому виробництві та видах діяльності, значна частина продукції яких виробляється для потреб будівництва (абразивні вироби і неметалеві мінеральні вироби, керамічні плитки і плити, вироби з бетону, гіпсу, цементу, асфальту або подібних матеріалів). Після тривалого спаду відновився приріст капітальних інвестицій у металургії та добувній промисловості, що могло пояснюватися ремонтними роботами на окремих підприємствах, зокрема в умовах їх обмеженої активності через труднощі із забезпеченням сировиною.

Значно прискорився приріст інвестицій у житлове будівництво (до 23% р/р). На ринку житлової нерухомості сформувалася цінова кон'юнктура[13], сприятлива для підсилення попиту. Зокрема на початку звітного кварталу ціни на житлову нерухомість досягнули локального мінімуму (унаслідок зниження цін у доларовому вираженні та зміцнення курсу гривні до долара) та в подальшому переважно підвищувалися. Зростання інвестицій у інші будівлі та споруди хоч і сповільнилося, але залишилося на високому рівні насамперед завдяки фінансуванню з бюджету видатків на будівництво доріг. Саме будівництво, за оцінками Національного банку, надало найбільшої підтримки внутрішньому виробництву інвестиційної продукції.

Значному нагромадженню матеріально-технічних ресурсів сприяли збір високого врожаю сільськогосподарських культур та активніше,

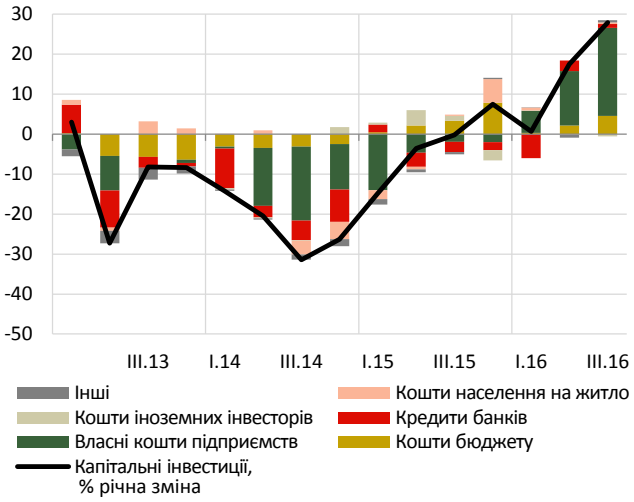
Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна



Структура валового нагромадження основного капіталу за роками, в. п.

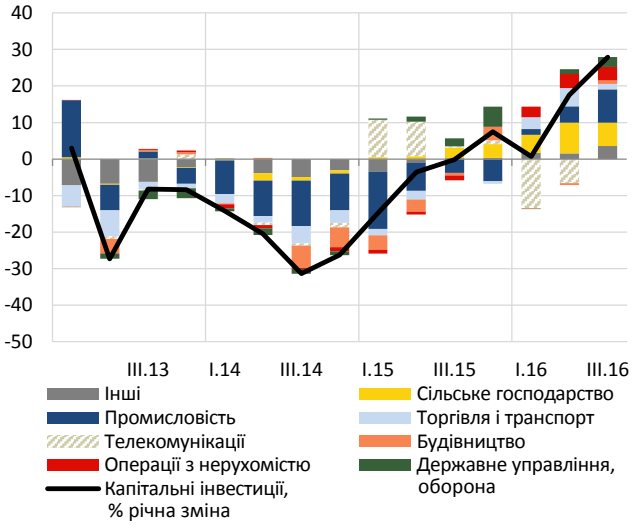
Джерело: ДССУ.

Внески джерел фінансування в річну зміну капітальних інвестицій, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески галузей у річну зміну капітальних інвестицій, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

[12] Незважаючи на стійку тенденцію до поліпшення врожайності протягом останніх кількох років, вона все ще залишається нижчою, ніж в окремих країнах, що спеціалізуються на вирощуванні зернових культур.

[13] За статистичними даними порталу нерухомості Domik.ua.

ніж у відповідному періоді минулого року, накопичення газу в підземних сховищах. Крім того, посилення попиту на матеріальні оборотні активи пояснювалося підвищенням девальваційних очікувань у другій половині III кварталу.

У результаті валове нагромадження зросло в цілому майже на 33% р/р, зумовивши 7.6 в. п. внеску в зміну ВВП.

Як і передбачалося, внутрішній споживчий попит залишався стриманим, хоча зростання приватного споживання дещо прискорилося (до 5.0% р/р) в умовах відповідної динаміки реального наявного доходу населення (7.3% р/р).

Споживання домогосподарств зросло за всіма основними категоріями, крім послуг ЖКГ. Найвідчутніше збільшилося споживання послуг, зокрема відпочинку та культури, ресторанів і готелів. Значно зросли кінцеві споживчі витрати за напрямом "охорона здоров'я". Приріст таких витрат за напрямом "предмети домашнього вжитку, побутова техніка та поточне утримання житла" може пояснюватися купівлею енергозберігаючої техніки перед початком опалювального сезону, а також посиленням девальваційних очікувань. Скорочення споживання послуг ЖКГ поглибилося до 6.9% р/р, ймовірно, відображаючи ощадливу поведінку населення в умовах істотного зростання тарифів.

Очікувано відновилося зростання споживання сектору загальнодержавного управління (на 3.0% р/р). В умовах приросту поточних видатків прискорилося зростання колективних споживчих витрат державного сектору (до 8.4% р/р). Водночас уповільнилося падіння за напрямом "індивідуальні споживчі витрати" (до 1.2% р/р), що пов'язано зі зростанням субсидій домогосподарствам унаслідок підвищення тарифів на послуги ЖКГ.

Зовнішній попит

Від'ємний внесок чистого експорту істотно збільшився у III кварталі (до 9.4 в. п.).

Активізація внутрішнього, насамперед інвестиційного, попиту була рушієм прискорення обсягів імпорту в III кварталі (до 13.9% р/р), яке перевищило наші оцінки. Високими темпами зростав імпорт засобів виробництва та споживчих товарів.

Натомість ситуація з експортом виявилася гіршою, ніж прогнозувалося: падіння уповільнилося неістотно (до 5.5% р/р). При цьому погіршилася динаміка експорту продовольчих товарів та продукції машинобудування.

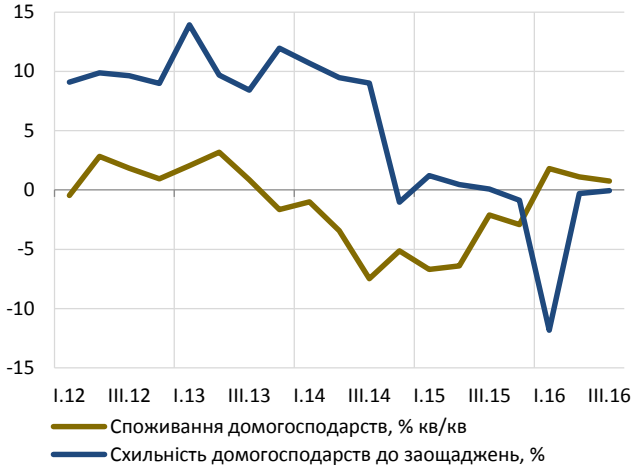
Випуск

Зміна валової доданої вартості (ВДВ) у базових галузях загалом була передбаченою. За винятком будівництва та сільського господарства, динаміка їх ВДВ погіршилася.

Відновлення в будівництві тривало значними темпами, зокрема приріст ВДВ прискорився до 17.5% р/р. Високий інвестиційний попит став рушієм значного приросту в усіх основних видах будівництва.

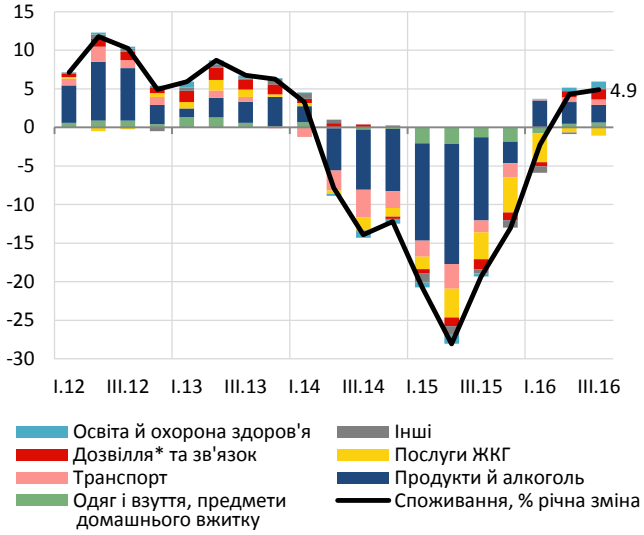
Зростання ВДВ сільського господарства прискорилося до 1.1% р/р. Ключовим фактором приросту в сільському господарстві

Споживання та схильність до заощадження* домогосподарств, с/с



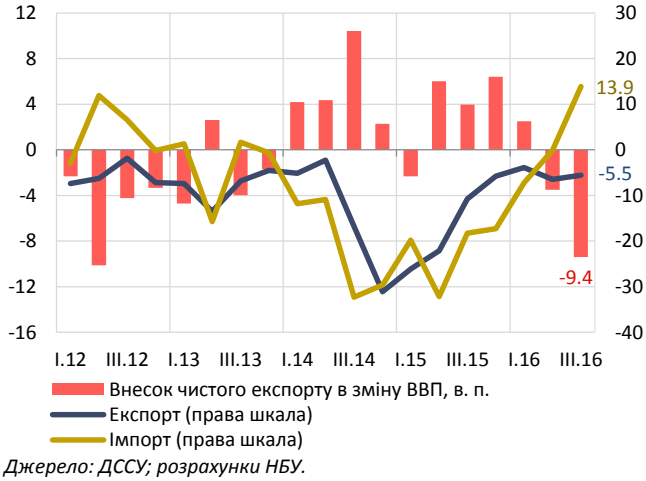
** Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.*
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески категорій споживання в річну зміну кінцевих витрат домогосподарств, в. п.



** В категорії "дозвілля" згруповано витрати на ресторани та готелі, відпочинок і культуру.*
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

було зростання врожайності майже всіх сільськогосподарських культур[14]. Однак у тваринництві тривав спад за всіма основними видами діяльності. Спостерігалася тенденція до поглиблення падіння обсягів виробництва молока на тлі подальшого скорочення поголів'я ВРХ.

У III кварталі відновилося незначне зниження ВДВ промисловості (на 0.7% р/р), хоча зростання випуску промислової продукції продовжило прискорюватись (до 1.7%). Така ситуація могла відображати збільшення частки проміжного споживання промислових підприємств, зокрема внаслідок зростання вартості енергоносіїв.

У розрізі промислових виробництв відновилося зростання обсягів виробництва харчової продукції (до 2.9% р/р). Зокрема на тлі високих урожаїв соняшнику та цукрового буряку наприкінці кварталу суттєво зросло виробництво олії та цукру.

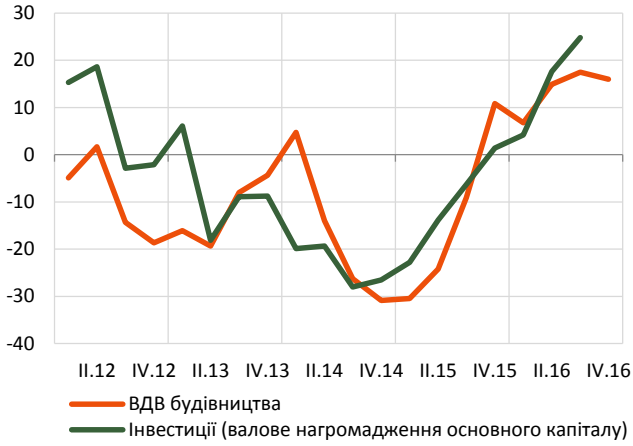
Відновлення попиту будівельної галузі надало підтримку окремим промисловим виробництвам. Високими темпами зростало виробництво неметалевої мінеральної продукції, що використовується для потреб будівництва. Після тривалого спаду розпочалося незначне зростання обсягів виробництва будівельних металевих конструкцій і виробів. Не припинялося зростання лісопильного та стругального виробництва, а також виробництва окремих видів хімічної продукції будівельного призначення (лаків, фарб).

На галузі металургійного комплексу негативно впливало погіршення цінової кон'юнктури на світових ринках металів та обмежений потенціал роботи вантажного транспорту на сході країни. Як наслідок другий квартал поспіль сповільнювався приріст металургійного виробництва (до 2.9% р/р) та виробництва коксу, поглибилося падіння у виробництві металевих руд. Водночас у видобутку вугілля відновилося зростання завдяки налагодженню його активного постачання на електростанції зі східних регіонів.

Складною залишалася ситуація в машинобудуванні, основний вплив на яке справляють негативні структурні чинники, зокрема втрата ринку країн СНД та низька конкурентоспроможність галузі в цілому. Як наслідок зниження випуску машинобудівної продукції поглибилося до 1.7% р/р. Водночас виробництво машин та обладнання для потреб окремих видів діяльності демонструвало приріст, що узгоджувалося зі зростанням інвестиційного попиту. Так, відчутними темпами зросло виробництво машинобудівної продукції для потреб сільського та лісового господарства, металургії, добувної промисловості та будівництва.

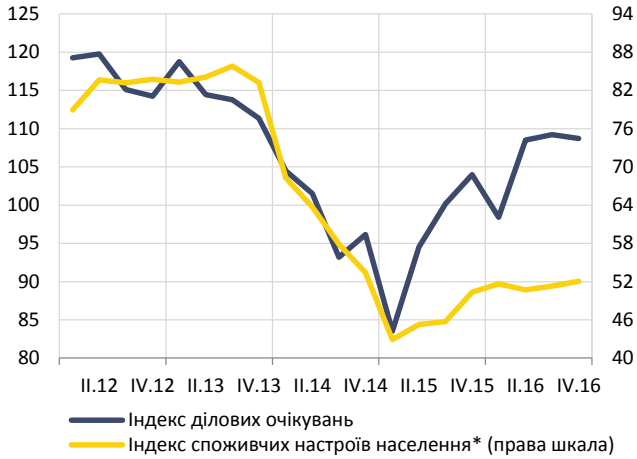
Тенденції у промисловості позначалися на ситуації в торгівлі, де приріст ВДВ сповільнився (до 3.8% р/р). Однак обсяги оптового та роздрібного товарообороту і далі зростали прискореними темпами (відповідно до 9.6% р/р та 5.1% р/р). Це могло пояснюватися зокрема ситуацією, коли підприємства торгівлі, намагаючись зберегти покупців, поступалися своєю торговельною націнкою в умовах зростання закупівельної вартості їх товарів. При цьому активність як на оптовому, так і на роздрібному ринках зростала в умовах подальшого відновлення інвестиційного попиту і зростання обсягів

ВДВ будівництва та інвестиції, % річна зміна



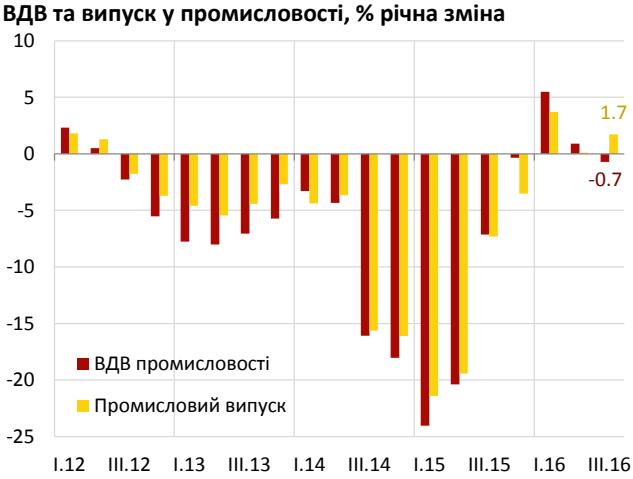
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ділові очікування та споживчі настрої



**Індекс споживчих настроїв надано в середньому за квартал.*
Джерело: ДССУ; GfK Ukraine; розрахунки НБУ.

ВДВ та випуск у промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

[14] Урожайність зернових станом на початок жовтня 2016 року на 8.3% перевищувала відповідний показник на аналогічну дату минулого року.

реалізації сільськогосподарських культур. Тим не менше споживчі настрої на роздрібному ринку залишалися стриманими на тлі підвищення житлово-комунальних тарифів та збереження високого рівня безробіття.

Від'ємний внесок у зміну ВВП мали окремі сектори послуг. Проте падіння ВДВ фінансової та страхової діяльності різко сповільнилося (до 6.3% р/р з 24.6% р/р у II кварталі) на тлі низької бази порівняння. Сезонно скориговані дані вказують, що у фінансовому секторі все ще тривало падіння порівняно з попереднім кварталом. Однак порівняно з минулим роком зокрема фінансові результати банків були значно кращими (комісійні та інші доходи за 9 місяців 2016 року вже зростали в річному вимірі, тоді як за 6 місяців відповідного року спостерігалося їх падіння).

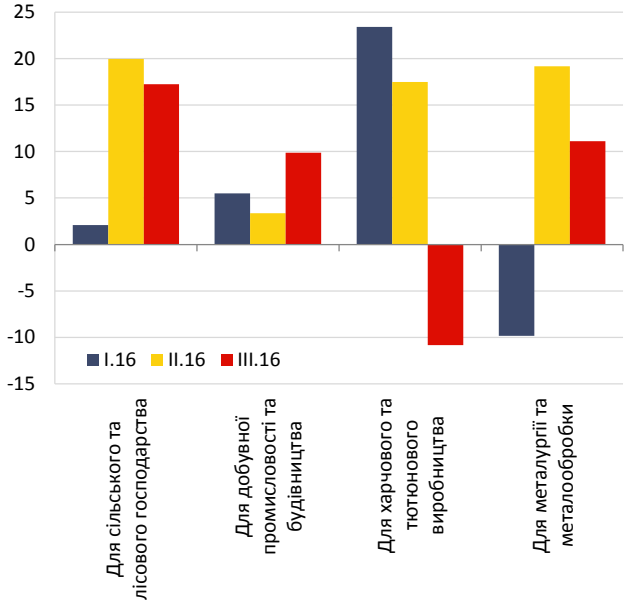
Оцінки IV кварталу 2016 року

З огляду на показники випуску в IV кварталі, основним рушієм економіки було сільське господарство, де обсяги збору пізніх культур були значно вищими минулорічних показників. Саме тому зростання ВВП в 2016 році, як очікується, перевищить попередні прогнози Національного банку та становити близько 1.8% р/р. Крім того, з середини IV кварталу 2016 року нівелювалися деякі фактори, що стримували промислову активність на початку року. Зокрема завершилася реконструкція одного з основних залізничних перегонів на сході країни та різко поліпшилася цінова кон'юнктура на світових ринках металургійної сировини і готової продукції. Це надало підтримку гірничо-металургійним виробництвам та суміжним їм видам діяльності. За іншими видами діяльності очікується здебільшого погіршення динаміки, оскільки наприкінці минулого року спостерігалося певне відновлення економіки, що сформувало відносно високу базу порівняння.

База порівняння може послабити також темп приросту інвестицій. Це вже знайшло відображення в уповільненні зростання обсягів будівельних робіт.

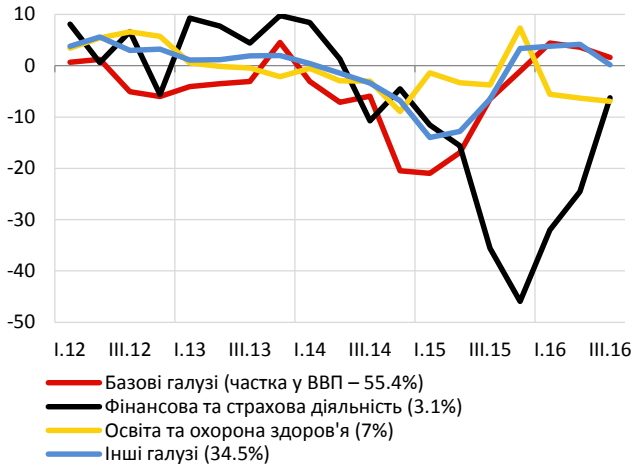
Приватне споживання та зокрема роздрібний товарооборот зазнавали впливу різноспрямованих чинників. З одного боку, споживання стримувалося подальшим зростанням витрат на послуги ЖКГ з початком опалювального сезону. З іншого боку, споживчий попит підтримали фіскальні ініціативи уряду (оголошення наприкінці жовтня про підвищення мінімальної заробітної плати до 3200 грн. із січня 2017 року, збільшення кількості домогосподарств, які отримують субсидії на оплату послуг ЖКГ і зростання обсягів таких субсидій) та більш виражені сезонні розпродажі цього року.

Випуск машин та устаткування спеціального призначення, % річна зміна



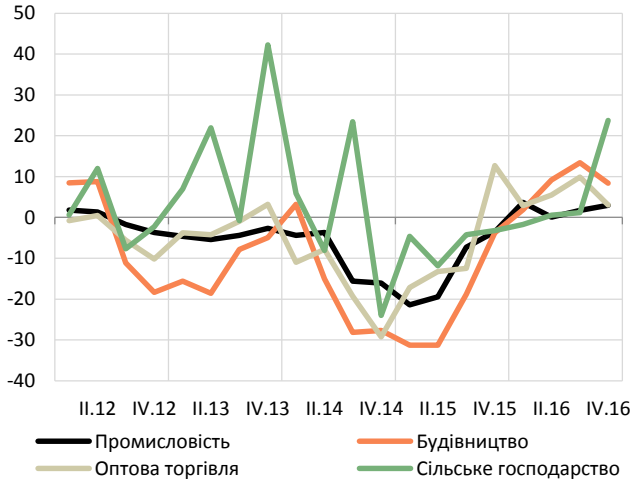
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

ВДВ за групами секторів економіки, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Випуск в окремих секторах економіки, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

Поступове пожвавлення економічної активності та поліпшення ділових очікувань підприємств сприяли відновленню попиту на робочу силу з початку 2016 року. Попри це рівень безробіття за методологією МОП у сезонно скоригованому вимірі зростав, що свідчить про збереження значних диспропорцій між попитом та пропозицією на ринку праці.

У III кварталі 2016 року зростання номінальних доходів населення прискорилося до 17% р/р переважно за рахунок найбільшої їх складової – заробітної плати. Це разом із послабленням інфляційного тиску забезпечило зростання як реальної заробітної плати, так і реальних наявних доходів населення в річному вимірі. У IV кварталі 2016 року зростання реальної зарплати очікувано уповільнилося через прискорення інфляції. Зростання зарплат не справляло вагомого тиску на інфляцію з боку попиту. По-перше, доходи домогосподарств з інших джерел, ніж заробітна плата, зростали низькими темпами. По-друге, тривало підвищення тарифів на житлово-комунальні послуги та зберігався високий рівень безробіття.

Для підтримання рівня споживання в III кварталі 2016 року населення і далі витрачало накопичені раніше кошти – активно продавало валюту. Схильність населення до заощаджень у сезонно скоригованому вигляді продовжувала бути близькою до нуля.

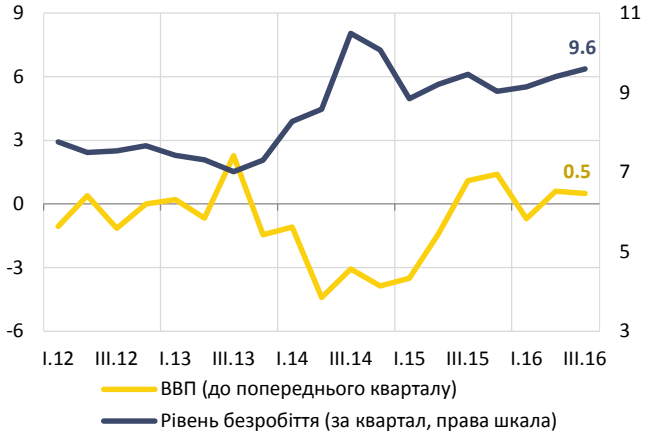
Ринок праці[15]

За дев'ять місяців 2016 року чисельність економічно активного та зайнятого населення дещо зменшилася (на 0.9% р/р та 1.1% р/р до 18 млн. осіб та 16.3 млн. осіб відповідно), насамперед у результаті демографічних процесів.

У цілому впродовж 2016 року зміни показників ринку праці відображали вплив сезонних чинників. Так, економічна активність та зайнятість населення завжди відновлюється в II – III кварталах за рахунок сезонних робітників насамперед у сільському господарстві та будівництві, а наприкінці року спостерігається спад цих показників. В останні два роки як рівень економічної активності, так і рівень зайнятості населення в сезонно скоригованому вимірі коливалися не суттєво (в межах 0.7 в. п.). Так само протягом 2016 року практично не змінювалася кількість штатних працівників, що становить майже половину всіх зайнятих (станом на кінець 2016 року 7.8 млн. осіб).

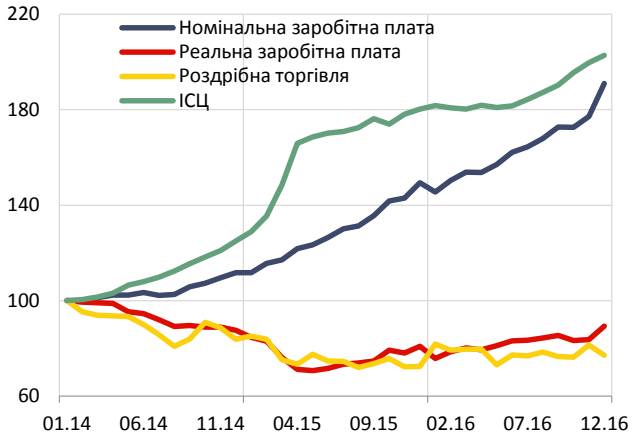
Другий квартал поспіль рівень безробіття населення за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) знижувався і в III кварталі 2016 року становив 8.8%. Зниження пояснювалося сезонним зростанням попиту на робочу силу для робіт у сільському господарстві та будівництві. Це, у свою чергу, проявилося в зростанні попиту на робочу силу чоловіків та у сільській місцевості. Разом із тим рівень безробіття у сезонно скоригованому вимірі з початку 2015 року поступово зростав і в III кварталі 2016 року сягнув 9.6%. Це свідчить про збереження диспропорцій на ринку праці, зокрема регіональних, що посилилися в розрізі окремих

Рівень безробіття за методологією МОП* та реальний ВВП, с/с, %



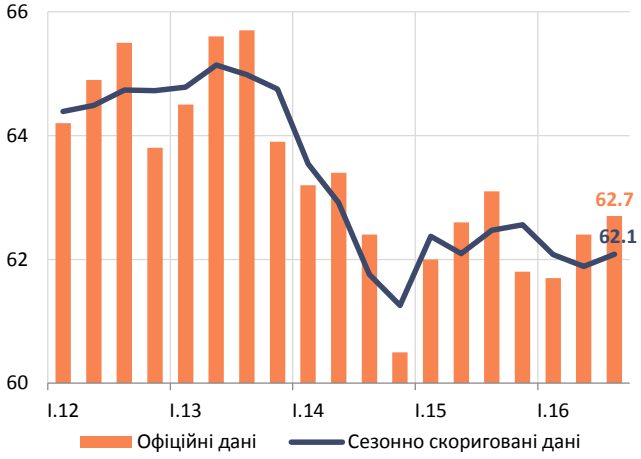
** У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.*
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Індекс заробітної плати, фізичного обсягу роздрібного товарообороту та ІСЦ, с/с, 01.2014 = 100



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

[15] Із початку 2015 року ДССУ публікує окремі дані без урахування частини зони проведення АТО, тому деякі показники ринку праці можуть бути недооцінені.

видів економічної діяльності та професійних груп. Так, найвищий рівень безробіття населення за методологією МОП за дев'ять місяців 2016 року зафіксовано серед молоді віком 15 – 24 роки (22.8% – через складнощі в працевлаштуванні після навчання), у регіональному розрізі – в Луганській та Донецькій (відповідно 16.1% та 14% – через військові дії на Сході України), а також у Полтавській та Кіровоградській областях (відповідно 12.8% та 12.5%).

За даними ДСЗУ, у 2016 році близько третини наявних вакансій була зосереджена в м. Києві, Дніпропетровській та Львівській областях; за видами економічної діяльності – в промисловості і торгівлі. А найбільше навантаження на одне вільне робоче місце, за даними мережі Інтернет, було зафіксовано у сфері юриспруденції (88 осіб), у фінансовій та банківській сфері (44 особи).

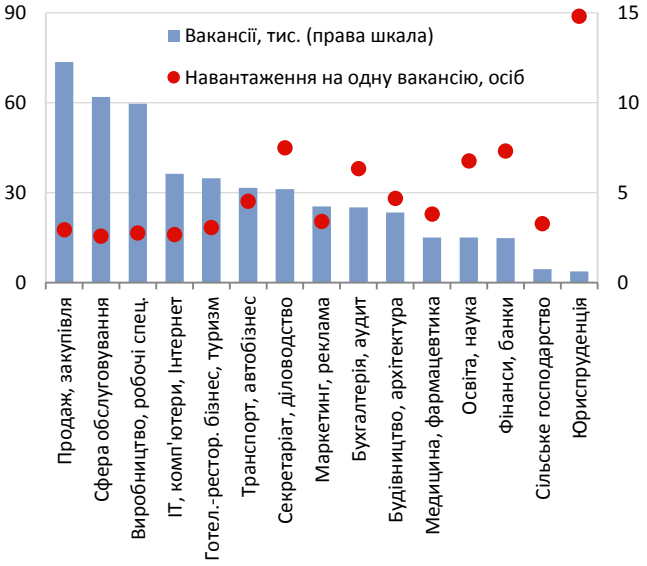
На початку 2016 року з'явилися ознаки відновлення попиту на робочу силу. Про це свідчили як дані Державної служби зайнятості, так і дані сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет[16]. У другій половині року ці тенденції посилилися. Так, у Державній службі зайнятості потреба роботодавців у працівниках на заміщення вільних робочих місць у 2016 році зросла на 39% р/р, а на сайтах приватних агентств із підбору кадрів кількість зареєстрованих вакансій зросла на 50 – 70% р/р. Водночас рівень навантаження на одне вільне робоче місце знизився на 30 – 40% як за даними Державної служби зайнятості, так і за даними сайтів пошуку роботи.

Поряд із підвищенням попиту на робочу силу в мережі Інтернет спостерігалося зниження активності осіб, які шукають роботу, що може свідчити про послаблення динаміки масових звільнень на ринку праці[17]. Так, за даними ДСЗУ, у 2016 році кількість працівників, попереджених про заплановане вивільнення, знизилася порівняно з відповідним періодом минулого року на 22% та становила 343 тис. осіб. Більше половини попереджених становили працівники державного управління й оборони та обов'язкового соціального страхування. Також у 2016 році деякі організації повернули своїх працівників на повний робочий день. За даними ДСЗУ, в січні – вересні 2016 року кількість працюючих, переведених з економічних причин на неповний робочий день (тиждень), знизилася порівняно з попереднім роком (до 5.7% середньооблікової кількості штатних працівників). Найпоширенішою ця форма зайнятості була у сфері наукових досліджень та розробок і промисловості; в регіональному розрізі – в Луганській, Запорізькій та Донецькій областях.

Доходи домогосподарств та заощадження

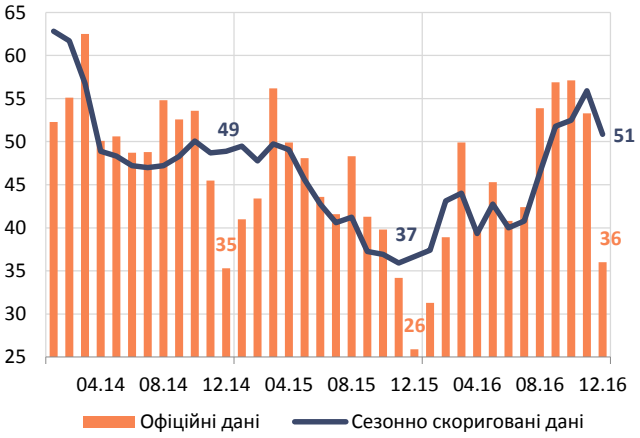
У структурі доходів населення в III кварталі 2016 року прискорилося зростання найбільшої її складової – заробітної плати до 24.9% р/р (її частка в номінальних доходах населення складає 40.8%). Однак доходи домогосподарств з інших джерел, ніж заробітна плата, зростали меншими темпами. Зокрема, соціальні допомоги та інші одержані поточні трансферти, частка яких у номінальних доходах населення

Вакансії на сайтах приватних агентств з пошуку роботи та навантаження на одну вакансію за сферами діяльності, станом на 27.12.2016



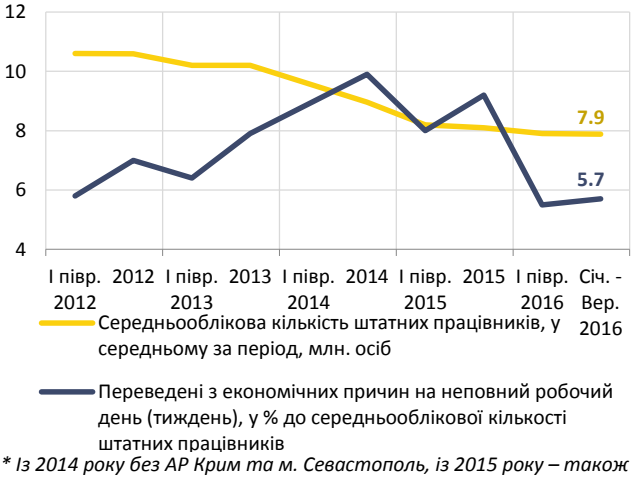
Джерело: work.ua; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Середньооблікова кількість штатних працівників та рівень вимушеної неповної зайнятості*



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

[16] На сьогодні пошук роботи в мережі Інтернеті – один із найдієвіших способів знайти роботу й останнім часом усе більша кількість осіб як безробітних, так і зайнятих, вдається до пошуку роботи через мережу Інтернет, не реєструючись у Державній службі зайнятості. Це пов'язано як із необхідністю дотримуватися певних умов реєстрації/збереження статусу безробітного, так і з бажанням/небажанням осіб ставати на такий облік в основному через низькооплачувані роботи, що пропонуються, та низький рівень допомоги із безробіття.
[17] Дослідження HeadHunter Україна.

становила 32.4%, зросла на 16.4% р/р. Середні пенсії зросли лише на 3.2% р/р (станом на 01.10.2016), хоча в IV кварталі 2016 року зростання пенсій прискорилося до 7.5% р/р (станом на 01.01.2017), що пояснюється підвищенням мінімальних пенсій у грудні 2016 року, тоді як у 2015 році, таке підвищення відбулося у вересні.

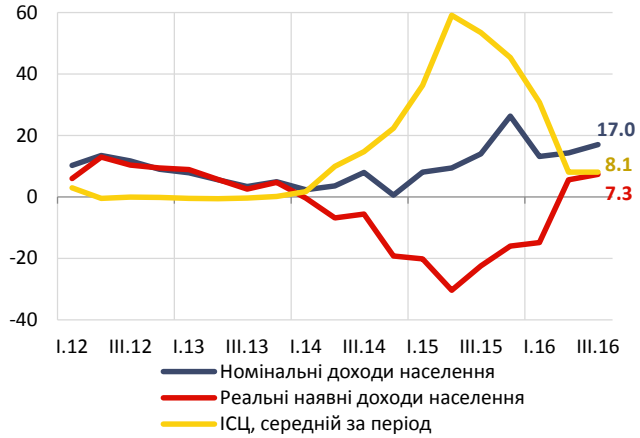
У III кварталі 2016 року продовжили зростати реальні наявні доходи населення та реальна заробітна плата як частина доходів населення (на 7.3% р/р та 15.5% р/р відповідно). Цьому сприяло збереження рівня інфляції на однознаковому рівні другий квартал поспіль на тлі зростання номінальних показників.

У IV кварталі 2016 року середня заробітна плата (нарахована в розрахунку на одного штатного працівника)[18] як в номінальному, так і в реальному вимірі продовжила зростати, проте меншими темпами (20.8% р/р та 5.2% р/р відповідно). Найбільшими темпами вона зростала у сфері державного управління й оборони (зокрема, завдяки підвищенню заробітної плати працівникам Національної поліції та інших силових структур) та у сфері інформації та телекомунікацій. Також у IV кварталі 2016 року зростання заробітних плат було підтримане підвищенням МЗП (з 01 грудня 2016 року на 10.3% – до 1 600 грн).

Разом із тим споживання товарів та послуг населенням з кінця 2014 року зростало швидше, ніж доходи населення, що відбувалося на тлі збільшення витрат на оплату послуг ЖКГ та цін на деякі товари. Це призвело до використання населенням заощаджень, накопичених у попередні періоди, для підтримки рівня споживання[19]. Так у III кварталі 2016 року населення продовжило активно продавати іноземну валюту (перевищення продажу валюти над купівлею у II та III кварталах 2016 року було найбільшим з 2002 року, проте в III кварталі дещо знизилося порівняно з II кварталом).

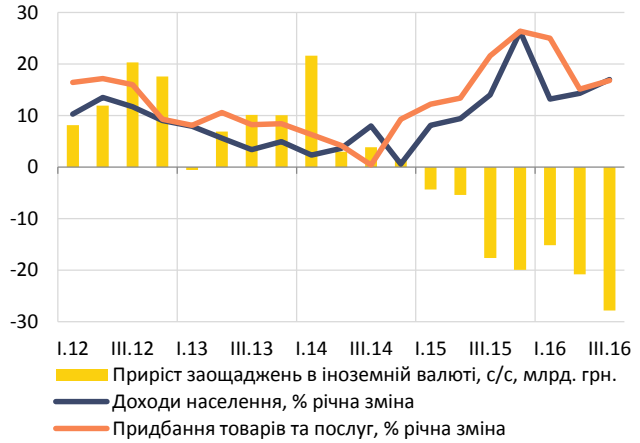
Однак у III кварталі тривало збільшення грошових вкладів населення та заощаджень у цінних паперах як частини фінансових активів населення. Це разом зі зростанням нефінансових активів насамперед у домогосподарств, зайнятих у сільському господарстві (що є традиційним для III кварталу), сприяло зростанню приросту заощаджень до 16.5 млрд. грн. Проте сезонно скоригований показник схильності населення до заощаджень другий квартал поспіль залишався на близькому до нуля рівні.

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



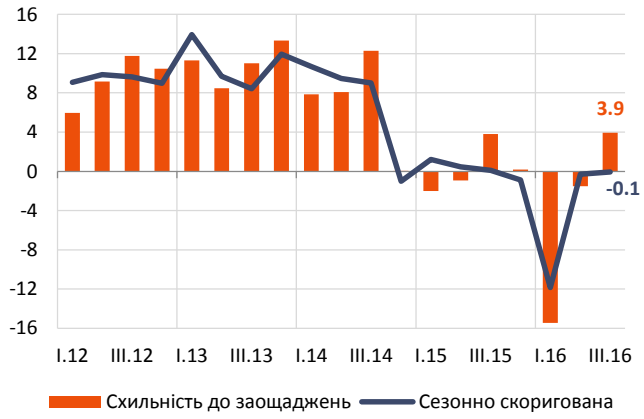
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Схильність населення до заощаджень*, %



** Співвідношення заощаджень та наявного доходу населення.*

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

[18] 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).

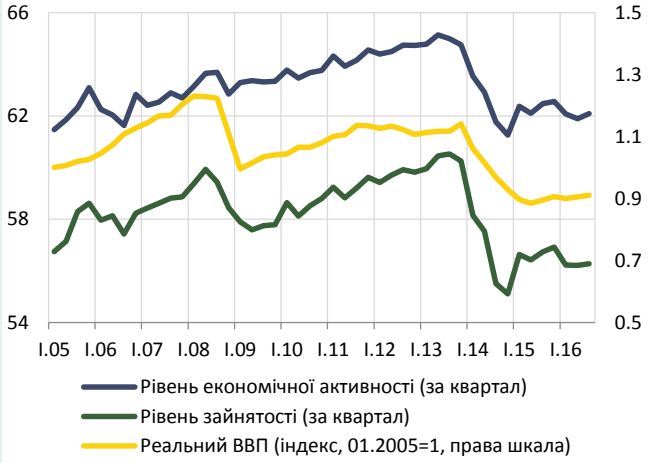
[19] Відповідно до проведеного дослідження GfK Ukraine кількість населення, що має змогу здійснювати накопичення, не обмежуючи затрат, у III кварталі 2016 року знизилася на 3 в. п. порівняно з минулим кварталом та на 7 в. п. порівняно з III кварталом 2014 року.

Зайнятість населення України[20]

Економічна ситуація в країні має суттєвий вплив на показники ринку праці. Зростання економіки України протягом 2000 – 2008 років стимулювало поступове збільшення рівня економічної активності та зайнятості населення. Стрімке зниження цих показників у 2008 – 2009 роках та у 2014 році було пов'язано з економічною кризою. Додатковий негативний вплив у 2014 році мали анексія АР Крим та військові дії на Сході України. Ці регіони і частина населення були виключені зі статистичних спостережень, що суттєво вплинуло на демографічні та соціальні показники. Зокрема, наявне населення України за 2014 рік зменшилося на 2.5 млн. осіб, економічно активне – на 2.3 млн. осіб.

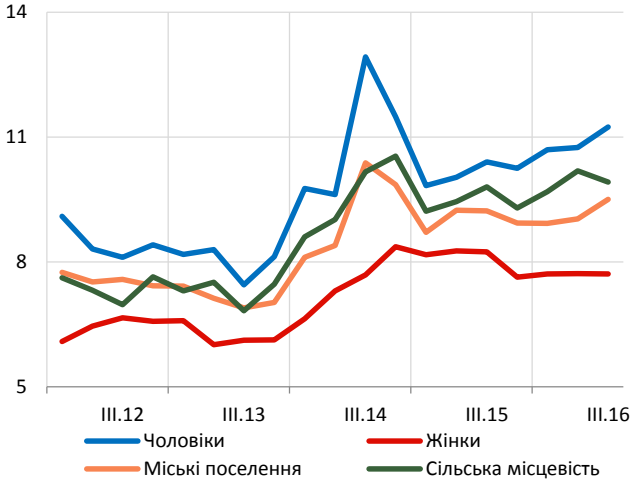
Глибока економічна криза спричинила стрімкіше зменшення кількості зайнятого населення з кінця 2013 року (на 3.5 млн. осіб) порівняно зі скороченням кількості населення та зростання рівня безробіття (за методологією МОП). Суттєвіше зріс рівень безробіття серед чоловіків та мешканців сільської місцевості. Основними причинами втрати роботи безробітні називали економічні причини та згоду сторін, що є найбільш поширеним варіантом під час звільнення. Кожен третій безробітний – працівник промисловості або сфери торгівлі, а більше половини безробітних (за методологією МОП) становили молоді люди віком 15 – 35 років.

Рівень економічної активності та зайнятості населення, реальний ВВП*, с/с, %



** З 2014 року без урахування АР Крим, м. Севастополь, з 2015 - також частини зони проведення АТО.*
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Рівень безробіття населення за статтю та місцем проживання*, с/с, у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років



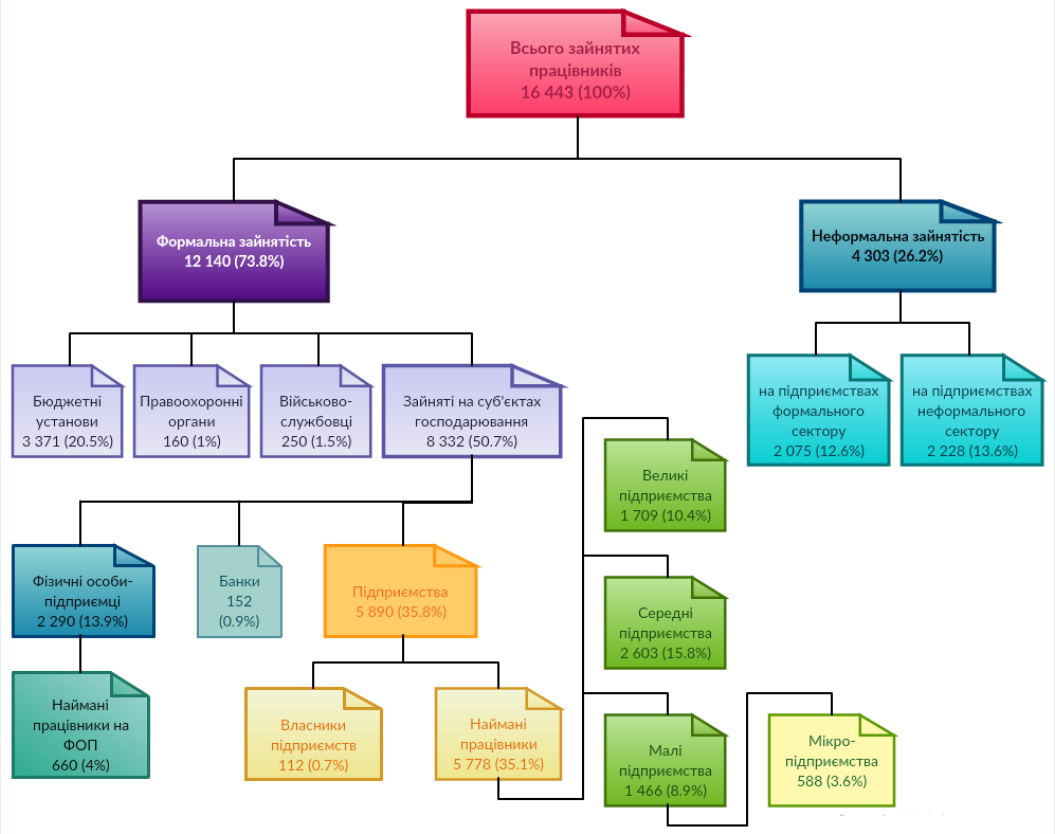
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

За результатами вибіркового обстеження домогосподарств з питань економічної активності з 2015 року кількість зайнятого населення незначно перевищує 16 млн. осіб, а рівень зайнятості становить близько 57%. Хоча рівень зайнятості дещо зріс після стрімкого спаду у 2014 році та стабілізувався в останні два роки на практично незмінному рівні, він суттєво відстає від докризових показників. Для досягнення докризового рівня зайнятості в економіці України має додатково з'явитись біля 0.8 млн. робочих місць. Наразі більшість зайнятого населення України (майже три чверті) працює у формальному секторі економіки. Із них дві третини належить до працюючих на суб'єктах господарювання (різні за розміром підприємства, фізичні особи-підприємці, банки тощо), а третина – працівники бюджетного сектору (освіта, медицина, держслужбовці, військовослужбовці та правоохоронні органи).

Структура зайнятого населення за видами діяльності впродовж 2012 – 2015 років практично не змінювалася. У 2015 році майже 55% зайнятих працювали в сільському, лісовому та рибному господарствах, промисловості та у сфері торгівлі. Порівняно з 2013 роком скорочення зайнятих відбулося в усіх видах діяльності, найбільше в будівництві (на 27.8%), фінансовій та страховій діяльності (на 23.4%) і торгівлі (на 22.9%). Це пов'язано переважно з більш помітним спадом у цих видах діяльності. Найменше скорочення зайнятості відбулося в державному управлінні та обороні, соціальному страхуванні, що зокрема пояснюється зростанням кількості військовослужбовців у 2015 році.

[20] Зайняте населення – особи віком 15 – 70 років, які працювали за винагороду або безкоштовно хоча б одну годину впродовж обстежуваного тижня (відповідно до програми обстеження домогосподарств з питань економічної активності) або були тимчасово відсутні на роботі, тобто формально мали робоче місце, власне підприємство (справу), але не працювали впродовж обстежуваного періоду з певних причин.

Структура зайнятості в Україні у 2015 році, тис. осіб (та у % до загальної кількості зайнятих)



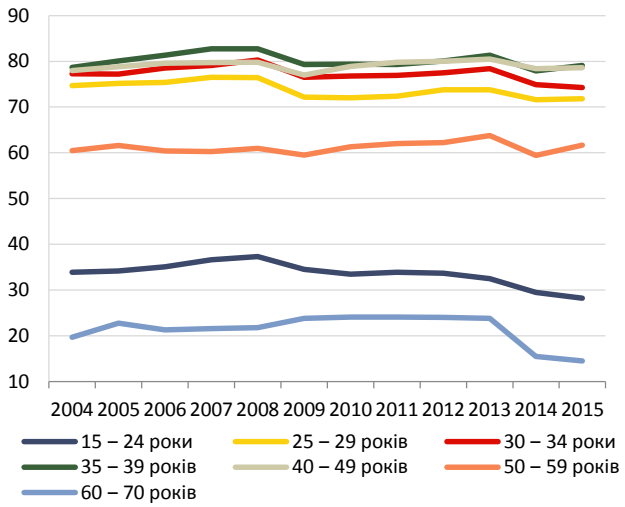
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

За віковими групами найвищий рівень зайнятості зберігався серед осіб середнього віку (35 – 49 років), чоловічої статі та в міських поселеннях, а найнижчий – серед осіб віком 60 – 70 років та молоді віком 15 – 24 роки, серед жінок та в сільській місцевості. У 2014 році найбільші зміни рівня зайнятості відбулися серед населення 60 – 70 років, що частково було пов'язано з великою кількістю зайнятого населення зазначеного віку в АР Крим та м. Севастополь, та молоді з найменшим досвідом роботи. Більш швидке зростання рівня зайнятості серед осіб 50 – 59 років у 2013 та 2015 роках пояснюється змінами віку виходу на пенсію для жінок.

Зайняте населення за видами економічної діяльності у 2015 році, у % до усього зайнятого населення

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

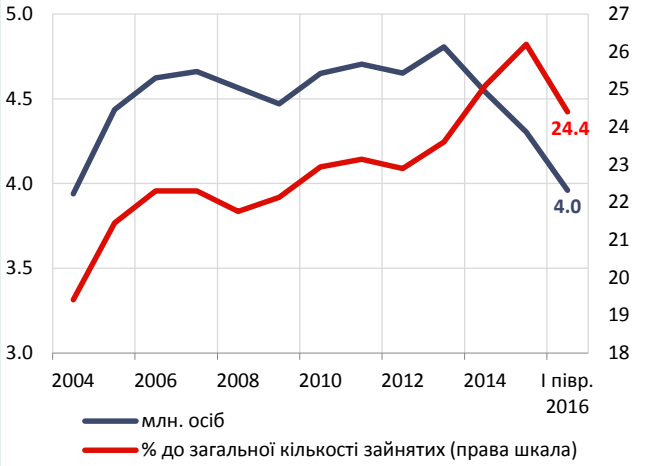
Рівень зайнятості за віком, %



Джерело: ДССУ.

Протягом останнього десятиріччя частка неформальної зайнятості поступово зростала, відчутно прискорившись з 2014 року. Це пов'язано не лише з економічною кризою, але й активною міграцією працездатного населення (неофіційна міграція враховується в неформально зайнятому населенні). Частково зниження частки неформальної зайнятості у 2016 році може пояснюватися збільшенням ролі сільського господарства.

Кількість неформально зайнятого населення*



** З 2014 року без АР Крим, м. Севастополь, з 2015 – також частини зони проведення АТО.*
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Зміна неформальної зайнятості за видами діяльності у 2015 році порівняно з 2013 роком, %

** 2015 рік без урахування АР Крим, м. Севастополя та частини зони проведення АТО.*
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Поступове економічне відновлення в Україні визначає і появу окремих позитивних сигналів на ринку праці, до яких відноситься збільшення попиту на робочу силу. Разом із тим ряд тенденцій у сфері зайнятості є достатньо загрозливими, серед них: стрімке зниження рівня зайнятості та посилення безробіття серед молоді та осіб найбільш активного віку (15 – 24 роки та 30 – 34 роки); значна концентрація зайнятих у торгівлі та бюджетному секторі при повільному розвитку високопродуктивних сфер; достатньо високий рівень неформальної зайнятості, яка переважає у сільському господарстві, торгівлі та будівництві. На тлі негативних демографічних процесів в подальшому ці чинники з високою ймовірністю стримуватимуть розвиток економічного потенціалу України. За пропозиціями OECD[21], для збільшення зайнятості та продуктивності праці уряди мають запроваджувати структурні реформи на ринку праці, зокрема, підтримувати зайнятість серед найбільш вразливих верств населення, таких як молодь та низькокваліфіковані особи, сприяти якіснішому використанню вмінь та навичок працівників, удосконалювати систему пошуку роботи для безробітних, полегшувати бар'єри входу для нових підприємств тощо. Такі заходи матимуть довгостроковий позитивний ефект, у тому числі для підвищення конкурентоспроможності країни.

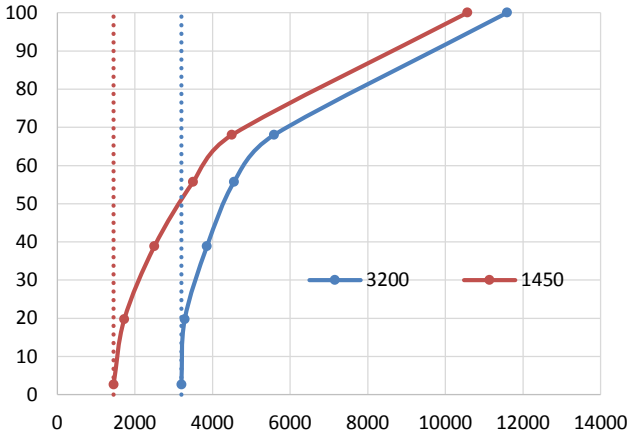
[21] http://www.oecd-ilibrary.org/employment/oecd-employment-outlook-2016_empl_outlook-2016-en.

Наслідки підвищення мінімальної заробітної плати до 3 200 грн.

Підвищення з 01 січня 2017 року МЗП у два рази, за оцінками НБУ, матиме відчутний вплив як на зайнятість та доходи населення, так і на макроекономічні показники. Ці оцінки також узгоджуються з очікуваннями підприємств згідно з результатами опитування щодо ділових очікувань підприємств[22] у IV кварталі 2016 року. Терміни проведення опитування співпали в часі з оприлюдненням намірів Уряду підвищити МЗП удвічі, тож підприємствами була врахована ця інформація під час формування очікувань на наступний рік.

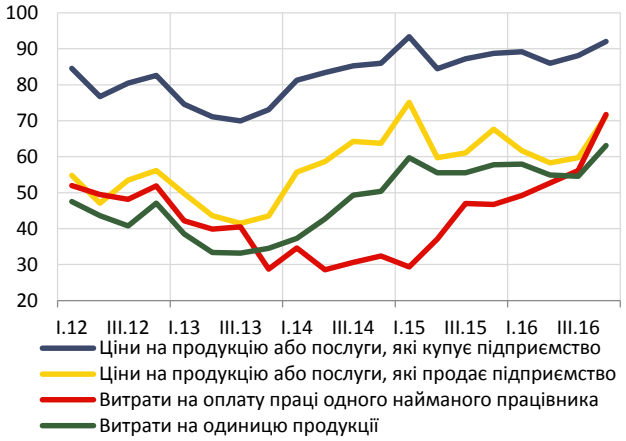
За оцінками НБУ, на ринок праці одночасно впливатимуть протилежні за своєю дією ефекти. Підвищення МЗП приведе до зростання номінальної заробітної плати в 2017 році у середньому на 23% (суттєво швидшими темпами, ніж прогнозувалося раніше). Для низькооплачуваних працівників[23] таке зростання буде суттєвішим (на 45%). Підприємства також очікують зростання собівартості виробництва продукції в усіх видах діяльності насамперед за рахунок підвищення витрат на оплату праці.

Розподіл кількості найманих працівників за розмірами заробітної плати, % кумулятивно



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Зміна цін та витрат виробників у наступні 12 місяців, %
(баланс відповідей між відповідями зростуть та зменшаться)



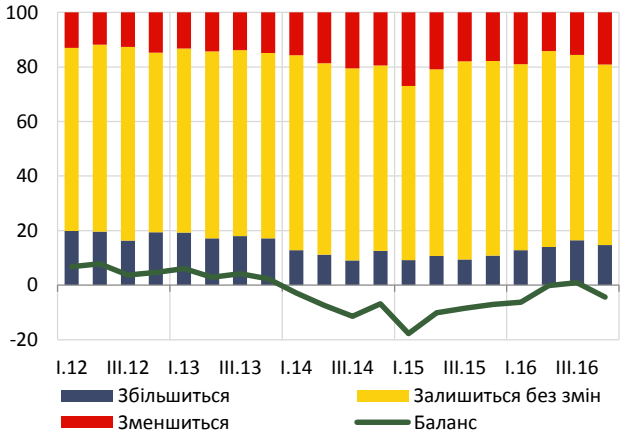
Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

За оцінками НБУ, зростання витрат на оплату праці, особливо для малого та середнього бізнесу, призведе до суттєвішого зниження зайнятості, ніж прогнозувалося раніше. Загальна чисельність працівників формального сектору економіки в 2017 році скоротиться на 9% порівняно з 2016 роком. Внесок скорочення за рахунок підвищення МЗП становитиме 5.4 в.п. (або близько 630 тис. осіб). Зниження офіційної зайнятості буде непропорційним – більшою мірою відбудеться за рахунок МСП та ФОП, що насамперед пояснюється майже двократним збільшенням податкового тиску на підприємства на єдиному податку. Однак частково таке зниження компенсується збільшенням неформальної зайнятості. Крім того, збільшення середнього рівня оплати праці в економіці може стимулювати повернення на ринок праці частини тих зневірених осіб, які почнуть пошуки роботи, та, як наслідок, рівень безробіття може додатково збільшитися. У цілому ж, за оцінками НБУ, зайнятість скоротиться на 5 в. п. порівняно з 2016 роком, що відповідатиме 10%-му рівню безробіття за методологією МОП.

Саме очікування щодо скорочення зайнятості зумовили зниження індексу ділових очікувань зі 109.2% у III кварталі до 108.7% у IV кварталі 2016 року.

За видами діяльності ефект від зниження зайнятості також буде нерівномірним. Частка низькооплачуваних працівників найбільша в сільському господарстві, готельному та ресторанному бізнесі, операціях з нерухомим майном, будівництві та торгівлі. Однак для цих секторів притаманна значна неформальна зайнятість. За результатами опитувань, найбільше на скорочення кількості працівників очікують саме підприємства АПК (28.4% респондентів порівняно з 19%

Зміна кількості працівників у наступні 12 місяців, % відповідей



Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

[22] Чергове щоквартальне опитування керівників підприємств щодо оцінки ними поточної та майбутньої ділової активності, інфляційних та курсових очікувань, змін економічної ситуації в країні проведено з 8 листопада до 8 грудня 2016 року. Було опитано 682 підприємства у 22 регіонах країни (без урахування тимчасово окупованої території АР Крим і м. Севастополя, а також Донецької і Луганської областей), які представляють економіку за основними видами та напрямами діяльності, розмірами за кількістю працівників. Надані результати є відображенням лише думки респондентів – керівників підприємств України у IV кварталі 2016 року і не є прогнозами та оцінками НБУ. Детальніше – https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=42352951.

[23] Заробітну плату нижче 3 200 грн. отримують 42% штатних працівників, а дві третини штатних працівників (67%) отримують заробітну плату нижче 5 000 грн.

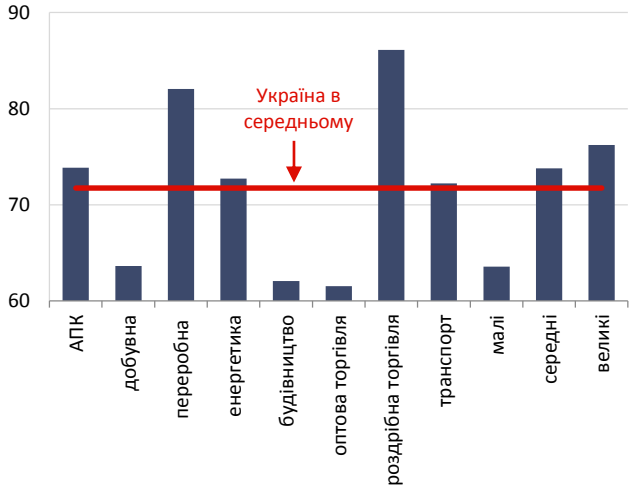
у середньому по Україні), у добувній промисловості (23.9%), будівництві (24.1%), роздрібній торгівлі (27.8%), на малих підприємствах (18.3%). У свою чергу, в промисловості та транспорті найбільша частка великих та середніх підприємств, у тому числі орієнтованих на експорт, на яких не так поширена неформальна зайнятість. Крім того, рівень середньої заробітної плати працівників цих підприємств є достатньо високим. У цих секторах вплив підвищення МЗП насамперед позначиться зростанням виробничих витрат.

Розподіл заробітної плати і зайнятість у неформальному секторі за галузями, % до загальної кількості зайнятих

** Для зарплати – дані за червень 2016 року, для неформальної зайнятості – 2015 року.*

Джерело: ДССУ; НБУ.

Зміна витрат на оплату праці за видами діяльності, баланс відповідей, %



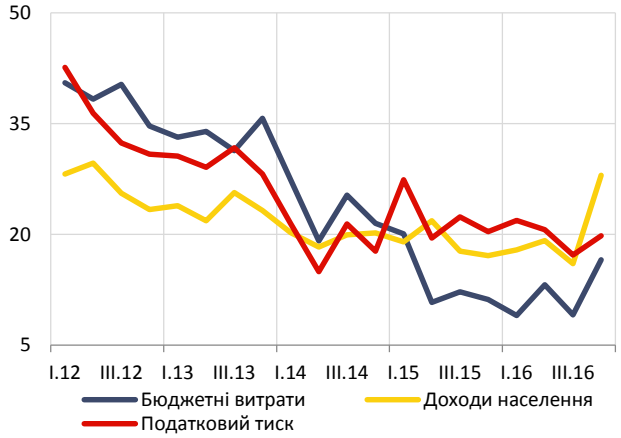
Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

Водночас ефект на споживання від зростання доходів найменш забезпечених верств населення згідно з розрахунками НБУ переважить ефект від зростання безробіття. Підвищення доходів насамперед позначиться на збільшенні споживання продовольчих товарів внутрішнього виробництва[24].

Відповідно, за оцінками НБУ, у зв'язку з підвищенням МЗП інфляція уповільнюватиметься стриманішими темпами, ніж прогнозувалося раніше. Згідно з розрахунками НБУ збільшення споживчих витрат посилить роль приватного споживання в зростанні ВВП, водночас вплив на сальдо консолідованого бюджету буде нейтральним.

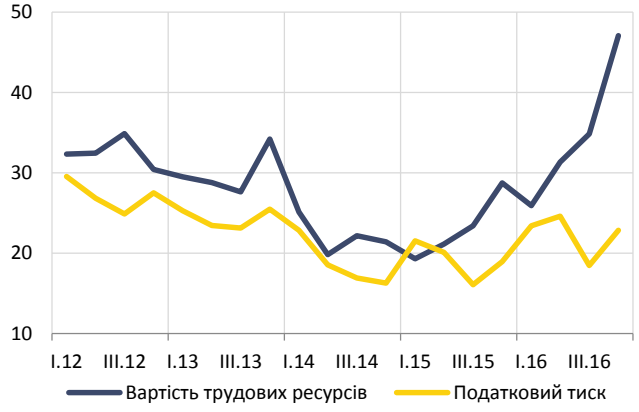
Інфляційні очікування підприємств уже зросли. Згідно з опитуванням, підприємства в наступні 12 місяців очікують зростання цін на 16.2% (у III кварталі 2016 року – 13.8%). В оцінці факторів споживчої інфляції суттєво посилився вплив доходів населення, а в оцінці зростання цін виробників – вплив вартості трудових ресурсів.

Вплив факторів на інфляційні очікування підприємств, % (частка підприємств, які відзначили фактор)



Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

Вплив факторів на зростання цін на продукцію, яку продає підприємство, % (частка підприємств, які відзначили фактор)



Джерело: Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

Незважаючи на очікуваний помірний макроекономічний вплив підвищення МЗП у 2017 році, зростають ризики в середньостроковій перспективі. Так підвищення МЗП поглиблює невідповідність в оплаті праці між кваліфікованими та некваліфікованими робітниками, збільшує розрив між пенсійною винагородою та МЗП. Це містить ризики зростання соціального напруження та активізації тиску на уряд щодо подальшого підвищення соціальних стандартів, неузгодженого зі зростанням продуктивності економіки, що може призвести надалі до посилення інфляційного тиску.

[24] Структура споживання домогосподарств із низьким рівнем доходів суттєво зміщена в бік споживання харчових продуктів (більше 60%) та у їх споживанні переважають харчові продукти вітчизняного виробництва. Тому підвищення доходів найбідніших верств населення найбільший ефект матиме на споживання вітчизняних харчових продуктів (за даними ДССУ, частка продажу харчових продуктів, вироблених на території України, через торгову мережу підприємств становила 85% у 2015 році).

2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

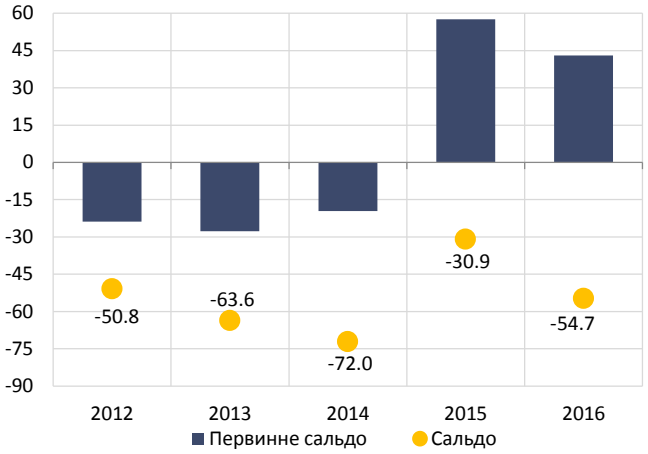
Фіскальна політика у 2016 році була спрямована на забезпечення стійкості державних фінансів, незважаючи на певне фіскальне пом'якшення внаслідок збільшення обсягу субсидій та розширення підтримки Пенсійного фонду. Це проявилося як у збереженні суттєвого первинного профіциту (сальдо бюджету за вирахуванням витрат на обслуговування боргу), так і помірному збільшенні загального дефіциту зведеного бюджету.

Поступове поліпшення макроекономічних умов з урахуванням податкових змін на початку року сприяло зростанню податкових надходжень доволі високими темпами. Разом з відновленими перерахуваннями Національного банку це забезпечило відчутне прискорення зростання доходів зведеного бюджету в IV кварталі. У цілому за 2016 рік зростання доходів було вищим, ніж очікувалося.

Наприкінці року, особливо в грудні, традиційно відбулося стрімке нарощення видатків. Однак у річному вимірі їх зростання в IV кварталі сповільнилося. Це пов'язано з більш рівномірним їх витрачанням протягом року порівняно з 2015 роком.

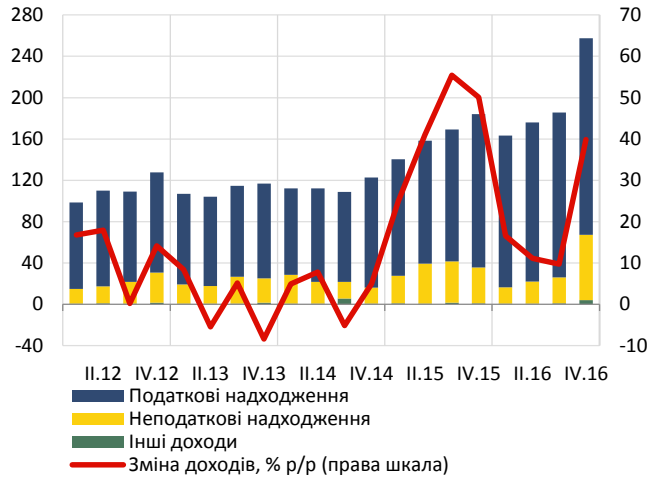
У противагу попереднім рокам, місцеві бюджети сформували суттєве від'ємне сальдо за підсумками IV кварталу через стрімке нарощення видатків наприкінці 2016 року, хоча за результатами всього року місцеві бюджети виконано з профіцитом. Водночас державний бюджет у IV кварталі було виконано з незначним дефіцитом (6.7 млрд. грн.). У цілому за 2016 рік дефіцит державного бюджету розширився (до 70.1 млрд. грн.), проте був нижчим, ніж планувалося. За оцінками Національного банку, критерії МВФ щодо дефіциту виконано із певним запасом.

Сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Доходи зведеного бюджету, млрд. грн. та їх річна зміна, %



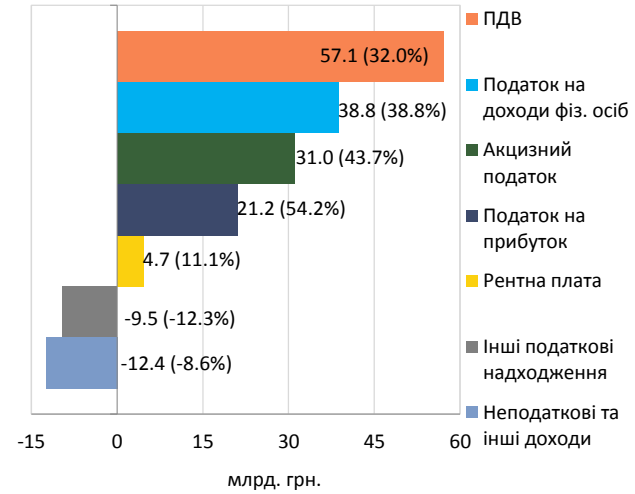
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Доходи

Зростання доходів зведеного бюджету, на противагу попереднім двом кварталам, у IV кварталі значно прискорилося (до 39.9% р/р) за рахунок як податкових, так і неподаткових надходжень. Останні стрімко зросли (на 81.8% р/р) в основному внаслідок перерахувань Національним банком коштів у повному обсязі саме в IV кварталі, тоді як торік у цьому кварталі перерахування НБУ були низькими[25].

Податкові надходження пришвидшилися (до 28.3% р/р) насамперед завдяки поліпшенню макроекономічної ситуації. Так, зростання надходжень від податку на прибуток підприємств значно прискорилося, річний затверджений[26] обсяг був перевищений на 11.9%. Крім зміни підходу до адміністрування, це передусім зумовлено помітним поліпшенням фінансового стану[27] підприємств, у тому числі державних. Додатковим чинником зростання надходжень стала запланована сплата підприємствами в листопаді-грудні

Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в 2016 році, млрд. грн. та %



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

[25] Відповідно до статті "5[1]. 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 НБУ річної, уведеної на початку року фінансової звітності, а також після формування за рахунок цього прибутку загальних та інших резервів у визначених зазначеним законом обсягах. У 2015 році основна частина перерахувань НБУ була здійснена в II та III кварталах.

[26] Зростання надходжень від податку на прибуток підприємств прискорилося як за державним, так і зведеним бюджетами. Втім законом затверджуються лише показники державного бюджету.

[27] Прибуток прибуткових підприємств до оподаткування зріс на 16% за січень – вересень 2016 року порівняно з січнем – вереснем 2015 року.

авансового платежу з цього податку[28]. Надходження від податку на доходи фізичних осіб зберегли високі темпи зростання (хоча темпи дещо знизились порівняно з попереднім кварталом) завдяки подальшому збільшенню номінальних заробітних плат. Ці надходження до державного бюджету також перевищили затверджений плановий річний рівень (на 6.6%).

Зростання надходжень до зведеного бюджету від акцизного податку залишилося суттєвим (39.1% р/р у IV кварталі) унаслідок пожвавлення роздрібної торгівлі, помірної девальвації гривні наприкінці року та активізації імпорту. Це також вплинуло на надходження від податків на міжнародну торгівлю, які в порівнюваних умовах (без урахування в 2015 році надходжень від додаткового імпортного збору) продовжили зростати високими темпами. Проте в цілому за 2016 рік надходження від податків на міжнародну торгівлю очікувано зменшилися через відміну зазначеного збору.

На динаміку надходжень від ПДВ вагомий вплив протягом 2016 року мали нерівномірні обсяги його відшкодування. Так, у IV кварталі відшкодовано рекордні обсяги грошовими коштами (30.7 млрд. грн.), що може пояснюватися надолуженням відшкодування за попередні місяці[29]. Попри такі обсяги відшкодування, зростання надходжень від цього податку все одно залишилося суттєвим унаслідок пожвавлення товарообороту, певного прискорення інфляції та посилення девальваційного тиску на гривню наприкінці року. Додатковими чинниками, що підтримали збільшення ПДВ-надходжень, були підвищення мінімальних цін на алкоголь з грудня, а також часткове скасування спеціального режиму ПДВ для сільськогосподарських виробників. Хоча скасування спеціального режиму відбулося ще з січня 2016 року, найбільш помітний ефект від цього для податкових надходжень був у IV кварталі (отримано 4.9 млрд. грн. – 55.1% від надходжень за рік) завдяки високим результатам сільського господарства наприкінці 2016 року.

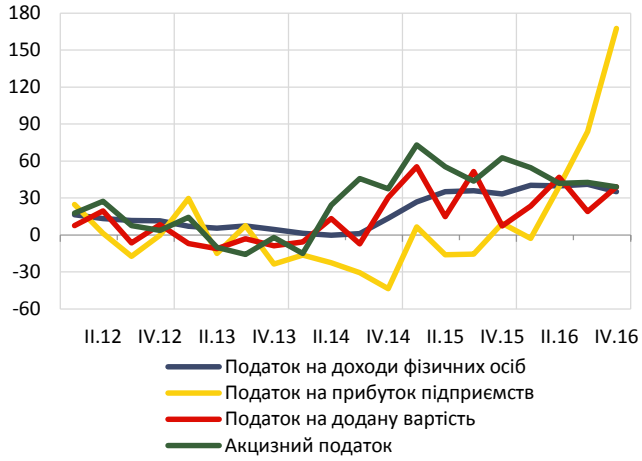
Серед основних податків у IV кварталі лише рентна плата знизилася порівняно з відповідним кварталом попереднього року. Однак у цілому за рік надходження зросли завдяки високим рентним платежам у I кварталі. При цьому планові показники залишилися невиконаними, насамперед за рахунок ренти на видобування нафти та газу.

Високі доходи зведеного бюджету в IV кварталі компенсували їх стримане зростання всередині року, що забезпечило їх приріст на 20% р/р у цілому за 2016 рік.

Видатки

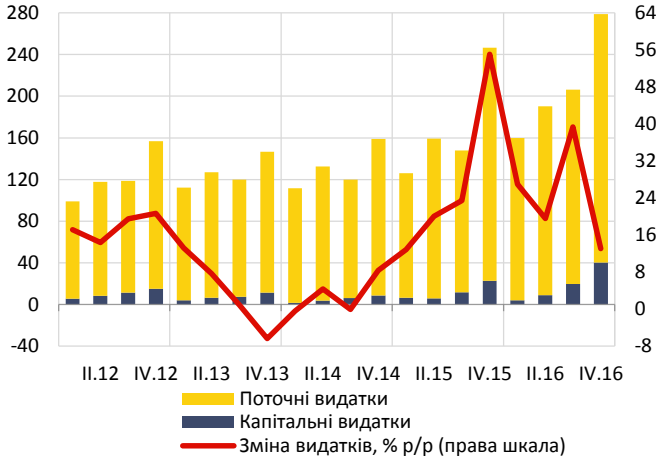
Попри традиційне нарощення видатків зведеного бюджету наприкінці року, їх зростання в річному вимірі в IV кварталі 2016 року сповільнилося. Це відбулося за рахунок поточних видатків (до 6.5% р/р), зокрема обслуговування боргових зобов'язань. Крім того, мав істотний вплив ефект бази порівняння, оскільки

Основні бюджетоутворюючі податки, % річна зміна



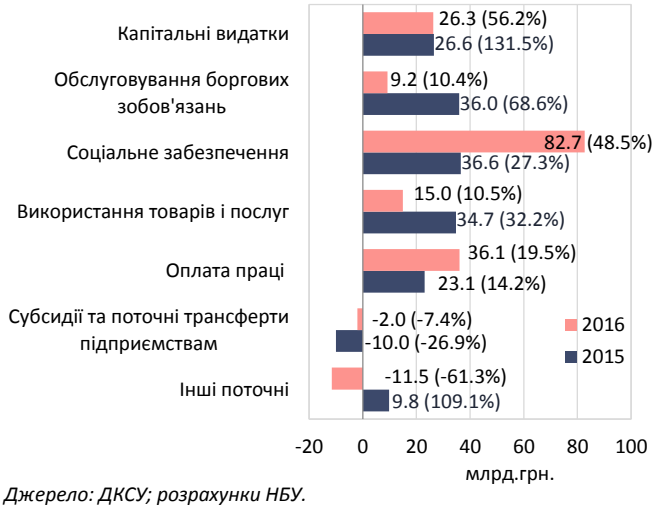
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Абсолютна та відносна річні зміни видатків зведеного бюджету за економічною класифікацією, млрд. грн. та %



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

[28] Згідно зі змінами до Податкового кодексу, що набули чинності на початку 2016 року, підприємства протягом перших трьох кварталів сплачують податок за результатами попереднього кварталу, а в IV кварталі – авансовий внесок у сумі, що еквівалентна 2/9 сплаченого податку за перші три квартали року.
[29] Як наслідок, заборгованість з відшкодування ПДВ знизилася до 12.2 млрд. грн. станом на 01.01.2017 з 15.2 млрд. грн. станом на 01.10.2016 та 12.9 млрд. грн. – на початок року (пік заборгованості в 2016 році сформувався станом на 01.12.2016 – 18.9 млрд. грн.).

саме в IV кварталі 2015 року відбулося стрімке збільшення видатків.

У IV кварталі очікувано скоротилися витрати на обслуговування боргових зобов'язань за рахунок зовнішньої складової[30]. Натомість збільшення витрат на обслуговування внутрішніх зобов'язань було помірним попри активізацію розміщення боргових паперів урядом, у тому числі номінованих у іноземній валюті, у попередні періоди.

Суттєво сповільнилися темпи зростання видатків на використання товарів та послуг (до 10.5% р/р) унаслідок стриманих витрат за практично всіма їх складовими. Крім того, поглибилося скорочення поточних трансфертів підприємствам та інших поточних витрат.

У IV кварталі тривало зростання видатків на соціально чутливі напрями відносно високими темпами. Трансферти до Пенсійного фонду були найбільшими в IV кварталі, хоча їх річний обсяг залишився в межах затверджених показників попри авансову сплату січневих пенсій у грудні (10.4 млрд. грн.). Також суттєво збільшено видатки на надання пільг та субсидій (на 53% р/р) з настанням нового опалювального сезону та зростанням кількості домогосподарств, які звернулися за субсидіями. Високими збереглися темпи зростання витрат на оплату праці (24.1% р/р), у тому числі за рахунок витрат на грошове утримання військовослужбовців, проте нарахування на оплату праці знизилися (на 23.4% р/р).

Обсяг капітальних видатків у IV кварталі суттєво перевищив очікування, а темпи їх зростання були високими (77.4% р/р) в умовах високої бази порівняння. Капітальні видатки здійснювалися насамперед за рахунок місцевих бюджетів (у місцевих бюджетах капітальні видатки зросли більш, ніж удвічі). Зокрема кошти спрямовувалися на поліпшення дорожньої інфраструктури.

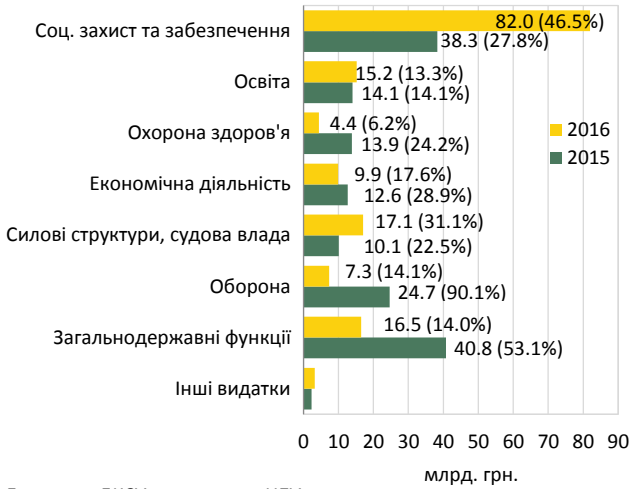
Лідерами за темпами зростання у IV кварталі відповідно до функціональної класифікації залишилися видатки на соціальний захист та забезпечення (22.6% р/р), громадський порядок і безпеку (35.4% р/р), а також за напрямом економічна діяльність (25.8% р/р).

У цілому, попри традиційне нарощення наприкінці року, спостерігалося більш рівномірне витрачання видатків протягом 2016 року порівняно з попереднім роком. У результаті річні темпи зростання видатків навіть пригальмувалися наприкінці 2016 року. Загалом видатки зведеного бюджету в 2016 році зросли на 22.9% р/р (30% р/р у 2015 році).

Сальдо

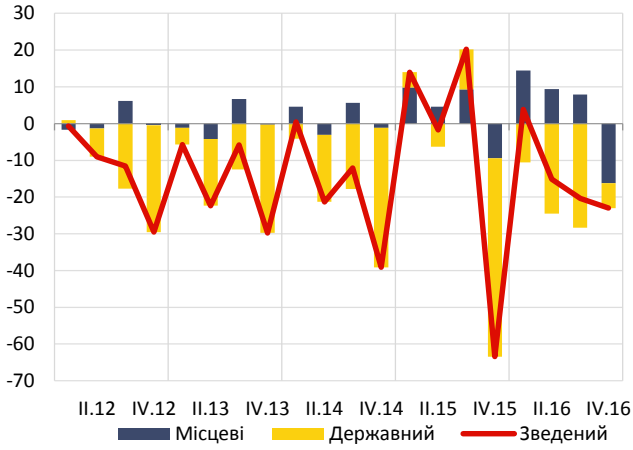
У IV кварталі від'ємне сальдо зведеного бюджету дещо збільшилося, що, у противагу минулим рокам, відбулося за рахунок місцевих бюджетів. Їх дефіцит у IV кварталі не тільки перевищив дефіцит державного бюджету, а й став найбільшим з 2012 року. Водночас завдяки формуванню незначного дефіциту державного бюджету (6.7 млрд. грн.) від'ємне сальдо зведеного

Абсолютна та відносна річні зміни видатків зведеного бюджету за функціональною класифікацією, млрд. грн. та %



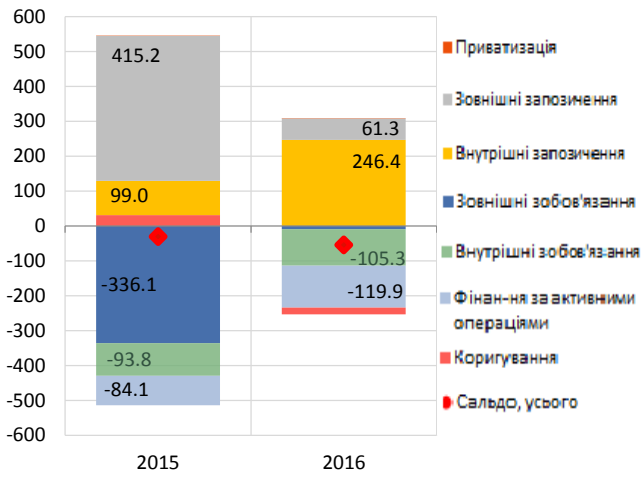
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Фінансування дефіциту зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ.

[30] У межах проведеної боргової операції з державним і гарантованим державою боргом у листопаді 2015 року МФУ здійснило випуск ОЗДП, виплати купонного доходу за якими відбуваються щопівроку (1 березня та 1 вересня).

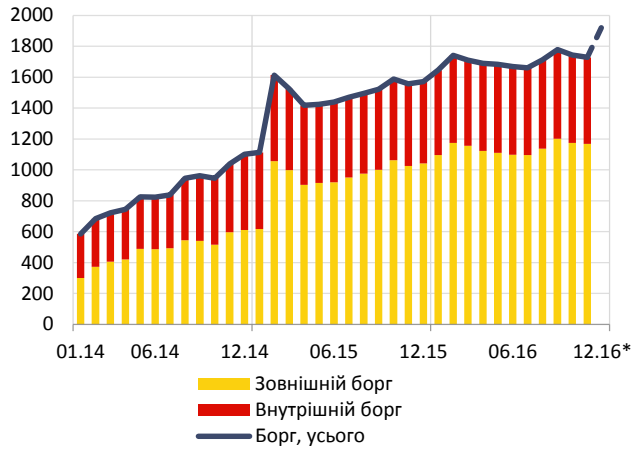
бюджету в IV кварталі було помірним та нижчим, ніж у попередні роки (23 млрд. грн.).

Річний дефіцит зведеного бюджету був сформований виключно державним бюджетом (70.1 млрд. грн.), від'ємне сальдо якого було нижчим, ніж очікувалося. У результаті, за оцінками Національного банку, критерії МВФ щодо дефіциту виконано із певним запасом.

Джерелом фінансування дефіциту головним чином були кошти, залучені за борговими операціями. Левову частку запозичень на внутрішньому ринку в 2016 році становили папери зі строком обігу понад один рік, що зменшувало навантаження на бюджет у 2016 році. Також послідовне зниження НБУ облікової ставки протягом року сприяло зменшенню вартості ресурсів, залучених МФУ на внутрішньому ринку в поточному році та відповідно витрат на їх обслуговування. Також тривало розміщення ОВДП, номінованих в іноземній валюті (3.0 млрд. дол. США за 2016 рік). Крім розміщених цінних паперів безпосередньо для фінансування дефіциту, наприкінці року здійснено випуск ОВДП для формування статутного капіталу банків (майже 107 млрд. грн.) та підтримки ФГВФО (7.9 млрд. грн.). Загалом у 2016 році на квазіфіскальні цілі розміщено цінних паперів уряду на 129.2 млрд. грн. Також були отримані кошти в результаті зовнішніх боргових операцій (під гарантії Уряду США та співпраці з міжнародними партнерами).

Усе це разом з ефектами переоцінки на тлі послаблення курсу гривні призвело до збільшення державного та гарантованого державою боргу в 2016 році.

Державний та гарантований державою борг, млрд. грн.



** оцінка НБУ.*
Джерело: ДКСУ; МВФ; розрахунки НБУ.

Основні параметри Державного бюджету України на 2017 рік

Прийнятий бюджет відображає дії уряду, спрямовані на подальше зміцнення державних фінансів. Запропоноване відносно помірне зростання як доходів, так і видатків, попри двократне підвищення МЗП. Водночас цільовий розмір дефіциту відповідає вимогам МВФ (3% ВВП) та оцінюється досяжним.

Державний бюджет розроблено на таких ключових макроекономічних параметрах:

– зростання реального ВВП – 3%;
– номінальний ВВП – 2584.9 млрд. грн.;
– ІСЦ (грудень до грудня попереднього року) – 108.1%.

Головні законодавчі зміни, які відбулися порівняно з 2016 роком та на яких ґрунтуються бюджетні параметри, включають такі:

– проіндексовано ставки рентної плати, що виражені в абсолютних значеннях за спеціальне використання лісових ресурсів, використання води, надр, непов'язаних із видобутком корисних копалин, та користування радіочастотним ресурсом на 12%;
– збільшено акцизи на алкоголь та специфічну ставку акцизу на тютюнові вироби (на 40%, адвалорна ставка залишилася на рівні 12%);
– загальне мінімальне акцизне податкове зобов'язання (стосується тютюнових виробів) зросло на 40%;
– скасовано акцизний податок на роздрібний продаж[31] пального та відповідно збільшено акциз на паливо з 171.5 євро/1000 літрів до 213.5 євро/1000 літрів (у цілому акцизне навантаження на паливо не змінилося);
– знижено рентну плату на видобування нафти та конденсату з 45% до 29% (на глибині до 5000 м) та з 21% до 14% (на глибині понад 5000 м);
– скасовано збір з операцій з купівлі іноземної валюти (2%) у готівковій формі;
– повний перехід сільськогосподарських підприємств на загальний режим оподаткування ПДВ;
– введено єдиний реєстр відшкодування ПДВ;
– підвищено МЗП до фактичного прожиткового мінімуму[32] для працездатних осіб – 3200 грн.;

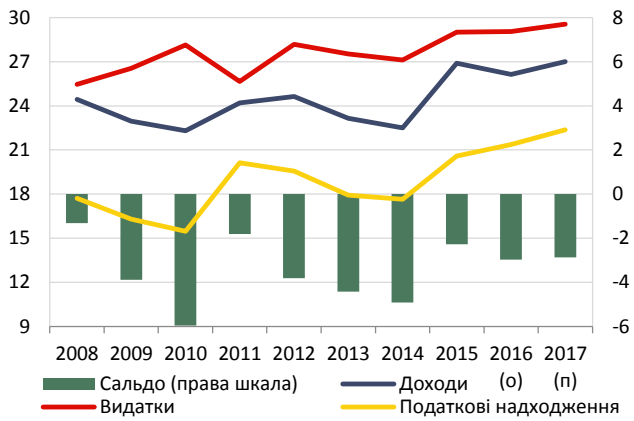
[31] До інших підакцизних товарів (алкогольних напоїв, тютюнових виробів, тютюну та промислових замінників тютюну) така зміна не застосовується та акцизний податок з роздрібного продажу в 2017 році дорівнюватиме 5% від ціни (як і в попередньому році).
[32] 11 жовтня 2016 року оновлено та затверджено уточнений набір продуктів харчування, непродуктових товарів та послуг для основних соціальних та демографічних груп населення, що застосовуються для визначення прожиткового мінімуму.

– замінено прив'язку окремих економічних величин (податкових платежів, адміністративних штрафів тощо) з мінімальної заробітної плати на прожитковий мінімум для працездатних осіб станом на 1 січня календарного року, або зменшено вдвічі коефіцієнти прив'язки в разі збереження прив'язки до мінімальної заробітної плати (насамперед стосується змін до Податкового кодексу);

– щорічний обсяг коштів державного бюджету, які спрямовуються на державну підтримку сільськогосподарських товаровиробників, у 2017 – 2021 роках становитиме не менше 1% обсягу випуску продукції у сільському господарстві. 20% такої підтримки використовуватиметься ними для закупівлі у вітчизняних виробників сільськогосподарської техніки та обладнання (2017 рік – 10%, 2018 рік – 15%);

– дотації надаються в автоматичному режимі згідно з Реєстром отримувачів бюджетної дотації пропорційно обсягу вартості реалізованої сільськогосподарськими товаровиробниками продукції за попередні 12 місяців, у 2018 році максимальний обсяг дотацій обмежено – 150 млн. грн.

Основні показники державного бюджету, % до ВВП



Джерело: ДКСУ; Закон про Державний бюджет на 2017 рік; ВВП у 2016 році – оцінка НБУ та ВВП у 2017 році – прогноз НБУ.

Доходи зростатимуть відносно помірними темпами (на 18.6% р/р) переважно за рахунок податкових надходжень на тлі подальшого економічного відновлення та податкових змін (хоча й не таких суттєвих, як у 2015 – 2016 роках). Прогнозується зростання всіх ключових податків – найбільше податку на доходи фізичних осіб, ПДВ та акцизного податку, зокрема внаслідок розширення бази оподаткування та збільшення споживання через підвищення МЗП. Водночас зростання надходжень від податку на прибуток планується достатньо помірним порівняно з 2016 роком, що знов таки пов'язано з підвищенням МЗП та, як наслідок, збільшенням валових витрат підприємств. Неподаткові надходження, на противагу 2016 року, прогнозуються вищими головним чином за рахунок більших обсягів перерахувань Національним банком (45 млрд. грн. порівняно з 38.2 млрд. грн. у 2016 році). Водночас співвідношення податкових надходжень до прогнозованого ВВП[33] збільшиться майже на 1 в. п., що може свідчити про певну оптимістичність затвердженого плану за загальними доходами.

Попри двократне підвищення МЗП, видатки зростатимуть помірно (на 16.8% р/р). Необхідне збільшення видатків на підвищення МЗП компенсується за рахунок зменшення витрат, насамперед на підтримку Пенсійного фонду. Це відбудеться через очікуване збільшення надходжень від ЄСВ через розширення бази оподаткування, а також зміни пропорцій розподілу внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування[34]. Утім, підтримка ПФ з бюджету залишається суттєвою. Крім цього, передбачена фінансова підтримка для сільськогосподарських виробників через остаточне скасування спеціального режиму оподаткування ПДВ. Як наслідок, співвідношення видатків до прогнозованого ВВП збережеться на високому рівні (29.5% ВВП).

Таким чином, визначальним у параметрах державного бюджету 2017 року стала реалізація урядової ініціативи з підвищення МЗП удвічі. Утім, за оцінками Національного банку, загальний ефект на державні фінанси від цього підвищення очікується близьким до нейтрального. Це пояснюється тим, що зростання витрат на оплату праці має компенсуватися збільшенням податкових доходів, у тому числі від ЄСВ. Також очікується певна оптимізація видатків зокрема внаслідок подальшого перегляду системи надання субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ та поліпшення стану Пенсійного фонду.

Основне фінансування дефіциту пропонується за рахунок боргових джерел, переважно внутрішніх. Передбачаються також кошти від приватизації. Утім при мінімальному рівні приватизаційних надходжень протягом останніх років, недоотримання цих коштів створює ризики нарощення державного боргу.

За оцінками Національного банку, цільовий розмір дефіциту відповідає вимогам МВФ (3% ВВП) та первинне сальдо залишається додатним (1.3% ВВП). У цілому, виконання державного бюджету та утримання дефіциту в межах цільового рівня, хоча і несе в собі певні ризики, оцінюється досяжним.

Основні параметри державного бюджету

Показники, млрд. грн.	2015	2016		2017	
	Факт	Закон	Факт	Проект 15.09.2016	Закон 21.12.2016
Доходи	**534.7**	**608.0**	**616.3**	**706.3**	**731.0**
річна зміна, %	*49.7*	*13.7*	*15.3*	*14.6*	*18.6*
Податкові надходження	409.4	502.6	503.9	588.0	606.0
річна зміна, %	*46.1*	*22.8*	*23.1*	*16.7*	*20.3*
Неподаткові надходження	120.0	87.6	103.6	101.6	107.2
річна зміна, %	*75.6*	*-27.0*	*-13.6*	*-1.9*	*3.5*
Інші доходи	5.3	17.8	8.8	16.7	17.8
Видатки	**576.9**	**681.5**	**684.7**	**775.3**	**800.0**
річна зміна, %	*34.1*	*18.1*	*18.7*	*13.2*	*16.8*
Кредитування	**3.0**	**10.2**	**1.7**	**8.6**	**8.6**
Сальдо ("-" дефіцит)	**-45.2**	**-83.7**	**-70.1**	**-77.5**	**-77.5**

Джерело: ДКСУ; ВРУ.

[33] Згідно з прогнозом НБУ, оприлюдненому в поточному Інфляційному звіті.

[34] Постанова КМУ від 26.11.2014 №675 "Про затвердження пропорцій розподілу єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування".

2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

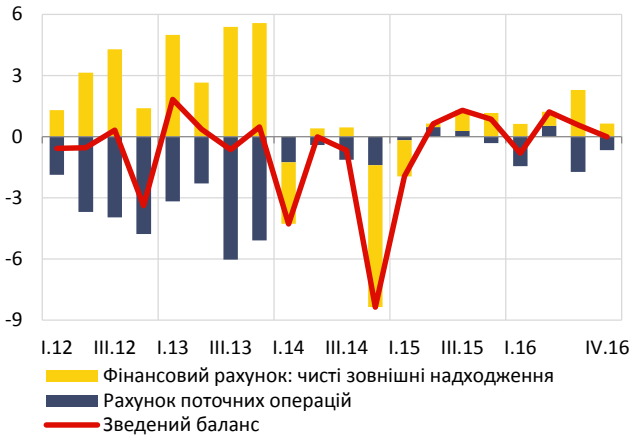
У IV кварталі 2016 року дефіцит поточного рахунку скоротився до 0.7 млрд. дол. США завдяки суттєвому зменшенню виплат за рахунком первинних доходів[35], тоді як дефіцит торгівлі товарами залишився на рівні III кварталу. Уперше з 2012 року експорт товарів у річному вимірі збільшився. Це відбулося завдяки істотному нарощенню поставок продовольчих товарів – зернових культур та олії. Водночас прискорилося зростання імпорту товарів через збільшення закупок енергоносіїв.

У цілому за 2016 рік експорт товарів знизився на 5.2% р/р унаслідок несприятливої зовнішньоекономічної кон'юнктури особливо в першій половині року та низки внутрішніх проблем з виробництвом та транспортуванням. У географічному розрізі подальше падіння насамперед відбулося через скорочення поставок до Російської Федерації та інших країн СНД. Натомість експорт до країн ЄС відновив зростання. Збільшення внутрішнього попиту насамперед інвестиційного спричинило зростання імпорту товарів на 3.8% р/р. Як наслідок, дефіцит поточного рахунку у 2016 році збільшився до 3.4 млрд. дол. США або 3.6% від ВВП.

У IV кварталі 2016 року чисті надходження за фінансовим рахунком зменшилися до 1.0 млрд. дол. США насамперед унаслідок уповільнення темпів скорочення готівкової валюти поза банками. Без урахування скорочення готівкової валюти поза банками чисті залучення приватного сектору залишилися практично на рівні попереднього кварталу. Зниження надходжень прямих іноземних інвестицій після фактичного завершення програм з рекапіталізації найбільших банків з іноземним капіталом було компенсовано скороченням відпливу боргового капіталу. В умовах відтермінування отримання зовнішнього фінансування державний сектор переважно здійснював виплати за своїми зобов'язаннями.

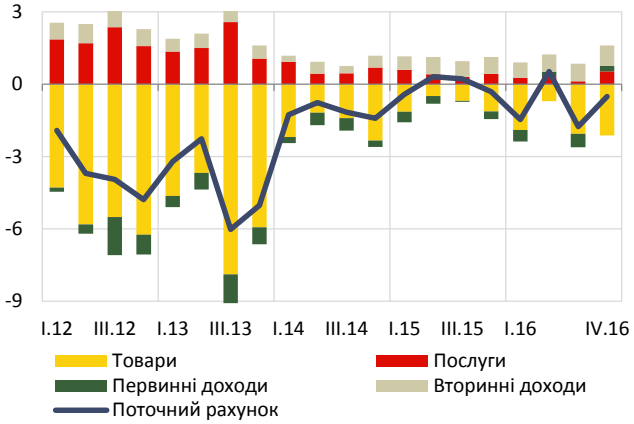
За підсумками 2016 року зведене сальдо платіжного балансу становило 1.3 млрд. дол. США, що разом з отриманням третього траншу від МВФ за програмою EFF дало змогу збільшити обсяг міжнародних резервів до 15.5 млрд. дол. США (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду[36]).

Зведений платіжний баланс, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Рахунок поточних операцій, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

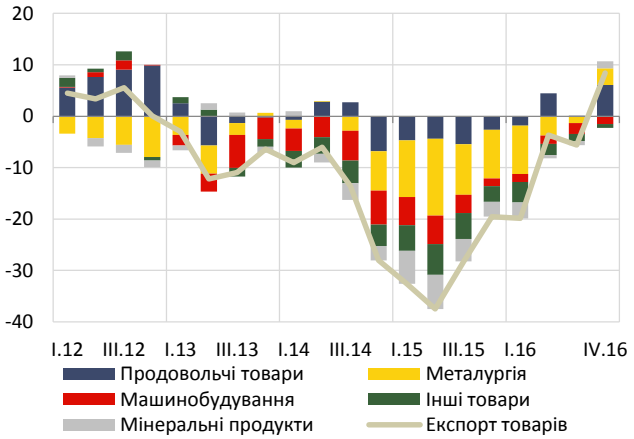
Рахунок поточних операцій

У IV кварталі дефіцит поточного рахунку скоротився порівняно з попереднім кварталом. Однак він був більшим, ніж очікувалося, унаслідок швидшого, ніж передбачалося, зростання енергетичного та інвестиційного імпорту. Динаміка експорту товарів відповідала очікуванням.

У IV кварталі уперше з 2012 року експорт товарів збільшився в річному вимірі (на 7.9% р/р) завдяки високому врожаю сільськогосподарських культур та покращенню зовнішньоекономічної кон'юнктури.

Зниження світових цін на зернові культури в IV кварталі було нівельовано істотним нарощенням фізичних обсягів експорту завдяки рекордному врожаю. Як наслідок, вартісні обсяги експорту зернових збільшилися на 1.6% р/р. Крім того, високий

Внески в річну зміну експорту товарів, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

[35] У III кварталі здійснені планові виплати відсотків за реструктуризованими ОЗДП.
[36] Обсяг міжнародних резервів у місяцях імпорту майбутнього періоду уточнено відповідно до поточного прогнозу імпорту товарів та послуг.

урожай соняшника сприяв збільшенню виробництва та відповідно експорту олії та насіння соняшника (23.7% р/р та 3.9 в. п. приросту загального експорту). Характерною рисою експорту продовольчих товарів 2016 року було істотне зростання експорту цукру завдяки виходу на нові ринки збуту, серед яких М'янма, Шрі-Ланка, Гвінея, Бенін та Ліван. Зокрема в IV кварталі експорт цукру становив 151 млн. дол. США, тоді як минулого року в цей період постачання цукру були незначними. У цілому за 2016 рік експорт цукру збільшився в 5 разів – до 230 млн. дол. США. Однак питома вага цукру в експорті продовольчих товарів залишалася доволі низькою – 3% у IV кварталі та 1.5% у цілому за 2016 рік.

Зростання світових цін на залізну руду та чорні метали сприяло нарощенню вартісних обсягів їх експорту. Так, експорт залізної руди збільшився на 24.6% р/р, незважаючи на зменшення фізичних обсягів експорту. Експорт чорних металів зріс на 14.9% р/р.

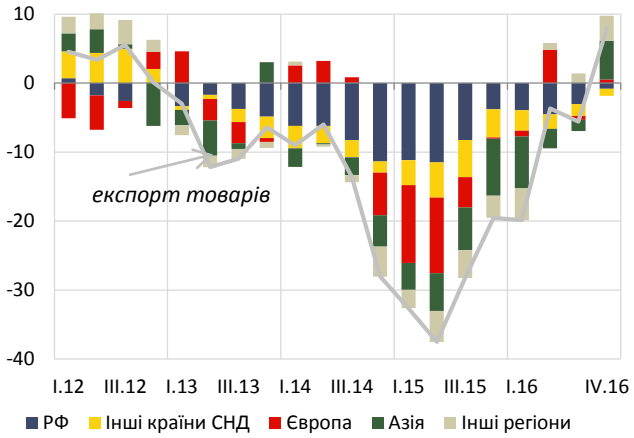
За географічною структурою країни Азії залишалися найбільшими споживачами української продукції (35.1%). Експорт до регіону в IV кварталі збільшився на 17.5% р/р за рахунок нарощення поставок зернових культур, які становили близько 30% від загального експорту до регіону. Іншими товарами, що мали найбільшу питому вагу, були жири та олія (23%) і чорні метали (17%). Частка країн Європи в загальному експорті товарів залишалася високою – 31.5%, експорт до регіону збільшився на 1.5% р/р. Водночас відбулося скорочення поставок зернових культур, частка яких знизилася до 10%. Найбільшу питому вагу в експорті до країн Європи мали чорні метали (21%), руди, шлаки та зола (11%), жири та олія (9.4%). Водночас частка країн СНД продовжила зниження та становила 17.5%. Експорт до регіону знизився на 8.9% р/р переважно за рахунок продукції машинобудування.

У цілому за 2016 рік експорт товарів знизився на 5.2% р/р як за рахунок зниження цін на окремі товари українського експорту, так і внаслідок зниження обсягів поставок окремих груп товарів. Високий урожай зернових культур сприяв нарощенню фізичних обсягів їх експорту (7.4% р/р), а поступове відновлення роботи металургійної галузі – зростанню фізичних обсягів експорту чорних металів на 6.4% р/р. Зниження видобутку залізної руди та низька конкурентоздатність продукції українського машинобудування спричинили зниження обсягів їх експорту (на 10.9% р/р та 17.8% р/р відповідно).

У IV кварталі зростання імпорту товарів прискорилося до 16.9% р/р, що перевищувало очікування, зокрема внаслідок більших поставок енергоресурсів, а також продукції машинобудування.

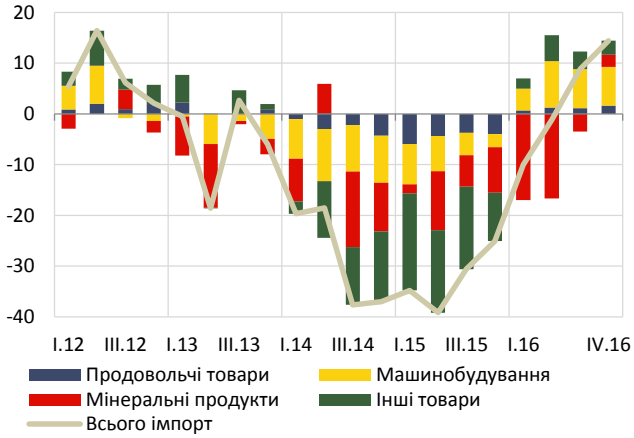
Як і попереднього кварталу високими темпами зростав інвестиційний імпорт (понад 35% р/р). Найвищі темпи зростання спостерігалися в імпорті техніки сільськогосподарського призначення. Крім того, продовжив зростати високими темпами імпорт легкових автомобілів. У цілому за 2016 рік в Україні спостерігалися найвищі темпи зростання авторинку серед країн Європи, за обсягами продажу Україна посіла 23 місце (65 тис. автомобілів), що однак є вдесятеро менше за показник 2008 року (623 тис. автомобілів). Подальше зростання реальних доходів населення та стабілізація економічної ситуації зумовлювали збереження

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



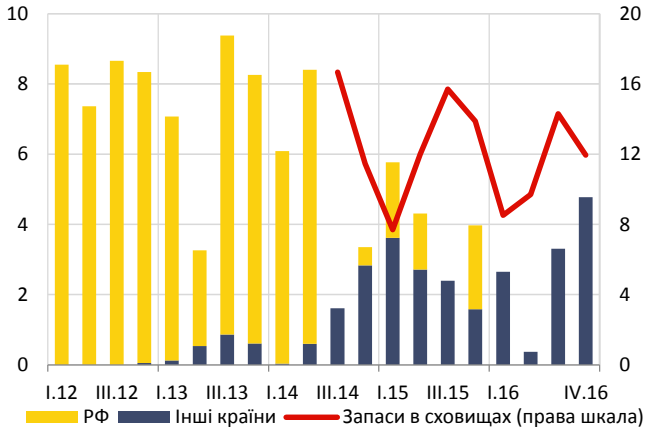
Джерело: НБУ.

Внески у річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: НБУ.

Імпорт газу, млрд. м^3



Джерело: Нафтогаз; Укртрансгаз.

достатньо високих темпів зростання імпорту споживчого призначення (13% р/р). Зокрема імпорт продовольчих товарів зріс на 17.4% р/р, промислових виробів – на 14.4% р/р.

У IV кварталі вперше з 2014 року збільшився енергетичний імпорт (11.3% р/р). Проведення збиральної кампанії прискореними темпами стимулювало зростання імпорту нафтопродуктів (10.8% р/р). Водночас рекордно низькі обсяги закачування газу в першій половині року та активізація закупівель приватними імпортерами зумовили зростання фізичних обсягів імпорту природного газу в IV кварталі (на 19.4% р/р). Характерною рисою 2016 року була відсутність імпорту газу з території РФ – він здійснювався виключно з країн Європи, зокрема зі Словаччини – 9.1 млрд. м^3, Угорщини – 1 млрд. м^3; Польщі – 1 млрд. м^3.

За географічною структурою останні три роки країни Європи були основними постачальниками товарів до України (41.5% імпорту в IV кварталі), у тому числі за рахунок диверсифікації джерел постачання природного газу. Частка мінеральних продуктів у імпорті з країн Європи збільшилася до 27%, близько 27% становила продукція машинобудування. Питома вага імпорту з СНД знизилася до 24.4%, основними товарами були нафтопродукти (29%), вугілля (10%) та продукція машинобудування (16%). Найбільшу частку в імпорті з країн Азії (19.9% від загального експорту) займала продукція машинобудування (45%).

У цілому за 2016 рік імпорт товарів збільшився на 3.8% за рахунок зростання внутрішнього інвестиційного та споживчого попиту. Вартісні обсяги імпорту продукції машинобудування збільшилися на 37.9% р/р, а продовольчих товарів – на 13.4% р/р. Водночас великі накопичені запаси газу в сховищах на початку 2016 року (13.9 млрд. м^3) спричинили скорочення фізичних обсягів імпорту газу (на 32.4% р/р).

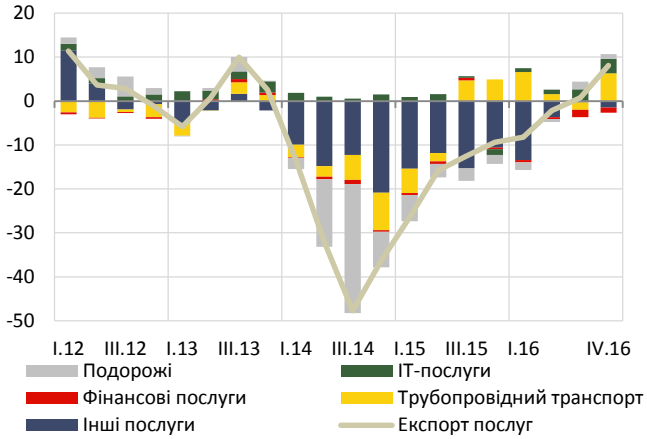
У IV кварталі додатне сальдо торгівлі послугами (533 млн. дол. США) збільшилося порівняно з аналогічним періодом попереднього року, що перевищило наші очікування.

Обсяги експорту послуг у IV кварталі зросли на 6.3% р/р завдяки суттєвому збільшенню транзиту газу до європейських країн (на 33.5% р/р). Водночас збільшилась кількість туристів, що зумовило зростання обсягу експорту послуг за статтею “подорожі” на 15.0% р/р у IV кварталі. Також високим залишилося зростання експорту IT-послуг (на 10.2% р/р). Однак покращення динаміки експорту послуг протягом року не компенсувало суттєвого його падіння в I кварталі 2016 року. Як наслідок, у цілому за 2016 рік експорт послуг знизився на 0.8% р/р.

Подальше пожвавлення економічної активності та поліпшення споживчих настроїв населення стимулювали зростання імпорту послуг на 3% р/р у IV кварталі, зокрема транспортних та за статтею “подорожі” (на 20.2% р/р та на 10.5% р/р відповідно). У цілому за 2016 рік імпорт послуг збільшився на 4.1% насамперед за рахунок вищезазначених статей.

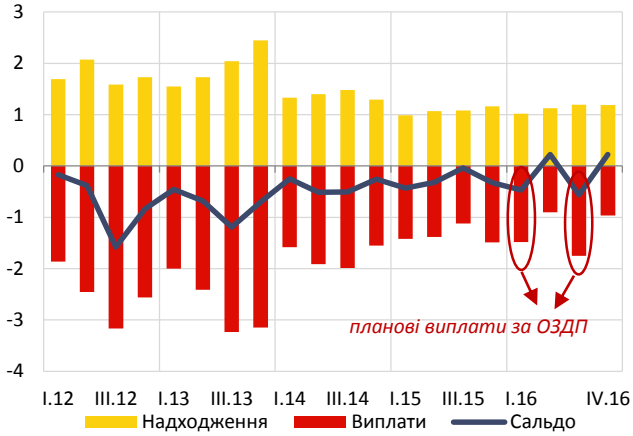
Виплати за рахунком первинних доходів у IV кварталі скоротилися до 1 млрд. дол. США (з 1.8 млрд. дол. США у III кварталі) через піврічні виплати відсотків за

Внески в річну зміну експорту послуг, в. п.



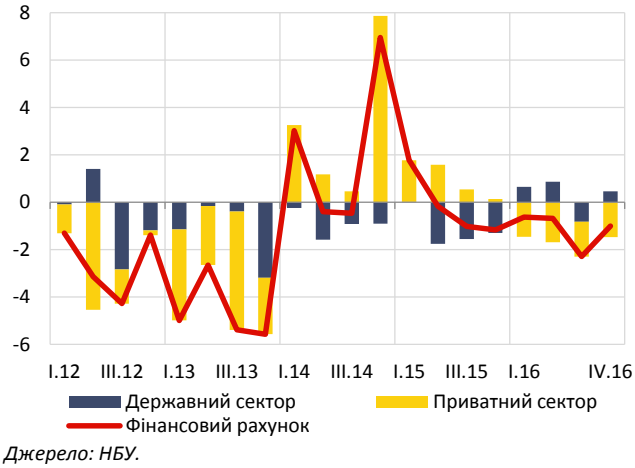
Джерело: розрахунки НБУ.

Рахунок первинних доходів, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

реструктуризованими ОЗДП[37]. Як наслідок, у IV кварталі було сформовано додатне сальдо первинних доходів (141 млн. дол. США).

Баланс вторинних доходів у IV кварталі було зведено з профіцитом 799 млн. дол. США. Відбулося зниження приватних грошових переказів в Україну (на 0.6% р/р – до 1.4 млрд. дол. США) за рахунок скорочення надходжень з оплати праці з РФ на тлі заборони в Україні низки російських платіжних систем. Однак у цілому за рік перекази збільшилися на 5% до 5.4 млрд. дол. США, особливо з європейських країн та США.

Фінансовий рахунок

У IV кварталі чисті надходження за фінансовим рахунком зменшилися до 1.0 млрд. дол. США. Це насамперед відбулося через подальше скорочення готівкової валюти поза банками (0.5 млрд. дол. США) на тлі підвищення політичної напруженості, посилення девальваційного тиску на гривню та значної фіскальної експансії наприкінці року. Чистий відплив боргового капіталу з реального сектору (227 млн. дол. США) залишився на рівні попереднього кварталу через суттєві виплати за довгостроковими кредитами. Обсяги надходження ПІІ до реального сектору залишилися низькими – 170 млн. дол. США.

В умовах відтермінування отримання зовнішнього фінансування, державний сектор переважно здійснював виплати за своїми зобов'язаннями (погашення ОВДП, номінованих в іноземній валюті, що перебували у власності нерезидентів) на суму 0.5 млрд. дол. США.

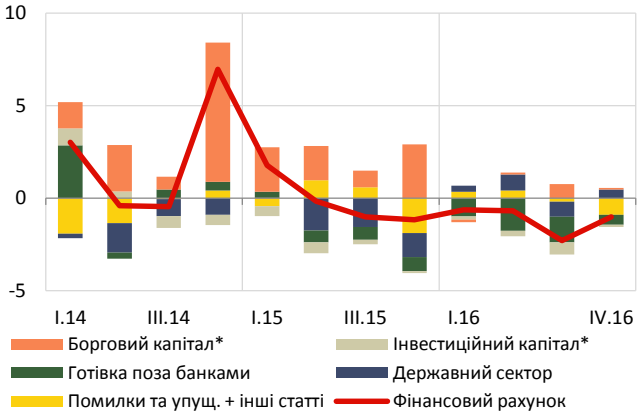
Надходження ПІІ до банківського сектору у IV кварталі також скоротилися, що було пов'язано із завершенням програм з рекапіталізації банків з іноземним капіталом. Без урахування операцій з переоформлення боргу надходження ПІІ в банківську систему у IV кварталі майже не змінилися (близько 50 млн. дол. США). У цілому за 2016 рік операції з переоформлення боргу в статутний капітал становили більше 2 млрд. дол. США. Натомість у IV кварталі[38], на відміну від попереднього, спостерігався чистий приплив боргового капіталу у банківський сектор – 141 млн. дол. США (порівняно з чистим відпливом 542 млн. дол. США у III кварталі).

У результаті роловер за довгостроковими зобов'язаннями приватного сектору зростав упродовж 2016 року і в IV кварталі без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал досяг 65%. Поліпшення роловеру спостерігалося як в банківському, так і в корпоративному секторах.

Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями[39] (%)

	2015	I.16	II.16	III.16	IV.16	2016
Банки	53	31	74	66	76	58
Реальний сектор	38	67	53	62	60	61
У цілому	44	55	56	64	65	60

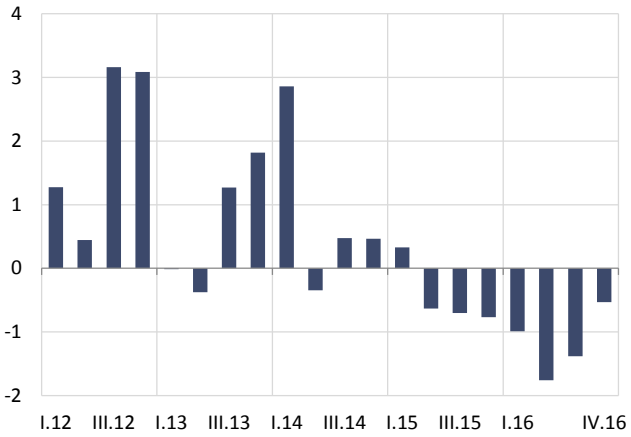
Фінансовий рахунок: окремі статті, млрд. дол. США



* без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал.

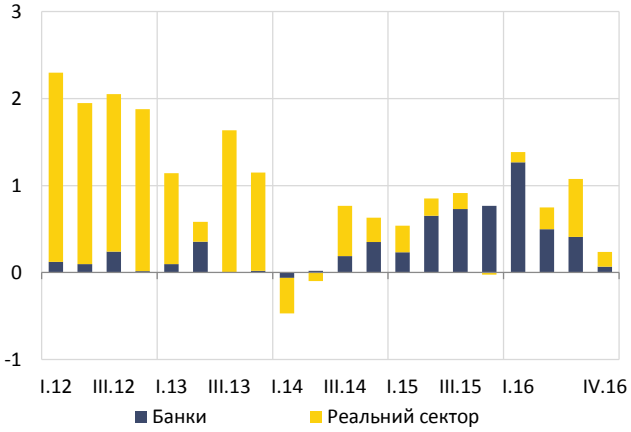
Джерело: НБУ.

Готівкова валюта поза банками: зміна обсягів, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Прямі іноземні інвестиції в Україну, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

[37] З 2016 року виплати відсотків за реструктуризованими ОЗДП відбуватимуться двічі на рік – у березні та вересні, купон становить 0.5 млрд. дол. США.
[38] Без урахування операції з переоформлення боргу в статутний капітал.
[39] Наведено дані без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал.

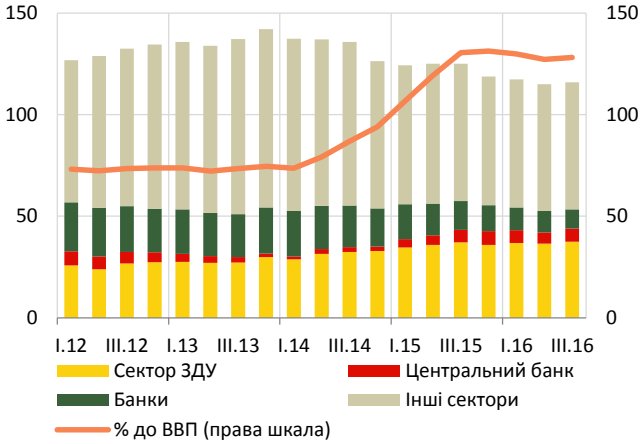
Резервні активи

Хоча профіцит зведеного платіжного балансу за підсумками IV кварталу становив 0.4 млрд. дол. США, через ефекти переоцінки міжнародні резерви майже не змінилися та станом на кінець грудня становили 15.5 млрд. дол. США (або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду).

Зовнішня стійкість

У III кварталі зростання валового зовнішнього боргу, насамперед через залучення сектору загального державного управління та центрального банку призвело до незначного погіршення окремих показників зовнішньої стійкості. Проте нарощення обсягів міжнародних резервів стало причиною покращення показників їх адекватності.

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	II.2016	III.2016
Зовнішній борг/ВВП	106.7	119.3	130.5	131.3	129.8	127.2	128.2
Зовнішній борг/експорт товарів і послуг	207.0	230.1	248.6	248.4	256.0	252.8	257.8
Короткостроковий борг/валовий борг	43.5	43.6	41.0	43.1	40.6	39.8	39.1
Короткостроковий борг/ВВП	46.4	52.0	53.5	56.6	52.7	50.6	50.1
Короткостроковий борг/експорт товарів і послуг	90.0	100.2	101.9	107.1	103.9	100.5	100.8
Відкритість економіки[40]	106.5	106.9	107.9	107.7	104.6	104.2	104.7
Резерви/короткостроковий борг	18.4	18.8	24.9	26.0	26.7	30.6	34.4
Резерви за композитним критерієм МВФ	31.9	32.9	41.9	45.2	44.8	50.1	54.3
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	81.9	84.4	102.8	103.0	96.0	102.7	112.9
Покриття резервами широкої грошової маси	22.8	22.1	29.4	32.1	33.1	33.5	38.3

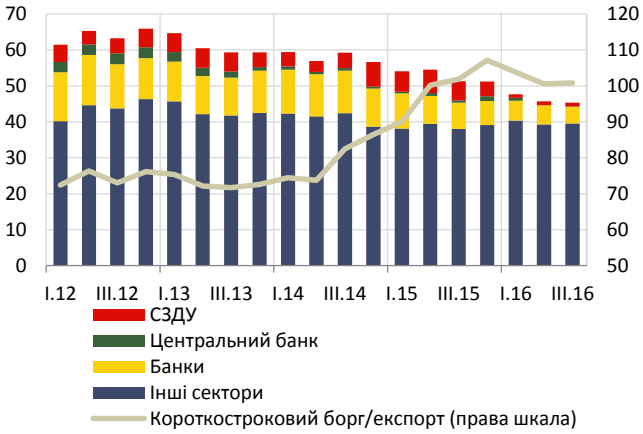
Валовий зовнішній борг України в III кварталі зріс на 1.1 млрд. дол. США – до 116 млрд. дол. США за рахунок збільшення зобов'язань сектору загального державного управління та центрального банку. Отримання третього траншу від МВФ за програмою EFF призвело до зростання заборгованості центрального банку на 1.0 млрд. дол. США. Відновлення співпраці з МВФ також дало змогу уряду розмістити єврооблігації під гарантії уряду США на суму 1.0 млрд. дол. США. У результаті, зовнішні зобов'язання сектору загального державного управління зросли на 0.8 млрд. дол. США.

Заборгованість банківського сектору продовжувала знижуватися за рахунок погашення кредитів українськими банками перед материнськими установами. Зобов'язання реального сектору практично не змінилися.

У III кварталі 2016 року короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення скоротився на 0.4 млрд. дол. США – до 45.4 млрд. дол. США. Обсяги зобов'язань уряду та центрального банку впродовж наступних 12 місяців майже не змінилися.

Заборгованість реального сектору за короткостроковим зовнішнім боргом за залишковим терміном погашення зросла на 0.5 млрд. дол. США переважно за рахунок збільшення зобов'язань за довгостроковими кредитами, що підлягають погашенню протягом року. А майбутні погашення зобов'язань банківського сектору скоротилися на 0.7 млрд. дол. США за

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



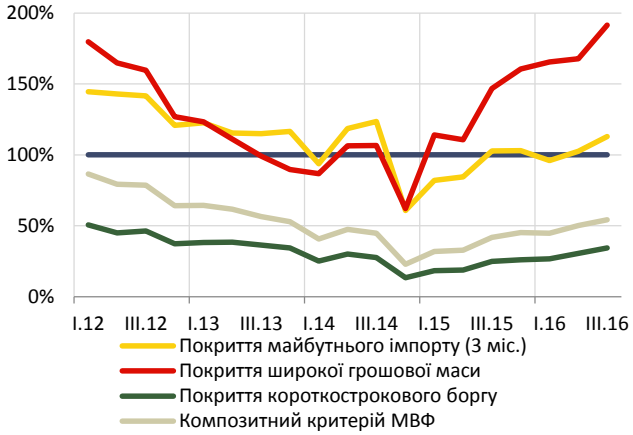
Джерело: НБУ.

[40] Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

рахунок скорочення заборгованості за міжбанківськими кредитами (операції debt-to-equity).

Подальше зростання міжнародних резервів у III кварталі (на 1.6 млрд. дол. США) дало змогу покращити показники критеріїв їх адекватності. Зокрема співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) та композитний критерій МВФ (ARA metrics) зросли до 34.4% та 54.3% від норми відповідно (з 30.6% та 50.1%). Покриття майбутнього імпорту зросло з 3.1 до 3.4 місяця. Водночас зростання критерію покриття широкої грошової маси на 4.8 в. п. було додатково обумовлено зменшенням грошової маси в доларовому еквіваленті.

Критерії достатності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

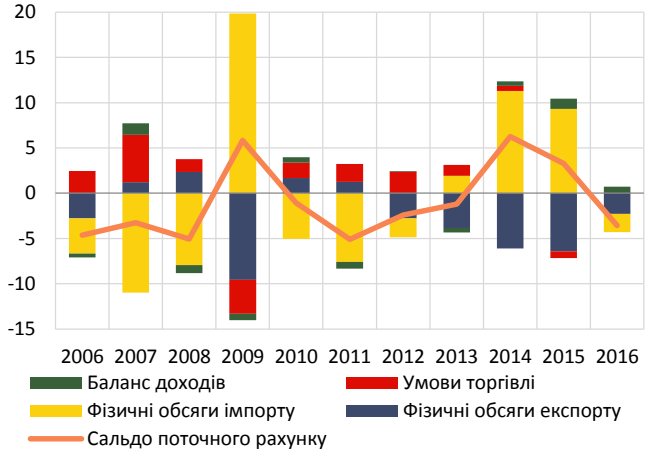
Поточний рахунок платіжного балансу України: основні тенденції останнього десятиріччя

1) **"Інвестиційний (кредитний) бум": 2005 рік – III квартал 2008 року.**

З 2005 року в Україні сформувалася модель економічного зростання на основі стимулювання внутрішнього попиту за рахунок соціально-орієнтованої фіскальної політики в умовах низького зростання продуктивності праці. За режиму фіксованого обмінного курсу це призвело до суттєвого зростання імпортної складової в споживанні. Як наслідок, з 2006 року сальдо поточного рахунку стало від'ємним та продовжувало збільшуватися до 2008 року. Але такий дефіцит повністю покривався за рахунок інвестиційних та боргових залучень приватного сектору за фінансовим рахунком.

У розрізі інвестицій та заощаджень (the savings-investment approach) основним джерелом розширення дефіциту було стрімке зростання інвестицій на тлі помірного зниження заощаджень. Такий дефіцит вважається менш загрозливим для економіки, аніж дефіцит, викликаний падінням рівня заощаджень та зниження інвестицій, особливо якщо темпи зростання реального ВВП є стабільно високими (у 2005-2007 роках середні темпи зростання становили 6.3%). Однак стрімке зростання фізичних обсягів імпорту формувало значну вразливість економіки в разі миттєвої зупинки або розвороту надходжень капіталу, особливо за режиму фіксованого обмінного курсу. Це посилювало ризики різкої та болісної корекції, яка загрожувала б фінансовій стабільності та економічному зростанню. Саме такий сценарій реалізувався наприкінці 2008 року.

Показники поточного рахунку, абсолютна річна зміна і вплив факторів, % ВВП*



** до ВВП попереднього року.*

Джерело: розрахунки НБУ.

2) Наслідки світової фінансової та економічної кризи, корекція дисбалансів: IV квартал 2008 року – 2009 рік.

Розгортання світової економічної та фінансової кризи супроводжувалося різким зниженням цін на сировинні товари, а також відпливом капіталу з країн, ринки яких розвиваються. Це мало значні негативні наслідки для економіки України: у 2009 році реальний ВВП знизився більше ніж на 15% та відбулася різка корекція номінального обмінного курсу гривні, що сприяло звуженню дефіциту поточного рахунку. Номінальна девальвація найбільше вплинула на обсяги імпорту товарів та послуг, який у 2009 році скоротився в реальному вимірі майже на 40%. Експорт у реальному вимірі продовжував зменшуватися – позитивні ефекти від девальвації було нівельовано несприятливою зовнішньо-економічною кон'юнктурою та зростанням собівартості виробництва внаслідок подорожчання енергоносіїв та імпортної складової проміжного споживання.

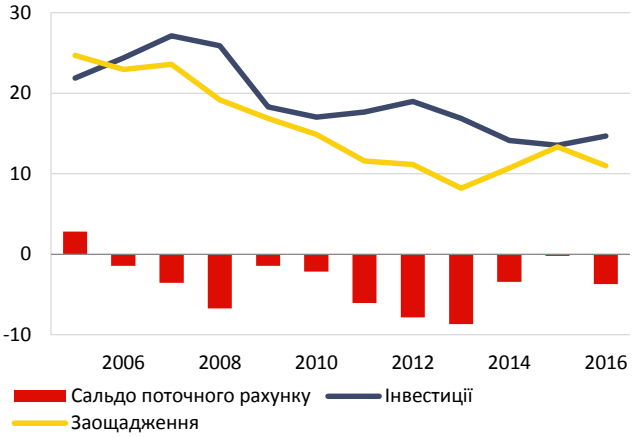
У розрізі заощаджень та інвестицій корекція відбулася за рахунок зниження інвестицій, яке було більш суттєвим, ніж скорочення заощаджень. Згідно з економічною теорією, така корекція, коли одночасно зменшуються заощадження та інвестиції, є небажаною та може нести потенційні негативні наслідки для майбутнього економічного розвитку. Фактично, це надалі спостерігалося в Україні.

3) Значне розширення дефіциту поточного рахунку: 2010 – 2013 роки.

У 2010 році дефіцит поточного рахунку помірно розширився (до 2% ВВП) та стрімко збільшився у подальші роки на тлі швидкого відновлення внутрішнього попиту. У 2013 році дефіцит вже сягнув 8.7% ВВП та перевищував критичний рівень вже третій рік поспіль. На початку цього періоду визначальну роль у розширенні дефіциту відігравало зростання імпорту, тоді як з 2012 року почали скорочуватися фізичні обсяги експорту, особливо продукції АПК та машинобудування, через "торговельні війни" з Росією.

У 2011 та 2012 роках, як ознака посткризового пожвавлення економіки, відбулося зростання інвестицій, особливо державних, які були спрямовані насамперед на інфраструктурні проекти (Євро – 2012, дороги, аеропорти тощо). Традиційно вважається, що зростання інвестицій хоча й сприяє розширенню дефіциту поточного рахунку, має позитивний ефект на майбутній розвиток економіки, її потенціал для нарощення експорту та імпортозаміщення і відповідно – до покращення зовнішньої позиції в майбутньому. Однак, таке твердження на практиці виявляється вірним лише у випадку «продуктивних» інвестицій, спрямованих на нарощення потенціалу економіки. В Україні ж більше можна було говорити не про нарощення інвестицій, а про їх утримання на мінімально необхідному рівні, тоді як дефіцит поточного рахунку відображав скоріше різке зниження заощаджень внаслідок відновлення споживання. Значну роль у стимулюванні споживання відігравала м'яка фіскальна політика Уряду. Дефіцит бюджету у 2012-2013 роках становив близько 4% ВВП, а структура видатків бюджету суттєво була зміщена в бік соціальних витрат (з 2010 року частка капітальних видатків не перевищувала 10% загальних витрат, а в середньому становила тільки 7%).

Баланс інвестицій-заощаджень, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ на основі даних ДССУ.

Інтервенції з метою підтримки фіксованого режиму обмінного курсу в умовах стабільного зростання дефіциту поточного рахунку призвели до майже дворазового скорочення резервів – до 20.4 млрд. дол. США на кінець 2013 року. Таким чином, фіскальна та курсова політики того періоду спричинили накопичення значно більших дисбалансів станом на кінець 2013 року, ніж наприкінці 2008 року.

4) Потрійна (макроекономічна, банківська, валютна) криза, її наслідки та початок відновлення: 2014-2015 роки.

Політична нестабільність і російська збройна агресія в Криму та на сході України в 2014 році «запустили» потрійну кризу. В умовах значного дефіциту поточного рахунку та критично низького рівня міжнародних резервів надалі виявилося неможливим утримувати фіксований обмінний курс. Протягом 2014-2015 років гривня знецінилася відносно долара США майже втричі.

Порівняно з кризою 2008 року корекція дисбалансів не була одномоментною та відбувалася протягом майже двох років, оскільки постійно додавалися негативні чинники. Як і під час попередньої кризи, основним джерелом зменшення дефіциту поточного рахунку було скорочення фізичних обсягів імпорту.

Корекція була ускладнена дією геополітичних факторів: унаслідок збройної агресії Росії значна частина експортоорієнтованих підприємств опинилася на окупованій території, відбувся також розрив економічних зв'язків між регіонами України. На додачу Росія запровадила низку торговельних обмежень не лише на український експорт, а й на транзит українських товарів через свою територію до третіх країн. Крім того, у 2015 році погіршилися умови торгівлі через зниження цін на основні сировинні товари на світових ринках.

На відміну від 2008 року корекція відбулася не лише за рахунок падіння інвестицій (темпи падіння були значно меншими, ніж у 2008 році), але й через зростання заощаджень. З економічної точки зору більш ефективним є коригування дефіциту поточного рахунку саме шляхом збільшення рівня заощаджень, аніж падіння інвестицій.

5) Дефіцит поточного рахунку у 2016 році – свідчення відновлення припливу інвестицій чи накопичення нових дисбалансів?

У 2016 році дефіцит поточного рахунку розширився до 3.4% ВВП як за рахунок зростання інвестицій, так і через падіння рівня заощаджень. З одного боку, спостерігалося відновлення інвестиційного попиту, насамперед в аграрному секторі (про що свідчить зростання обсягів імпорту продукції машинобудування). З іншого боку, відбувалося збільшення рівня споживання, у тому числі імпортних товарів (насамперед продовольчих), що в умовах відсутності припливу капіталу позначилося на зниженні рівня заощаджень. Також на зростання дефіциту вплинуло подальше зниження фізичних обсягів експорту до Росії, яка припинила бути головним торговельним партнером для України, а її частка в загальному експорті за останні роки знизилася більше ніж втричі (до 9%).

Хоча у 2016 році відновилися позитивні тенденції в економіці, декомпозиція факторів, які формували стан поточного рахунку у 2016 році, свідчить, що економіка країни все ще залишається вразливою до зовнішніх шоків. Розширення дефіциту поточного рахунку у 2016 році є ще одним підтвердженням нелегкої задачі вибору державної політики: як стимулювати надходження інвестицій з метою забезпечення економічного розвитку в середньостроковій перспективі та одночасно сприяти зростанню рівня заощаджень з метою недопущення виникнення надмірних дефіцитів? Вирішення такого завдання має базуватися на продовженні зваженої монетарної й фіскальної політики та проведенні структурних реформ, спрямованих на зміцнення зовнішньоекономічної позиції країни.

2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ[41]

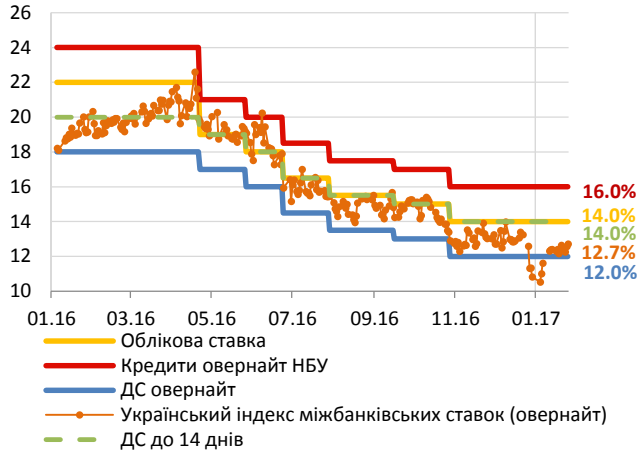
У 2016 році НБУ послідовно та досить активно пом'якшував монетарну політику. Протягом квітня – жовтня НБУ 6 разів знижував облікову ставку – з 22% до 14%. Це сприяло поступовому зменшенню вартості ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку. Знижувались і середньозважені процентні ставки за кредитами (без овердрафту) та депозитами нефінансових корпорацій та домогосподарств.

Упродовж року ситуація на валютному ринку залишалася переважно стабільною, хоча в окремі періоди спостерігалося збільшення волатильності обмінного курсу з тимчасовим зростанням девальваційного тиску на гривню. Зокрема девальваційний тиск посилився наприкінці IV кварталу 2016 року та на початку 2017 року попри загалом сприятливі фундаментальні зовнішні фактори. Головним чином, це зумовлювалося низкою ситуативних факторів, типових для кінця року (збільшення підприємствами виплат за зовнішніми кредитами, нарощення державних видатків, а також нетипово високі обсяги відшкодування ПДВ) та психологічним чинником (капіталізація Приватбанку за рахунок державних коштів). Водночас більш суттєва девальвація валют більшості країн ОТП до долара США спричинила незначне укріплення НЕОК гривні у IV кварталі 2016 року. Зазначене разом із перевищенням темпів інфляції в Україні порівняно з країнами – ОТП спричинило також зростання РЕОК гривні.

У IV кварталі 2016 року відновився квартальний приріст депозитів у національній валюті. Це відбулося за рахунок пришвидшеного зростання залишків депозитів корпоративного сектору, тоді як кошти домогосподарств збільшувалися більш помірними темпами. У річному вимірі зростання незначно сповільнилося (до 8.7%) за рахунок високої бази порівняння минулого року. Кошти в іноземній валюті за результатами IV кварталу 2016 року продовжували знижуватися.

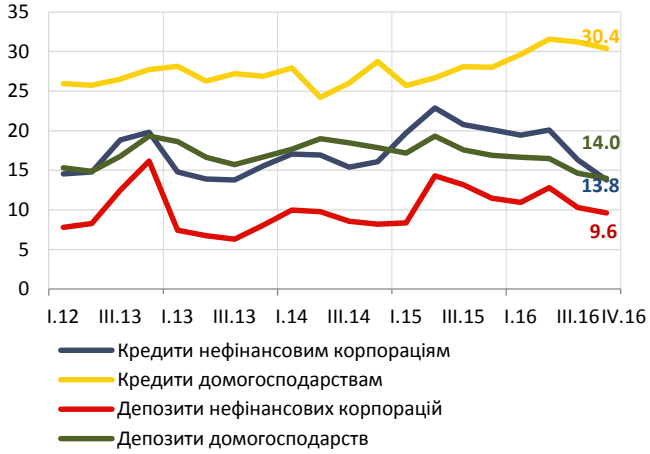
Протягом IV кварталу 2016 року посилились ознаки відновлення кредитування корпоративного сектору. Водночас, значною мірою приріст кредитів нефінансовим корпораціям у національній валюті відображав реструктуризацію заборгованості за кредитами в іноземній валюті. Крім того, слабким залишалося кредитування домогосподарств.

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок, % річних, станом на 25.01.2017



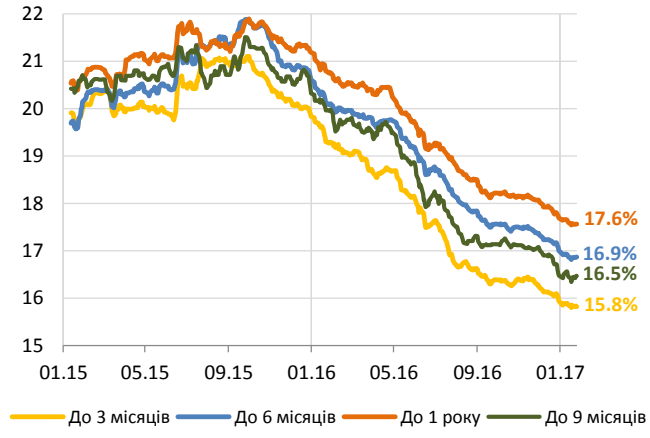
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб у національній валюті (5-денна ковзна середня), % річних, станом на 25.01.2017



Джерело: НБУ.

Процентні ставки

На початку IV кварталу 2016 року НБУ продовжував пом'якшувати монетарну політику, що проявлялося у подальшому зниженні облікової ставки. Її рівень із 28 жовтня 2016 року знижено до 14% річних. Водночас на останньому засіданні з питань монетарної політики Правління НБУ прийняло рішення залишити облікову ставку незмінною. Утримання наприкінці IV кварталу 2016 року від подальшого пом'якшення монетарної політики пояснюється зростанням ризиків для майбутньої інфляційної динаміки та досягнення цілей з інфляції у 2017 – 2018 роках. Таке рішення насамперед зумовлено необхідністю нівелювати ефекти різкого підвищення мінімальної заробітної плати, запланованого на

[41] Інформація надається за оперативними даними.

початок 2017 року. Однак були враховані й інші ризики, зокрема пов'язані з тимчасовим загостренням політичної ситуації та відтермінуванням офіційного фінансування.

У відповідь на послідовне пом'якшення монетарної політики протягом квітня – жовтня 2016 року поступово зменшувалася вартість ресурсів у національній валюті. Зокрема у IV кварталі зниження вартості міжбанківських кредитів пришвидшилося (до 14.2% з 15.7% у III кварталі). Продовжували знижуватись і середньозважені процентні ставки за кредитами (без овердрафту) та депозитами нефінансових корпорацій, що було характерне для всіх строків погашення та залучення. Вартість залучення коштів домогосподарств також поступово знижувалася, хоча й не так стрімко як нефінансових корпорацій. Це пов'язано зі значним приростом обсягів депозитів корпорацій, тоді як депозити населення зростали помірніше, а їх динаміка була більш чутлива до ситуативних факторів. Водночас, незважаючи на незначне зниження у IV кварталі, середньозважені процентні ставки за кредитами домогосподарств залишалися на достатньо високому рівні. Висока вартість таких кредитів пояснюється тим, що їх левову частку становлять споживчі та карткові кредити, які є відносно дорожчими в обслуговуванні. Крім того, попит на них характеризується низькою еластичністю до змін процентних ставок.

Послідовне пом'якшення монетарної політики сприяло зниженню в жовтні дохідності ОВДП за всіма строками обігу та зростанню попиту на середньострокові ОВДП, дохідність яких є дещо вищою. Протягом листопада-грудня середньозважена дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку практично не змінилася. Це зумовлено зниженням нагальної потреби з боку уряду в залучених коштах у національній валюті завдяки перерахуванням НБУ до бюджету та високим податковим надходженням. Крім того, наприкінці IV кварталу 2016 року Мінфін відновив проведення аукціонів із розміщення ОВДП в іноземній валюті.

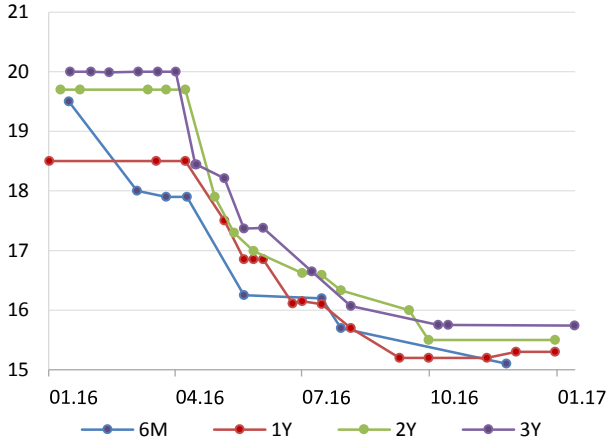
Значні обсяги розміщення Мінфіном гривневих ОВДП для поповнення статутного фонду Приватбанку зумовили зниження їх середньозваженої дохідності у IV кварталі до 7.8% (10.3% у III кварталі). Також знизилася дохідність ОВДП в іноземній валюті до 6.3% (6.7% у III кварталі) за рахунок високого попиту на них.

На вторинному ринку з початку року спостерігалася стійка тенденція до зниження дохідності ОВДП у гривнях, однак у IV кварталі їх дохідність дещо зросла. Це пов'язано зі збільшенням протягом листопада-грудня попиту на ОВДП з довшим строком погашення. Зазнала змін і структура власності ОВДП. Зокрема частка ОВДП у власності НБУ знизилася на 20 в. п. з початку року до 57% станом на 01.01.2017, натомість частка у власності банків зросла на 22 в. п. до 38%.

Валютний ринок

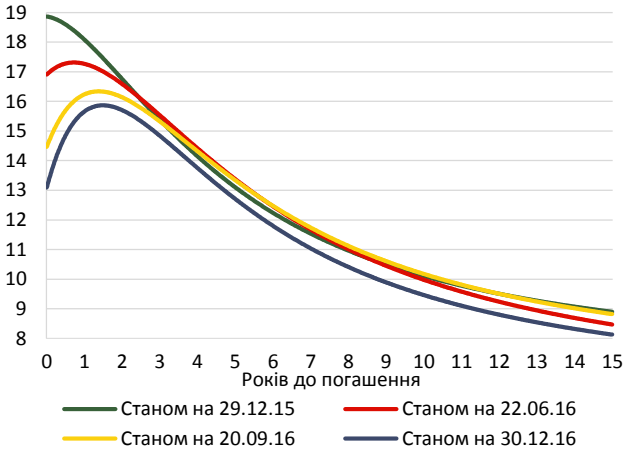
Упродовж 2016 року ситуація на валютному ринку залишалася переважно стабільною, однак наприкінці IV кварталу та на початку 2017 року посилився девальваційний тиск на гривню незважаючи на сприятливі фундаментальні зовнішні чинники (загалом високі зовнішні ціни на сировинні товари та значні обсяги експорту). Це було зумовлено поєднанням низки

Дохідність ОВДП на первинному ринку за окремими строками погашення, % річних, станом на 25.01.2017



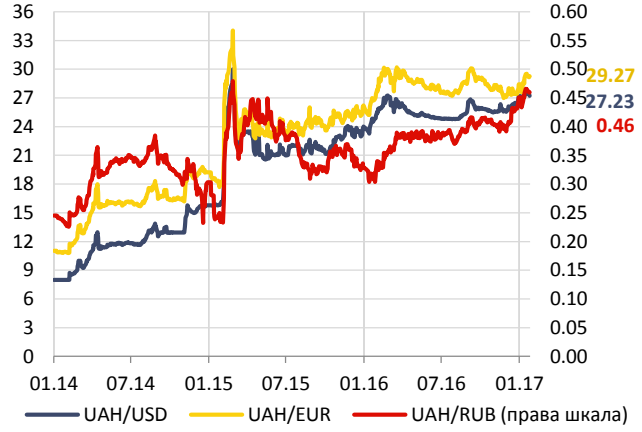
Джерело: НБУ.

Криві безкупонної дохідності за ОВДП* у гривнях, % річних



** Спот-ставки з неперервним нарахуванням відсотків, побудовані із застосуванням параметричної моделі Нельсона-Сігела.*
Додаткова інформація за посиланням
https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=8096610&cat_id=12057279
Джерело: НБУ.

Офіційний курс гривні до іноземних валют, станом на 25.01.2017



Джерело: НБУ.

ситуативних і сезонних факторів. Серед яких: типове для кінця року збільшення підприємствами виплат за зовнішніми кредитами, нарощування бюджетних видатків наприкінці року, значне бюджетне відшкодування ПДВ, а також психологічний чинник з огляду на тимчасове посилення політичної напруги та капіталізацію Приватбанку за рахунок державних коштів.

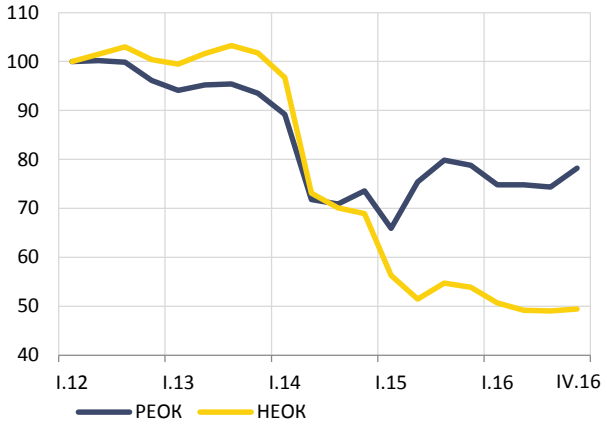
В умовах гнучкого обмінного курсу НБУ згладжував надмірні його коливання, проводячи валютні аукціони як з купівлі, так і з продажу іноземної валюти, не перешкоджаючи домінуючим трендам. Зокрема в жовтні-листопаді, незважаючи на чисту купівлю НБУ іноземної валюти, середньозважений офіційний курс гривні до долара США ревальвував на 2.2%. Водночас у грудні він девальвував на 2%, а сальдо операцій НБУ з іноземною валютою було від'ємним. Проте чисте кумулятивне додатне сальдо операцій НБУ з іноземною валютою становило 235 млн. дол. США за результатами IV кварталу 2016 року та 1.55 млрд. дол. США в цілому за 2016 рік.

Суттєвіша девальвація валют більшості країн ОТП до долара США (у середньому за квартал) призвела до незначного укріплення НЕОК гривні (на 0.8% кв/кв). Це разом із перевищенням темпів інфляції в Україні порівняно з країнами ОТП спричинило також зростання РЕОК гривні на 5.2% кв/кв. За результатами року НЕОК гривні знизився на 8%, що однак компенсувалося вищою інфляцією в Україні порівняно з країнами ОТП, внаслідок чого РЕОК гривні практично не змінився.

На готівковому сегменті валютного ринку у IV кварталі 2016 року середньоденні обсяги купівлі валюти населенням незначно зросли (до 4.3 млн. дол. США порівняно із 3.5 млн. дол. США в III кварталі 2016 року), тоді як обсяги продажу відчутно знизилися. Це пояснюється тим, що населення більш чутливе до впливу ситуативних негативних факторів. Однак у цілому сальдо купівлі-продажу іноземної валюти в IV кварталі 2016 року залишилося додатнім.

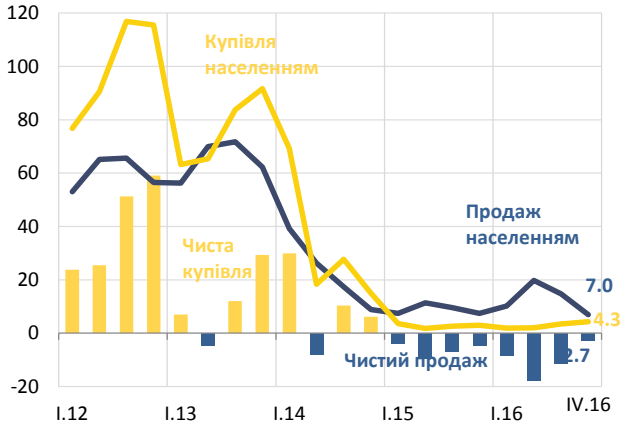
Позитивним фактором, який сприятиме детінізації валютного ринку, стало скасування у 2017 році 2% пенсійного збору з купівлі населенням готівкової іноземної валюти. Крім того, цей захід є одним із кроків на шляху до подальшої лібералізації валютного ринку та виконання Україною зобов'язань за програмою співробітництва з МВФ.

Індекс РЕОК та НЕОК гривні, за середньомісячним міжбанківським курсом, I.2012=100



Джерело: НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США



Джерело: НБУ.

Заходи НБУ з лібералізації валютного ринку та удосконалення функціонування фінансового ринку

У IV кварталі 2016 року НБУ продовжив пом'якшувати обмеження на валютному ринку та удосконалювати роботу фінансового ринку, хоча цей процес був більш поступовим, ніж у попередні періоди з огляду на тимчасові сплески курсової волатильності та посилення девальваційного тиску наприкінці кварталу. Зокрема НБУ:

– дозволив уповноваженим банкам здійснювати на фондових біржах власні операції з похідними фінансовими інструментами;

– дозволив банкам – учасникам міжнародних платіжних систем купувати та перераховувати іноземну валюту на підставі індивідуальних ліцензій НБУ;

– установив єдиний для всіх банків строк приведення загальної довгої відкритої валютної позиції у відповідність до значення встановленого ліміту;

– розширив можливості для клієнтів банків-резидентів купувати валюту на міжбанківському ринку. *Під час розрахунку залишку коштів, які не повинні перевищувати 25 тис. дол. США, не враховуються кошти, які ще є на рахунку клієнта, але будуть використовуватися в день купівлі іноземної валюти для здійснення платежів на підставі тих платіжних доручень, які не потребують включення до відповідних реєстрів;*

– усунув адміністративні бар'єри для операцій з експорту послуг. НБУ дозволив: *резидентам, які здійснюють експорт послуг (крім транспортних і страхових), прав інтелектуальної власності, авторських та суміжних прав, недотримуватися 120-денного строку, встановленого для розрахунків за цими операціями, не перекладати на українську мову документи, викладені англійською мовою, банкам використовувати копії документів, у тому числі рахунок (інвойс), в електронній формі для валютного контролю за експортно-імпортними операціями резидентів;*

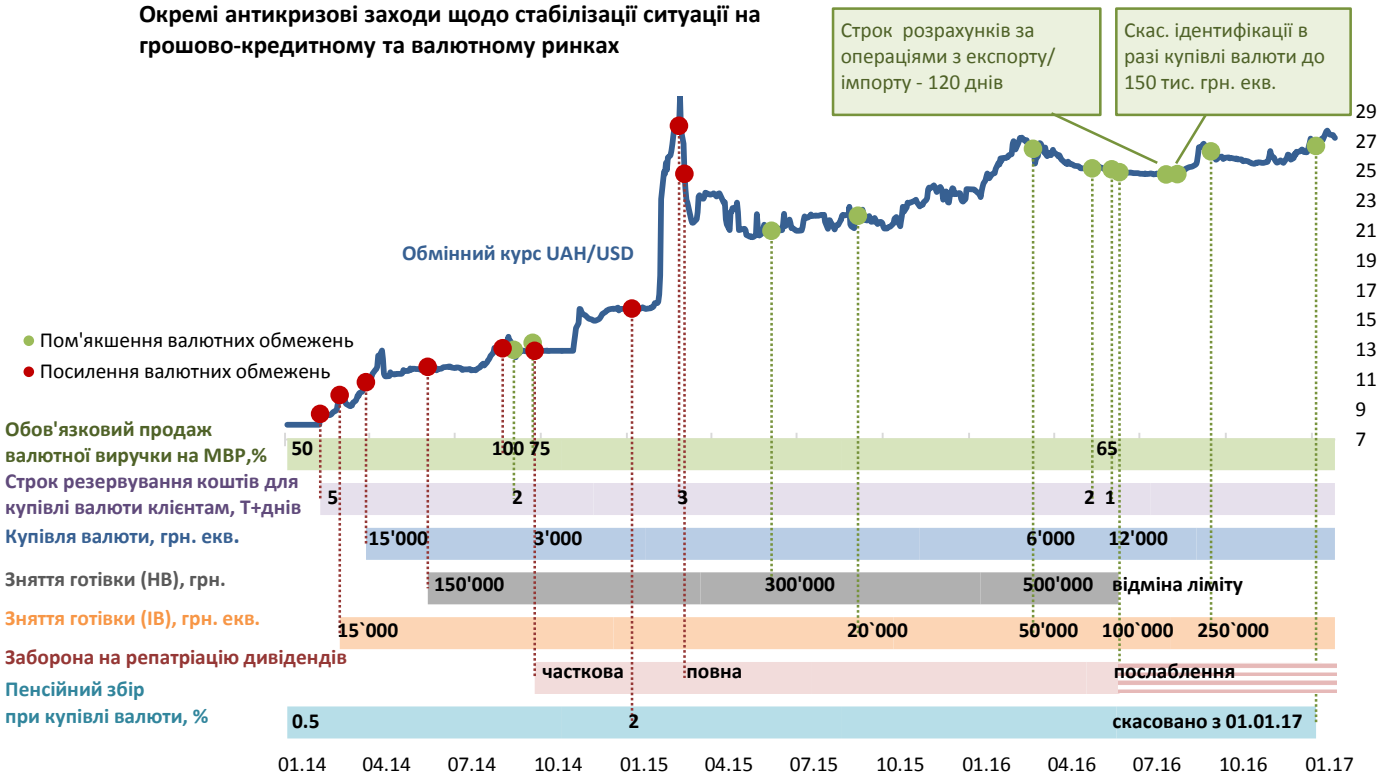
– полегшив умови для припливу кредитних ресурсів в іноземній валюті за одночасного удосконалення механізму запобігання їх відпливу за межі України. *НБУ зробив виняток із загального порядку контролю за дотриманням максимальної процентної ставки за зовнішніми кредитами або позиками, які резидент-позичальник залучає від нерезидента-кредитора за участю експортно-кредитного агентства. Водночас додатково передбачив проведення банками аналізу джерел походження коштів в іноземній валюті у резидентів (що не мають статусу фінансової установи), які мають намір використати цю валюту для надання позик нерезидентам;*

– розширив можливості банків з управління короткостроковою ліквідністю. *За умови дотримання банками умов, встановлених НБУ, вони зможуть купувати високоліквідні іноземні боргові інструменти з високим кредитним рейтингом без отримання індивідуальних ліцензій*;

– дебюрократизував проведення валютних операцій для страхових компаній. *Зокрема: скасував вимогу про обов'язкове подання перекладу, дозволив проводити валютні операції на підставі копій документів, спростив вимогу до оформлення копій документів*;

– запровадив нову форму валютних інтервенцій – запит щодо найкращого курсу. *За допомогою торговельно-інформаційної системи НБУ збирає у групи з 20 банків, відібраних за єдиним принципом, інформацію щодо ціни на купівлі/продаж іноземної валюти та укладає угоду з тим банком, який запропонував найкращу ціну.*

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



Базові гроші та ліквідність

На початку IV кварталу 2016 року звуження ліквідності банківської системи призупинилося, а в грудні спостерігалося її традиційне розширення. Зокрема в листопаді після піврічної перерви відновилося зростання середньоденних залишків коштів на депозитних сертифікатах. У грудні ця тенденція посилилася, проте за результатами кварталу вони знизилися (на 15.9% кв/кв) за рахунок суттєвого скорочення в жовтні. Натомість середньоденні залишки на коррахунках банків переважно зростали протягом кварталу (на 7.6 кв/кв).

Основним джерелом розширення ліквідності банківської системи в IV кварталі 2016 року були операції уряду, чистий вплив яких оцінено на рівні 32.3 млрд. грн.[42]. Це було зумовлено традиційно активним витрачанням бюджетних коштів наприкінці року, а також нехарактерно високими обсягами відшкодування ПДВ та авансовими виплатами частини пенсій за січень. Вплив цього чинника був різко зміщений у бік останніх днів року. Постачалася ліквідність і через валютний канал: сальдо операцій НБУ з іноземною валютою було додатним (5.8 млрд. грн.). Операції ФГВФО суттєвого впливу на зростання ліквідності банківської системи не мали.

У рамках оздоровлення Приватбанку наприкінці грудня НБУ монетизував ОВДП на суму 25.8 млрд. грн. Отримані цим банком кошти здебільшого були спрямовані на формування обов'язкових резервів та поповнення кас і банкоматів.

Головним каналом зменшення ліквідності було значне зростання обсягів готівки (на 28.6 млрд. грн.), пік якого спостерігався в грудні, як за рахунок сезонного, так психологічного факторів (на тлі ситуації з Приватбанком). Також ліквідність банківської системи знизилася через погашення банками раніше отриманих кредитів від НБУ (чисті обсяги за кредитними операціями з банками становили близько 6.0 млрд. грн.).

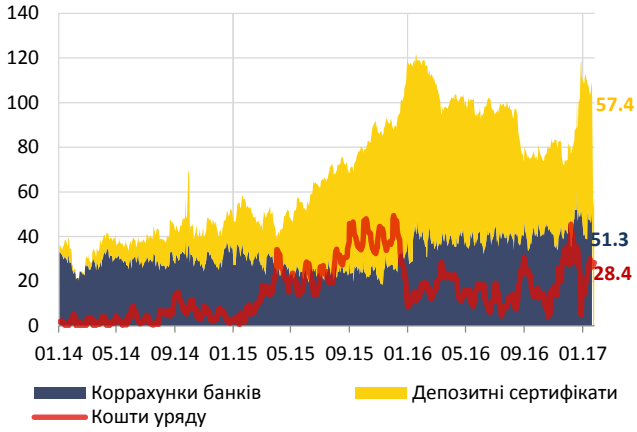
Збільшення рівня готівки значно перевищило зниження коррахунків банків станом на кінець періоду, забезпечивши приріст грошової бази в IV кварталі 2016 року (на 7.4% кв/кв). Річні темпи приросту грошової бази прискорилися до 13.6%.

Грошова маса та її компоненти

У IV кварталі 2016 року відновився квартальний приріст депозитів у національній валюті в банківській системі. Загальні залишки таких депозитів збільшилися на 6.3% кв/кв. Натомість подальше зниження залишків депозитів в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) як корпоративного сектору, так і домашніх господарств визначили низхідну динаміку загальних залишків за депозитами (на 4.7% кв/кв). Проте за рік їх рівень майже не змінився.

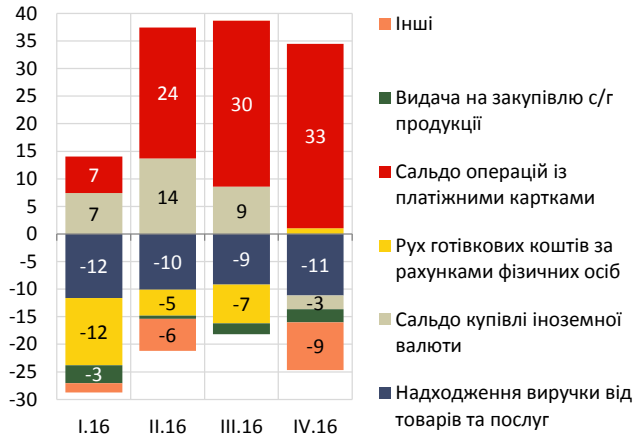
Приріст депозитів у банківській системі в національній валюті у IV кварталі 2016 року забезпечувався як за рахунок збільшення коштів корпоративного сектору (на 9.6% кв/кв), так і домашніх господарств (2.6% кв/кв). Найбільший приріст коштів

Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд. грн., станом на 25.01.2017



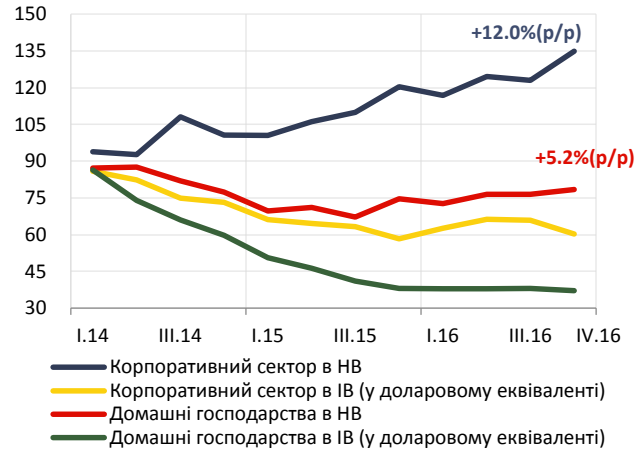
Джерело: НБУ.

Канали видачі/вилучення М0
млрд. грн., до відповідного кварталу минулого року



Джерело: розрахунки НБУ.

Депозити*, IV.2013=100



** Залишки за депозитами домашніх господарств не включають фізичних осіб-підприємців.*
Джерело: НБУ.

[42] Вплив фіскальних чинників на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на ЄКР (зростання на 0.8 млрд. грн.), перерахування Національним банком уряду перевищення доходів над витратами (38.2 млрд. грн.), платежів уряду Національному банку за своїми раніше взятими зобов'язаннями (24.2 млрд. грн.) та продажу валюти Національному банку (19.2 млрд. грн.).

зафіксовано в грудні, з огляду на значне витрачання урядом коштів наприкінці року.

За результатами 2016 року випереджаючими темпами зростали залишки на депозитних рахунках корпоративного сектору як у національній (на 12%), так і в іноземній валюті (на 3.3%). Цьому сприяло поступове пожвавлення економічної активності та поліпшення фінансових результатів підприємств. Залишки депозитів домогосподарств у національній валюті за рік зросли на 5.2% за рахунок підвищення номінальних доходів населення. Найшвидше зростали строкові кошти від одного до двох років, які протягом усього поточного року демонструють помісячний приріст, що суттєво пришвидшився з квітня. Також значно уповільнилися темпи падіння депозитів в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті). Така динаміка депозитів домогосподарств свідчить про поступове відновлення довіри як до банківської системи, так і до національної валюти. Також позитивну динаміку демонстрували і кошти на вимогу.

Така динаміка депозитів поряд із приростом готівки поза банками зумовили подальше зростання грошової маси в IV кварталі 2016 року на 4.5% кв/кв та 10.8% р/р.

Кредити

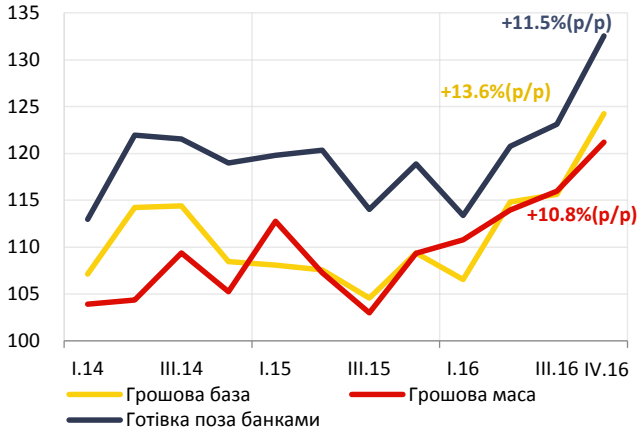
За результатами IV кварталу 2016 року загальні залишки за кредитами, наданими в національній валюті, продовжили зростати, а їх квартальний приріст (10.9% кв/кв) значно перевищував показник попереднього кварталу. Це сприяло пришвидшенню їх річних темпів приросту до 17.5%. Збільшення кредитних залишків у національній валюті в IV кварталі 2016 року відбулося за рахунок коштів корпоративного сектору (зросли на 13.2% кв/кв), тоді як кредитування домогосподарств залишалося низьким.

Найбільший приріст залишків кредитів із середини 2016 року спостерігався за запозиченнями підприємств оптової та роздрібної торгівлі, а також ремонту автотранспортних засобів і мотоциклів. Обсяги заборгованості підприємств цього виду економічної діяльності в національній валюті в листопаді досягли докризового рівня. Також стриманий приріст кредитних залишків демонстрували сільське, лісове та рибне господарства, а також будівництво та операції з нерухомим майном. Водночас кредитування підприємств інших видів діяльності залишалося млявим.

Посиленню ознак поступового відновлення кредитування корпоративного сектору сприяло як відновлення економічного зростання, так і поступове зниження банками процентних ставок за користування позичковими коштами. Однак, значною мірою, приріст залишків у національній валюті був спричинений продовженням у IV кварталі 2016 року реструктуризації заборгованості за кредитами в іноземній валюті. У цілому обсяги кредитування в іноземній валюті знизилися на 11.4% кв/кв (на 20.2% р/р).

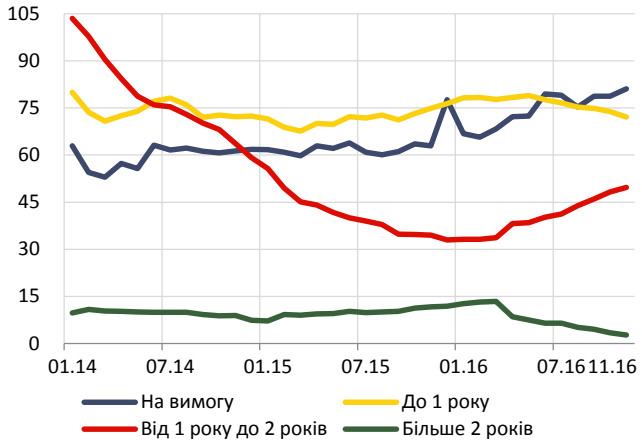
Втім збереження високих кредитних ризиків та низька платоспроможність позичальників стримували активізацію банківського кредитування. Також негативно на кредитування впливала висока частка простроченої заборгованості за кредитами в загальній сумі виданих кредитів (24.2%). І хоча

Монетарні показники, IV.2013=100



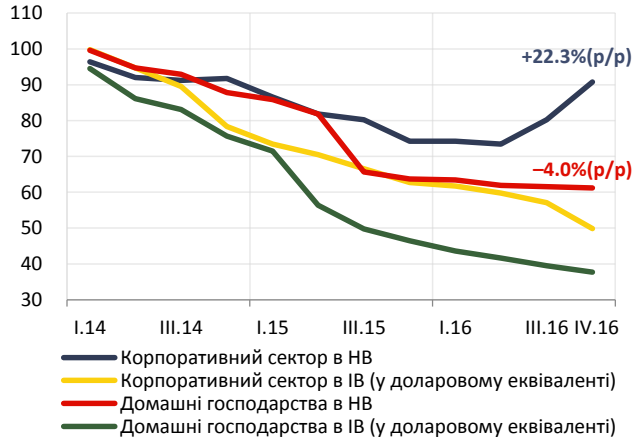
Джерело: НБУ.

Депозити домашніх господарств за строками погашення в національній валюті, млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Кредити*, IV.2013=100



** Залишки за кредитами домашніх господарств не включають фізичних осіб-підприємців.*

Джерело: НБУ.

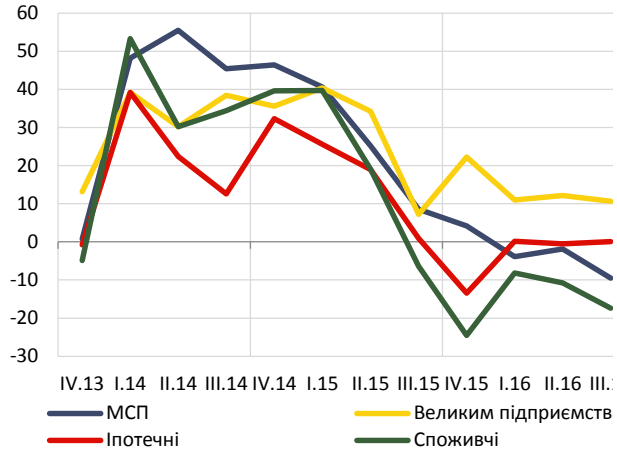
протягом останніх 4 місяців вона поступово знижувалася, її рівень залишається вищим, порівняно із початком 2016 року.

Водночас згідно з Опитуванням про умови кредитування за IV квартал 2016 року[43] спостерігалося подальше збільшення попиту на кредити як з боку корпоративного сектору, так і домогосподарств. Цьому сприяли поступове зниження процентних ставок та характерні для кожної з цих груп фактори: потреба в обіговому капіталі та необхідність реструктуризації заборгованості – для корпоративного сектору; розвиток ринку нерухомості та зростання споживчої впевненості – для домогосподарств.

Стандарти кредитування корпоративного сектору загалом залишилися без змін і зниження у сегменті кредитів МСП компенсувалося зростанням за окремими видами кредитів: короткостроковими, валютними та позиками великим підприємствам. Натомість п'ятий квартал поспіль банки відзначали пом'якшення стандартів споживчого кредитування за незмінних умов іпотечного кредитування.

У IV кварталі очікується пом'якшення умов видачі кредитів МСП та стандартів споживчого кредитування за одночасного посилення стандартів іпотечного кредитування.

Зміна стандартів схвалення кредитних заявок за типами позичальників та видами кредитів, баланс відповідей, %



Примітка: МСП – малі та середні підприємства, іпотечні та споживчі – кредити домогосподарств.
Джерело: опитування про умови кредитування.

Сегментація міжбанківського кредитного ринку[44]

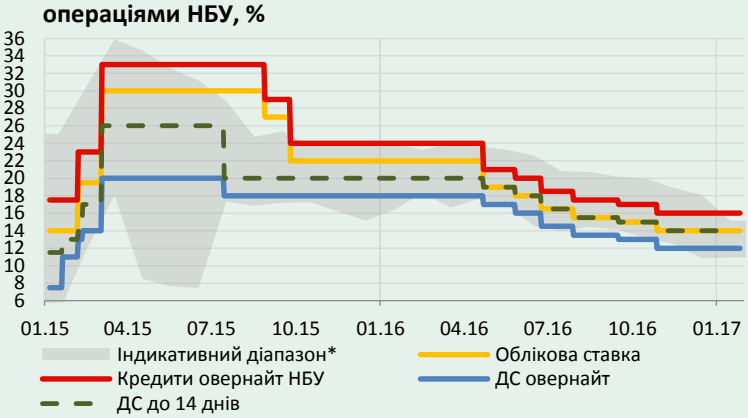
Основна функція міжбанківського кредитування полягає в перерозподілі ліквідності серед банків. Міжбанківський кредитний ринок (далі – МБКР) є першою ланкою трансмісійного механізму монетарної політики.

Світова фінансова криза 2007 – 2009 років та українська політична криза початку 2014 року суттєво вплинули на вітчизняний МБКР, зокрема знижуючи довіру між його учасниками. Так у періоди напруги на грошово-кредитному ринку зростала концентрація ліквідності банківської системи. Тобто, у ці періоди посилювалася нерівномірність розподілу ліквідних коштів серед банків: ускладнювався доступ на МБКР для малих і середніх банків, водночас як ліквідність була переважно зосереджена в найбільших банках. Як наслідок, незважаючи на значний профіцит ліквідності загалом по банківській системі, виникала потреба в підтримці ліквідності з боку регулятора для відновлення рівноваги не лише на МБКР, а і фінансової системи в цілому.

Вітчизняний МБКР є досить вузьким. Лише близько 15 банків підтримують регулярні кредитні лінії один з одним, ринок кредитів овернайт почав надавати перевагу форексним свопам. Середньоденний обсяг кредитних угод овернайт знизився з 2.4 млрд. грн. у першій половині 2015 року до 0.8 млрд. грн. у другій половині 2016 року. Середньоденна кількість угод скоротилася з 73 до 21. Водночас середньоденний обсяг угод своп овернайт у відповідному періоді збільшився з 0.2 млрд. грн. до 2.5 млрд. грн., а середньоденна кількість угод зросла з 4 до 45. Аналогічна тенденція прослідковується і для операцій строком до 1 тижня.

Восени 2016 року в структурі операцій на МБКР переважали забезпечені угоди (87%), а за терміном надання найбільшою була частка операцій до 7 днів (89%). Незабезпечені кредити залучали лише банки з найкращою репутацією, для яких найбільш характерним є профіцит ліквідності. Водночас ставки за забезпеченими угодами залишалися значно вищими, ніж за незабезпеченими. Така ситуація співставна із загальною по кредитному ринку, де протягом останніх двох років за даними опитувань про умови кредитування вартість ресурсів

Індикативний діапазон ставок на МБКР та ставки за операціями НБУ, %



** Діапазон середньомісячних процентних ставок окремих банків на МБКР без 5% найвищих та найнижчих.*

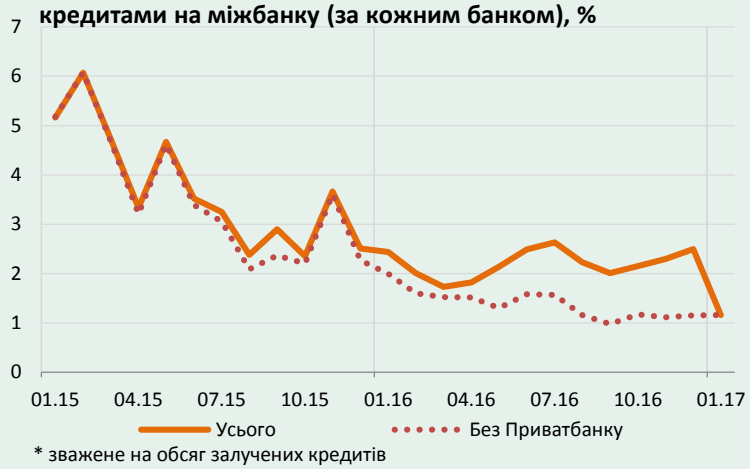
[43] Детальніша інформація розміщена за адресою: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38643735.
[44] Дані за січень станом на 20.01.2017.

зумовлюється не стільки якістю забезпечення, скільки надійністю позичальника.

Донедавна 10 найактивніших банків становили понад 70% обороту МБКР. За результатами аналізу угод і взаємозв'язків між банками на МБКР протягом вересня – листопада 2016 року були виділені такі групи банків:

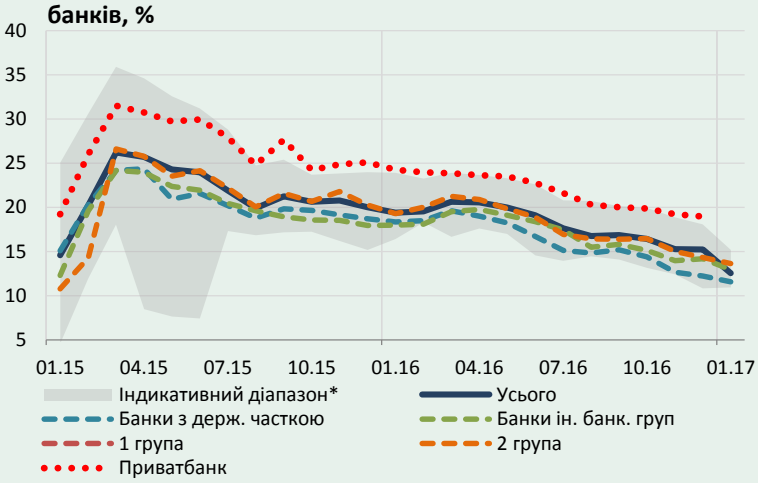
– Приватбанк – частка в загальному обсязі залучених ресурсів на МБКР становила 25% (сам банк не розміщував). Банк залучав ресурси через валютні свопи в банків-посередників. Загальний обсяг операцій на МБКР, пов'язаних із Приватбанком, оцінюється на рівні близько 70%;
– банки-посередники – частка в залучених ресурсах на МБКР становить 51%, найбільша частка яких надалі розміщувалася у Приватбанку прямо або через інші банки-посередники;
– державні та іноземні банки (які не належать до посередників) – на залучення працювали в основному за бланковими угодами, окремі з них були «первинними кредиторами» для банків-посередників;
– решта банків (середні та малі вітчизняні банки) переважно були «первинними кредиторами» (17% від обсягу надання на МБКР) банків-посередників.

Індекс сегментації процентних ставок - середньозважене* стандартне відхилення процентних ставок за отриманими кредитами на міжбанку (за кожним банком), %



* зважене на обсяг залучених кредитів

Процентні ставки за отриманими кредитами за групами банків, %



*діапазон середньомісячних процентних ставок окремих банків на міжбанківському ринку без 5% найвищих та найнижчих

Ставки на міжбанківському ринку активно реагували на зниження ключової ставки НБУ. Індикативний діапазон процентних ставок на МБКР знизився з 18 – 36% у березні 2015 року до 11 – 15% у січні 2017 року (індикативний діапазон розраховано як діапазон середньомісячних процентних ставок окремих банків на міжбанку без 5% найвищих та найнижчих ставок). Зміна операційного дизайну монетарної політики разом з очищенням банківської системи сприяли звуженню діапазону «розсіювання» процентних ставок на МБРК упродовж останніх двох років: стандартне відхилення процентних ставок (без урахування Приватбанку) скоротилося із 3 – 4% у 2015 році до 1 – 2% у 2016 році.

Більше половини угод на МБКР мали посередницький характер і були пов'язані із залученням коштів Приватбанком. Це мало вагомий вплив на вартість ресурсів на МБКР. Процентні ставки за його угодами найдовше та в найменшій мірі реагували на зміну ключової ставки НБУ. З початку 2015 року поступово розширився спред між вартістю залучення коштів Приватбанком та середньою ставкою на ринку, перевищивши в листопаді 2016 року 4 в. п. У свою чергу спред між забезпеченими та незабезпеченими кредитами на кінець листопада досяг 2.7 в. п.

Банки з державною часткою та іноземних банківських груп залучали кошти під нижчі процентні ставки. Ці ставки можна вважати найбільш «ринковими», оскільки вони здебільшого не відносилися до посередницьких схем.

Попри суттєве посилення ролі ключової ставки монетарної політики протягом 2015 – 2016 років[45], подальше підвищення ефективності трансмісійного механізму залежить, у тому числі, від розвитку МБКР. Нещодавнє прийняте рішення про капіталізацію Приватбанку за рахунок державних коштів та вже здійснені заходи з його оздоровлення сприятимуть зниженню сегментації МБКР та його функціонуванню за класичною моделлю ринка в умовах профіциту ліквідності.

[45] Детальніше в інформаційному боксі «Трансмісія ключової процентної ставки Національного банку України на фінансові ринки» за посиланням: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387.

3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

У 2017 – 2018 роках очікується прискорення зростання світової економіки. Основним імпульсом будуть фіскальні стимули, передусім у США та Китаї, на тлі поступового відновлення світових цін на сировинні товари. Натомість загрозу несуть як політичні ризики, пов'язані з невизначеністю результатів виборів в окремих країнах Європи, так і геополітичні, насамперед пов'язані із загостренням ситуації в країнах Близького Сходу (Сирії, Лівії, Ємені) та Україні.

Зокрема в окремих країнах спостерігатимуться такі тенденції:

– зростання ВВП США прискориться завдяки політиці фіскального стимулювання. Натомість збільшення бюджетних видатків та стимулювання внутрішнього попиту в умовах низького рівня безробіття збільшуватимуть інфляційний тиск, що призведе до більш жорсткої монетарної політики ФРС. Активізація економічної діяльності на тлі підвищення процентної ставки ФРС стимулюватиме приплив інвестицій до країни і відповідний відплив із країн, ринки яких розвиваються;

– темпи зростання економіки Єврозони у 2017 році уповільняться з поступовим відновленням у 2018 році. Факторами уповільнення будуть: низька інфляція, невизначеність, спричинена введенням у дію Brexit, та погіршення інвестиційного клімату через політичні події. Ці фактори на тлі уповільнення фінансування з фондів розвитку ЄС матимуть і негативні наслідки для країн ЦСЄ;

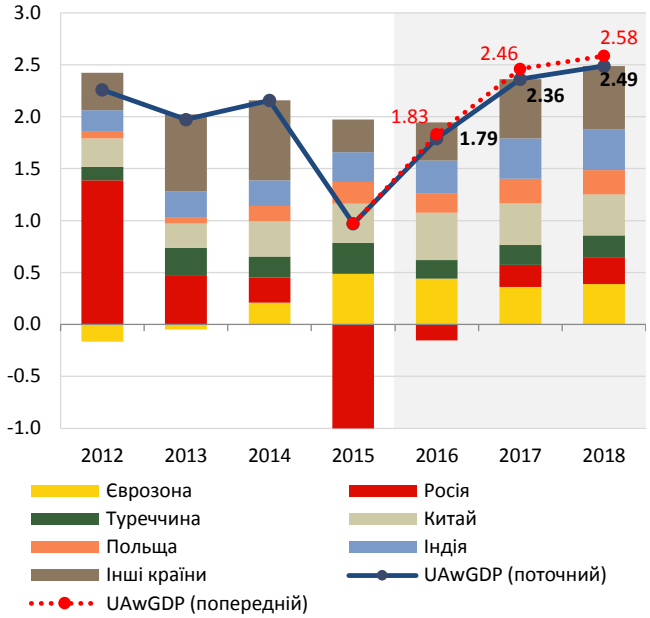
– темпи економічного зростання Великобританії у 2017 році уповільнюватимуться через невизначеності, пов'язані з процесом виходу країни зі складу ЄС. Водночас суттєвий запас міцності економіки країни, очікуваний тривалий процес виходу, а також підтримка з боку вагомого торговельного партнера – США, дадуть змогу країні мінімізувати негативні наслідки від Brexit;

– темпи зростання економіки Китаю і надалі знижуватимуться, хоча й залишатимуться одними з найвищих у світі. Високий рівень заборгованості корпоративного сектору та постійне зростання вразливості економіки Китаю до негативних шоків є головними причинами уповільнення економічного зростання. Додатковий тиск може чинити загострення політичної напруженості між Китаєм та США;

– політична нестабільність та проблеми з безпекою залишатимуться вагомими факторами, що стримуватимуть економічне зростання Туреччини. Натомість підтримку надаватимуть активізація цін на чорні метали, цінові конкурентні переваги турецьких товарів на світових ринках за рахунок суттєвої девальвації національної валюти як у 2016, так і на початку 2017 років, та часткове відновлення торговельних відносин з Росією. У результаті, економічне зростання пришвидшиться у 2017 – 2018 роках порівняно з 2016 роком, хоча й буде слабшим ніж у попередні роки;

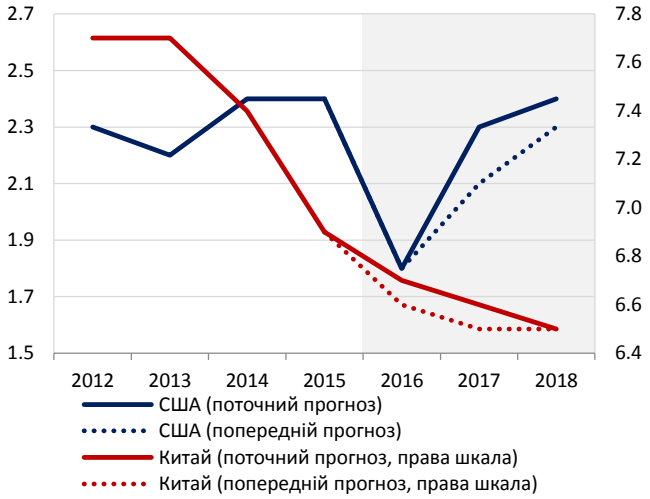
– економіка Росії поступово відновлюватиметься за рахунок стабілізації цін на нафту, поліпшення ситуації на ринках чорних металів, зменшення інфляційного тиску та відновлення внутрішнього попиту. Це матиме позитивний ефект і на сусідні країни – Казахстан та Білорусь (хоча внутрішні диспропорції залишатимуться суттєвими, що не дасть змоги Білорусі вийти на позитивний приріст ВВП у 2017 році). Обмінний курс

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



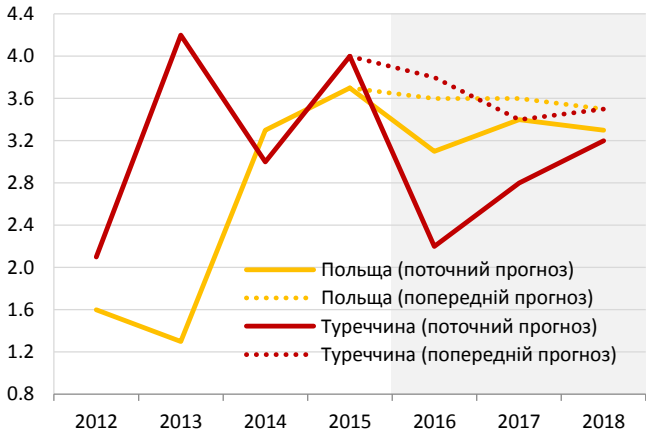
Джерело: оцінка НБУ (попередні дані) на основі даних МВФ.

Реальний ВВП США та Китаю, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

Реальний ВВП Туреччини та Польщі, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ.

російського рубля до долара США коливатиметься у вузькому діапазоні. Ревальваційний тиск з боку зростання цін на сировинні товари нівелюватиметься нарощенням центральним банком міжнародних резервів через суттєві втрати в попередні періоди.

На обмінний курс долара США до євро впливатимуть різноспрямовані фактори, що можуть підтримувати курс на поточному рівні. Основними факторами, які діятимуть у бік укріплення долара США, будуть:

– подальше підвищення процентної ставки ФРС на відміну від політики кількісного пом'якшення ЄЦБ;
– значні фіскальні стимули, які спричинять зростання інфляції та відповідно призведуть до підвищення процентних ставок за державними цінними паперами;
– політичні ризики в Єврозоні.

Водночас згідно з базовим сценарієм вагомим фактором, що стримуватиме укріплення долара в 2017 році, буде більш помірне, ніж наразі очікується ринком, підвищення ставки ФРС (двічі проти трьох разів). Такий сценарій ґрунтується на припущенні про більш помірну економічну політику нового президента США, ніж передбачалося його передвиборчою риторикою, та обережному підході ФРС до підвищення ставок.

Додатковими факторами будуть також:

– очікуване поступове згортання політики кількісного пом'якшення ЄЦБ на тлі зменшення обсягів програми з квітня 2017 року;
– активізація економічної діяльності окремих країн Єврозони, зокрема Франції, Італії, Іспанії тощо, через підвищення рівня співробітництва зі США.

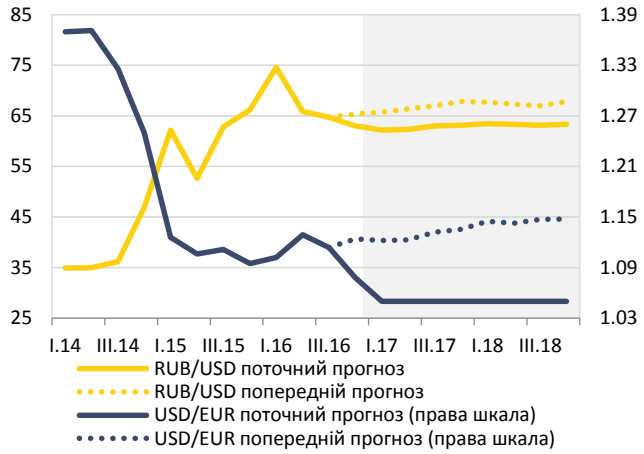
Після стрімкого зростання наприкінці 2016 року зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів у 2017 році поступово відкоригується. Однак середній рівень залишатиметься вищим, порівняно з попереднім роком, насамперед за рахунок цін на чорні метали.

Вагомим фактором впливу на цінові тенденції на світовому ринку сталі буде попит з боку Китаю та США, а також характер взаємовідносин між обома країнами. Так американські металурги очікують на зростання інвестицій у будівництво та інфраструктуру США. Разом з тим ризик торгового конфлікту між США та Китаєм може вплинути на споживання США імпортованої сталі з Китаю. Крім того, китайський експорт сталевої продукції продовжуватиме перебувати під дією введених у 2016 році обмежень з боку США, ЄС, Індії та деяких країн Латинської Америки.

У свою чергу, Китай підтвердив позицію щодо подальшого скорочення надлишкових сталевих та вугільних потужностей, незважаючи на дії окремих виробників наприкінці 2016 року з нарощення обсягів виробництва через стрімке зростання цін. Водночас значні обсяги державного фінансування інфраструктурних проектів Китаю збільшуватимуть й обсяги споживання сталі країною.

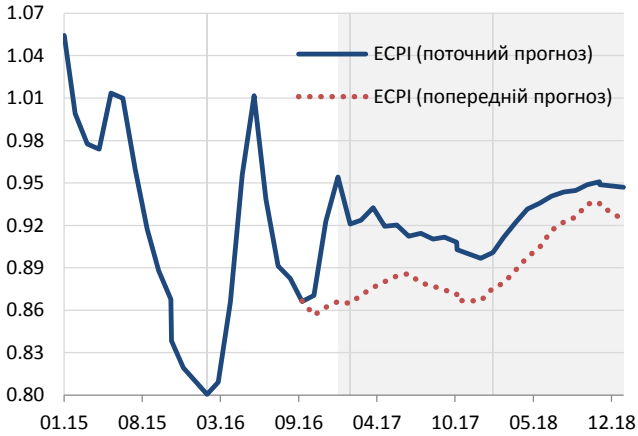
За таких умов на тлі поступового відновлення світової економіки ціни на чорні метали матимуть суттєву підтримку.

Обмінні курси долара США до євро та російського рубля до долара США, середні за період



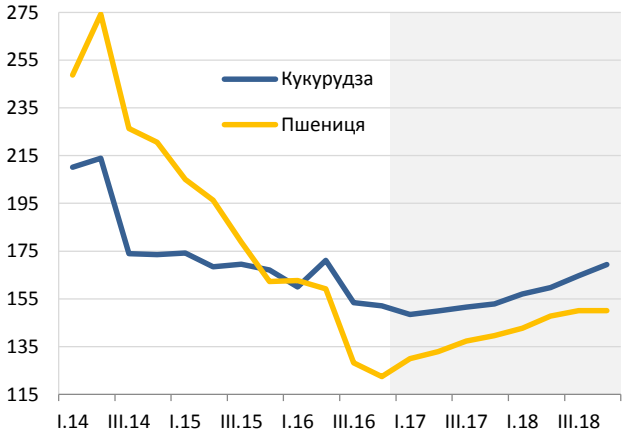
Джерело: оцінка НБУ.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ECPI)



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: оцінки НБУ на основі даних МВФ.

Ціни на зернові після піку падіння у другій половині 2016 року, незважаючи на рекордний світовий урожай, поступово зростатимуть на тлі збільшення попиту. Хоча в середньому будуть дещо нижчими, ніж у 2016 році.

На світовому ринку нафти очікується тенденція до помірного зростання цін унаслідок виконання угоди між основними виробниками нафти щодо скорочення обсягів видобутку. За нашими оцінками, ціни на нафту в 2017 році коливатимуться в діапазоні 52 - 56 дол./бар., у 2018 році – 56 - 62 дол./бар.

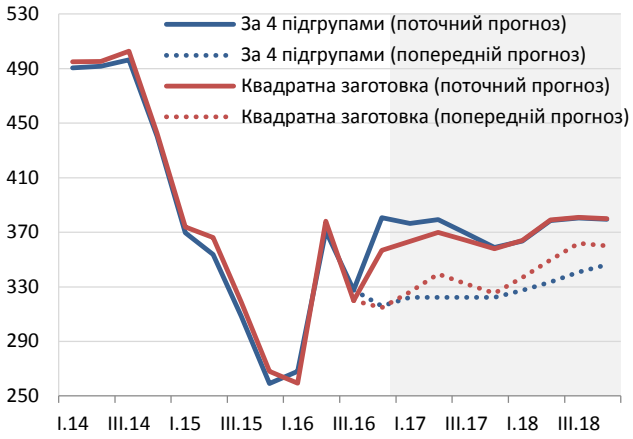
Натомість стримуватимуть ціни від суттєвого зростання:

– відновлення видобутку на сланцевих родовищах США та Канади (кількість бурових установок тільки в США за останні півроку збільшилася на 40%);
– частковий розпродаж стратегічних запасів США;
– збільшення запланованих обсягів видобутку нафти в США на 2.5% у 2017 році та ще на 3.3% у 2018 році;
– плани Ірану щодо збільшення експорту нафти за рахунок накоплених резервів;
– плани Іраку та Лівії щодо нарощення видобутку.

Світовий попит на нафту залишатиметься відносно слабким у 2017 році (за даними ОПЕК його зростання становитиме лише 1.2%) та матиме нейтральний вплив на ціни. При цьому поступове зростання попиту з боку Індії компенсуватиметься його послабленням з боку ЄС. Натомість у 2018 році очікується більш суттєве збільшення попиту як з боку країн ЄС, так і Азії.

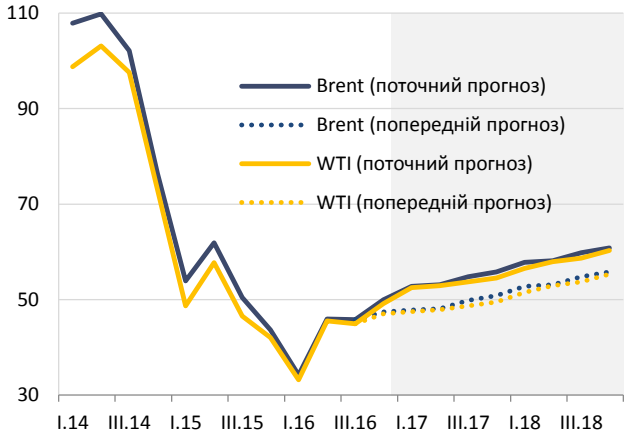
Порівняно з попереднім прогнозом, середньозважений показник річних темпів зростання ВВП країн – ОТП України зростатиме дещо помірнішими темпами[46]. Натомість світова цінова кон'юнктура буде більш сприятливою, ніж раніше очікувалося, зокрема завдяки вищим цінам на сталь.

Розрахункова світова ціна на чорні метали за 4 основними підгрупами 72 групи платіжного балансу та ціни на квадратну заготовку*, дол./т, середні за квартал



**Steel Billet Exp FOB Ukraine.*
Джерело: оцінки НБУ на основі даних Метал Експерт.

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



Джерело: оцінка 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 імпорто-ваний, за 1 м³	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зерно-вих, за т
2014	-0.2	11.4	0.8	0.9	0.6	2.4	1.33	38.3	292.5	99.1	481.5	201.2
2015	0.2	12.9	0.7	1.6	-2.8	2.4	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
2016	1.1	5.4	2.1	1.7	-0.2	1.8	1.11	67.1	194.0	43.9	298.6	153.4
2017	1.1	4.0	2.0	1.3	1.1	2.3	1.05	62.7	227.6	54.1	342.8	142.6
2018	1.4	4.0	2.0	1.4	1.3	2.4	1.05	63.3	258.4	59.1	347.8	154.0
зміна за рік, %												
2015							*-16.5*	*59.1*	*-6.3*	*-47.0*	*-30.2*	*-17.1*
2016							*0.0*	*10.0*	*-29.2*	*-16.4*	*-11.2*	*-8.1*
2017							*-5.4*	*-6.6*	*17.3*	*23.2*	*14.8*	*-7.0*
2018							*0.0*	*1.0*	*13.5*	*9.2*	*1.4*	*8.0*

** У середньому за рік.*
***Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.*

[46] Середньозважений показник річних темпів економічного зростання в країнах – ОТП України (виражений динамікою індексу UAwGDP), попри зростання на наступні роки буде меншим, порівняно з попередньою оцінкою. Зниження індексу UAwGDP було здійснено за рахунок Китаю (через скорочення його частки в торгівлі товарами), Польщі та Туреччини (через уповільнення економічної активності). Натомість США та Індія збільшили свої додатні внески.

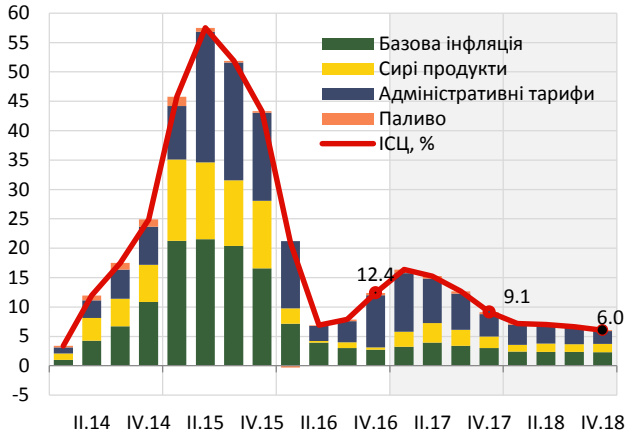
3.2. ЦІНИ

Після стрімкої дезінфляції в 2016 році споживча інфляція продовжить знижуватися на прогнозному горизонті, хоча й значно стриманіше. Прогноз інфляції залишається в межах оголошених цілей: 8% ± 2 в. п. – на 2017 рік та 6 % ± 2 в. п. – на 2018 рік. Водночас унаслідок суттєвого шоку попиту, що обумовлений двократним підвищенням мінімальної заробітної плати, інфляція на кінець 2017 року зміститься ближче до верхньої межі цільового діапазону (9.1%), але повернеться до центральної точки діапазону (6.0%) у 2018 році.

Зростання споживчого попиту та собівартості виробництва формуватиме додатковий тиск на основні компоненти інфляції у 2017 році: відповідно базова інфляція зросте до 6.3%, а інфляція сирих продуктів – до 7.0%. Зростання цін продовольчих товарів додатково стимулюватиме поступове вичерпання ефектів пропозиції, що були пов'язані з обмеженнями експорту та значним імпортом окремої продовольчої продукції. Водночас уповільнення адміністративно регульованої інфляції залишається головним фактором зниження темпів зростання загального ІСЦ в 2017 – 2018 роках.

Зниженню інфляції у 2018 році сприятимуть проведення виваженої монетарної та фіскальної політики. Базова інфляція стабілізується в межах близько 5% в умовах низької волатильності обмінного курсу і поліпшення інфляційних очікувань. Важливим для зниження загальної споживчої інфляції є те, що окремі тарифи вже були підвищені до ринково обґрунтованого рівня.

Внески компонентів у річну зміну ІСЦ, в.п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

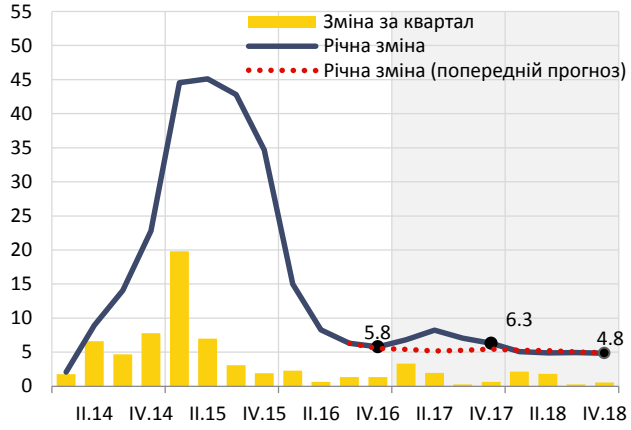
Ініціатива щодо двократного підвищення мінімальної заробітної плати буде основним проінфляційним шоком у 2017 році. Тиск на інфляцію відбуватиметься як через зростання попиту, так і через збільшення собівартості виробництва товарів та послуг. Сфера послуг, яка значною мірою представлена малим бізнесом, буде вимушена компенсувати додаткові видатки на заробітну плату найманим працівникам та неявне зростання фіскального навантаження шляхом підвищення цін.

Тому у 2017 році базова інфляція прискориться до 6.3% (з 5.8% у попередньому році). Додатковим чинником прискорення базової інфляції також будуть вторинні ефекти від прискорення продовольчої інфляції.

Факторами, що стримуватимуть базову інфляцію, у 2017 році стануть все ще високий рівень безробіття (9.1% за методологією МОП) та відносно жорстка монетарна політика.

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

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Поступове вичерпання дії факторів пропозиції (переважно через обмеження в міжнародній торгівлі), що стримували інфляцію сирих продуктів у 2016 році, стимулюватиме відновлення її темпів зростання у 2017 році. Проте основним фактором прискорення інфляції сирих продуктів до 7.0% (з 1.2% у попередньому році) є підвищення попиту з боку населення з найнижчим рівнем доходів, що є основним бенефіціаром рішення про двократне зростання мінімальної заробітної плати.

У 2018 році очікується підвищення цін на сирі продовольчі товари на 5% в основному за рахунок поступового зростання цін на продовольство на світових ринках. Проте високі показники врожайності, зокрема зернових культур, будуть фактором стримування інфляції продовольчих товарів у середньостроковій перспективі.

Підвищення адміністративно регульованих цін у 2017 році очікується в розмірі 16.9%, вони залишаться основним драйвером інфляції, формуючи найбільший внесок у зміну ІСЦ. Основним чинником їх зростання залишається збільшення вартості імпортованих енергоресурсів, що впливають на тарифи на газ, централізоване опалення та гарячу воду для населення. Стримуючим фактором для окремих тарифів ЖКГ стане анонсоване НКРЕКП зниження ціни на електроенергію для промислових споживачів, яка є вагомою складовою собівартості окремих комунальних послуг.

Очікується, що підвищення ставок акцизних зборів на тютюнову та алкогольну продукцію призведе до загального підвищення цін на ці вироби відповідно на 20% і 13% у 2017 році та на 13% і 10% – у наступному.

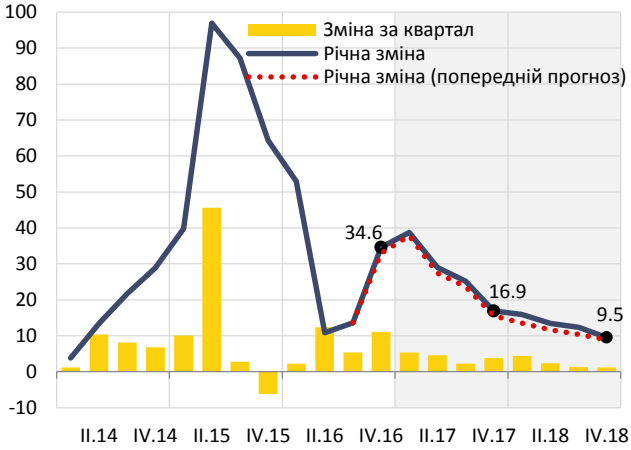
У 2018 році зростання адміністративно регульованих цін уповільниться до 9.5%, однак залишиться одним з основних чинників інфляції. Очікується, що формування та перегляд тарифів на газ, централізоване опалення та гаряче водопостачання для населення відбуватимуться регулярно згідно з динамікою цін на імпортовані енергоносії та курсу гривні.

Прогнозне зростання цін на паливо у 2017 році становить 16% та зумовлено переважно підвищенням світових цін на нафту. У подальшому зростання цін на паливо також ґрунтуватиметься на зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті з урахуванням змін у податковій політиці.

Ціни сирих продовольчих товарів, %

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

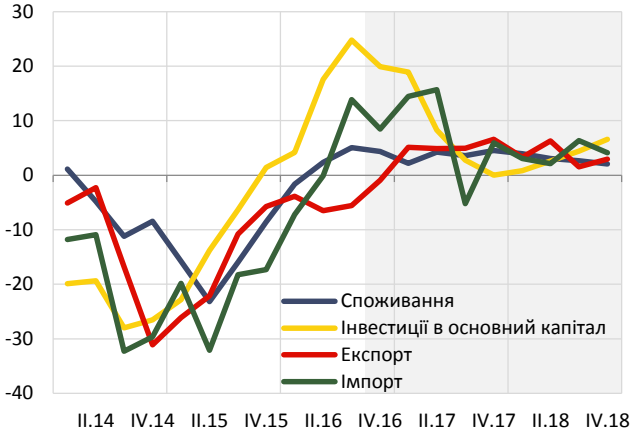
У 2017 – 2018 роках економічне зростання поступово прискорюватиметься – до 2.8% і 3.0% відповідно (2.5% та 3.5% у попередньому прогнозі). Насамперед цьому сприятимуть достатньо високі темпи підвищення споживчого та інвестиційного попиту, а також зростання експорту на тлі поліпшення умов зовнішньої торгівлі, високих обсягів урожаю минулого року та уникнення логістичних ускладнень як всередині країни, так і через територію Росії. Водночас в умовах усе ще низьких темпів потенційного зростання економіки та стриманості процесів імпортозаміщення підвищення внутрішнього попиту значною мірою задовольнятиметься імпортованою продукцією, тому внесок чистого експорту на прогнозному горизонті залишатиметься від'ємним. Одночасно рішення щодо різкого підвищення мінімальної заробітної плати призведе до зміщення характеру економічної активності з інвестиційного на споживчий.

Прогноз зростання приватного споживання у 2017 році становить 4.9%, а у 2018 році – 3.4% (у попередньому прогнозі – 3.4% і 2.6% відповідно). Прискорення відбудеться за рахунок суттєвого підвищення реальної заробітної плати, відповідно до рішення уряду про двократне збільшення мінімальної заробітної плати, що вже знайшло відображення в поліпшенні споживчих настроїв населення. Водночас негативним наслідком такого рішення, за нашими оцінками, стане зростання рівня безробіття на 1 в. п. (за методологією МОП) відносно попереднього прогнозу, що стримуватиме більш активне відновлення приватного споживання. У найближчій перспективі ми очікуємо впровадження більш жорсткої та прозорої політики уряду щодо надання субсидій на оплату послуг ЖКГ, що крім стимулів до енергозбереження, стримуватиме зростання приватного споживання в рамках наявних ресурсів домогосподарств. Пом'якшення монетарної політики після усунення надлишкового інфляційного тиску сприятиме зниженню процентних ставок в економіці, що стимулюватиме пожвавлення кредитної активності та прискорення зростання приватного споживання.

Подальше зростання рівня інвестицій в українську економіку стримуватиметься додатковими витратами бізнесу на оплату праці та її оподаткування. Відповідно у 2017 році ми очікуємо стабілізацію інвестицій на рівнях, досягнутих у другому півріччі попереднього року, що статистично зумовить зростання на 5.7% (4.3% – у попередньому прогнозі) за підсумками року. Більш стримане пом'якшення монетарної політики, що вимушений буде дотримуватись Національний банк для стримування інфляційного тиску, сприятиме уповільненню зростання інвестицій у наступному році до 4.0%.

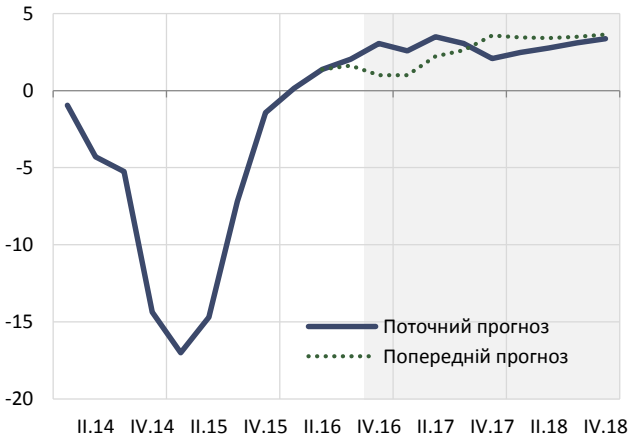
Збільшення інвестицій в основний капітал значною мірою відобразиться у підвищенні інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання. Одночасно і підвищення реальних доходів населення формуватиме додатковий попит на імпортовану продукцію. Відповідно було переглянуто оцінку зростання імпорту на весь прогнозний період: до 7.0% (з 3.9% у попередньому прогнозі) у 2017 році та до 3.9% (з 3.0%) – у 2018 році.

ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



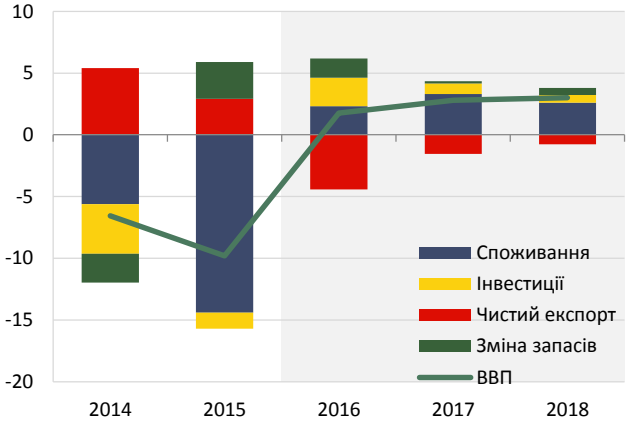
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Збільшення енергетичного імпорту зумовлюватиметься як зростанням економіки, так і необхідністю відновлювати резерви газу в підземних сховищах перед наступним опалювальним сезоном. У середньостроковій перспективі зростання енергетичного імпорту стримуватиметься як упровадженням програм з енергозбереження (переважно серед домогосподарств за умови дії економічно обґрунтованих тарифів на теплопостачання та природний газ), так і розвитком власного видобутку первинних енергоресурсів.

Сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та високий урожай зернових та олійних культур 2016-2017 років сприятиме зростанню експорту в 2017-2018 роках (5.4% та 3.5% відповідно). Водночас більш стрімке, ніж очікувалося, підвищення світових цін на основні українські експортні товари (чорні метали та залізну руду) зумовило поліпшення прогнозних оцінок зростання експорту (2.4% та 3.4% у попередньому прогнозі).

Оцінка потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

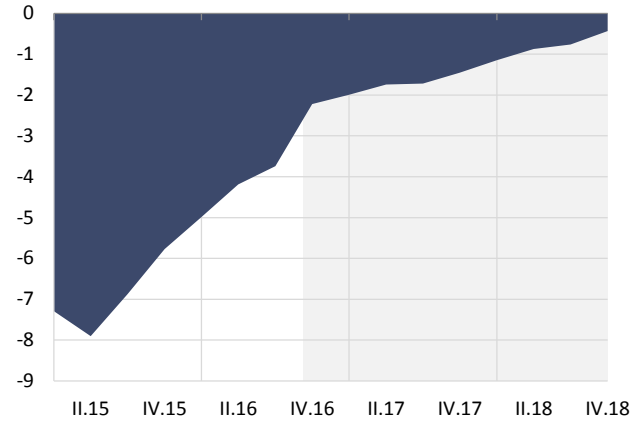
У кінці 2016 року падіння потенційного ВВП у річному вимірі продовжило сповільнюватися. Відновлення його зростання очікується на початку 2017 року, а до кінця 2018 року – пришвидшиться до 2.3%. Головним драйвером зростання залишається поліпшення сукупної продуктивності факторів виробництва внаслідок реальної конвергенції[47] економіки України до економік розвинених країн. На тлі поступового зниження ризиків ескалації військового конфлікту і прогресу в структурних реформах очікується прискорення зростання сукупної продуктивності факторів виробництва до 3%.

Однак зростання потенційного ВВП продовжує частково стримуватися недостатнім рівнем наявного капіталу. Рівень інвестицій суттєво зростав у II та III кварталах 2016 року, проте, за нашими оцінками, на прогнозному горизонті накопичення основних засобів залишається дещо нижчим за їх амортизацію. Відповідно триватиме поступове зниження рівня капіталу в реальному вимірі.

Іншим чинником, що обмежує зростання, є скорочення пропозиції робочої сили через несприятливий демографічний тренд. Також вагомим на прогнозному горизонті залишається вплив міграції. Разом з тим природний рівень безробіття залишається високим унаслідок структурних диспропорцій на ринку праці.

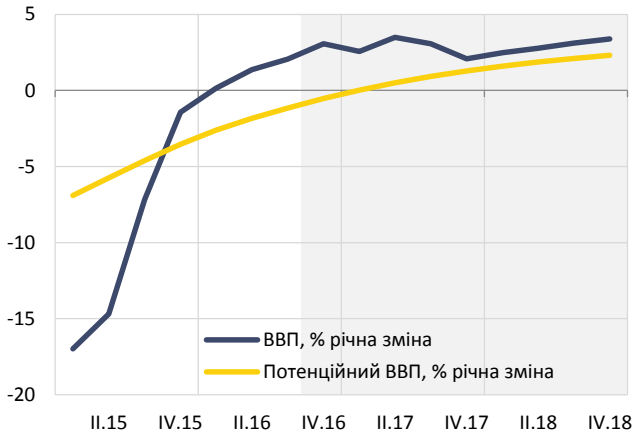
Зростання сукупного попиту в IV кварталі 2016 року відбувалося швидше, ніж очікувалося. Відповідно було поліпшено оцінку розриву випуску до -2.2% на кінець 2016 року (з -4.2% у попередньому прогнозі). Розрив ВВП продовжує скорочуватися на прогнозному горизонті, проте залишається від'ємним. Таке скорочення від'ємного розриву ВВП відображає пожвавлення інвестиційної активності та збільшення схильності економічних агентів до довгострокових споживчих рішень. Також продовжує знижуватися стримуючий вплив з боку фіскальної та монетарної політики.

Розрив ВВП, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Фактичний та потенційний ВВП



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

[47] Загалом продуктивність у країнах, що розвиваються, зростає швидше, ніж у розвинених країнах. Це зумовлено вищою дохідністю на додаткову одиницю капіталу та можливістю копіювати нові технології.

Фіскальна політика у 2017 році стане більш стимулюючою з точки зору впливу на сукупний попит (структурний дефіцит розшириться до понад 2% ВВП) та спрямованою на приватне споживання, насамперед через ухвалене рішення про підвищення мінімальної заробітної плати. За нашими оцінками, це підвищить рівень участі держави в перерозподілі ВВП на близько 1 в. п. Проте в цілому дефіцит бюджету СЗДУ залишатиметься в межах 3% ВВП через взаємне балансування за окремими статтями доходів і видатків. Зокрема зростання доходів від ЄСВ дасть змогу знизити перерахування в Пенсійний фонд із бюджету, а зростання видатків на заробітні плати в бюджетному секторі значною мірою повертатимуться до бюджету через оподаткування споживання.

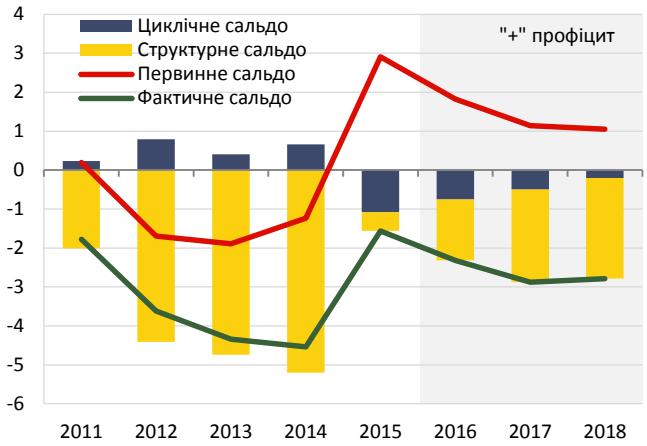
В умовах суттєвого навантаження бюджету з обслуговування державного боргу (4% ВВП) уряд продовжить дотримуватися первинного профіциту зведеного бюджету (не менше 1% від ВВП).

Зростання як податкових, так і неподаткових доходів зведеного бюджету в 2017 році значно перевищить загальний рівень інфляції. Найбільше, за нашими оцінками (понад 20%), зростуть надходження від податку з доходів фізичних осіб та акцизного збору. Проте суттєве зростання видатків на оплату праці та на інші потреби соціального спрямування (зокрема, субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ) обмежуватиме спроможності державного бюджету до здійснення інвестицій. Тому капітальні видатки будуть здійснюватися переважно за рахунок місцевих бюджетів, які накопичили значні резерви в попередньому періоді.

Після капіталізації державою найбільшого системного банку України наприкінці 2016 року квазіфіскальні ризики суттєво знизилися. На прогнозному періоді квазіфіскальні потреби з боку банківського сектору та ФГВФО будуть незначними, а НАК “Нафтогаз” не потребуватиме підтримки з бюджету у зв’язку з приведенням тарифів ЖКГ до економічно обґрунтованих рівнів.

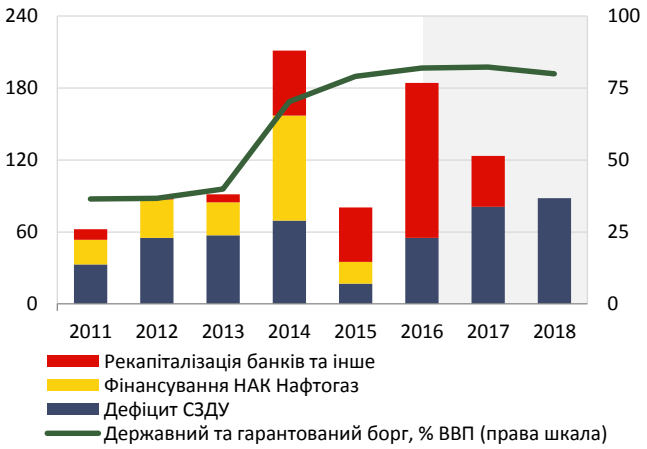
За умов реалізації такої фіскальної політики державний та гарантований державою борг у 2017 році залишиться на рівні близько 82% ВВП, а у 2018 році знизиться до 80% ВВП.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Широкий дефіцит СЗДУ, млрд. грн.



Джерело: розрахунки НБУ.

3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У 2017 та 2018 роках прогнозується збереження дефіциту поточного рахунку на рівні 2016 року. Поліпшення умов торгівлі буде компенсовано високим інвестиційним та споживчим імпортом на фоні підвищення доходів населення та помірного посилення реального ефективного обмінного курсу гривні.

Обсяги припливу капіталу за фінансовим рахунком у 2017 році очікуються майже незмінними порівняно з попереднім роком: уповільнення темпів скорочення готівкової валюти поза банками буде компенсоване чистим припливом боргового капіталу. А у 2018 році прогнозується подальше збільшення надходжень не тільки боргового, але й інвестиційного капіталу.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу у 2017-2018 роках разом із отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 27.1 млрд. дол. США, або 5.3 місяця імпорту майбутнього періоду станом на кінець 2018 року.

У 2017 році очікується збереження дефіциту поточного рахунку на рівні 3.5% ВВП (або 3.5 млрд. дол. США). Поліпшення умов торгівлі на сировинних ринках та нарощення фізичних обсягів поставок чорних металів та руди будуть компенсовані високим інвестиційним та споживчим імпортом через підвищення реальних доходів населення та помірне зміцнення реального ефективного обмінного курсу.

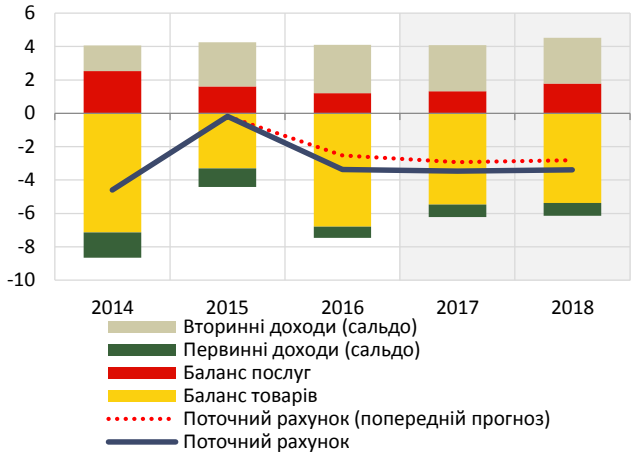
У 2017 році, вперше з 2012 року, очікується зростання експорту товарів (на 9.2%) за більшістю груп. Основним драйвером зростання буде експорт металургійної продукції як через ціни, так і завдяки збільшенню попиту з боку країн Азії. Також передбачається зростання експорту продукції машинобудування в результаті поступової переорієнтації на нові ринки збуту та експорту олійних завдяки підвищенню врожайності. Незважаючи на високий прогноз врожаю зернових у 2017 році, нижча середня ціна зумовлюватиме невелике зменшення експортної виручки.

Перегляд прогнозу щодо експорту товарів у бік збільшення було зумовлено підвищенням цін на метали та руду, а також більш високим урожаєм зернових та олійних.

У 2017 році зростання імпорту товарів очікується більш помірним (7.6%), ніж експорту і забезпечуватиметься як енергетичною, так і неенергетичною складовою (на 13.2% і 5.8% відповідно). Основним драйвером неенергетичного імпорту буде продукція машинобудування, передусім через високий попит з боку аграріїв. Крім того, передбачається збільшення імпорту продовольчих товарів у результаті поступового відновлення споживчого попиту. На відміну від інших груп, обсяги неформальної торгівлі залишаться на рівні попереднього року завдяки зниженню частки готівкових розрахунків та заходам, спрямованих на подолання "тіньового" ринку.

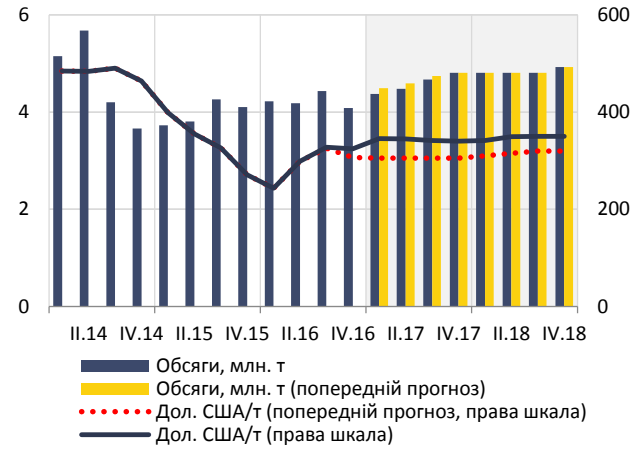
Збільшення імпорту газу і нафтопродуктів відбудеться насамперед через зростання цін на нафту на світових ринках. Також очікується збільшення фізичних обсягів імпорту газу на 0.5 млрд. м^3 до 11.5 млрд. м^3 для накопичення запасів газу в підземних сховищах.

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



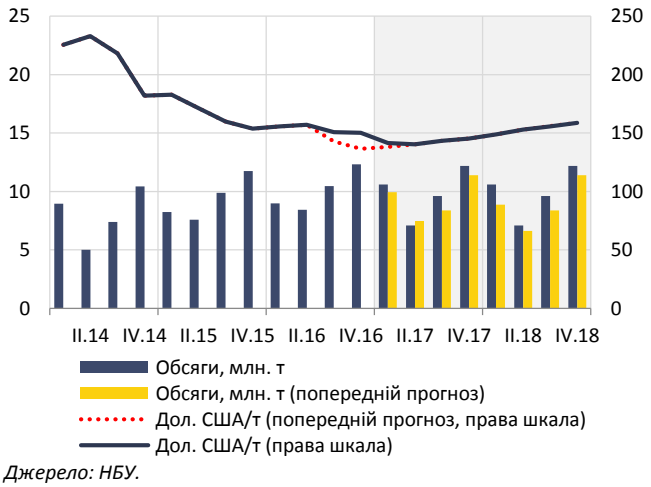
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

Підвищення імпорту товарів порівняно з попереднім прогнозом було зумовлено швидшим зростанням інвестиційного попиту та переглядом обсягів неформальної торгівлі у 2016 році.

Збільшення профіциту торгівлі послугами забезпечуватиметься зростанням експорту послуг (на 4.7%), насамперед транспортних, у результаті збільшення товарообороту та зростання ціни на транзит газу. Також очікується продовження підвищення експорту ІТ-послуг, у тому числі через спрощення процедури їх оформлення. Зростання імпорту послуг (4.2%) також забезпечуватиметься збільшенням транспортних послуг.

У 2017 році очікується зростання грошових переказів на 3.8% через збільшення кількості трудових мігрантів. Виплати за відсотками та дивідендами також зростуть у результаті подальшого послаблення адміністративних обмежень.

У 2018 році очікується збереження дефіциту поточного рахунку на рівні 3.2% від ВВП (3.4 млрд. дол. США) у результаті майже однакового зростання експорту та імпорту товарів і послуг.

У 2018 році прогнозується зростання експорту товарів на 4.1% як через подальше зростання цін на сировинних ринках, так і нарощення фізичних обсягів експорту. Найбільший внесок у зростання залишатиметься за експортом чорних металів, передусім за рахунок збільшення попиту на ринках Азії. За іншими групами товарів збільшення експорту відбуватиметься завдяки пришвидшенню темпів зростання економік ОТП.

У 2018 році зростання імпорту товарів (на 4.3%) забезпечуватиметься як неенергетичним, так і енергетичним імпортом. Зростання неенергетичного імпорту відбудеться внаслідок збереження високого споживчого та інвестиційного попиту на тлі підвищення економічної активності в Україні. Збільшення енергетичного імпорту відбуватиметься винятково за рахунок зростання цін на газ і нафтопродукти.

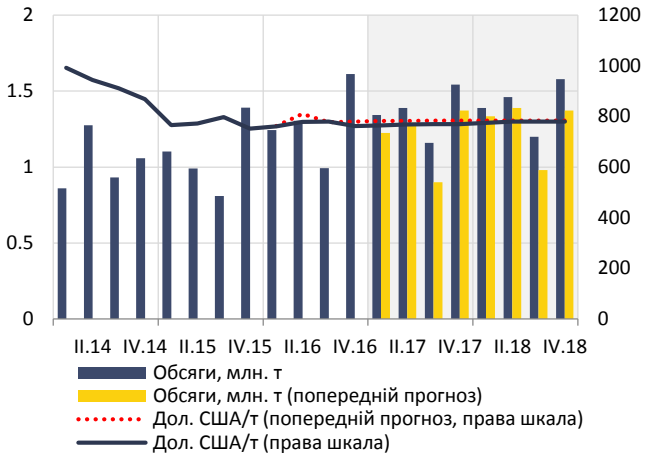
Експорт та імпорт послуг у 2018 році продовжать зростання (на 6.7% та 3.5% відповідно) у результаті відновлення товарообороту та ділової активності. Також продовжиться збільшення надходжень від приватних грошових переказів (на 3.2%) через підвищення кількості трудових мігрантів.

Прогноз чистих надходжень капіталу за фінансовим рахунком у 2017 році залишився майже незмінним порівняно з попереднім роком – 4.6 млрд. дол. США. Вперше з 2013 року очікується чистий приплив боргового капіталу завдяки прискоренню економічного зростання та політичній стабілізації.

У 2017 році надходження ПІІ прогнозуються на рівні 1 млрд. дол. США. Номінальне скорочення зумовлене тим, що у 2016 році левова частка інвестицій спрямовувалася на капіталізацію банківського сектору в обмін на реорганізацію боргу перед материнськими компаніями. Також очікується уповільнення темпів скорочення готівкової валюти поза банками завдяки зростанню реальних доходів населення, а також стабілізації ситуації на валютному ринку.

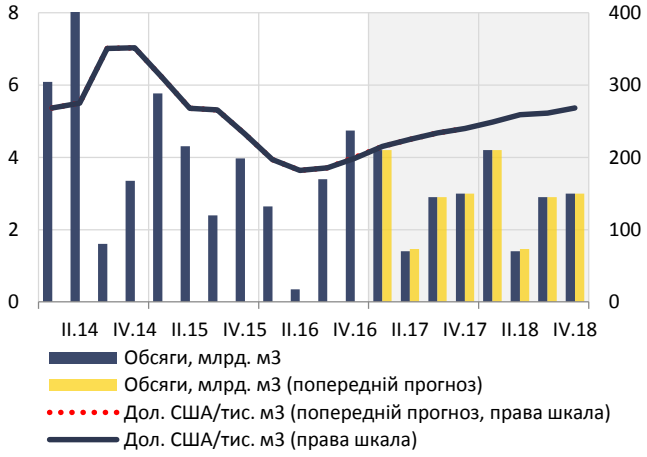
У рамках офіційного фінансування очікується надходження кредитів від ЄС у розмірі 1.3 млрд. дол. США та 0.3 млрд. дол.

Експорт олійних



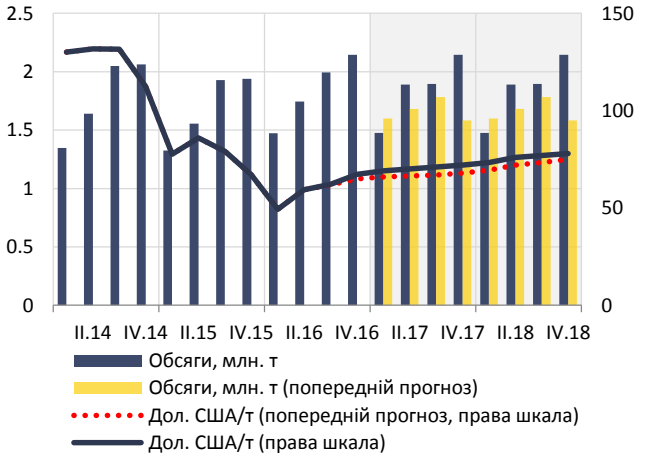
Джерело: НБУ.

Імпорт газу



Джерело: НБУ.

Імпорт нафтопродуктів



Джерело: НБУ.

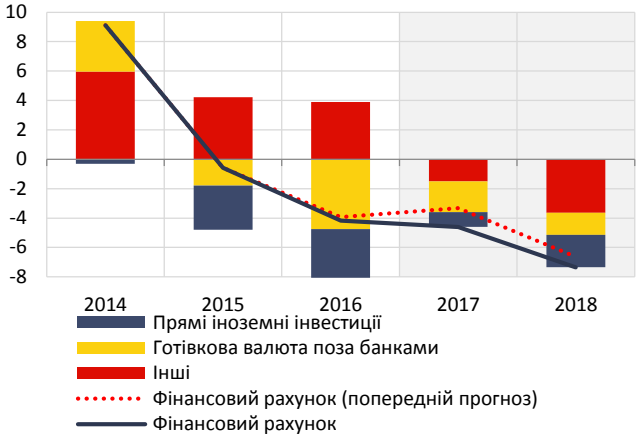
США від інших донорів.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу в 2017 році (1.1 млрд. дол. США) разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF (4.6 млрд. дол. США) дадуть змогу забезпечити зростання міжнародних резервів до 21.3 млрд. дол. США, або 4.5 місяця імпорту майбутнього періоду.

У 2018 році очікується збільшення надходжень капіталу за фінансовим рахунком (7.3 млрд. дол. США) через поліпшення інвестиційного клімату: збільшиться приплив як інвестиційного, так і боргового капіталу. У результаті роловер за довгостроковими залученнями приватного сектору зросте до 106%, а ПІІ – до 2.2 млрд. дол. США, більша частина яких спрямовуватиметься до реального сектору. У 2018 році прогнозується подальше уповільнення скорочення готівкової валюти поза банками до 1.5 млрд. дол. США. Крім того, у 2018 році очікується розміщення урядом ОЗДП на суму 2 млрд. дол. США.

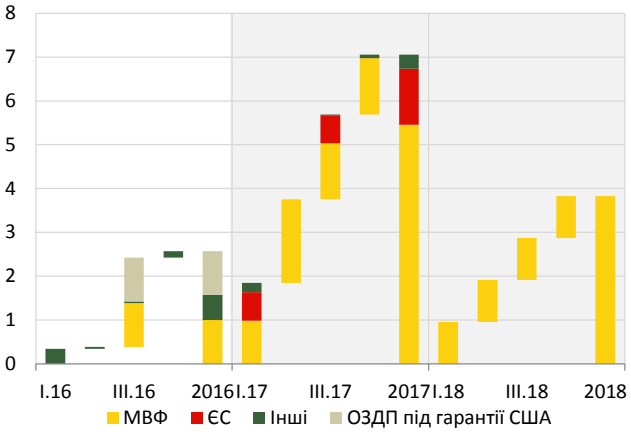
Профіцит зведеного рахунку платіжного балансу (4.0 млрд. дол. США) разом із чистими надходженнями від МВФ (1.8 млрд. дол. США) в рамках програми EFF дасть змогу накопичити міжнародні резерви в розмірі 27.1 млрд. дол. США, або 5.3 місяця імпорту майбутнього періоду, що становитиме близько 90% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів.

Фінансовий рахунок, млрд. дол. США



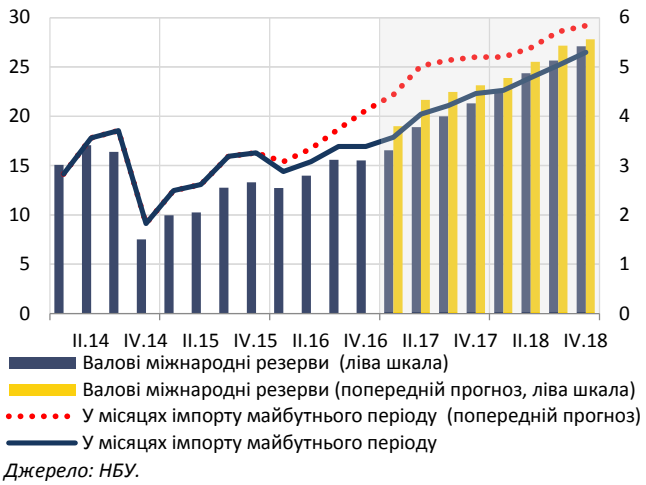
Джерело: НБУ.

Офіційне фінансування



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви



Джерело: НБУ.

3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

У 2017 році очікується продовження пом'якшення монетарної політики, однак більш повільними темпами, ніж передбачалося в попередньому прогнозі. Подальше уповільнення інфляції та прискорення економічного зростання сприятимуть збільшенню попиту на гроші в умовах зниження вартості ресурсів.

Профіцит ліквідності банківської системи зберігатиметься, його основним джерелом буде купівля валюти НБУ для поповнення міжнародних резервів.

У 2017 році передбачається продовження припливу депозитів як у національній, так і в іноземній валюті. Темпи зростання депозитів (13.4%) перевищуватимуть темпи зростання готівки поза банками (6.7%). Зростання грошової маси прогнозується на рівні 11.5%. Поступовий розвиток банківської системи та збільшення частки безготівкових розрахунків вплинуть на тенденцію щодо зростання мультиплікації грошей.

Прогнозується збільшення грошової бази на рівні близько 8%. Чинниками її приросту будуть як готівка в обігу, так і коррахунки банків.

Основним джерелом насичення ліквідністю банківської системи будуть аукціони НБУ з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Зберігатиметься профіцит ліквідності банківської системи.

Натомість каналом вилучення ліквідності буде планове погашення урядом цінних паперів у портфелі НБУ.

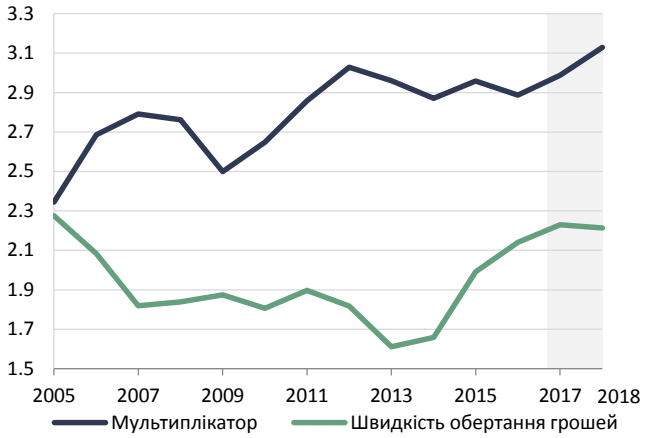
Основним інструментом регулювання ліквідності банківської системи залишатимуться операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів.

Зважаючи на суттєве зниження облікової ставки протягом 2016 року та нові інфляційні ризики темпи пом'якшення монетарної політики НБУ можуть дещо уповільнитися. Водночас продовження тренду на пом'якшення монетарних умов все одно сприятиме подальшому зниженню процентних ставок за операціями банків.

У 2018 році очікується продовження тенденції до зменшення інфляції, прискорення темпів економічного зростання, зниження вартості ресурсів та відповідно підвищення попиту на гроші.

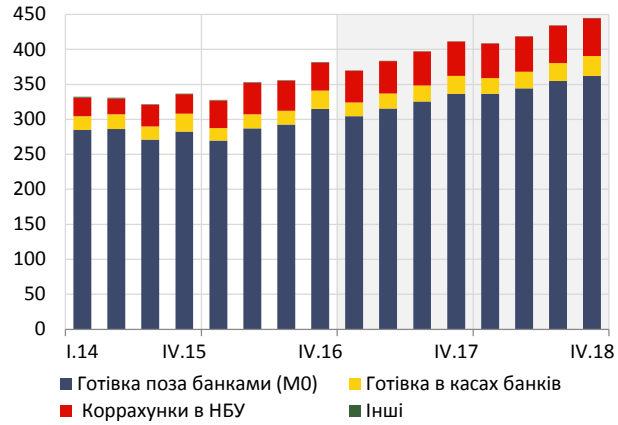
Збільшення грошової маси у 2018 році (13%) передбачається за рахунок як депозитної, так і готівкової складових. Продовження заміщення готівкових розрахунків безготівковими відобразиться, зокрема, у збереженні тенденції до зростання мультиплікації коштів. За таких умов річний приріст грошової бази протягом цього періоду буде меншим (8%).

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



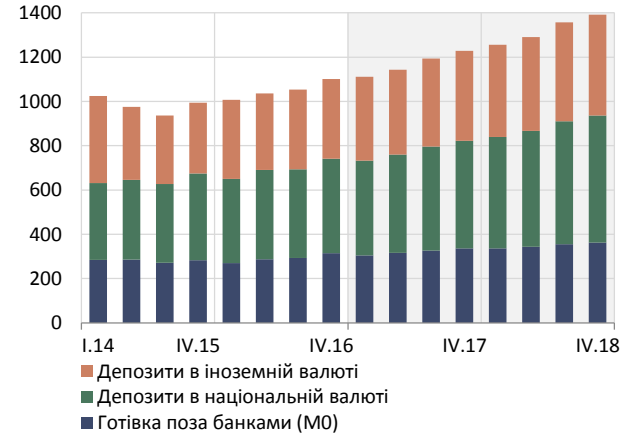
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Грошова маса (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

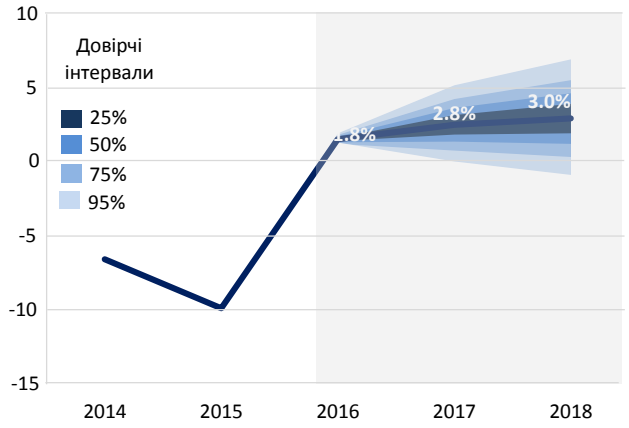
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

Баланс ризиків для прогнозу економічного розвитку та інфляції є симетричним, однак напрями впливу для окремих внутрішніх і зовнішніх ризиків відрізняються.

Зокрема для внутрішнього середовища залишається суттєва невизначеність щодо проведення макроекономічної політики та структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, збільшення потенціалу економіки та продовження програми з МВФ. У разі неефективної реалізації реформ підвищуватиметься премія за ризик, що погіршуватиме інфляційні й курсові очікування та посилюватиме інфляційний тиск. Крім того, залишається ризик ескалації бойових дій на сході України. У фіскальному секторі важливим буде дотримання параметрів бюджету та покриття його дефіциту за рахунок неборгових джерел, у тому числі запланованих надходжень від приватизації великих об'єктів енергетики та промисловості. Втім, існує ризик того, що соціальні стандарти будуть підвищені урядом більш суттєво, ніж це узгоджується з досягненням цілей інфляції з урахуванням темпів зростання продуктивності праці в економіці. У результаті бюджетна політика буде більш орієнтованою на поточне споживання, що відобразиться на скороченні державних інвестицій, розширенні дефіциту поточного рахунку, а також зумовлюватиме зростання боргового навантаження. Крім того, така політика послаблюватиме зовнішню конкурентоспроможність і сприйняття внутрішніми та зовнішніми економічними агентами курсових перспектив. Вплив підвищення мінімальної заробітної плати також може відрізнятися від закладеного в базовий сценарій, що матиме відповідні наслідки для дефіциту бюджету, споживчого попиту та інфляції, особливо в разі більш суттєвої реакції бізнесу з перенесення витрат на ціни. Додаткова невизначеність пов'язана з підвищенням адміністративно-регульованих тарифів, зокрема на електроенергію. Ризиком є зміни в державній політиці субсидіювання домогосподарств, які впливатимуть як на сукупний попит в економіці, так і на інфляційний тиск через зростання реальних наявних доходів населення.

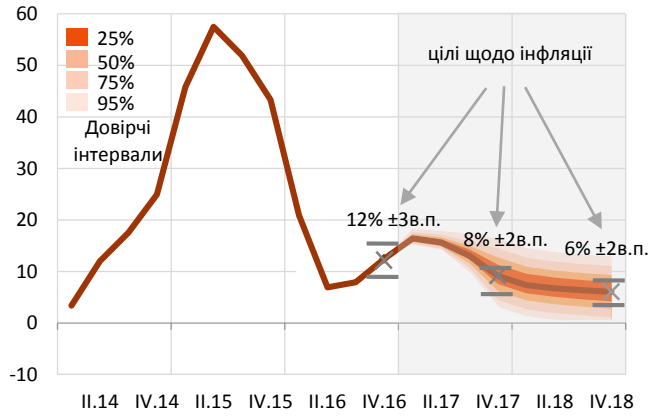
У зовнішньому середовищі основна невизначеність пов'язана з політикою новообраного президента США Д. Трампа. Більш значні фіскальні стимули в США можуть призвести до збільшення світового попиту на сировинні товари. Для України це, з одного боку, матиме позитивні наслідки для експортних надходжень та стабільність курсової динаміки, а з іншого – збільшуватиме прямий внесок змін цін на сировину та імпортованої інфляції на внутрішню споживчу інфляцію. Водночас більш різка реакція ФРС на такі фіскальні імпульси зумовить жорсткіші фінансові умови для країн, що розвиваються. І якщо для України, ураховуючи обмежений доступ до ринків капіталу, прямий ефект буде мінімальним, то непрямий ефект через подальшу девальвацію та стиснення попиту в країнах – торговельних партнерах може бути достатньо суттєвий. Особливо це відобразиться на країнах , які є дуже вразливими до змін потоків капіталу (наприклад Туреччина). У такому разі зовнішній попит на товари українського експорту може знизитися, а послаблення курсів валют країн, що розвиваються, відносно долара США створить

Прогноз реального ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % річна зміна



Джерело: НБУ.

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

додатковий тиск на реальний ефективний обмінний курс гривні.

Окремим ризиком залишається зростання цін на нафту через упровадження країнами ОПЕК лімітів на видобування та експорт нафти. Для внутрішньої інфляції в Україні важливим буде як прямий ефект на ціни палива і собівартість багатьох товарів і послуг, так і відповідний вплив на зовнішньоекономічні баланси та обмінний курс.

Реалізація вищезазначених та інших ризиків протягом прогнозного періоду може зумовити відхилення фактичної інфляції від цільової траєкторії та відповідну реакцію з боку НБУ.

Макроекономічний прогноз (січень 2017)

Показники	2013	2014	2015	2016						2017						2018					
				I	II	III	IV	поточ-ний прогноз	прогноз 10.2016	I	II	III	IV	поточ-ний прогноз	прогноз 10.2016	I	II	III	IV	поточ-ний прогноз	прогноз 10.2016
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше																					
Номінальний ВВП, млрд. грн. СНР'2008	**1465**	**1587**	**1989**	453	532	665	708	**2358**	2290	530	628	779	802	**2739**	2627	598	703	877	903	**3081**	2964
Реальний ВВП	**0.0**	**-6.6**	**-9.8**	0.1	1.4	2.0	3.1	**1.8**	1.1	2.6	3.5	3.1	2.1	**2.8**	2.5	2.5	2.8	3.2	3.5	**3.0**	3.5
Дефлятор ВВП	**4.3**	**15.9**	**38.9**					**16.5**	14.4					**13.0**	12.0					**9.2**	9.0
ІСЦ (середнє за період)	-0.3	12.1	48.7	-	-	-	-	11.7	13.8	-	-	-	-	13.3	11.6	-	-	-	-	6.8	6.4
ІЦВ (середнє за період)	-0.1	17.1	36.0	-	-	-	-	19.7	18.5	-	-	-	-	18.3	16.7	-	-	-	-	9.7	9.9
ІСЦ (на кінець періоду)	**0.5**	**24.9**	**43.3**	1.5	3.5	1.4	5.6	**12.4**	12.0	5.1	2.5	-0.9	2.3	**9.1**	8.0	3.2	2.3	-1.2	1.7	**6.0**	6.0
Базова інфляція (на кінець періоду)	0.1	22.8	34.7	2.3	0.7	1.3	1.4	5.8	5.6	3.3	2.0	0.3	0.6	6.3	5.5	2.1	1.8	0.3	0.5	4.8	4.9
Небазова інфляція (на кінець періоду)	0.9	26.8	50.9	0.9	5.7	1.4	9.3	18.3	17.8	6.7	2.9	-1.9	3.7	11.6	10.3	4.2	2.7	-2.6	2.7	7.1	7.1
у тому числі сирі продтовари	-2.3	23.2	40.7	-0.1	-1.3	-3.5	6.3	1.2	2.0	7.6	1.2	-5.2	3.6	7.0	6.2	4.6	2.3	-5.6	4.0	5.0	5.3
у тому числі адміністративно регульовані ціни	3.5	29.0	64.4	2.2	12.4	5.4	11.1	34.6	33.0	5.4	4.5	1.9	4.2	16.9	15.6	3.8	3.0	1.0	1.4	9.5	8.9
ІЦВ (на кінець періоду)	**1.7**	**31.8**	**25.4**	4.4	9.1	7.2	11.2	**35.7**	24.9	3.0	2.8	1.9	2.1	**10.2**	10.8	3.1	2.8	1.5	2.0	**9.6**	8.9
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																					
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.	**-63.6**	**-72.0**	**-30.9**	-	-	-		**-54.7**	-59.8	-	-	-	-	**-78.7**	-71.9	-	-	-	-	**-85.8**	-79.9
% ВВП	-4.3	-4.5	-1.6	-	-	-	-	-2.3	-2.6	-	-	-	-	-2.9	-2.7	-	-	-	-	-2.8	-2.7
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	**-57.5**	**-70.3**	**-17.0**	-	-	-	-	**-55.0**	-64.2	-	-	-	-	**-81.0**	-80.9	-	-	-	-	**-88.1**	-88.2
% ВВП	-3.9	-4.4	-0.9	-	-	-	-	-2.3	-2.8	-	-	-	-	-3.0	-3.1	-	-	-	-	-2.9	-3.0
Баланс СЗДУ та НАК ''Нафтогаз України'', млрд.грн.	-85.0	-157.6	-35.2	-	-	-	-	-55.0	-64.2	-	-	-	-	-81.0	-80.9	-	-	-	-	-88.1	-88.2
Баланс СЗДУ та НАК ''Нафтогаз України'', % ВВП	-5.8	-9.9	-1.8	-	-	-	-	-2.3	-2.8	-	-	-	-	-3.0	-3.1	-	-	-	-	-2.9	-3.0
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																					
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-16.5	-4.6	-0.2	-1.5	0.5	-1.8	-0.7	-3.4	-2.5	-1.2	-0.5	-1.5	-0.3	-3.5	-2.9	-1.1	-0.4	-1.7	-0.2	-3.4	-2.8
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	-18.6	9.1	-0.6	-0.6	-0.7	-2.3	-1.0	-4.6	-3.9	-1.2	-0.9	-1.6	-0.8	-4.6	-4.1	-1.7	-1.9	-2.5	-1.2	-7.3	-6.6
Зведений баланс, млрд. дол. США	**2.0**	**-13.3**	**0.8**	-0.8	1.2	0.6	0.4	**1.3**	**1.7**	0.0	0.4	0.2	0.6	**1.1**	1.2	0.6	1.5	0.8	1.0	**4.0**	3.8
Валові резерви, млрд. дол. США	**20.4**	**7.5**	**13.3**	12.7	14.0	15.6	15.5	**15.5**	**17.5**	16.6	18.9	20.0	21.3	**21.3**	23.1	22.4	24.4	25.7	27.1	**27.1**	27.8
Місяців імпорту майбутнього періоду	**3.5**	**1.8**	**3.3**	2.9	3.1	3.4	3.4	**3.4**	**4.1**	3.6	4.0	4.2	4.5	**4.5**	5.2	4.5	4.8	5.0	5.3	**5.3**	5.8
Експорт товарів, річна зміна (%)	-8.3	-14.5	-29.9	-19.9	-3.7	-5.6	7.9	-5.2	-7.2	22.8	4.6	8.5	3.9	9.2	4.2	5.2	4.0	3.4	3.9	4.1	5.5
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-5.8	-29.0	-32.6	-10.0	-1.1	8.9	16.9	3.8	-2.9	14.3	16.5	5.4	-2.1	7.6	4.7	4.8	2.0	5.5	4.6	4.3	5.0
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																					
Грошова база, %	**20.3**	**8.5**	**0.8**	-2.6	5.0	5.7	13.6	**13.6**	9.5	-3.1	0.4	4.1	7.7	**7.7**	8.4	-0.6	1.9	5.6	8.2	**8.2**	8.2
Грошова маса (поточ. курс), %	**17.6**	**5.3**	**3.9**	1.3	4.2	6.0	10.8	**10.8**	8.9	0.8	3.7	8.3	11.5	**11.5**	13.2	2.2	5.1	10.5	13.3	**13.3**	14.5
Швидкість обертання (на кінець року)	**1.59**	**1.64**	**2.0**	-	-	-	-	**2.1**	2.1	-	-	-	-	**2.2**	2.1	-	-	-	-	**2.2**	2.1