



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



липень 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 щокварталу відповідно до періодичності прогнозного циклу.

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

Прогнози інфляції та інших макроекономічних показників були підготовлені Департаментом монетарної політики та економічного аналізу і 06 липня 2017 року схвалені на засіданні Правління Національного банку України (далі – Правління), присвяченому питанням монетарної політики¹. 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 макроекономічних взаємозв'язків 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 – 30 червня 2017 року.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 06 липня 2017 року № 419-рш “Про схвалення Інфляційного звіту”.

ЗМІСТ

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ	3
1. ГОЛОВНЕ	4
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	7
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ	7
Вставка: Кон'юнктура світового ринку соняшникової олії	12
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА	14
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК	14
2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК	19
Вставка: Чи був інвестиційний попит рушієм економічного зростання?.....	21
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ.....	24
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР.....	27
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	31
Вставка: Готівкова валюта поза банками: про що свідчать тенденції останніх років	36
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	38
Вставка: Заходи НБУ з лібералізації валютного ринку та вдосконалення функціонування фінансового ринку	40
Вставка: Реалізація НБУ монетарної політики в умовах структурного профіциту ліквідності банківської системи	43
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ	46
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ.....	46
3.2. ЦІНИ.....	49
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА.....	51
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	54
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	58
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ	59

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ

АПК	Агропромисловий комплекс
АТО	Антитерористична операція
БІСЦ	Базовий індекс споживчих цін
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВДВ	Валова додана вартість
ДСЗУ	Державна служба зайнятості України
ДССУ	Державна служба статистики України
ДФС	Державна фіскальна служба
ЄС	Європейський Союз
ЄСВ	Єдиний соціальний внесок
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЖКГ	Житлово-комунальне господарство
ЗВТ	Зона вільної торгівлі
ІВБГ	Індекс виробництва базових галузей
ІСЦ	Індекс споживчих цін
ІЦВ	Індекс цін виробників
Казначейство, ДКСУ	Державна казначейська служба України
КМУ	Кабінет Міністрів України
КПБ5, КПБ6	П'яте і шосте видання Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції відповідно
МВФ	Міжнародний валютний фонд
МОП	Міжнародна організація праці
МР	Маркетинговий рік
МФУ	Міністерство фінансів України
МЗП	Мінімальна заробітна плата
НБУ	Національний банк України
НПЗ	Нафтопереробні заводи
НКТ	Неконтрольовані території (частини територій Донецької та Луганської областей, на яких органи державної влади України тимчасово не здійснюють свої повноваження)
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
ОЗДП	Облігації зовнішньої державної позики
ОЕСР	Організація економічного співробітництва і розвитку
ОПЕК	Організація країн-експортерів нафти
ОТП	Основні торговельні партнери
ПДВ	Податок на додану вартість
ПІІ	Прямі іноземні інвестиції
РФ	Російська Федерація
СЗДУ	Сектор загального державного управління
СНД	Співдружність Незалежних Держав
США	Сполучені Штати Америки
ФГВФО	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
ФРС	Федеральна резервна система США
ЦСЄ	Центрально-Східна Європа
EFF	Extended Fund Facility, Механізм розширеного фінансування
FAO	Food and Agriculture Organization, Продовольча та сільськогосподарська організація
PMI	Purchasing Managers' Index
USDA	Міністерство сільського господарства США
млн.	мільйон
млрд.	мільярд
грн.	гривня
дол. США	долар США
руб.	російський рубль
МО	готівка
МЗ	грошова маса
в. п.	відсотковий пункт
б. п.	базисний пункт
дол./бар.	доларів США за 1 барель
дол./т	доларів США за 1 тону
дол./євро	доларів США за 1 євро
руб./дол.	російських рублів за 1 долар США
р/р	у річному вимірі, річна зміна, до відповідного періоду попереднього року
кв/кв	до попереднього кварталу, у кварталному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі

1. ГОЛОВНЕ

Інфляційні процеси в цілому залишалися контрольованими

Споживча інфляція у травні 2017 року становила 13.5% р/р, незначно уповільнившись (із 15.1% у березні 2017 року). Фактичний показник інфляції дещо перевищив траєкторію прогнозу Національного банку, опублікованого в Інфляційному звіті за квітень 2017 року.

Зростання цін на сирі продукти і далі прискорювалося та стало основною причиною незначного перевищення рівня фактичної інфляції над прогнозом. Підвищення цін на м'ясні та молочні продукти на світовому ринку активізувало експорт вітчизняної продукції. А втрата частини врожаю внаслідок весняних заморозків і збільшення пропозиції дорожчої імпортованої продукції відобразилися на внутрішніх цінах на овочі та фрукти. Водночас зменшилися річні темпи зростання адміністративно регульованих цін і тарифів та цін на паливо на тлі високої бази порівняння.

Фундаментальний інфляційний тиск залишився стриманим – базова інфляція практично не змінилася та була нижчою за очікувану. Стримували її зростання все ще нижчий за потенційний рівень сукупного попиту, виважені фіскальна та монетарна політика, зниження імпортованої інфляції. Послабленню тиску на ціни допомагало також стрімке поліпшення інфляційних очікувань, спричинене, зокрема, сприятливою ситуацією на валютному ринку.

У II кварталі 2017 року тривало зміцнення гривні до долара США внаслідок поживлення зовнішнього попиту завдяки активізації економічної діяльності країн – ОТП України та високих обсягів експорту сільськогосподарської продукції. Крім того, обсяги експорту гірничо-металургійної продукції залишилися високими, незважаючи на негативні наслідки припинення торгівлі з НКТ та захоплення низки підприємств на тих територіях. Це було зумовлено загалом **сприятливими світовими цінами** на товари українського експорту попри незначне погіршення кон'юнктури порівняно з попереднім кварталом. Зокрема світові ціни на сталь та залізну руду залишалися вищими, ніж у відповідному періоді минулого року, що компенсувало нижчі ціни на зернові та соняшникову олію.

Як і очікувалося, на початку 2017 року **активізувався споживчий попит**. Це відбулося завдяки відновленню зростання реальних наявних доходів населення, поступовому поліпшенню споживчих настроїв та поживленню споживчого кредитування. Дворазове підвищення мінімальної заробітної плати на початку 2017 року та ширше охоплення домогосподарств програмою житлових субсидій очікувано зробили вагомий внесок у зростання доходів населення. Однак для підтримки рівня споживання домогосподарства продовжували використовувати накопичені раніше заощадження. Крім того, споживчий попит усе ще стримували млява динаміка інших номінальних доходів населення (насамперед від ведення бізнесу та від власності), високі тарифи на житлово-комунальні послуги та збільшення рівня безробіття. Останній зріс, незважаючи на подальше відновлення попиту на робочу силу, що свідчить про збереження значних диспропорцій між попитом та пропозицією робочої сили.

Фіскальна політика в першій половині 2017 року залишалася стриманою. Зростання видатків на соціально чутливі напрями сповільнилося, натомість тривало нарощення капітальних видатків. Високими темпами продовжували зростати доходи бюджету завдяки загальноекономічним факторам, податковим змінам та перерахуванню до державного бюджету прибутку НБУ за минулий рік. Додатковим ресурсом стали конфісковані за рішенням суду кошти осіб з оточення екс-президента Януковича. У результаті за підсумками січня – травня 2017 року було зафіксовано рекордний первинний та загальний профіцит зведеного бюджету.

Споживча інфляція знижуватиметься і надалі

Національний банк залишив незмінними **прогнози інфляції** на 2017 – 2019 роки – відповідно на рівні 9.1%, 6.0% і 5.0%. Прогнози інфляції залишаються в межах оголошених **цільових орієнтирів** (8% ± 2 в. п. – на 2017 рік, 6% ± 2 в. п. – на 2018 рік та 5% ± 1 в. п. у 2019 році й надалі), визначених Основними засадами грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу.

До кінця 2017 року інфляція в річному вимірі буде досить мінливою, як і в першому півріччі. Упродовж III кварталу вона залишатиметься на двознаковому рівні, проте в IV кварталі повернеться до однознакових показників. Незмінність прогнозу зумовлена взаємокомпенсуючим впливом різних факторів. З одного боку, під впливом факторів з боку пропозиції суттєвіше прискориться інфляція сирих продуктів (до 11.8%). З іншого боку, зростання цін та тарифів, що регулюються адміністративно, буде помірнішим, ніж очікувалося досі. Зокрема був скоригований прогноз підвищення цін на природний газ і низку тарифів на житлово-комунальні послуги у зв'язку з відсутністю інформації про таке підвищення (згідно з нормативно-правовими актами у випадку зміни ціни на природний газ з 1 жовтня інформація про нову розрахункову ціну газу на основі імпортного паритету мала бути оприлюднена до 1 липня). Крім того, враховуючи сприятливішу ситуацію на валютному ринку та покращення інфляційних очікувань, було знижено прогноз базової інфляції (до 6.1% у 2017 році).

У 2018 – 2019 роках адміністративно регульовані ціни все ще демонструватимуть найвищі темпи зростання (більше 10% на рік) серед компонент інфляції. Значною мірою це відбудеться внаслідок очікуваного поступового підвищення світових цін на енергоресурси та акцизної політики уряду.

Фундаментальний інфляційний тиск на прогнозованому горизонті залишатиметься стриманим. Ключовим чинником продовження дезінфляційного процесу буде проведення виваженої монетарної та фіскальної політики. Вони зумовлять контрольоване відновлення споживчого попиту, подальше поліпшення інфляційних очікувань та помірну волатильність обмінного курсу. Також стримуватимуть інфляційні процеси все ще нижчий за потенційний рівень сукупного попиту й низькоінфляційне середовище в країнах – ОТП України. Високі показники врожайності як результат інвестицій у сільське господарство, стануть додатковим фактором уповільнення інфляції продовольчих товарів у середньостроковій перспективі.

У I кварталі 2017 року ключову роль у розвитку економіки відігравали відновлення внутрішнього попиту та події на сході країни

У I кварталі 2017 року **зростання реального ВВП** сповільнилося до 2.5% р/р. Припинення торгівлі з НКТ та захоплення низки підприємств у середині кварталу очікувано мали негативний вплив на темпи економічного зростання. Разом з тим, підтримку економіці на початку 2017 року надали приватне споживання завдяки відновленню зростання реальних доходів населення і подальше зростання інвестицій високими темпами. Падіння ВДВ в окремих секторах послуг, за якими не простежуються щомісячні показники випуску і для яких визначальним є бюджетне фінансування (освіта, охорона здоров'я), було ключовою причиною дещо нижчих темпів зростання ВВП порівняно з оцінками Національного банку, опублікованими у квітневому Інфляційному звіті (3.0% р/р).

У II кварталі припинення торгівлі з НКТ продовжило позначатися на показниках економічної активності, насамперед промисловості. Наявні показники діяльності підприємств ГМК у цілому відповідають оцінкам Національного банку щодо впливу розриву транспортного сполучення на сході країни. Водночас ситуація в енергетичному секторі виявилася дещо гіршою, ніж очікувалося, що, однак, до певної міри зумовлено тимчасовими чинниками (зокрема погодними умовами). З іншого боку, тривало поліпшення ділових очікувань підприємств та споживчих настроїв населення, а також прискорилося зростання капітальних видатків зведеного бюджету. Загалом оцінку зростання реального ВВП у II кварталі 2017 року було знижено порівняно з попереднім прогнозом (до 1.5% р/р).

Значні обсяги імпорту енергоносіїв та припинення торгівлі з НКТ (що вплинуло на експорт продукції металургії) зумовило розширення дефіциту торгівлі товарами. Це знайшло відображення у формуванні від'ємного сальдо **поточного рахунку** у квітні-травні 2017 року (0.3 млрд. дол. США). Натомість чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 1.6 млрд. дол. США та були забезпечені як державним, так і приватним секторами. Успішне завершення третього перегляду програми EFF з МВФ дало змогу уряду отримати черговий транш кредиту макрофінансової допомоги від Європейської Комісії. Чисті залучення реального сектору були зумовлені насамперед скороченням готівкової валюти поза банками та зростанням торгових кредитів. Завдяки профіциту **зведеного платіжного балансу** у квітні-травні (1.3 млрд. дол. США) та отриманню чергового траншу від МВФ (1.0 млрд. дол. США) міжнародні резерви збільшилися до 17.6 млрд. дол. США (або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець травня 2017 року.

Прогноз зростання економіки України на 2017 році переглянуто в бік зниження

У 2017 році економічне зростання уповільниться до 1.6%. Перегляд прогнозу відбувся через гірші результати економічної активності в першій половині року, насамперед у сфері послуг, та через перегляд оцінок урожаю зернових. Також зберуться низькі показники діяльності галузей, найуразливіших до розриву виробничих зв'язків з НКТ (гірничо-металургійний комплекс, енергетика, транспорт).

У 2018 – 2019 роках **зростання ВВП** прискориться відповідно до 3.2% та 4.0%. Насамперед цьому сприятимуть поступове пом'якшення фіскальної та монетарної політики, що стимулюватиме споживчий попит. Основним рушієм економічного зростання на прогнозованому горизонті буде приватне споживання завдяки зростанню реальної зарплати та підвищенню пенсій восени 2017 року, поліпшенню споживчих настроїв населення та відновленню кредитування. Також економічне зростання буде підтримувати поліпшення інвестиційної привабливості економіки. Однак зростання інвестицій уповільниться на тлі підвищення виробничих витрат і внаслідок дії статистичного ефекту високої бази порівняння. Високу інвестиційну активність, як і раніше, демонструватимуть підприємства в сільському господарстві, добувній промисловості, транспорті тощо.

У 2017 – 2018 роках **дефіцит поточного рахунку** збережеться на рівні близько 4% ВВП, а у 2019 році знизиться до 3% ВВП. Очікується зростання експорту на тлі поліпшення умов торгівлі, прискорення зростання в країнах – ОТП та високих обсягів врожаю. Однак підвищення внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту переважно задовольнятиметься імпортованою продукцією.

Дефіцит поточного рахунку повністю покриватиметься надходженнями за фінансовим рахунком, що забезпечить подальше нарощування міжнародних резервів. У 2017 році надходження капіталу буде забезпечене насамперед скороченням готівкової валюти поза банками. Крім того, використання урядом коштів від спецконфіскації безпосередньо на погашення державного боргу також сприятиме накопиченню резервів. У 2018 – 2019 роках завдяки покращенню інвестиційного клімату прогнозується поступове відновлення припливу інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору. Очікується також, що в результаті відновлення доступу до зовнішніх ринків капіталу уряд здійснить розміщення єврооблігацій. Це дасть змогу рефінансувати частину державного боргу, пік виплат за яким припадає на 2019 рік.

Ключовим припущенням цього прогнозу є подальша співпраця з МВФ. Фінансування за програмою EFF залишається важливим джерелом поповнення міжнародних резервів країни. Продовження співпраці з МВФ полегшує доступ до фінансування від інших міжнародних організацій, а також є індикатором прогресу в структурних реформах і відповідно – інвестиційної привабливості країни. Разом із профіцитом зведеного платіжного балансу отримання запланованих траншів за програмою EFF дасть змогу збільшити **міжнародні резерви** до 20 млрд. дол. США (або 4 місяці імпорту майбутнього періоду) на кінець 2017 року та до 27.1 млрд. дол. США (або 5.2 місяця імпорту майбутнього періоду) на кінець 2018 року. У 2019 році з урахуванням збільшення виплат за кредитами державного сектору міжнародні резерви знизяться до 25.7 млрд. дол. США (або 4.8 місяця імпорту майбутнього періоду).

Фіскальна політика пом'якшиться, про що свідчить очікуване розширення структурного дефіциту. Фіскальне стимулювання сукупного попиту значною мірою буде реалізоване шляхом зростання середнього розміру пенсій з жовтня 2017 року. У середньостроковій перспективі подальше пом'якшення фіскальної політики обмежуватиметься необхідністю утримання дефіциту СЗДУ згідно із зобов'язаннями перед МВФ (у межах 3% ВВП). Пенсійна реформа, анонсована урядом, у поточній редакції найбільший позитивний вплив матиме на приватне споживання, проте зменшуватимуться можливості бюджету щодо здійснення видатків розвитку. Вплив пенсійної реформи на сальдо зведеного бюджету і бюджету СЗДУ очікується незначним. Зростання витрат на пенсії значною мірою компенсуватиметься збільшенням надходжень від ЄСВ, у тому числі за рахунок подальшої детінізації ринку праці, пов'язаної з підвищенням вимог до мінімального пенсійного стажу. На прогнозованому періоді квазіфіскальні потреби з боку банківського сектору та ФГВФО будуть помірними, а НАК "Нафтогаз" не потребуватиме підтримки з бюджету. Первинний профіцит зведеного бюджету зберігатиметься на рівні не менше 1% ВВП з огляду на значні витрати на обслуговування боргу.

Подальше пом'якшення монетарної політики визначатиметься зниженням ризиків для досягнення інфляційних цілей

У II кварталі 2017 року, після майже піврічної паузи, Національний банк відновив цикл пом'якшення монетарної політики. Протягом квітня-травня Правління НБУ двічі знижувало **облікову ставку** – загалом на 150 б. п. до 12.5% річних. Це зумовило поступове зменшення вартості ринкових ресурсів у національній валюті. Сприятлива ситуація на валютному ринку поряд із відносною збалансованістю інфляційних ризиків дала змогу НБУ і далі послаблювати адміністративні валютні обмеження. За результатами квітня-травня 2017 року тривав поступовий приріст депозитів у банківську систему, насамперед коштів домашніх господарств. Дещо активізувалося споживче кредитування домашніх господарств, хоча **кредитна активність** банків у цілому залишалася слабкою на тлі збереження значних кредитних ризиків та високого рівня боргового навантаження у корпоративному секторі.

Разом з тим, 06 липня 2017 року Правління Національного банку України прийняло рішення залишити облікову ставку незмінною. Збереження поточного стану монетарної політики зумовлено необхідністю нівелювати вплив зростання цін на сирі продукти харчування на інфляційні очікування та посилення інфляційного тиску з боку споживчого попиту, зокрема через заплановане підвищення пенсій з жовтня. Водночас на тлі сприятливої ситуації на валютному ринку Правління Національного банку вирішило продовжити поступове пом'якшення валютного регулювання. Зокрема було розширено можливості для дострокового погашення кредитів, залучених у нерезидентів.

Подальше пом'якшення монетарної політики в другій половині 2017 року визначатиметься оцінкою середньострокових ризиків для досягнення інфляційних цілей. Ризики для прогнозу інфляції як у бік підвищення, так і зниження оцінюються як однаково ймовірні. З одного боку, існує ймовірність підвищення адміністративно регульованих цін, зокрема на природний газ, уже в цьому році (що, однак, послабить інфляційний тиск у наступному році). Також фактори з боку пропозиції продовольчих товарів можуть справити більший вплив на інфляційні показники цього та наступного років, ніж очікується наразі. З іншого боку, світові ціни на енергоресурси можуть бути нижчими, ніж у базовому сценарії Національного банку. Це матиме як прямий ефект на внутрішні споживчі ціни, так і непрямий – через нижчі вартісні обсяги імпорту і відповідне відображення на обмінному курсі.

У середньостроковому періоді до уваги взято невизначеність, пов'язану з темпами підвищення урядом соціальних стандартів, зокрема пенсійних виплат, та можливими змінами в державній політиці субсидювання домогосподарств. Також значним ризиком у внутрішньому середовищі залишатиметься швидкість упровадження компенсаторних механізмів для мінімізації втрат від припинення торгівлі з НКТ як приватним сектором, так і урядом. Крім того, як і раніше, вагомим є ризик ескалації бойових дій на сході України.

Одночасно збережеться невизначеність щодо проведення макроекономічної політики та структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, збільшення потенціалу економіки та продовження програми з МВФ. Неефективна реалізація реформ може призвести до погіршення перспектив макроекономічного зростання, що матиме негативні наслідки для інфляційних і курсових очікувань та посилюватиме інфляційний тиск.

Реалізація вищенаведених та інших ризиків протягом прогнозного періоду може зумовити відхилення фактичної інфляції від цільової траєкторії, а переоцінка балансу ризиків – відповідну реакцію Національного банку.

2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

У I кварталі економічне зростання в країнах ОТП України прискорилося на тлі активізації внутрішнього попиту та міжнародної торгівлі, підкріпленій зростанням світових цін. Як свідчать наявні дані II кварталу 2017 року, триває позитивна динаміка економік окремих країн – ОТП України, попри певне зниження цін на товарних ринках.

У II кварталі 2017 року світова цінова кон'юнктура, виражена ЕСПІ², порівняно з I кварталом дещо погіршилася. Попри суттєве зниження світових цін на руду (до попереднього кварталу), зовнішні цінові умови в цілому залишалися сприятливими порівняно з відповідним кварталом минулого року завдяки вищим світовим цінам на сталь та залізну руду, що компенсувало нижчі ціни на зернові та соняшникову олію.

Ціни на нафту впродовж II кварталу 2017 року коливалися навколо 50 дол./бар. Головним фактором підтримки цін було виконання умов Алжирської нафтової угоди та домовленості про продовження її дії до кінця березня 2018 року. Однак нарощування виробництва нафти в США та окремих країнах – членах ОПЕК посилює тиск у бік зниження в другій половині кварталу.

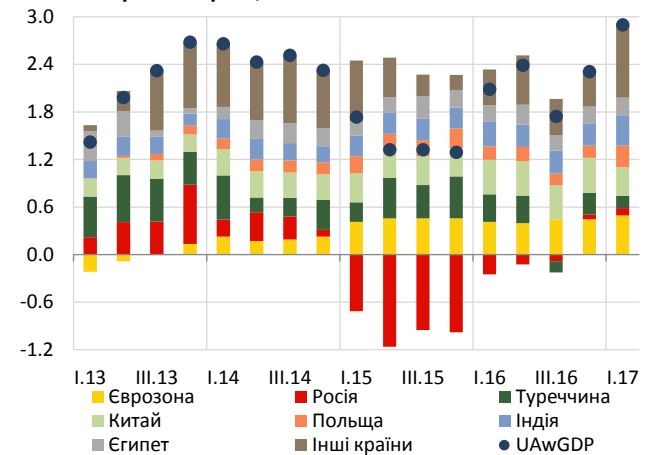
Світові фінансові ринки перебували під впливом позитивних очікувань щодо економічної активності розвинутих країн, зростання корпоративних прибутків, сигналів про повільнішу нормалізацію монетарної політики ФРС. Крім того, політична невизначеність у США зумовила послаблення долара США до кошика провідних валют, зокрема євро.

На тлі загального оптимізму щодо прискорення темпів зростання світової економіки ситуація для фінансових активів країн, ринки яких розвиваються, залишалася сприятливою, приплив капіталу тривав, а валюти цієї групи країн здебільшого посилілися відносно долара США.

У I кварталі 2017 року зростання середньозваженого показника річних темпів економічного зростання в країнах – ОТП України (вираженого динамікою індексу UAwGDP) прискорилося до максимальних значень за останні п'ять років. Економічна активність у розвинутих країнах зростала стійкими темпами. Водночас зростання в країнах, ринки яких розвиваються, пришвидшилося, у першу чергу за рахунок країн ЦСЄ. Зокрема:

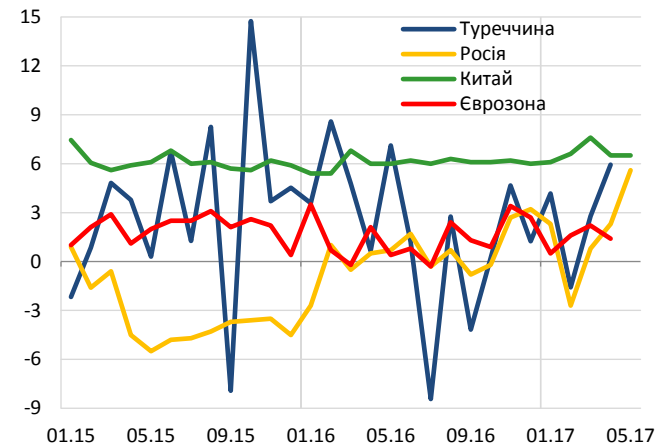
- у США зростання ВВП залишалося на рівні попереднього кварталу – 2% р/р. Активізація приватних інвестицій як резидентів, так і нерезидентів на тлі очікувань щодо фіскального стимулювання економіки компенсувала певне сповільнення зростання обсягів споживання;
- зростання економіки Єврозони було підтримане збільшенням інвестицій та поживавленням експорту. Однак через прискорення імпорту та уповільнення приватного споживання, річні темпи зростання реального ВВП практично не змінилися;
- темпи економічного зростання країн СНД прискорилися завдяки підвищенню світових цін на товарних ринках та

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



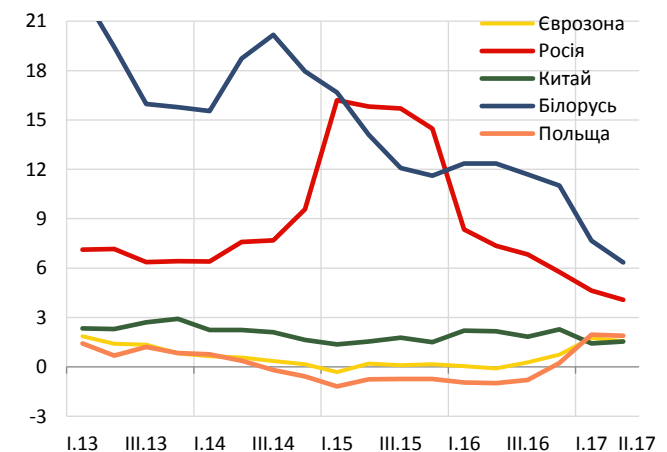
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.

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



II квартал 2017 року – оцінка

Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

² ЕСПІ – індекс зміни світових цін на товари українського експорту.

активізації внутрішнього попиту на тлі зменшення інфляційного тиску;

– у країнах ЦСЄ прискоренню зростання ВВП сприяли розширення внутрішнього попиту в результаті зростання заробітних плат на тлі зменшення рівня безробіття та досягнення сталого рівня інфляції, а також зовнішнього попиту з боку країн ЄС;

– темпи зростання економіки Китаю і далі прискорювалися – до 6.9% р/р у I кварталі за рахунок державної підтримки та підвищення обсягів споживання;

– завдяки приватному споживанню та інвестиціям тривало зростання економік Туреччини та Єгипту. Девальвація національних валют цих країн була додатковим фактором збільшення обсягів експорту.

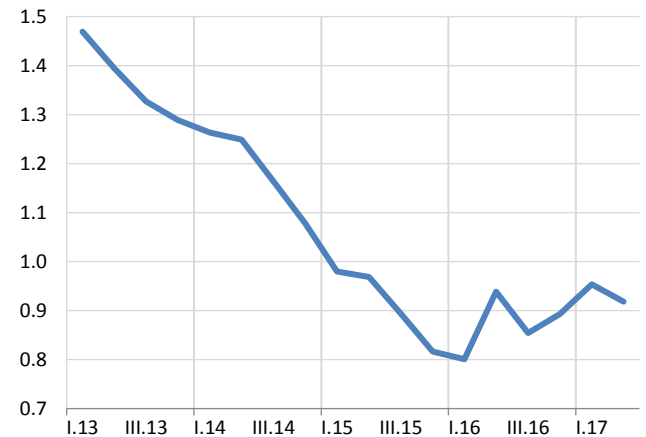
З початку II кварталу 2017 року економічна активність в окремих країнах – ОТП України залишалася стійкою. Про певне пришвидшення зростання економіки США свідчили прискорення зростання промислового виробництва та подальше поліпшення на ринку праці (рівень безробіття у травні знизився до 16-річного мінімуму – 4.3%). Економічну активність у ЄС підтримували поліпшення споживчих настроїв та ділових очікувань, зокрема після завершення виборів у Франції. Промислове виробництво Китаю після суттєвого прискорення в березні стабілізувалося на рівні 6.5% за рахунок істотних обсягів як державних, так і приватних інвестицій. Економічне пожвавлення в Китаї надало додаткового імпульсу як країнам Азії, так і світовим товарним ринкам. Завдяки вищим цінам на сировинних ринках порівняно з відповідним періодом минулого року підтримувалось економічне зростання країн СНД.

У II кварталі 2017 року світові ціни на товари українського експорту, незважаючи на певне погіршення порівняно з I кварталом, у цілому залишалися сприятливими. Зокрема, ціни на сталь та залізну руду (попри суттєве падіння цін на руду в II кварталі порівняно з попереднім) перевищували рівень II кварталу 2016 року, що компенсувало нижчий рівень цін на зернові та соняшникову олію.

Ціни на сталеву продукцію та залізну руду в II кварталі рухалися врізнобіч (за виключенням останніх днів червня), хоча історично між цими цінами була висока додатна кореляція. Зокрема, ціни на сталеву продукцію в II кварталі в середньому залишалися одними з найвищих за останні два роки, незважаючи на значну корекцію в бік зниження на початку II кварталу. Середні ж ціни на залізну руду знизилися майже на 25% кв/кв, передусім через зниження попиту з боку Китаю.

Так, на Китай припадає майже 65% світового імпорту залізної руди³. Обсяги імпорту залізної руди Китаєм поступово зменшувалися через: збільшення частки металобрухту в процесі виплавки китайськими металургійними компаніями окремих сталевих напівфабрикатів; рекордні наявні запаси залізної руди в країні; подальшу експансію китайських інвесторів у гірничо-добувні активи по всьому світу, що дає змогу Китаю збільшити можливості для забезпечення себе власною сировиною (використання власного вугілля для збагачення власної залізної руди в процесі виплавки чавуну, з якого в подальшому виробляють сталь) та розширити доступ до

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСРІ, 12.2004=1)



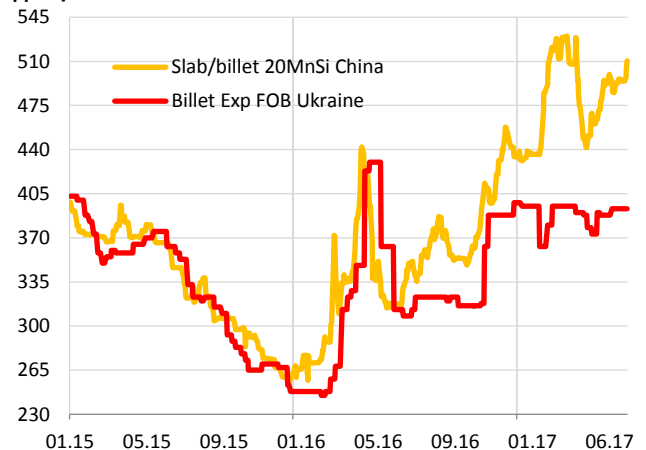
Джерело: розрахунки НБУ.

Ціни Китаю на окремі сталеві напівфабрикати та на імпортовану Китаєм залізну руду (Австралія), дол./т



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

³ За даними World Steel Association – World Steel in Figures 2017. Додатково див. вставку “Виробництво залізної руди в світі та основні фактори, що визначають її ціну” в Інфляційному звіті (січень 2017 року), стор. 10 – 11.

інфраструктури⁴. Водночас пропозиція на світовому ринку і далі зростала. За оцінками BMI⁵, провідні світові виробники ВНР Billiton, Fortescue Metals Group та Rio Tinto інтенсивно нарощують видобуток, знизивши собівартість виробництва нижче 15 дол. США/т. І лише наприкінці червня після виступу прем'єр-міністра Китаю щодо оптимістичних оцінок розвитку економіки ціни на залізну руду дещо відкоригувалися.

Натомість ціни на китайські сталеві напівфабрикати залишалися високими, зокрема через стійкий внутрішній попит і продовження політики зі скорочення надлишкових потужностей. Завдяки реалізації інфраструктурних проектів та інвестиціям у розвиток нерухомості⁶ високий внутрішній попит зумовив зниження обсягів експорту сталевих напівфабрикатів Китаєм, незважаючи на подальше збільшення обсягів внутрішнього виробництва сталі. Так, виробництво нерафінованої сталі зросло на 4.4% р/р за січень – травень 2017 року, однак експорт сталевих напівфабрикатів Китаєм, частка якого у світовому експорті сталі у 2016 році становила близько 36%, знизився за відповідний період на 25.7% р/р⁷.

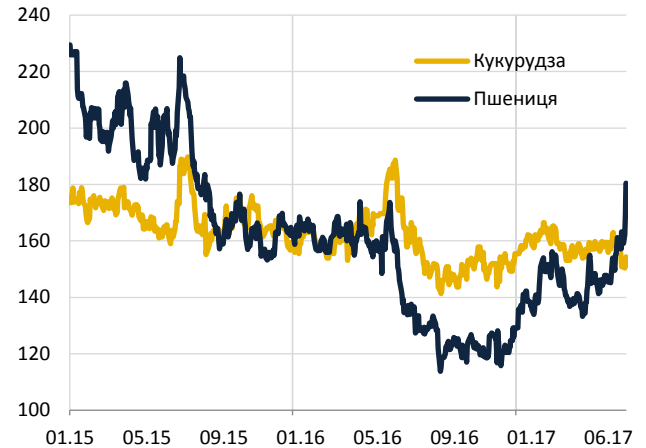
Додатковими факторами підтримки цін на сталеву продукцію у II кварталі в різних регіонах світу стали високий попит на сталь у країнах Близького Сходу та США. Так, на тлі сезонної активізації в будівельному секторі компанії Єгипту і Туреччини відновили закупівлі імпортованих сталевих напівфабрикатів після тривалої перерви. Високий попит з боку США зумовив стрімке зростання обсягів імпорту сталі (на 23.4% р/р за січень-травень за даними American Iron and Steel Institute).

Однак на ринку ЄС попит на сталь залишався млявим, тоді як пропозиція – високою, незважаючи навіть на введення антидемпінгових мит на деякі види сталі з Китаю та запровадження нових розслідувань проти поставок оцинкованої сталі з Китаю та гарячекатаних рулонів з України, Росії, Бразилії та ін. Крім зростання обсягів внутрішнього виробництва (на 4.1% р/р у січні – травні), на ринок ЄС наростили поставки Індія та Іран завдяки запуску нових потужностей.

Світові ціни на зернові в II кварталі 2017 року демонстрували слабку висхідну динаміку, однак порівняно з минулим роком залишалися значно нижчими. Підтримку цінам надавали:

- погіршення очікувань щодо врожаю зернових, у першу чергу пшениці, через несприятливі погодні умови у США, окремих країнах Європи (зокрема, Франції, Іспанії, Болгарії, Угорщині, Австрії) та Австралії;
- посилення вимог до якості пшениці в низці країн. Зокрема, Державне агентство Єгипту із закупівель (GASC) у травні підвищило вимоги до вмісту протеїну в пшениці;
- зростання попиту на фуражне зерно (насамперед із боку Туреччини, Єгипту, Іспанії, Португалії, Лівану) та очікування зменшення врожаю кукурудзи в 2017/2018 МР.

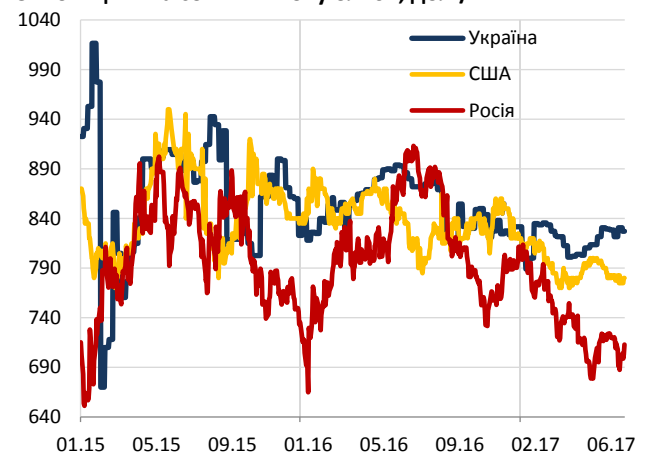
Світові ціни на зернові*, дол./т



* Кукурудза – Corn Yellow #2 Delivery USA Gulf.
Пшениця – Wheat K C Hard (HRW) National.

Джерело: Thomson Reuters Datastream.

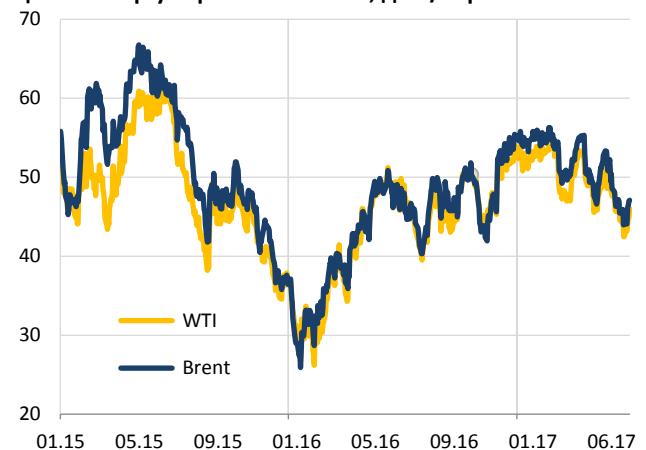
Світові ціни на соняшникову олію*, дол./т



* Україна – Exwrks FOB Ukraine
США – 1Mth United States
Росія – Russia Ex-WHS Blk Earth

Джерело: Thomson Reuters Datastream.

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

⁴ Зокрема, китайська компанія Yancoal Australia Ltd (78% акцій компанії належить державі) уклала угоду про купівлю найбільшого австралійського підрозділу Rio Tinto Coal, яка також передбачає придбання 36.5% частки Port Waratah Coal Services, що володіє основними каналами поставок.

⁵ Дослідницька компанія BMI Research, входить у Fitch Group.

⁶ Згідно з даними National Bureau of Statistics of China протягом січня – травня 2017 року обсяги інвестицій в інфраструктуру зросли на 20.9% р/р, а інвестицій у розвиток нерухомості – на 8.8% р/р. За оцінками MarketsandMarkets, до кінця 2019 року уряд Китаю витратить на інфраструктурні проекти ще близько 720 млрд. дол. США.

⁷ Згідно з даними National Bureau of Statistics of China та General Administration of Customs of the People's Republic of China.

Однак стримували зростання цін розпродаж запасів зернових 2016/2017 МР та очікування нових рекордних урожаїв у Бразилії та Аргентині завдяки сприятливим погодним умовам.

Світові ціни на соняшникову олію, як і на зернові, залишалися суттєво нижчими порівняно з минулим роком унаслідок високого врожаю, у першу чергу в Україні. Водночас уже з травня ціни на соняшникову олію дещо зросли внаслідок сезонного зниження виробництва в Росії через планові ремонтні роботи на масложирових підприємствах та так званий "бразильський фактор", хоча пропозиція на ринку залишалася високою. Додатковим чинником став підвищений попит з боку Індії і Туреччини (детальніше про визначальні фактори цін та попиту на соняшникову олію – див. у тематичній вставці).

Ціни на нафту на світових ринках упродовж II кварталу 2017 року коливалися в межах 50 +/- 5 дол./бар., а наприкінці кварталу знизилися. Підтримували ціни виконання умов Алжирської нафтової угоди між країнами – основними виробниками нафти та досягнення домовленості про продовження її дії до кінця березня 2018 року. Додатковим фактором було сезонне зростання попиту на нафтопродукти, зокрема в США та Саудівській Аравії.

Натомість у другій половині кварталу ціни переважно знижувалися під впливом:

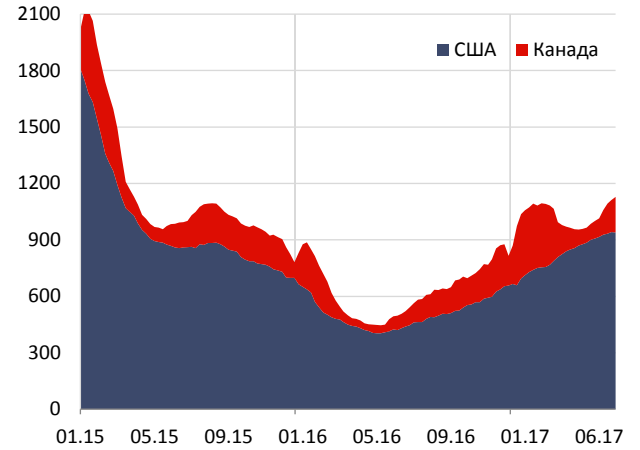
- активізації видобутку нафти в США та Канаді;
- подальшого збільшення обсягів видобутку нафти Нігерією (у травні на 6.7% до 1.51 млн. бар./добу) та Лівією до найбільшого рівня за останні три роки (827 тис. бар./добу);
- високих світових комерційних запасів рідкого палива, незважаючи на те, що з початку року відновилося їх зниження (згідно з даними EIA, світові комерційні запаси рідкого палива в країнах ОЕСР у травні перевищували п'ятирічний середній рівень на 257 млн. барелів).

На світових фінансових ринках у II кварталі 2017 року, попри тимчасову волатильність, ситуація в цілому залишалася сприятливою. Індекс S&P 500 зростав завдяки позитивним результатам корпоративної звітності, заявам президента США щодо окремих положень запропонованої ним податкової реформи, риториці членів ФРС, що сигналізувала про можливість повільнішого підвищення процентних ставок, а також результатам позитивного стрес-тестування найбільших 34 банків США.

Стримували зростаючу динаміку індексів фондового ринку посилення геополітичної напруги між США та деякими країнами, зокрема КНДР, Росією, Сирією; погіршення настроїв учасників ринків щодо можливостей Д. Трампа виконувати передвибірчі обіцянки, зокрема щодо податкової реформи та збільшення витрат на інфраструктурні проекти.

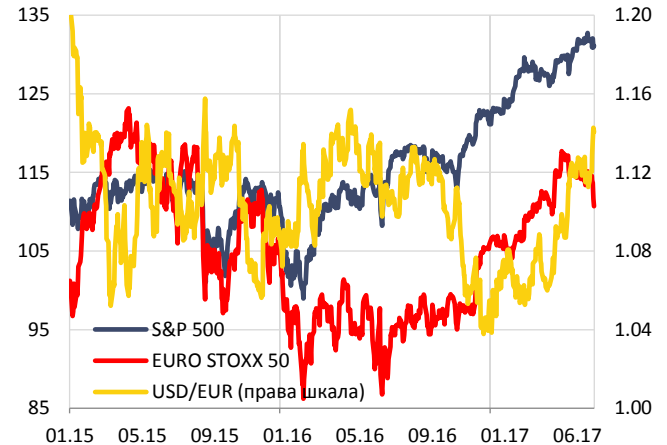
Вплив цих подій поширився на світові фінансові ринки, спровокувавши падіння курсу долара США та втечу в безпечні активи. Індекс долара США до кошика валют (DXY) знизився на 4.7% за квартал (зокрема, обмінний курс долара США до євро становив 1.14 на кінець кварталу), повністю нівелювавши зміцнення, досягнуте після виборів президента США. У результаті підвищеного попиту на безпечні активи дохідність казначейських облігацій США знизилася до мінімального рівня в цьому році (2.14% станом на 12.06.2017).

Кількість працюючих бурових у Північній Америці



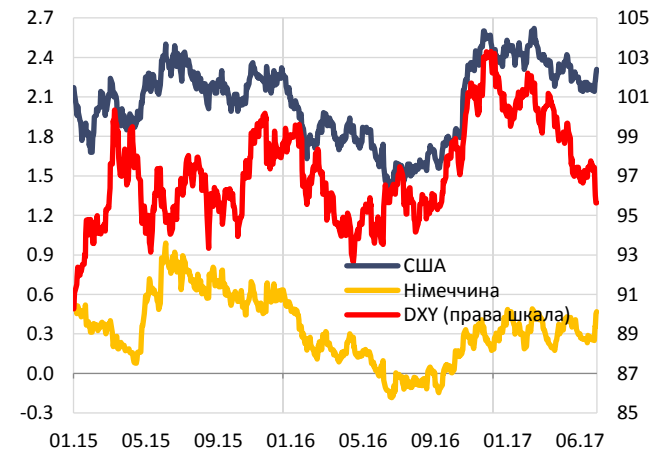
Джерело: Baker Hughes.

Індекси світового фондового ринку



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Зростання індексу EURO STOXX 50 з початку II кварталу підтримувалося позитивними результатами виборів у Франції, тимчасовою переорієнтацією потоків капіталу зі США до Європи на тлі вищих політичних ризиків у США, прискоренням темпів зростання економіки Єврозони за результатами I кварталу 2017 року. Натомість з другої половини кварталу європейські індекси після досягнення максимальних рівнів за останні два роки скоригувалися. Причинами корекції були: відновлення політичної нестабільності в регіоні в умовах парламентських виборів у Великобританії, можливість дострокових виборів в Італії та невизначеність щодо досягнення домовленості міжнародними кредиторами щодо списання боргу Греції.

За таких умов (як фінансових, так і макроекономічних) монетарна політика провідних центральних банків відповідала очікуванням учасників ринків. Зокрема, у червні ФРС підвищила базову процентну ставку за федеральними фондами на 25 б. п. до 1 – 1.25%, оголосила про плани скорочення активів (обсяг яких після стимулюючих програм досягнув 4.5 трлн дол.) та просигналізувала про можливість ще одного підвищення базової ставки до кінця 2017 року. ЄЦБ та Банк Японії, у свою чергу, залишили незмінними підходи до проведення монетарної політики. Натомість більшість центральних банків країн, ринки яких розвиваються, враховуючи закріплення тенденцій до послаблення інфляційного тиску і далі знижувала свої процентні ставки (зокрема, банки Росії, Чилі, Бразилії, Казахстану тощо).

Інфляційний тиск з боку країн – ОТП України у II кварталі 2017 року продовжив послаблюватися – зростання індексу UAwCPI⁸ у річному вимірі сягнуло мінімуму за останні 15 років. Інфляція сповільнювалася як у країнах, ринки яких розвиваються, так і в розвинених країнах. Попри стимулюючу політику більшості центральних банків провідних країн, слабка інфляційна динаміка була зумовлена зниженням цін на енергоносії.

Незважаючи на певне зменшення зацікавленості інвесторів у ризикових активах, приплив капіталу до країн, ринки яких розвиваються, за даними IIF, тривав і щомісяця становив у середньому близько 20 млрд. дол. Привабливість цієї групи країн для зовнішніх інвесторів зростає на тлі:

- масштабного характеру прискорення економічного зростання в країнах, ринки яких розвиваються (за оцінками IIF зростання прискорилося до 6.8% кв/кв у I кварталі, що є найвищим значенням у розрахунках з 2011 року);
- завершення грошової реформи в Індії;
- намірів Д. Трампа не виходити з угоди NAFTA, що знизило занепокоєння стосовно торговельного протекціонізму США;
- очікувань щодо зростання світових цін на товарних ринках.

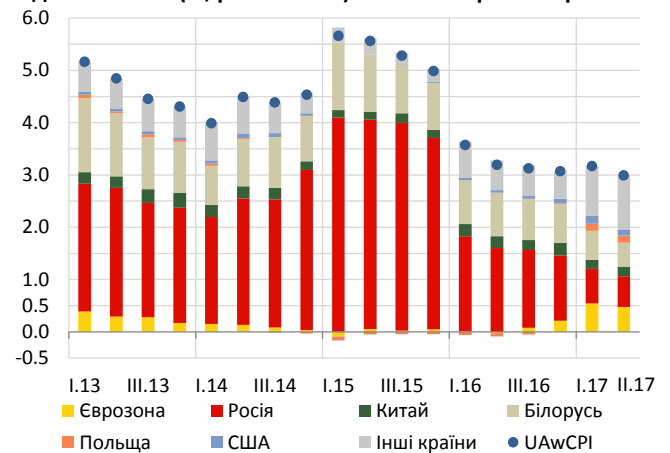
Ситуація на світових валютних ринках у II кварталі була неоднорідною для країн, ринки яких розвиваються. Так, валюти країн нафтової орієнтації, ринки яких розвиваються, переважно знецінювалися. Натомість валюти регіону ЦСЄ продовжили відчутно зміцнюватися.

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

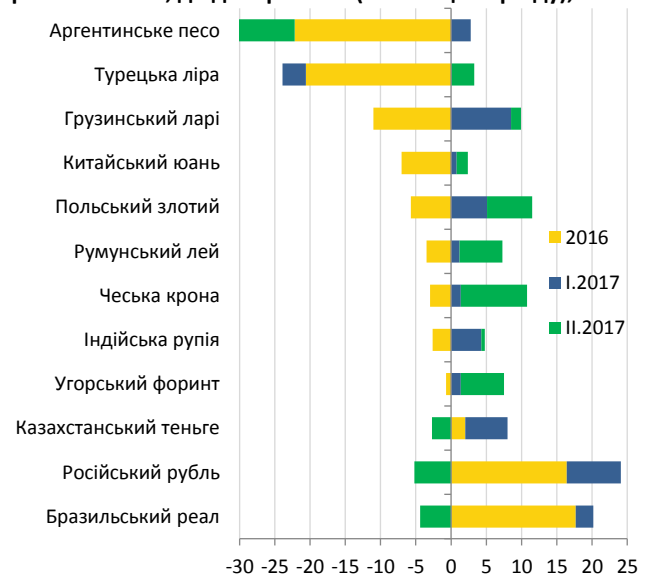
Індекс UAwCPI (% річна зміна) і внески окремих країн



II квартал 2017 року – оцінка

Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

⁸ UAwCPI - індекс інфляції країн – ОТП України, зважений за обсягами імпорту Україною товарів та послуг з відповідних країн.

Вставка: Кон'юнктура світового ринку соняшникової олії

У світовому виробництві для отримання рослинної олії використовуються насіння і плоди більш як 100 культур. Найпоширенішими серед них є соя, соняшник, ріпак та олійна пальма, які становлять близько 80% від загального обсягу виробництва олійних культур. Частка соняшникової олії серед усіх рослинних олій займає четверте місце (за попередніми оцінками у 2016/17 МР вона становила 9.3%). Завдяки новітнім технологіям сукупний обсяг виробництва соняшникової олії у світі останніми роками постійно збільшувався (у 2016/17 МР він перевищив 17.3 млн. т).

Вагомими факторами впливу на ціну соняшникової олії є:

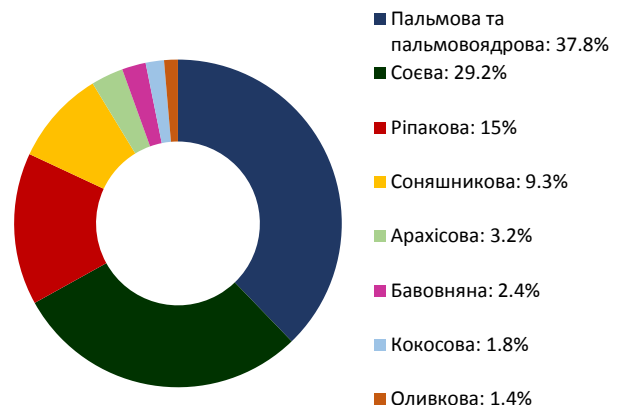
- *урожай та пропозиція*. Виробничі показники, результати минулого врожаю та очікування поточного мають суттєвий вплив на ціну. Причому найвідчутніше вони впливають на ціни, коли фактичні показники в найбільших країнах-експортерах не виправдовують очікувань. Зазвичай урахувуються обсяги посівних площ, майбутній урожай, терміни збору врожаю та перехідні залишки на складах. Так, з початку 2017 року прагнення аграріїв та переробних підприємств активно збувати насіння соняшнику через переповнені площі для його зберігання було додатковим фактором падіння цін⁹;

- *зростання/зменшення пропозиції та цінові зміни за товарами-замінниками* (особливо щодо пальмової та соєвої олій, які є більш вживаними). Наприклад, у 2017 році спрацював так званий "бразильський фактор". Бразильське агентство Conab на початку червня знову підвищило оцінку обсягів виробництва сої в Бразилії до нового рекордного рівня у 113.9 млн. т, що на 19.4% більше від результату 2015/2016 МР. Через це суттєво знизилися ціни на соєву олію, спровокувавши зниження цін і на інші види олій, у тому числі соняшникову;

- *зміни попиту*. Світовий попит на сільськогосподарську продукцію стійко зростає, особливо з боку країн, що розвиваються, з огляду на високі темпи зростання кількості населення та підвищення рівня доходів у цих країнах (ураховуючи також вищу еластичність попиту на продукти харчування за доходами). Крім того, з розвитком біотехнологій за останнє десятиліття істотно зріс попит на олійні з боку промислових виробників біоетанолу та біодизельного палива¹⁰. Особливо стрімкого розвитку виробництво цього виду палива набуло в періоди високих цін на традиційні види енергоносіїв. Також на попит впливає і зміна моделей споживання, зокрема зацікавленість здоровим харчуванням. Найбільшими споживачами соняшникової олії у світі нині залишаються країни Азії, зокрема Індія та Китай, а також країни Європи;

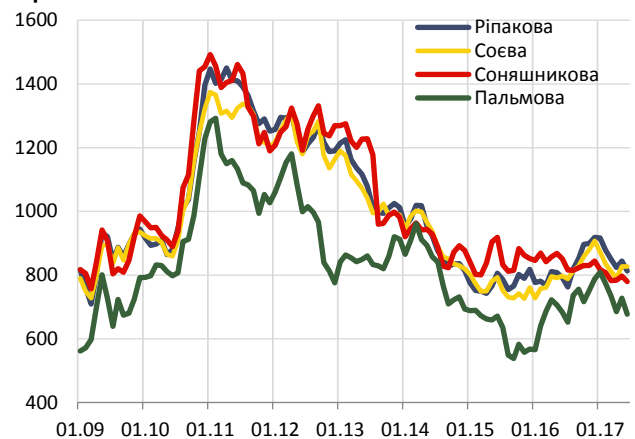
- *форс-мажорні обставини, пов'язані здебільшого з погодними умовами*. Наприклад, занадто тепла погода в період вегетації сприяє розвитку комах, які можуть зіпсувати майбутній врожай, або посуха здатна спричинити пожежі. Є екзотичніші причини коливання цін, наприклад, Ель-Ніньо¹¹,

Частка соняшникової олії в загальному виробництві рослинних олій



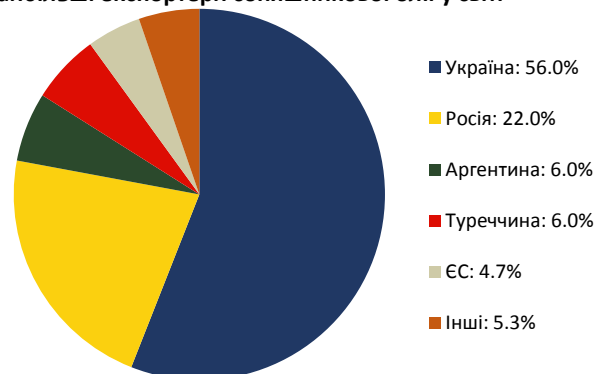
Джерело: Foreign Agricultural Service/USDA (2016/2017 МР).

Ціни на різні види рослинних олій, дол/т, станом на червень 2017



Джерело: Світовий банк.

Найбільші експортери соняшникової олії у світі



Джерело: Foreign Agricultural Service/USDA (2016/2017 МР).

⁹ За даними Державної служби статистики України, у травні залишки насіння соняшнику у аграріїв та на переробних підприємствах досягли 1.59 млн. т (на 58% більше, ніж у минулому році).

¹⁰ Найвище зростання у даному сегменті демонструють рапсова олія, яка використовується для виробництва біодизеля в країнах Євросоюзу, та соєва, яка використовується для виробництва біоетанолу в США.

¹¹ Ель-Ніньо – коливання температури поверхневого шару води в екваторіальній частині Тихого океану, що має помітний вплив на клімат.

який приносить посуху в одні країни та рясні дощі в інші, що призводить до зниження врожаю. Цей природний феномен впливає на клімат переважно в Бразилії, Аргентині, Мексиці, США та Австралії. Саме він наприкінці 2015 – початку 2016 років став вагомим фактором погіршення врожаїв сої та олійної пальми, що спричинило підвищення ціни у другій половині 2016 року.

Країною-лідером із виробництва та експорту соняшникової олії була і залишається Україна (33.2% та 56.0% у 2016/2017 МР відповідно). У 2016/2017 МР урожай соняшнику в Україні був рекордним і більшим на 21.9%, ніж у 2015/2016 МР році. Це дало змогу Україні суттєво наростити виробництво (на 14.5%) та експорт соняшникової олії (на 13.3%)¹². Географія експортних поставок¹³ соняшникової олії з України дуже широка (експорт здійснюється до більш як 90 країн світу), але найбільшими імпортерами української олії є Індія (31.5%), Китай (13.7%) та країни Єврозони (30.4%).

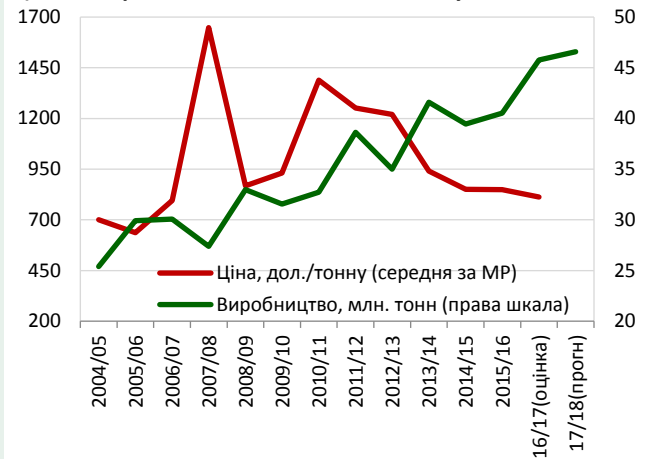
У 2017/18 МР, за прогнозами USDA, очікується, що виробництво соняшникової олії в Україні і далі зростатиме, навіть попри скорочення посівних площ під соняшник із заміщенням їх соєю. Відповідно, експорт соняшникової олії з України також може збільшитися на 2% до близько 5.2 млн. т.

У цілому, за прогнозами USDA, світове виробництво соняшникової олії зросте на 3% до 17.9 млн. т (після зростання на 12.4% у 2016/17 МР). При цьому збільшення обсягів виробництва очікують не скільки за рахунок розширення посівних площ, скільки завдяки підвищенню врожайності соняшнику (торік його врожайність на 3% перевищила середній показник за п'ять попередніх років).

Одночасно очікується, що світове споживання у 2017/18 МР зросте на 4% до 16.8 млн. т. Зростання обсягів споживання вищими темпами порівняно з обсягами виробництва зумовить певне скорочення світових перехідних запасів. Але навіть незважаючи на це, їх обсяг залишатиметься досить високим.

Поряд із зростанням обсягів світового виробництва соняшникової олії світове виробництво пальмової та соєвої олій також нарощуватиметься (пальмової – на 6.2% за рахунок збільшення в Індонезії та Малайзії, соєвої – на 3.6% через збільшення виробництва в Китаї). Це спричинить зменшення загальної частки соняшникової олії серед усіх рослинних олій до 9.1%. З огляду на надлишкову пропозицію олійних на світовому ринку ціни на соняшкову олію залишатимуться відносно низькими.

Ціна та виробництво соняшникової олії у світі



Джерело: Foreign Agricultural Service/USDA; розрахунки НБУ на основі даних Світового банку.

Прогнозні оцінки щодо виробництва, споживання та запасів соняшникової олії у світі, млн. т



Джерело: Foreign Agricultural Service/USDA, червень 2017.

¹² За даними Foreign Agricultural Service/USDA, у 2016/2017 МР.

¹³ За даними Державної служби статистики України, за 2016 календарний рік.

2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК¹⁴

Споживча інфляція у травні 2017 року становила 13.5% р/р, очікувано незначно уповільнившись (із 15.1% у березні 2017 року). Фактичний показник інфляції дещо перевищив траєкторію прогнозу Національного банку, опублікованого в Інфляційному звіті за квітень 2017 року.

Зростання цін на сирі продукти і далі прискорювалося та стало основною причиною незначного перевищення рівня фактичної інфляції над прогнозом. Підвищення цін на м'ясні та молочні продукти на світовому ринку активізувало експорт вітчизняної продукції. А втрата частини врожаю внаслідок весняних заморозків і збільшення пропозиції дорожчої імпортованої продукції відобразилися на внутрішніх цінах на овочі та фрукти. Водночас зменшилися річні темпи зростання адміністративно регульованих цін і тарифів та цін на паливо на тлі високої бази порівняння.

Фундаментальний інфляційний тиск залишився стриманим – базова інфляція практично не змінилася та була нижчою за очікувану. Стримували її зростання все ще нижчий за потенційний рівень сукупного попиту, виважені фіскальна та монетарна політика, зниження імпортованої інфляції. Послабленню тиску на ціни допомагало також стрімке поліпшення інфляційних очікувань, спричинене, зокрема, сприятливою ситуацією на валютному ринку.

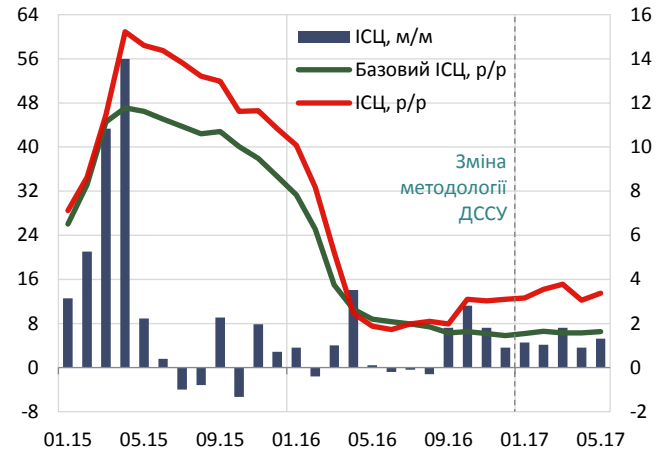
Базова інфляція

Базова інфляція залишилася майже незмінною (6.5% р/р у травні порівняно з 6.3% р/р у березні), хоча очікувано посилювався вплив вторинних ефектів від підвищення цін на сирі продукти та тривало відображення в цінах збільшення витрат, у тому числі на заробітну плату.

Так, зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки прискорилося (до 8.1% р/р у травні). Одним із найвагоміших чинників цього стало збільшення темпів зростання цін у виробництві м'яса та м'ясних продуктів (до 20.9% р/р) на тлі погіршення показників вирощування тварин, значних обсягів експорту і зростання світових цін. Крім того, пришвидшилося зростання цін у виробництві хліба, хлібобулочних та борошняних виробів унаслідок збільшення собівартості виробництва.

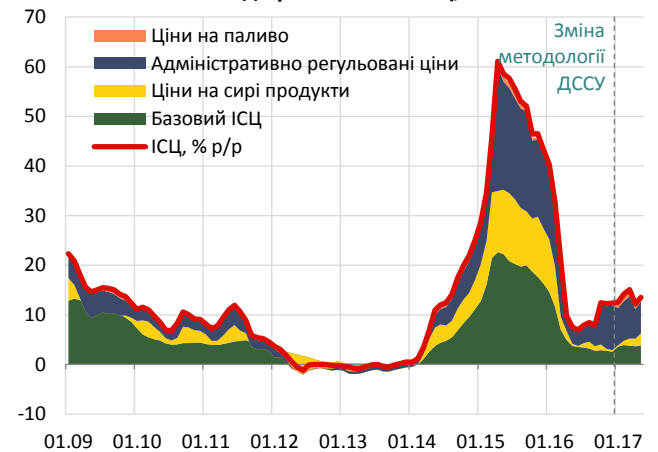
Також під впливом зростання собівартості прискорилося зростання цін на послуги, що входять до показника базової інфляції (до 10.7% р/р). Зокрема у травні прискорилося зростання тарифів на утримання будинків та прибудинкових територій, а також вартості послуг закладів відпочинку та культури, ресторанів, готелів тощо. Водночас додатковим фактором прискорення зростання вартості послуг стало поступове підвищення попиту на них. Так на тлі збільшення кількості наданих послуг у сфері комплексного туризму,

Індекси споживчих цін, %



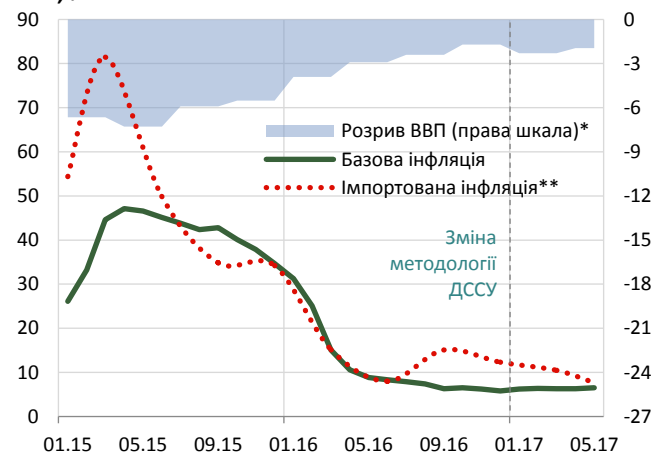
Джерело: ДССУ.

Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Базова та імпортована інфляція, % річна зміна, та розрив ВВП, %



* Розрахунки розриву ВВП за II квартал зроблено на основі оцінок НБУ
 ** Імпортована інфляція розрахована як квартальна зміна показника споживчої інфляції в країнах – ОТП *UAWCPI*, скоригованого на зміну НЕОК гривні (детальніше – в Інфляційному звіті за квітень 2016 року, стор. 9).

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

¹⁴ Зміна цін за окремими компонентами споживчого кошика згідно з класифікацією НБУ на підставі даних ДССУ уточнена через перегляд методології розрахунку вагових коефіцієнтів.

вартість цих послуг повернулася до зростання (на 1.7% р/р після падіння на 5.7% р/р у березні).

Водночас згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань у II кварталі 2017 року підприємства поступово адаптуються до підвищення витрат на оплату праці. Так, порівняно з I кварталом підприємства суттєво знизили очікування щодо зростання цін на свою продукцію/послуги в наступні 12 місяців¹⁵, у тому числі в результаті зменшення впливу фактора “вартість трудових ресурсів” на зміну вихідних цін¹⁶.

Крім того, на тлі сприятливої ситуації на валютному ринку та сповільнення інфляції в країнах – ОТП тривало зниження річних темпів зростання цін на одяг та взуття, домашній текстиль, побутову техніку, а ціни на деякі товари залишилися нижчими від минулорічних (ноутбуки, мобільні телефони, деякі товари особистого догляду). Такі результати загалом відповідають оцінкам НБУ стосовно ефекту перенесення зміни НЕОК на інфляцію¹⁷.

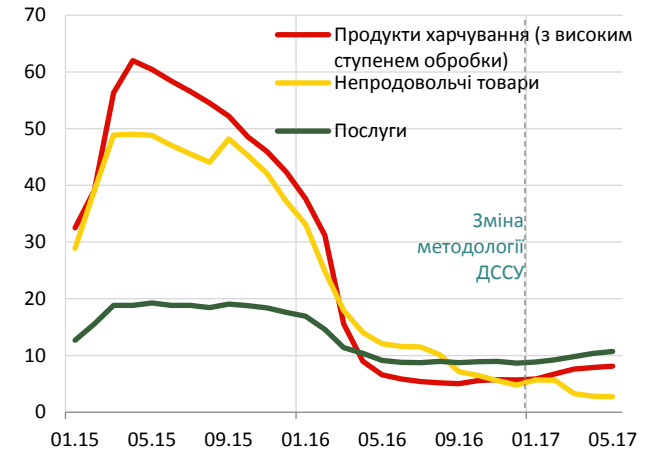
Сприятлива ситуація на валютному ринку вплинула і на зниження інфляційних очікувань на наступні 12 місяців усіх груп респондентів. Це, у свою чергу, теж стримувало посилення фундаментального інфляційного тиску. Із часу запровадження інфляційного таргетування та успішного досягнення НБУ цілі щодо інфляції у 2016 році спостерігається поступове, але стійке зниження інфляційних очікувань. Найшвидше знижуються очікування професійних прогнозистів (фінансових аналітиків), які впритул наблизилися до прогнозованої НБУ траєкторії інфляції, що відповідає досягненню інфляційної цілі на кінець 2017 року на рівні 8% ± 2 в. п. Однак знижуються очікування й у домогосподарств та підприємств. Особливо помітним це було в II кварталі 2017 року. Згідно з емпіричними дослідженнями¹⁸ в Україні спостерігається потужна залежність інфляційних очікувань не лише від поточного рівня інфляції, а й від змін обмінного курсу гривні до долара США. Водночас, крім курсового чинника, стрімке зниження інфляційних очікувань у II кварталі 2017 року могло бути зумовлене оголошеними планами уряду не підвищувати восени цього року ціни на газ для населення.

Про помірне посилення фундаментального інфляційного тиску свідчили також альтернативні показники базової інфляції¹⁹. За всіма методами розрахунків базова інфляція залишається значно нижчою від показника загальної споживчої інфляції та відповідних показників базової інфляції річної давнини.

Небазова інфляція

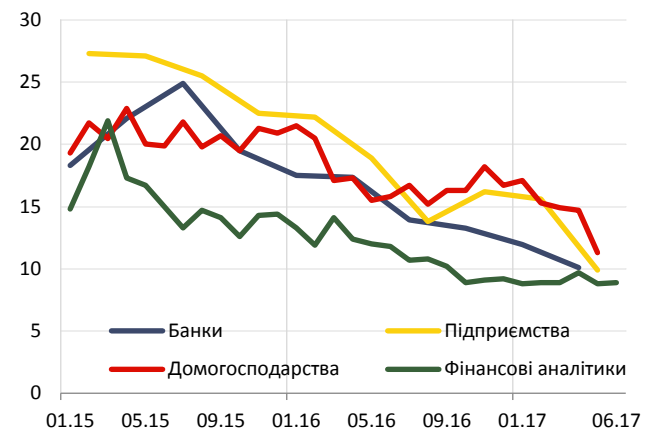
Небазова інфляція також уповільнилася та досягла 20.7% р/р у травні (22.8% р/р у березні). Її стрімке сповільнення було очікуваним і відбулося насамперед у результаті послаблення впливу високої бази порівняння для низки адміністративних цін і тарифів, а також цін на паливо.

Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна



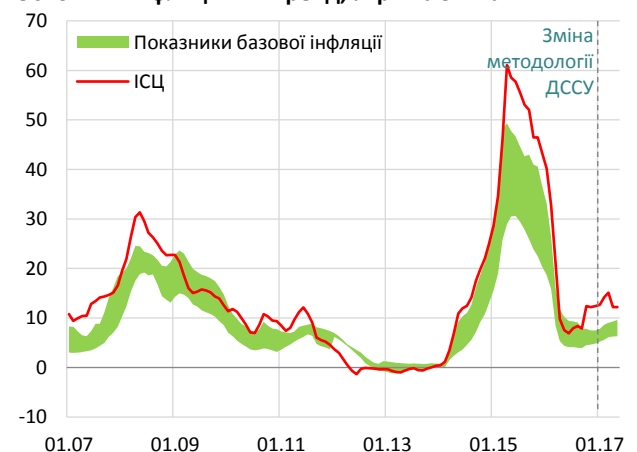
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

Основний інфляційний тренд, % річна зміна



* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

¹⁵ Баланс очікувань щодо зміни цін на продукцію/послуги підприємства у наступні 12 місяців (різниця між відповідями “ціни зростуть” та “ціни знизяться”) скоротився у II кварталі 2017 року порівняно з I кварталом 2017 року на 10.8 п. п. до 58.8%.

¹⁶ Частка підприємств, які зазначили вплив фактора “вартість трудових ресурсів” на зміну вихідних цін підприємств, скоротилася у II кварталі 2017 року порівняно з I кварталом 2017 року на 2.4 в. п. до 48.6%.

¹⁷ Детальніше – в Інфляційному звіті за жовтень 2016 року (стор. 17 – 18).

¹⁸ Див. [О. Куабіон та Ю. Городніченко \(2015\)](#).

¹⁹ Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

Зростання адміністративно регульованих цін уповільнилося до 28.1% у травні (порівняно з 39.3% р/р у березні). Таке сповільнення стало можливим насамперед у результаті вичерпання впливу на річні показники інфляції значного підвищення тарифів на природний газ у квітні минулого року, що формувало високу базу порівняння на початку 2017 року. Крім того, незважаючи на чергове підвищення акцизів із 1 квітня на окремі види алкогольних напоїв, зростання цін на дану продукцію дещо сповільнилося (до 16.7% р/р). Це може пояснюватися зокрема досягненням домовленостей щодо цін на спирт етиловий між його виробниками спирту та виробниками алкогольних напоїв. Крім того, сповільнилося зростання вартості авіаперевезень та дошкільної освіти.

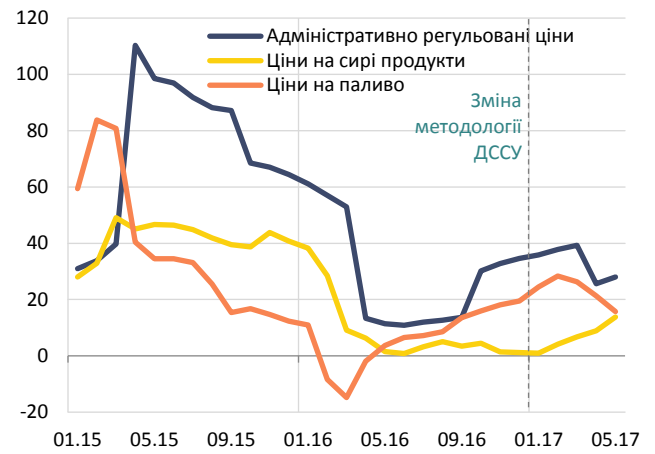
Водночас уповільнення зростання адміністративно регульованих цін стримувалося подорожчанням вартості інших складових адміністративної інфляції. З 12 травня зросли тарифи на холодну воду та водовідведення. Крім того, у квітні-травні прискорилося подорожчання поштових послуг (до 66.8% р/р) через відображення підвищення тарифів ПАТ "Укрпошта" та іншими приватними поштовими службами. До того ж, як і в попередні місяці, вагомим чинником прискорення адміністративно регульованих цін стало підвищення плати за проїзд у пасажирському транспорті внаслідок зростання собівартості цих послуг, а також збільшення темпів зростання цін на тютюнові вироби (до 40.8% р/р) на тлі проблем із дистрибуцією.

До 15.7% р/р уповільнилося зростання цін на паливо. Це відображало динаміку цін на бензини моторні – зростання сповільнилося на тлі підвищення бази порівняння (минулого року світові ціни на нафту стрімко зростали, тоді як із початку 2017-го вони коливалися в досить вузькому діапазоні з тенденцією до зниження). Натомість ціни на скраплений газ не мали сприятливого ефекту бази порівняння, що разом із проблемами в постачанні з Росії у квітні-травні призвело до прискорення зростання цін на цей вид палива.

Зниження у квітні-травні світових цін на нафту ще не позначилося на внутрішніх цінах на паливо попри сприятливу ситуацію на валютному ринку. Це відбулося з огляду на кілька причин. По-перше, вартість нафтопродуктів відображається у ціні на паливо з незначним лагом (за оцінками, один місяць). Крім того, при визначенні динаміки цін часто орієнтуються на показники змін станом на кінець місяця, тоді як ціни на більшість видів палива реєструються впродовж усього місяця спостережень (тож коректнішим є порівняння середньомісячних цін). По-друге, лише близько 43% від ціни палива припадає на вартість нафтопродуктів. Ще понад 40% – податкове навантаження, до якого зокрема належить акцизний податок, що розраховується, відповідно до законодавства, у євро. По-третє, за оцінками НБУ, на початку року продавці палива дещо знижували свою маржу на тлі зростання собівартості палива для утримання конкурентних позицій. Однак починаючи з квітня вони дещо збільшили частку свого прибутку, намагаючись компенсувати втрати попередніх періодів. Ураховуючи наведені причини, варто очікувати незначного зниження цін на паливо у червні-липні.

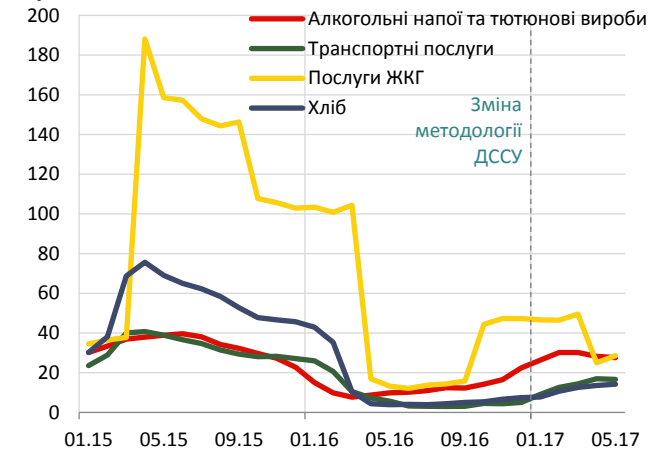
Зростання цін на сирі продовольчі товари і далі очікувано прискорювалося – до 13.8% р/р у травні (з 6.7% р/р у березні). Вагомими чинниками цього стали низька база порівняння та

Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна



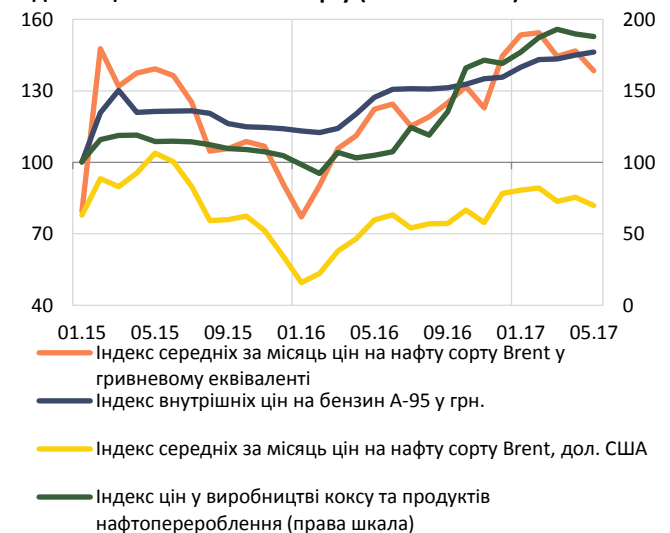
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Компоненти адміністративно регульованих цін і тарифів, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Індекси цін на бензин та нафту (12.2014 = 100)



Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

певна активізація споживчого попиту на продовольчі товари внаслідок підвищення доходів домогосподарств, як і передбачалося НБУ. Проте темпи зростання перевищили прогнози. Насамперед тривало прискорення зростання цін на м'ясо та молоко в річному вимірі внаслідок вищих світових цін та значних обсягів експорту.

Також на динаміці цін на сирі продовольчі товари позначилися негативні очікування щодо втрати частини врожаю внаслідок несприятливих погодних умов. Через скорочення внутрішньої пропозиції (зокрема внаслідок заморозків у квітні-травні) та збільшення пропозиції дорожчої імпортової продукції відновилося зростання цін на овочі (9.8% р/р) та прискорилося зростання цін на фрукти (до 12.7% р/р). Крім того, на прискорення зростання цін вплинула зміна підходів ДССУ до врахування цін на сезонну плодо-овочеву продукцію. Якщо раніше ціни на продукцію старого врожаю реєструвалися паралельно із цінами на продукцію нового врожаю, то нині з масовою появою продуктів нового врожаю ціни на продукцію старого врожаю вже не враховуються. Приблизно така сама процедура застосовується для тепличних овочів та овочів відкритого ґрунту. Такі зміни призведуть до зміни патерну сезонності для плодово-овочевої продукції – відбуватиметься відчутне зростання цін у ті місяці, коли з'являється рання продукція (зокрема у травні-червні). Водночас такий ефект має нівелюватися протягом року, оскільки на заміну ранньої продукції прийде продукція звичайного врожаю.

Серед сирих продуктів вирізнялися ціни на яйця, які знизилися (на 10.4% р/р у травні 2017 року) на тлі збереження часткових обмежень на експорт продукції птахівництва.

Індекс цін виробників

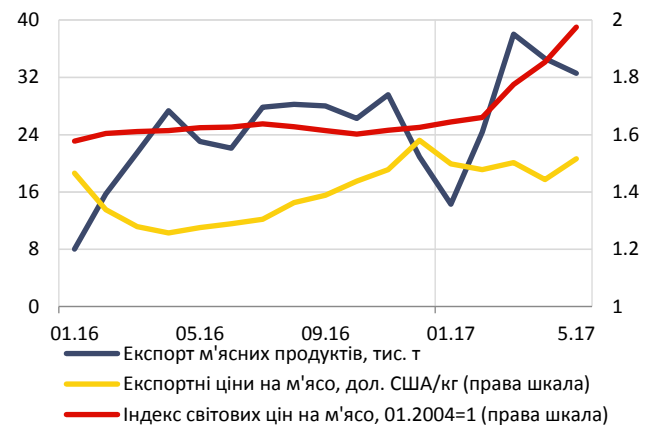
У квітні-травні 2017 року зростання індексу цін виробників суттєво сповільнилося (до 27.1% р/р з 38.3% р/р у березні). Це було зумовлено насамперед ціновими тенденціями на світових товарних та сировинних ринках з огляду на значну експортну орієнтованість вітчизняних підприємств.

Зокрема, зниження світових цін на залізну руду зумовило суттєве сповільнення річних темпів зростання цін у добуванні металевих руд (до 35.9% у травні з 142.6% у березні), а незначне зниження світових цін на нафту вплинуло на стрімке сповільнення зростання цін у добуванні сирової нафти і природного газу (до 12.0% р/р у травні з 88.3% у березні). У результаті темпи зростання цін у добувній промисловості уповільнилися до 32.4% р/р (з 94.7% р/р у березні).

Ці тенденції знайшли відображення й у наступних ланках виробничого процесу, зокрема сповільнилося зростання цін у металургійному виробництві (до 28.9% р/р з 54.0% р/р у березні), виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (до 79.5% р/р з 80.6% р/р у березні).

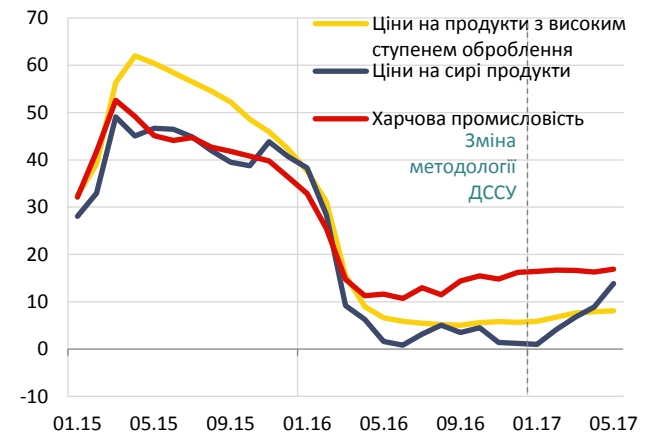
Зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря сповільнилося до 37.9% р/р у травні (з 42.6% р/р у березні). Таке сповільнення відбулося завдяки повному переходу до ринкового формування роздрібних тарифів на електричну енергію для промислових споживачів із

Експорт та ціни на м'ясо та м'ясопродукти



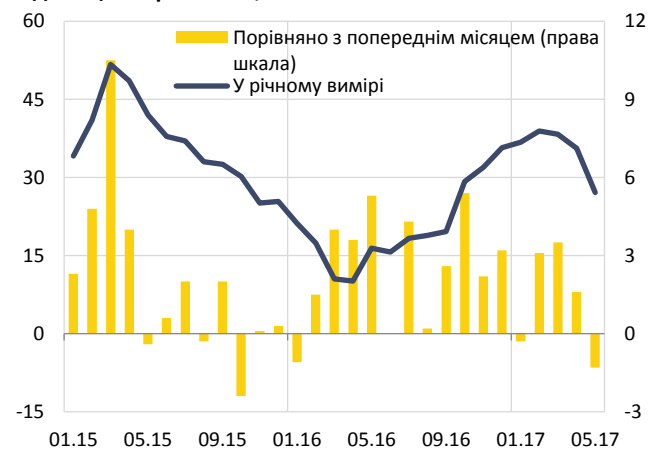
Джерело: ДФС; FAO.

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



Джерело: ДССУ.

Індекс цін виробників, %



Джерело: ДССУ.

1 травня 2017 року²⁰ на тлі поетапної ліквідації перехресного субсидювання тарифів для населення за рахунок інших споживачів. Додатковим чинником було збільшення частини генерації атомними електростанціями.

Темпи зростання цін у хімічній промисловості залишилися практично незмінними (12.4% р/р), що визначалося насамперед попитом, кон'юнктурою світових ринків, а також собівартістю виробництва продукції.

Прискорилося зростання цін у виготовленні виробів із деревини та виробництві паперу на тлі скорочення виробництва і збільшення виробничих витрат. Зокрема заробітна плата працівників підприємств цих видів діяльності зростала швидшими темпами, ніж у середньому в промисловості.

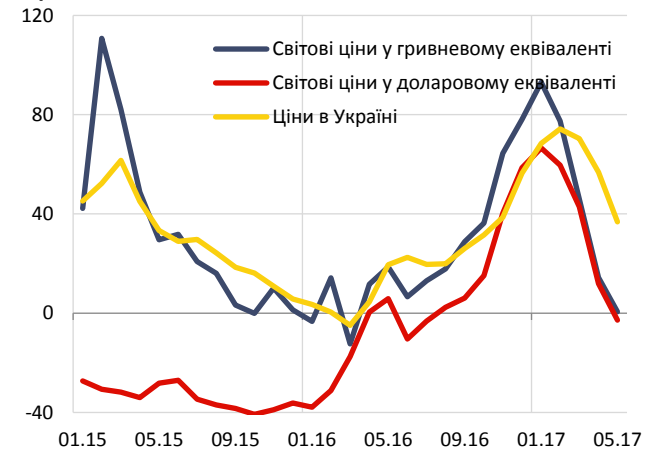
Водночас зростання цін виробників, за оцінками НБУ, мало відносно незначний вплив на ціни споживачів²¹, що визначалися насамперед коливаннями попиту і пропозиції. Лише динаміка цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів тісно корелює з компонентою ІСЦ "продукти харчування та безалкогольні напої".

Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Ціни на продукцію гірничо-металургійного комплексу, % річна зміна



Джерело: ДССУ; Thompson Reuters Datastream; розрахунки НБУ.

²⁰ Детальніше див. у постанові НКРЕКП від 24 квітня 2017 року № 538 "Про ринкове формування роздрібних тарифів на електричну енергію, що відпускається для кожного класу споживачів, крім населення, на території України"

²¹ Детальніше про вплив промислової інфляції на споживчі ціни див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16 – 17.

2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК

У I кварталі 2017 року зростання реального ВВП сповільнилося до 2.5% р/р через захоплення низки підприємств на НКТ та розірвання виробничих зв'язків внаслідок припинення торгівлі з НКТ. Також із початку року традиційно завершився статистичний облік показників рослинництва, яке завдяки рекордному врожаю минулого року зумовило ключовий внесок у приріст ВВП у IV кварталі 2016 року.

Темпи зростання ВВП були дещо нижчими, ніж оцінки Національного банку, опубліковані в Інфляційному звіті за квітень 2017 року (3.0% р/р), насамперед за рахунок падіння ВДВ в окремих секторах послуг, для яких не простежуються щомісячні показники випуску і за якими вагомим фактором є державне фінансування (зокрема, освіта й охорона здоров'я).

За категоріями кінцевого використання найбільший внесок у зростання реального ВВП у I кварталі мало споживання. Підвищення його ролі в зростанні ВВП у 2017 році було прогнозованим, зокрема завдяки відновленню зростання реальних доходів населення. Очікувано значний додатний внесок зберегли інвестиції, у тому числі у машини та обладнання. Внесок чистого експорту залишився від'ємним, однак був меншим, ніж прогнозувалося, через стрімке сповільнення зростання імпорту.

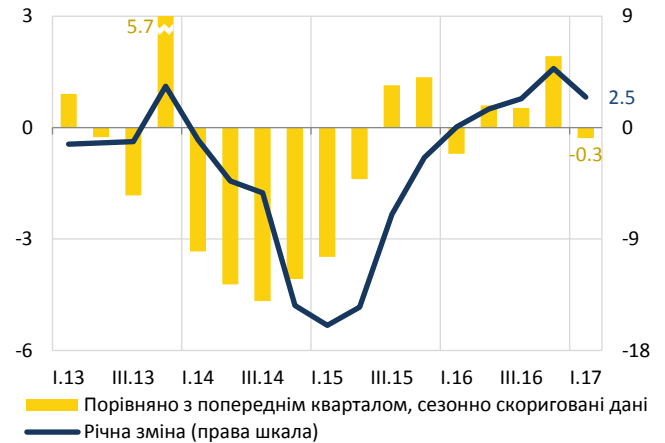
У II кварталі припинення торгівлі з НКТ продовжило позначатися на показниках економічної активності, насамперед промисловості. Наявні показники діяльності підприємств ГМК у цілому відповідають оцінкам Національного банку щодо впливу розриву транспортного сполучення на сході країни. Дещо більшим виявилось падіння в енергетичному секторі, що зумовлено в тому числі тимчасовими чинниками (зокрема погодними умовами). Водночас, як і раніше, поліпшувалися ділові очікування підприємств та споживчі настрої населення, а також значно збільшилися капітальні видатки зведеного бюджету. Загалом оцінку зростання реального ВВП у II кварталі 2017 року було знижено порівняно з попереднім прогнозом (до 1.5% р/р).

Внутрішній попит

У I кварталі 2017 року зростання обсягів внутрішнього споживання зробило основний внесок у зростання реального ВВП. Так, приріст споживання домогосподарств прискорився до 2.8% р/р. При цьому відбувся приріст такого споживання й порівняно з попереднім кварталом (на 2.2% с/с). Пожвавлення попиту населення було зумовлене зростанням реальних наявних доходів (на 2.4% р/р), подальшим використанням заощаджень попередніх періодів, поступовим поліпшенням споживчих настроїв та активізацією споживчого кредитування.

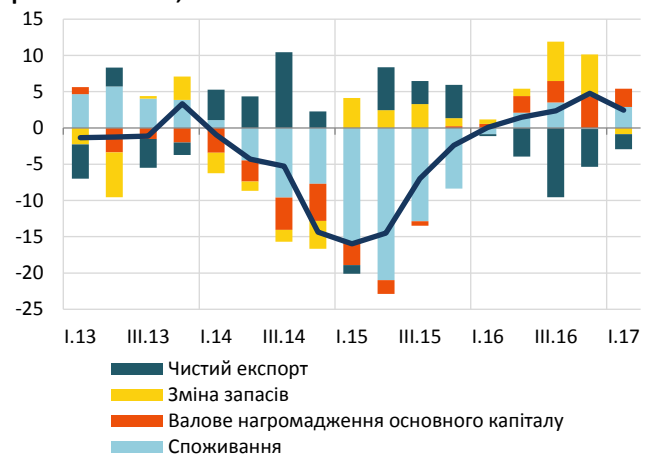
Найбільше зросли обсяги споживання за такими напрямками, як одяг і взуття, предмети домашнього вжитку, охорона здоров'я та зв'язок. Виразне відновлення саме за цими напрямками може пояснюватися помірним зростанням цін на відповідні категорії товарів і послуг у річному вимірі порівняно з іншими складовими споживчого кошика. Водночас суттєво скоротилися реальні кінцеві споживчі витрати населення на житлово-комунальні послуги (майже на 30% р/р) передусім через велику кількість домогосподарств, охоплених

Реальний ВВП, %



Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внутрішній попит, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

програмою субсидій. Додатковими факторами були ощадливе споживання таких послуг в умовах їх значного подорожчання, заходи з енергозбереження та раннє завершення опалювального сезону²² завдяки теплим погодним умовам наприкінці кварталу²³.

Значне збільшення обсягів бюджетних видатків на субсидіювання споживання населенням послуг ЖКГ знайшло відображення в стрімкому прирості індивідуальних споживчих витрат сектору загальнодержавного управління (майже на 10% р/р у реальному вимірі). Унаслідок цього, як і очікувалося, відновилося зростання загального державного споживання (на 4.2% р/р).

Зростання валового нагромадження основного капіталу дещо сповільнилося (до 20.1% р/р), проте залишилося високим завдяки значному зростанню обсягів інвестицій у машини та обладнання (пришвидшилося до 44% р/р). Подальшій інвестиційній активності сприяло поліпшення ділових очікувань та фінансових результатів підприємств, оскільки основними джерелами фінансування інвестиційного попиту залишалися власні кошти підприємств.

Висока минулорічна рентабельність рослинництва, а також потенціал для подальшого підвищення врожайності стимулювали активне оновлення технічної бази сільськогосподарських підприємств, які збільшили капітальні інвестиції майже на 60% р/р. Суттєво зросли обсяги освоєння інвестицій транспортними підприємствами, зокрема "Укрзалізниця" продовжувала оновлювати парк вантажних вагонів, а також активізувалися інвестиції авіакомпаній. У промисловості зростання обсягів інвестицій прискорилося до 29% р/р, при цьому в 3.8 раза наростили інвестиції хімічні підприємства. Серед секторів послуг найвищі темпи приросту інвестицій спостерігалися в секторі охорони здоров'я (2.5 раза) у зв'язку зі значними потребами в модернізації матеріально-технічної бази.

У звітному кварталі відновилося також зростання інвестицій у житлові будівлі (на 9.9% р/р). Натомість приріст обсягів інвестицій у нежитлові будівлі та споруди, а також у продукти інтелектуальної власності сповільнився (відповідно до 1.9% р/р та 7.7% р/р).

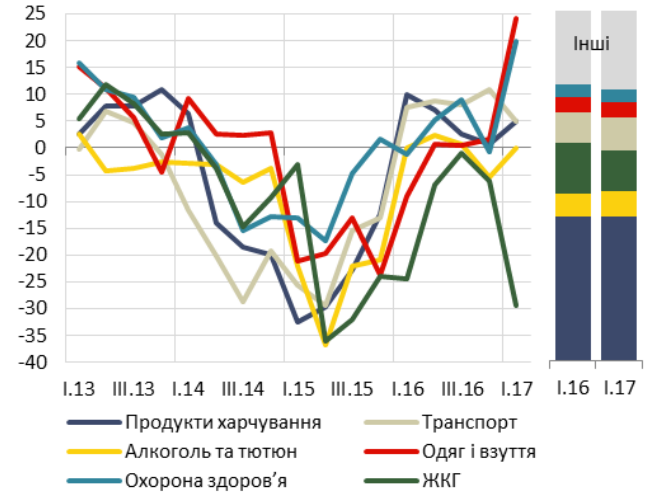
В умовах активної реалізації (в тому числі за кордон) та переробки сільськогосподарських культур їх запаси стрімко знижувалися. У результаті внесок запасів у зміну реального ВВП у I кварталі став від'ємним (-0.8 в. п.).

Зовнішній попит

У I кварталі 2017 року очікувано зберігся від'ємний внесок чистого експорту. Однак він знизився суттєвіше, ніж очікувалося (до 2.1 в. п.).

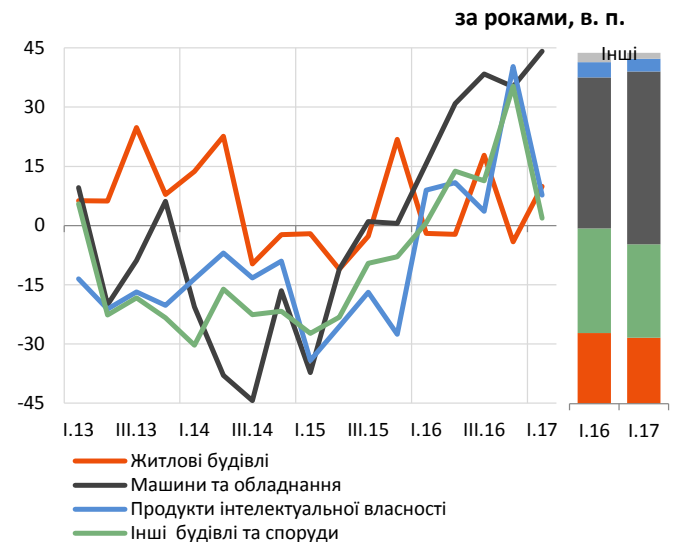
Зростання обсягів експорту, яке відновилося наприкінці минулого року, у I кварталі змінилося зниженням на 0.4% р/р через скорочення фізичних обсягів експорту металів та металевих руд.

Кінцеві споживчі витрати домогосподарств за цілями, % річна зміна



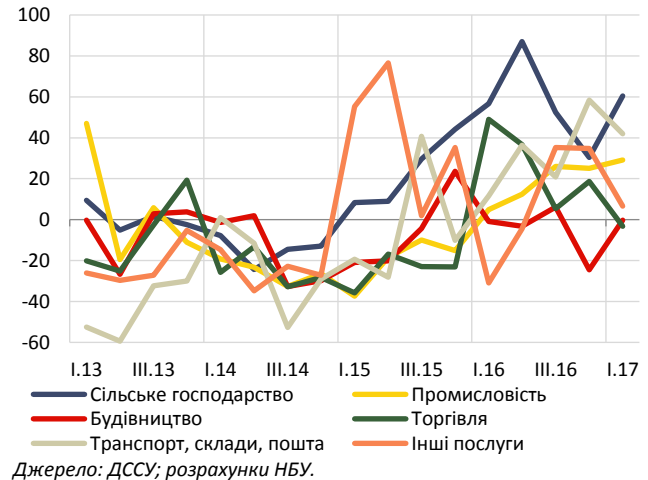
Структура витрат за роками, в. п.

Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна



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

Капітальні інвестиції за секторами економіки, % річна зміна



²² Окремі житлові господарства припиняли споживання тепла ще протягом березня.

²³ Згідно з даними Центральної геофізичної обсерваторії температура повітря в Києві у березні 2017 року становила 6.2°C порівняно з 3.9°C у березні минулого року.

Вставка: Чи був інвестиційний попит рушієм економічного зростання?

Із початку 2016 року в економіці спостерігалось стрімке відновлення інвестиційного попиту, яке відобразалося в прирості валового нагромадження основного капіталу зростаючими темпами. Водночас, він задовольнявся значною мірою імпортом, а отже не обов'язково надавав пряму підтримку вітчизняній економіці, хоча й створював потенціал для майбутнього економічного зростання.

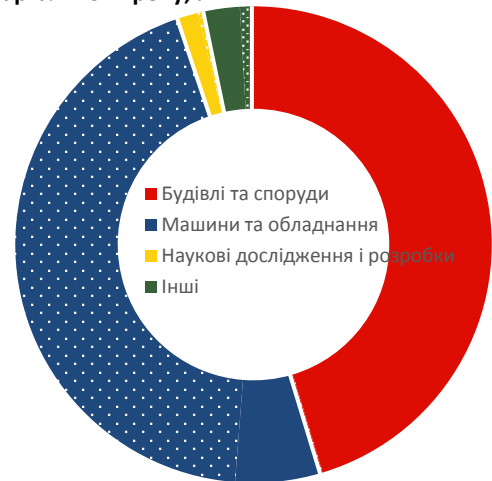
Основними об'єктами інвестування у I кварталі 2017 року були машини та обладнання (49% у структурі інвестицій), а також будівлі та споруди (відповідно 45%). У випадку машинобудівної продукції інвестиційний попит здебільшого задовольнявся імпортом, хоча певний попит на вітчизняні засоби виробництва також спостерігався, що відобразалося у прирості обсягів їх випуску. Зокрема, у 2016 році зростання обсягів машинобудування становило 2.0% р/р, а в січні – травні 2017 року – 5.6% р/р. Нарощування випуску демонстрували насамперед галузі, які виробляють інвестиційну продукцію (машини та обладнання для потреб окремих галузей, а також транспортні засоби і запчастини тощо), питома вага яких у промисловості становить близько 8%.

Інвестиції в об'єкти будівництва стали основним рушієм внутрішнього економічного зростання з огляду на цілком вітчизняне спрямування освоєних кінцевих інвестицій. Отже разом з такими інвестиціями активізувалися будівельні роботи (у січні – травні 2017 року зростання становило 21% р/р). Близько третини проміжного споживання будівельної галузі є імпортом. Тим не менше така галузь є основним споживачем продукції багатьох вітчизняних промислових галузей – за оцінками Національного банку, їх питома вага у промисловому виробництві перевищує 7%. Як результат, стимулювалося виробництво будівельних матеріалів, окремих видів хімічної продукції, металевих конструкцій, а також видобуток окремих корисних копалин. Активніше працювали суміжні з будівництвом сфери послуг, зокрема сфера архітектури та інжинірингу, операції з нерухомим майном тощо, а також стимулювалася зайнятість у відповідних видах діяльності.

Відновлення будівельної активності у січні – травні 2017 року в регіональному розрізі було досить неоднорідним. Завдяки значній частці м. Києва у загальному обсязі будівельних робіт приріст будівництва у цьому місті (на 20.8% р/р) зумовив основний внесок (5.3 в. п.) у зростання загального показника будівництва. Водночас багато регіонів випереджало столицю за темпами приросту будівельних робіт, зокрема у Кіровоградській та Житомирській областях обсяги будівництва зросли в 2 рази, у Запорізькій та Полтавській – більш як на 50%, у Харківській, Одеській та Київській – приблизно на 30%. Приріст житлового будівництва спостерігався далеко не в усіх областях, тоді як будівництво інженерних споруд відбувалося за ширшим переліком регіонів завдяки зростанню обсягів капітальних видатків зведеного бюджету на транспортну інфраструктуру та об'єкти комунальної власності, а також будівельним роботам на електростанціях в умовах переорієнтації на газове вугілля, значним капітальним видаткам підприємств сільського господарства на агропромислові споруди тощо.

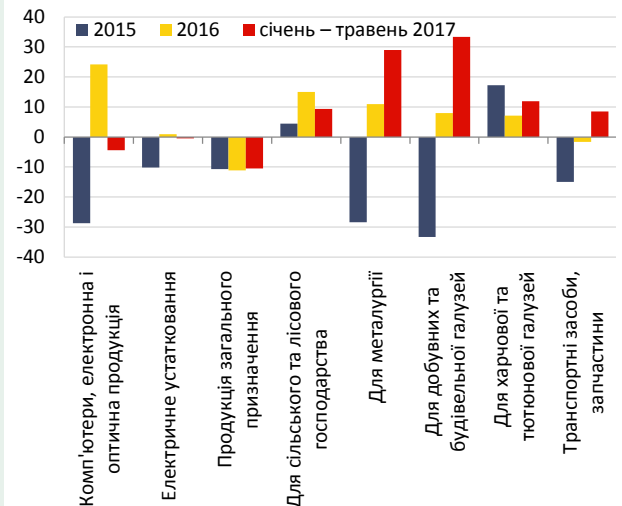
Отже, підвищений інвестиційний попит підтримав низку галузей промисловості, а також будівництво та окремі сектори послуг. Хоча значна частка інвестицій, насамперед у машини та обладнання, була імпортом, поживлення інвестиційної активності вітчизняних підприємств створює передумови для підвищення потенціалу української економіки та стійкого довгострокового зростання.

Структура інвестицій за видами та походженням у I кварталі 2017 року, %*



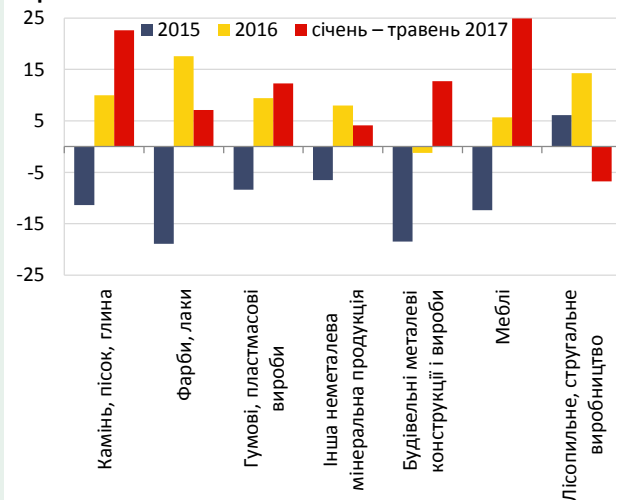
*оцінка пропорцій між вітчизняними та імпортованими інвестиціями виконана на основі таблиці "Витрати-випуск" за 2015 рік. Текстура заливка відображає частку імпортованих інвестицій.
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Випуск окремої продукції машинобудування, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Випуск окремої продукції будівельного призначення, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Суттєво сповільнився приріст імпорту (до 2.9% р/р), насамперед за рахунок відповідної динаміки фізичних обсягів продовольчого імпорту, а також завдяки скороченню обсягів імпорту хімічної продукції.

Випуск

Уповільнення приросту реального ВВП у I кварталі 2017 року було найбільшою мірою зумовлене динамікою ВДВ сільського господарства та промисловості.

Сільське господарство, яке завдяки високим показникам рослинництва надало ключову підтримку ВВП наприкінці минулого року, вже на початку цього року повернулося до спаду (ВДВ знизився на 0.7% р/р), відображаючи кризові явища в тваринництві.

У промисловості також відновилося незначне зниження ВДВ (на 0.4% р/р) за рахунок падіння обсягів виробництва в добувній промисловості та енергетиці, на яких позначилося припинення транспортного сполучення з НКТ. За цих обставин виникли проблеми з постачанням сировини на ТЕЦ, коксохімічні та металургійні підприємства. В енергетиці було вжито тимчасові надзвичайні заходи. Крім того, спад у металургії і теплі погодні умови в березні зумовили значне скорочення обсягів випуску електроенергії.

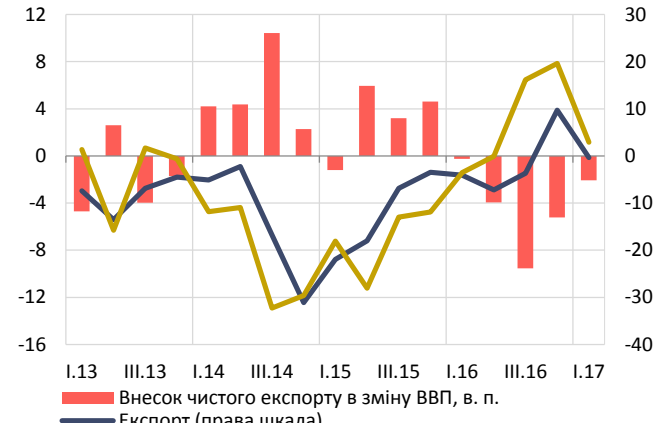
Зростання ВДВ будівництва у I кварталі навіть прискорилося до 21.3% р/р відображаючи високий інвестиційний попит в економіці. Водночас поживлення споживчого попиту знайшло відображення в прискороному зростанні ВДВ торгівлі (до 3.1% р/р). Також пришвидшилося зростання ВДВ у секторі "Транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність" (до 4.7% р/р), що, серед інших чинників, може пояснюватися вищими обсягами транзиту й імпорту природного газу.

Неочікуваним стало погіршення динаміки у сфері послуг, залежних від бюджетного фінансування: поглибилося падіння ВДВ сектору освіти (до 2.8% р/р) та знизилася ВДВ сектору охорони здоров'я (на 6.8% р/р). Це могло бути зумовлено як стриманими бюджетними видатками за цими напрямками (крім оплати праці), так і зниженням кількості штатних працівників у цих сферах. Дещо знизилася ВДВ фінансової та страхової діяльності (на 0.3% р/р), що пов'язано в тому числі з погіршенням фінансової позиції банків²⁴. Суттєвий від'ємний внесок ВДВ цих секторів пояснює нижчий приріст реального ВВП у I кварталі 2017 року порівняно з прогнозом НБУ, оприлюдненим у Інфляційному звіті (квітень 2017 року).

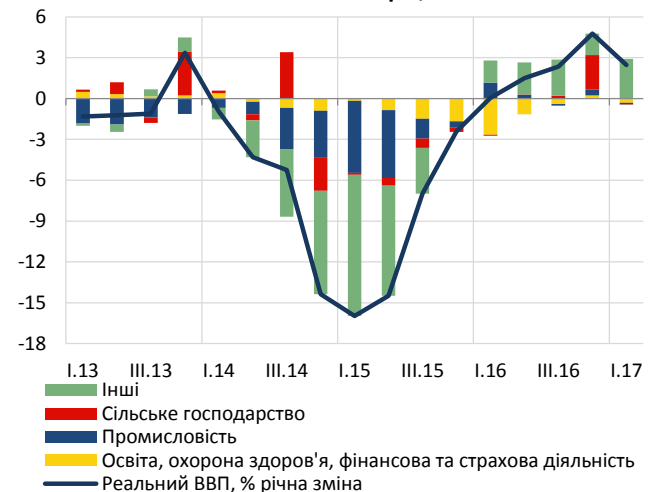
Оцінки II кварталу 2017 року

Національний банк прогнозує подальше незначне сповільнення зростання економіки в II кварталі 2017 року (до 1.5% р/р). Насамперед, на промисловому виробництві та вантажних перевезеннях і далі позначався негативний ефект від припинення транспортного сполучення з НКТ, а також захоплення гірничо-металургійних підприємств. Наявні дані щодо розвитку ситуації в гірничо-металургійному комплексі

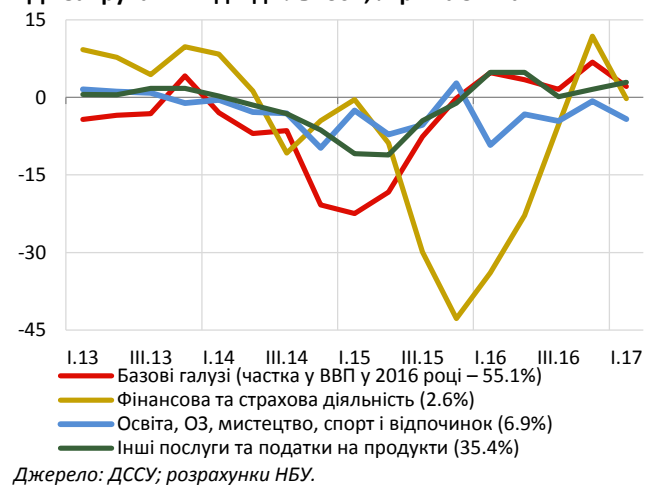
Фізичні обсяги експорту й імпорту товарів та послуг, % річна зміна, та внесок чистого експорту в річну зміну реального ВВП, в. п.



Річна зміна ВВП за внесками секторів, в. п.



ВДВ за групами видів діяльності, % річна зміна



²⁴ У I кварталі 2017 року відбулося скорочення всіх доходів банків, крім комісійних. У цілому фінансові результати банків поліпшилися завдяки зниженню відрахувань до резервів під активні операції, однак такі відрахування не впливають на показник ВДВ.

відповідають оцінкам Національного банку щодо економічного впливу припинення торгівлі з НКТ.

Однак окремі галузі промисловості зазнали впливу додаткових факторів, що стримували їх активність. Зокрема до падіння виробництва електроенергії призвело також раннє завершення опалювального сезону²⁵ і зупинка роботи ТЕС, що працюють на антрациті.

Водночас у тих видах діяльності, на які меншою мірою впливають події на сході, спостерігалось зростання випуску. У переробній промисловості високими темпами зростали обсяги машинобудування. Зокрема тривало зростання обсягів випуску інвестиційної продукції для потреб окремих галузей, у тому числі вагонів завдяки поступовому оновленню рухомого складу "Укрзалізницею". Високими темпами зростали обсяги випуску продукції будівельного призначення у відповідь на підвищення попиту з боку будівництва. Продовжили зростати обсяги виробництва харчових продуктів, насамперед олії, завдяки активному експорту й високим запасам насіння соняшнику після рекордного торішнього врожаю. Помірними темпами зростали обсяги виробництва молока, борошна та м'яса завдяки поживленню як внутрішнього, так і зовнішнього попиту.

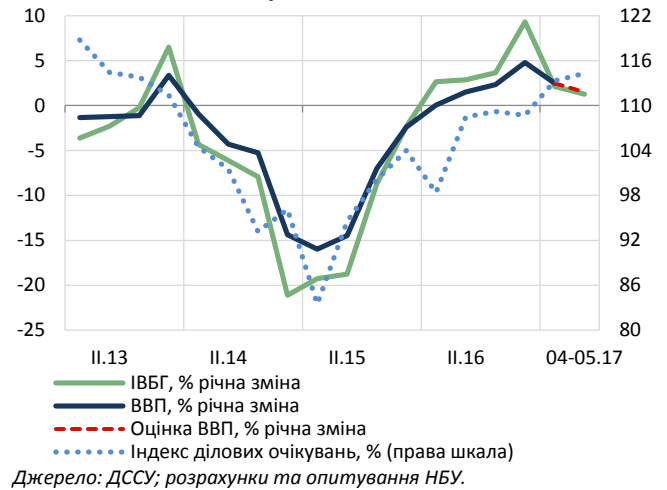
Індекс сільськогосподарського виробництва більшу частину кварталу визначався динамікою тваринництва²⁶, де знижувалися обсяги виробництва молока внаслідок скорочення поголів'я корів, падали обсяги вирощування свиней²⁷ унаслідок поширення АЧС. Крім того нестійку динаміку демонструвало птахівництво (вирощування курей та виробництво яєць), яке хоча й наростило обсяги експорту продукції, проте все ще стоїть перед проблемою дії заборони на постачання до певних країн²⁸.

З іншого боку, у II кварталі й далі поліпшувалися ділові очікування підприємств, зокрема щодо інвестиційної активності. Так, за опитуваннями Національного банку, найактивніше планують нарощувати інвестиції підприємства сільського господарства, переробних галузей промисловості, енергетики і транспорту. Крім того, у II кварталі значно збільшилися капітальні видатки зведеного бюджету.

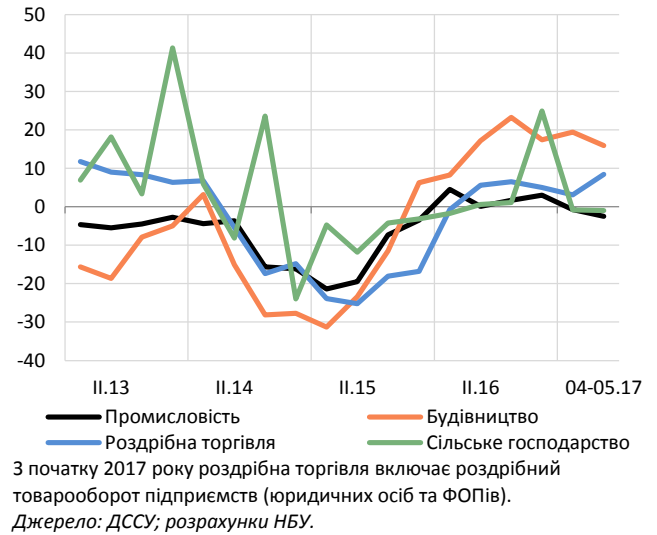
Відповідно, обсяги виконання будівельних робіт, як і раніше, зростали високими темпами, навіть попри підвищення бази порівняння. Зокрема значно активізувалося будівництво інженерних споруд завдяки спрямуванню значної частини митних зборів у рамках "митного експерименту" на відновлення дорожньої інфраструктури. Це свідчить про збереження ролі інвестицій в економічному зростанні.

Споживчий попит, за оцінками Національного банку, у II кварталі продовжив зростати в умовах підвищення реальних заробітних плат населення, формування позитивних споживчих очікувань на тлі зміцнення курсу гривні відносно долара США, а також поступового поживлення споживчого кредитування.

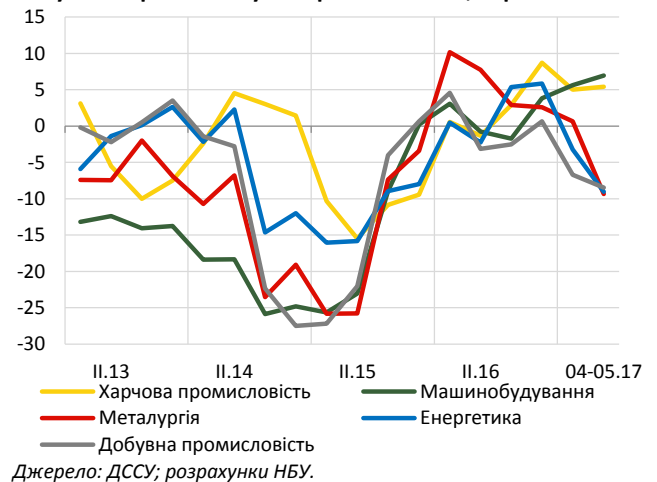
ІВБГ, ВВП та ділові очікування



Випуск в окремих видах діяльності, % річна зміна



Випуск в окремих галузях промисловості, % річна зміна



²⁵ У 2017 році опалювальний сезон завершився на початку квітня, а не в середині квітня як зазвичай.

²⁶ Рослинництво включається до індексу сільськогосподарського виробництва із червня до грудня.

²⁷ Вказано динаміку вирощування свиней у живій вазі сільськогосподарськими підприємствами.

²⁸ Після роботи зі стабілізації ситуації щодо грипу птахів на території України Держпродспоживслужба направила офіційні запити до торговельних партнерів України з проханням переглянути рішення про запровадження заборони на експорт української продукції птахівництва. В результаті окремі країни почали скасовувати відповідні заборони.

2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

У січні – травні 2017 року тривало помірне відновлення попиту на робочу силу. Однак стримуючими факторами були послаблення економічної активності у зв'язку з припиненням торгівлі з НКТ та захопленням підприємств на тих територіях та обережна поведінка підприємств щодо нарощування зайнятості в умовах підвищення витрат на оплату праці. Останнє також відобразилося у зменшенні кількості штатних працівників із початку року в сезонно скоригованому вимірі. Крім того, на ринку праці збереглися значні диспропорції між попитом і пропозицією. Як наслідок рівень безробіття за методологією МОП у сезонно скоригованому вимірі незначно зріс.

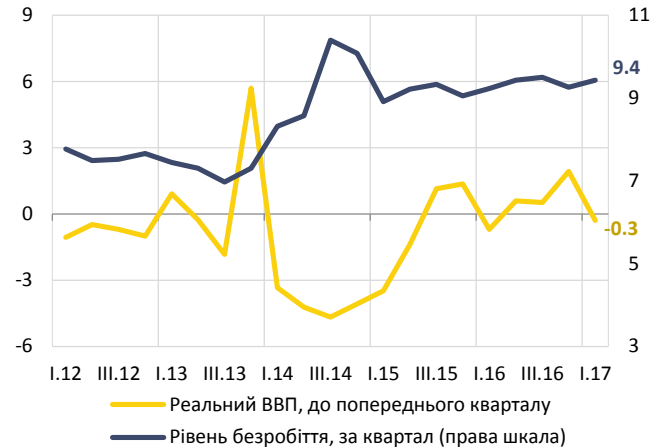
У I кварталі 2017 року зростання номінальних доходів населення суттєво прискорилося переважно за рахунок дворазового підвищення МЗП та ширшого охоплення кількості домогосподарств програмою житлових субсидій. Однак зростання доходів з інших джерел залишалося млявим, а окремі з них навіть знизилися. Це стримувало зростання реальних наявних доходів населення, які, однак, підвищилися на 2.4% р/р після зниження в попередньому кварталі. Водночас у I кварталі 2017 року тривало скорочення заощаджень населення. Таким чином, населення продовжувало витрачати накопичені раніше кошти на підтримання рівня споживання на тлі високих тарифів на послуги ЖКГ та з огляду на високий рівень безробіття.

Ринок праці

У січні – травні 2017 року тривало відновлення попиту на робочу силу. Про подальше відновлення попиту на робочу силу свідчили дані ДСЗУ та сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет. Згідно з даними ДСЗУ відчутне зростання кількості вакансій спостерігалось насамперед у тих видах діяльності, котрі демонстрували поживлення економічної активності, а саме у транспорті, будівництві, торгівлі та переробній промисловості (їх частка у загальній кількості вакансій становила більше 60%). Водночас зростання кількості вакансій спостерігалось і в тих видах діяльності, економічна активність у яких знижувалася, зокрема фінансовій та страховій діяльності, виробництві електроенергії та водопостачанні, добувній промисловості. Це, серед іншого, може пояснюватися високими кваліфікаційними вимогами, що висувують роботодавці до кандидатів на зайняття відповідних посад, а також збереженням диспропорцій на ринку праці. Про останнє свідчить також нерівномірність співвідношення між кількістю резюме та кількістю пропонувананих вакансій за різними сферами діяльності. Зокрема, за даними сайтів пошуку роботи станом на травень 2017 року таке співвідношення залишалося найвищим у сфері юриспруденції (83 особи), сфері секретаріату і діловодства (43 особи), в освіті й науці (41 особа), у фінансовій та банківській сферах (36 осіб). У цілому, попри зростання кількості вакансій, попит на робочу силу залишався помірним на тлі стриманого зниження рівня навантаження на одне вакантне робоче місце.

У I кварталі 2017 року чисельність економічно активного населення і далі скорочувалася (на 0.8% р/р до 17.7 млн. осіб). Значною мірою це пояснювалося демографічними та

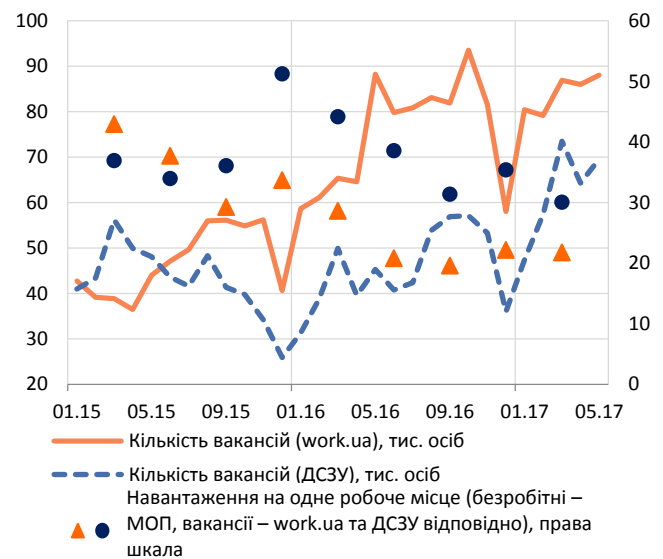
Рівень безробіття за методологією МОП та реальний ВВП, с/с, %



* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.

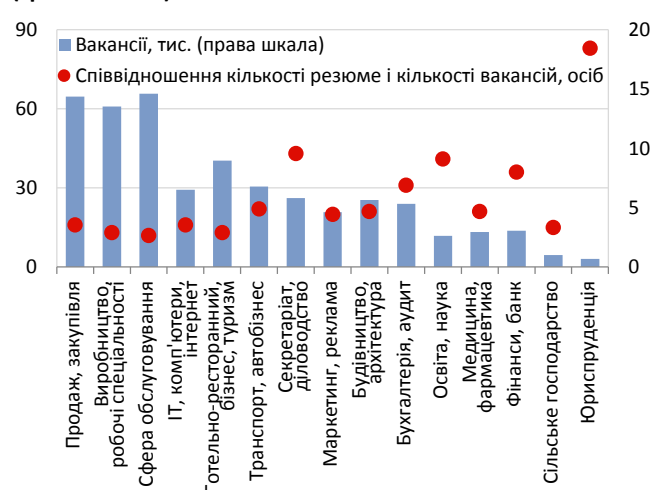
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Кількість вакансій у ДСЗУ та на work.ua, навантаження на одне вільне робоче місце



Джерело: ДССУ; work.ua; розрахунки НБУ.

Частка вакансій на Work.ua та співвідношення кількості резюме і кількості вакансій за сферами діяльності (травень 2017)



Джерело: work.ua; розрахунки НБУ.

міграційними процесами. Однак знизився і рівень економічної активності (до 61.4%), що свідчило про зростання кількості економічно неактивного населення²⁹.

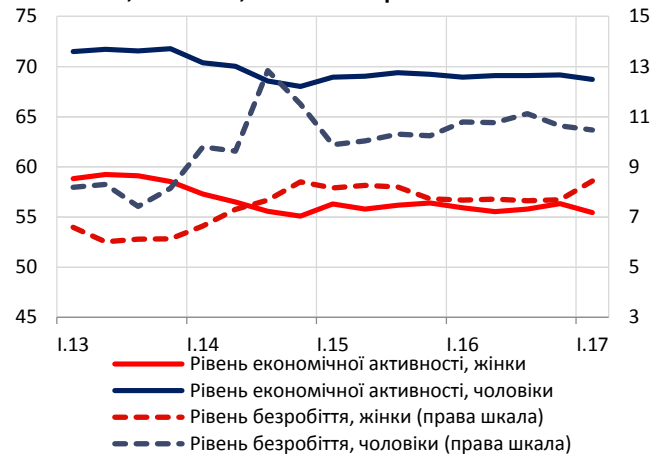
Чисельність зайнятого населення також скорочувалася (на 1.1% р/р до 15.9 млн. осіб), причому дещо вищими темпами, ніж чисельність економічно активного населення. Зниження відбулося насамперед серед жінок. Це супроводжувалося скороченням штатних одиниць на неповному робочому дні/тижні. Так, у I кварталі 2017 року порівняно з аналогічним періодом минулого року, за даними ДСЗУ, кількість працюючих, переведених з економічних причин на неповний робочий день (тиждень), становила 2.7% середньооблікової кількості штатних працівників (або 211 тис. осіб), що на 40% менше, ніж у I кварталі 2016 року.

Кількість штатних працівників, які становлять майже половину всіх зайнятих, у січні – травні 2017 року знизилася на 1.9% р/р (до 7.7 млн. осіб). Це було пов'язано переважно із захопленням підприємств на НКТ і відповідним вилученням їх зі статистичних спостережень (у цих регіонах падіння кількості штатних працівників відбувалося вищими темпами). Додатковою причиною могло бути обережне ставлення підприємств до нарощування зайнятості в умовах зростання витрат на оплату праці. Зменшення кількості штатних працівників спостерігалось в більшості галузей (крім наземного, трубопровідного, авіаційного транспорту і складського господарства). Водночас відносно вищими за середні темпи по економіці знижувалася кількість штатних працівників у тих видах діяльності, в яких спостерігалася вища частка неформальної зайнятості, крім сільського господарства (зокрема, у таких видах, як будівництво і торгівля).

Як наслідок рівень безробіття за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) підвищився до 10.1%. Зростання фактичного рівня безробіття частково пояснюється активізацією пошуку роботи сезонними робітниками, в основному чоловічої статі (насамперед у сфері будівництва та сільському господарстві). Водночас у сезонно скоригованому вимірі рівень безробіття серед чоловіків навіть знизився, тоді як загальний рівень безробіття збільшився (до 9.4% сезонно скориговано). Це відбулося за рахунок нетипового зростання кількості безробітних серед жінок, найбільше – серед жінок віком 30 – 49 років.

Зростання рівня безробіття в умовах поступового збільшення попиту на робочу силу також свідчить про збереження значних диспропорцій на ринку праці. Зокрема найвищий рівень безробіття у I кварталі 2017 року було зафіксовано серед молоді віком 15–24 роки (17.7% – через складнощі в працевлаштуванні після навчання), у регіональному розрізі – у Луганській та Донецькій областях (відповідно 17% та 15.2%). Крім того, за даними ДСЗУ, станом на 01 червня 2017 року майже 40% наявних вакансій було зосереджено в м. Києві, Львівській, Дніпропетровській та Київській областях.

Рівень економічної активності, % до всього населення у віці 15 – 70 років, та рівень безробіття, % до зайнятого населення, за статтю, сезонно скориговано



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Зміна кількості штатних працівників за видами діяльності у січні – травні 2017 року порівняно з відповідним періодом 2016 року, тис. осіб (та у % р/р)



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Структура неформальної зайнятості за видами діяльності, 2016 рік, %



Джерело: ДССУ.

²⁹ До складу цієї категорії входять особи, які не бажають працювати, тому що не мають необхідності (пенсіонери, студенти, особи, які виконують домашні обов'язки); особи, які зневірилися у можливості знайти роботу, а також ті, хто вважає, що немає підходящої роботи та не знає де і як її шукати. Детальніше про структуру населення див. вставку "Рівень безробіття населення за методологією МОП" у Інфляційному звіті (вересень 2015 року), стор. 24 – 25.

Доходи домогосподарств та заощадження

У I кварталі 2017 року зростання номінальних доходів населення суттєво прискорилося. Це відбулося за рахунок їх найбільших складових: соціальних допомог та інших одержаних поточних трансфертів (зросли на 31.8% р/р) та заробітної плати (зросла на 25.9% р/р).

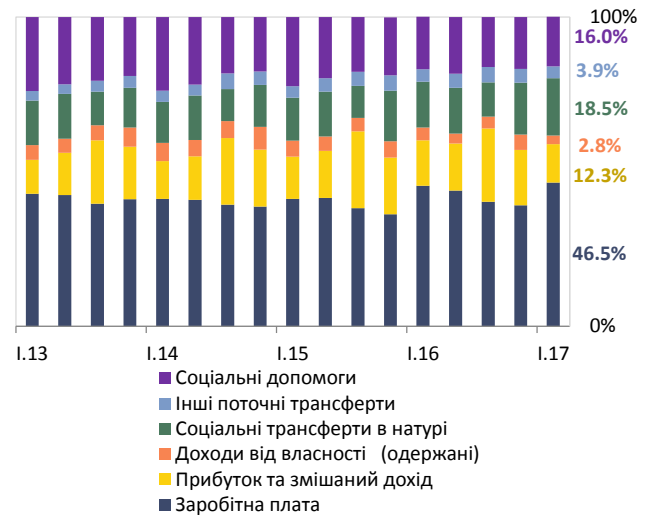
Зокрема внаслідок ширшого охоплення кількості домогосподарств програмою житлових субсидій та збільшення розмірів субсидій порівняно з попереднім роком суттєво прискорилося зростання соціальних трансфертів у натурі (до 54.4% р/р), а їх частка в доходах населення зросла до 18.5%, перевищивши частку доходів, отриманих за рахунок соціальних допомог (включає пенсії та допомоги, що виплачуються Пенсійним фондом).

Підвищення з 01 січня 2017 року мінімальної зарплати у два рази (до 3 200 грн.) стало причиною прискорення зростання заробітної плати як частини доходів населення³⁰ (її частка у доходах становила 46.5%).

Це все разом сприяло відновленню зростання реальних наявних доходів населення після їх зниження в попередньому кварталі. Однак темпи зростання залишалися помірними через стримане підвищення номінальних доходів з інших джерел та певне прискорення річної інфляції. Зокрема, доходи від ведення бізнесу (прибуток та змішаний дохід) зросли лише на 3.2% р/р в номінальному вимірі, а доходи від власності – знизилися на 18% р/р. Зростання доходів домогосподарств за рахунок соціальних допомог прискорилося (до 16.2% р/р), не в останню чергу – за рахунок низької бази порівняння.

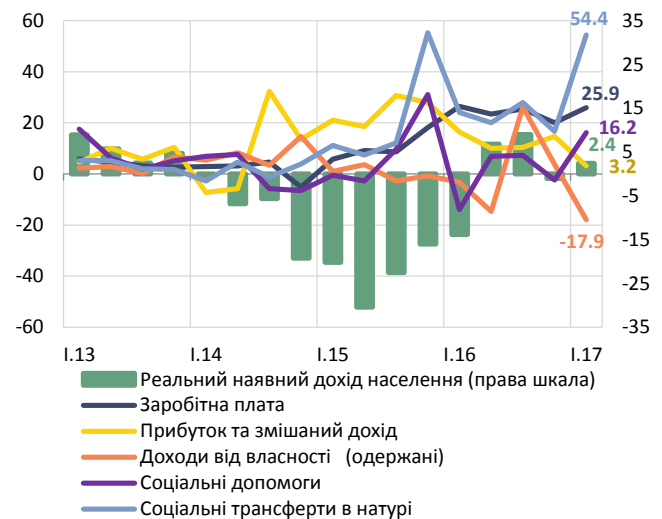
Зростання номінальних доходів населення стало вагомим чинником поживлення приватного споживання домогосподарств. Водночас для підтримки рівня споживання домогосподарства продовжували використовувати накопичені раніше кошти. Так, у I кварталі 2017 року обсяги заощаджень населення знизилися на 44.3 млрд. грн. Це було зумовлено як зниженням нагромадження нефінансових активів (переважно за рахунок старіння житлових фондів), так і зниженням приросту фінансових активів (зокрема за рахунок збільшення продажу населенням іноземної валюти).

Структура доходів населення, %



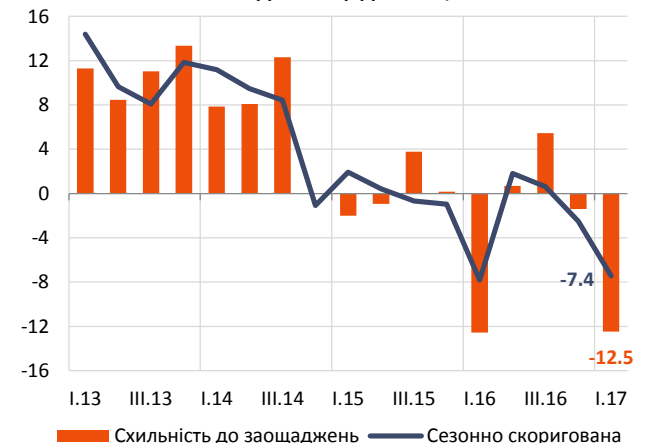
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Реальні наявні доходи населення та складові номінальних доходів населення, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Схильність населення до заощаджень*, %



* Співвідношення заощаджень і наявного доходу населення.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

³⁰ 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).

2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Фіскальна політика у січні – травні 2017 року залишалася стриманою. Обсяги податкових надходжень, як і раніше, зростали високими темпами в річному вимірі завдяки економічним факторам (серед них – поліпшення фінансового стану підприємств та домогосподарств, прискорення зростання обсягів імпорту) і податковим змінам, запровадженим на початку року. Крім того зросли обсяги неподаткових надходжень та інших доходів за рахунок конфіскованих коштів та перерахування прибутку Національного банку за минулий рік. Усе це зумовило суттєве зростання загальних доходів зведеного бюджету.

Водночас стрімке зростання обсягів видатків у перші два місяці 2017 року було компенсовано їх помітним уповільненням у березні – травні насамперед за соціальними напрямками. Зокрема, знизилася обсяги перерахування Пенсійному фонду, у тому числі завдяки високим темпам зростання надходжень від ЄСВ, та зменшилися видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ. Останнє зумовлено ранішим, ніж зазвичай, закінченням опалювального сезону і технічними причинами, пов’язаними зі змінами підходів до призначення субсидій. Натомість капітальні видатки й надалі зростали, у тому числі за рахунок коштів від “митного експерименту”.

Таким чином у січні – травні 2017 року сформувався значний і загальний, і первинний профіцит зведеного бюджету, навіть за вирахуванням надходжень, що носять несистемний характер³¹.

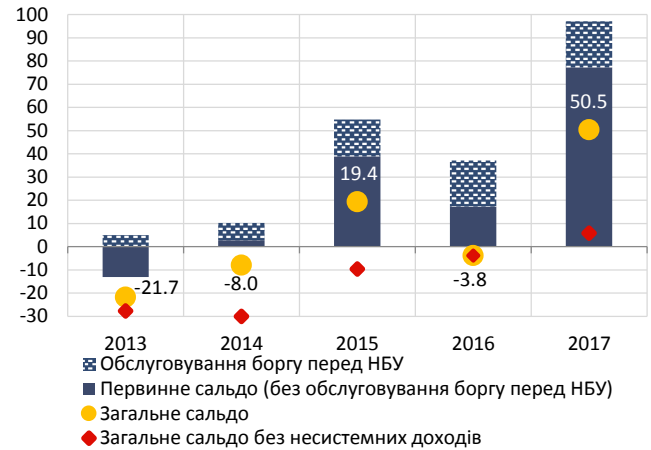
Державний і гарантований державою борг станом на кінець травня 2017 року становив 1968 млрд. грн., практично не змінившись з початку року попри значні обсяги випуску ОВДП на квазіфіскальні потреби та надходження коштів від міжнародних партнерів.

Доходи

Доходи зведеного бюджету за січень – травень 2017 року продемонстрували високі темпи зростання (46% р/р). Якщо в I кварталі значні доходи були забезпечені насамперед податковими надходженнями, то в квітні-травні додатковими ресурсами стали неподаткові та інші надходження. Так унаслідок зарахування конфіскованих коштів до бюджету (29.7 млрд. грн.) стрімко зросли інші доходи, а суттєве збільшення неподаткових надходжень відбулося за рахунок перерахування частини прибутку Національного банку (15 млрд. грн.), чого торік у цей період не було.

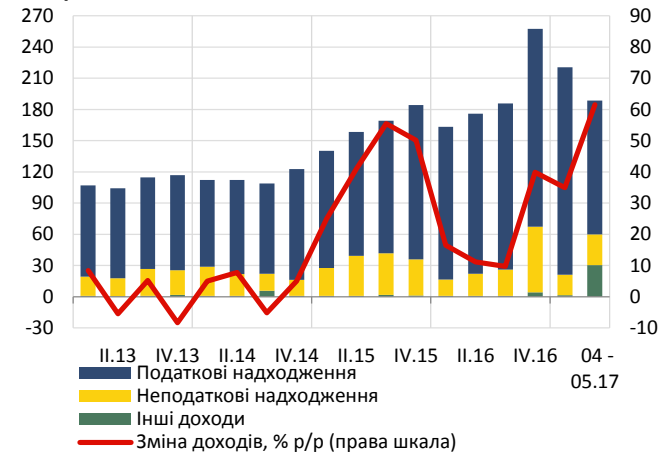
За підсумками перших п’яти місяців року обсяги податкових надходжень зросли на 31.1% р/р завдяки економічним факторам (пожвавлення роздрібного товарообороту, високі обсяги імпорту, а також поліпшення фінансового стану підприємств і домогосподарств) і податковим змінам, які були запроваджені на початку року (підвищення ставок акцизів на окремі підакцизні товари, індексація рентної плати, зміни в оподаткуванні ПДВ тощо). Так, надходження від податку на доходи фізичних осіб продемонстрували сталі темпи зростання протягом усього періоду, що відображало збільшення номінальних заробітних плат, у тому числі й за рахунок

Сальдо зведеного бюджету в січні – травні, млрд. грн.



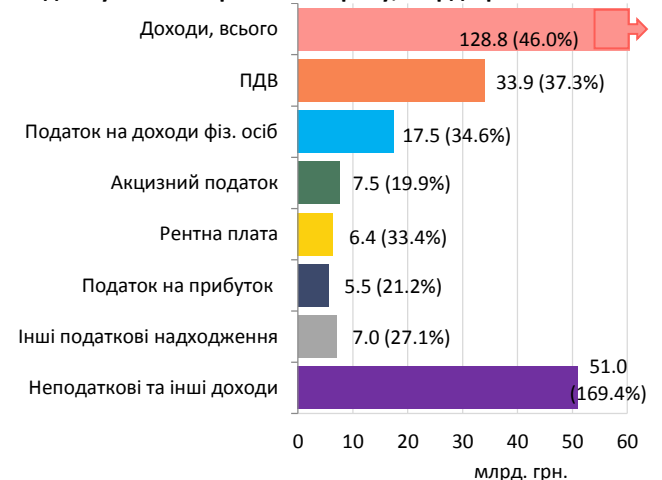
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в січні – травні 2017 року, млрд. грн. та %



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

³¹ До несистемних доходів віднесено перерахування прибутку НБУ, надходження від продажу 3-G ліцензій, конфісковані кошти.

дворазового підвищення мінімальної заробітної плати на початку року.

Значні надходження від податку на прибуток підприємств у квітні-травні не лише компенсували їх зменшення в I кварталі, зумовлене змінами в підходах до адміністрування цього податку в 2016 році³², а й привели до зростання кумулятивних обсягів за підсумками січня – травня 2017 року порівняно з відповідним періодом попереднього року. Ключовим фактором високих надходжень було поліпшення фінансового стану підприємств (у тому числі державних), зокрема прибуток прибуткових підприємств у I кварталі збільшився на 61% р/р.

Надходження від акцизного податку також зберегли значні темпи зростання у квітні-травні, що пов'язано з підвищенням упродовж I кварталу його ставок на окремі види підакцизних товарів (насамперед на алкогольні напої та тютюнові вироби), активізацією роздрібною торгівлі та високим імпортом. Останній фактор також вплинув на обсяги надходжень від податків на міжнародну торгівлю, які і далі зростали. Крім того, тривало зростання обсягів надходжень від рентної плати, зокрема під впливом індексації ставок та незначного збільшення власного видобутку газу.

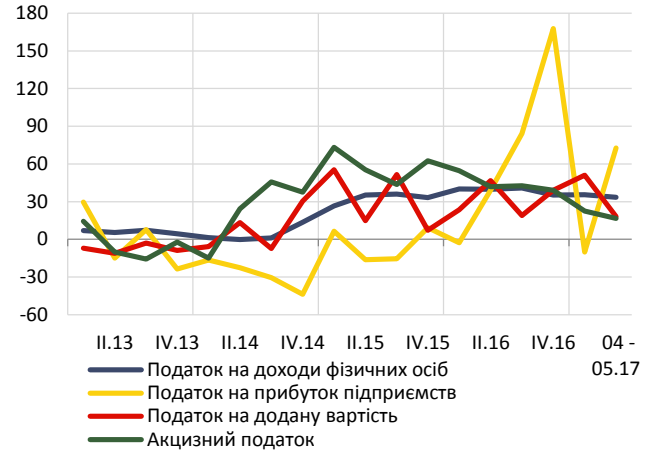
Водночас надходження від ПДВ у квітні-травні зросли на помірні 18.2% р/р (порівняно з 51% р/р у I кварталі), визначивши уповільнення зростання обсягів податкових надходжень у цілому (частка ПДВ становила 36.2% у загальних податкових надходженнях 2016 року). Уповільнення зростання обсягів надходжень від ПДВ зумовлено насамперед підвищеними обсягами його відшкодування. Так, у квітні-травні відшкодовано ПДВ на суму 21 млрд. грн., що на 51.7% більше порівняно з відповідним періодом 2016 року. Суттєве збільшення обсягів відшкодування пов'язано передусім із запровадженням єдиного електронного реєстру відшкодування. Натомість завдяки такому відшкодуванню відбулося зменшення обсягу залишку сум заявлених до відшкодування (до 13.7 млрд. грн.) після стрімкого збільшення на початку року. Водночас завершення переходу сільськогосподарських виробників на загальну систему оподаткування ПДВ та запровадження єдиної ставки оподаткування природного газу для всіх учасників ринку під час його розмитнення на тлі високого імпорту сприяло суттєвому збільшенню обсягів надходжень від цього податку з початку року.

Видатки

Після різкого нарощування видатків зведеного бюджету в перші два місяці року темпи зростання видатків у березні – травні суттєво знизилися, насамперед завдяки зменшенню витрат за соціальними напрямками. Однак за підсумками перших п'яти місяців року загальні видатки зросли на 26.5% р/р.

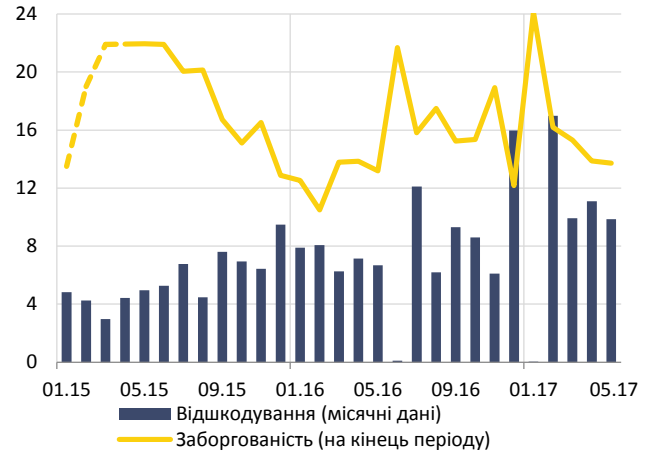
Після стрімкого збільшення видатків на соціальне забезпечення у I кварталі (на 46.5% р/р), у квітні-травні вони зменшилися (на 14.3% р/р). Це викликано насамперед різким скороченням обсягів видатків на надання пільг та субсидій населенню на

Основні бюджетоутворюючі податки, річна зміна, %



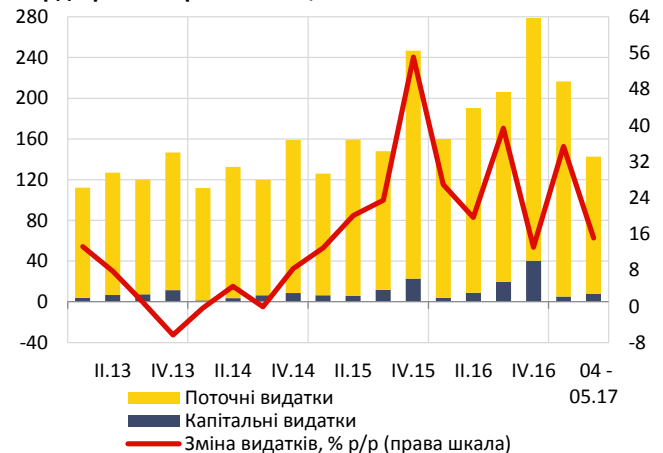
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Відшкодування ПДВ та залишок сум, заявлених до відшкодування, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; ДФС; розрахунки НБУ.

Видатки зведеного бюджету, економічна класифікація, млрд. грн. та їх річна зміна, %



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

³² Із початку 2016 року відновлено сплату цього податку на кварталній основі (досі податок сплачувався у вигляді щомісячних авансових внесків). Відповідно у I кварталі 2016 року (насамперед у березні, оскільки на цей місяць припадає кінцевий термін) підприємства сплатили податок за підсумками всього 2015 року з урахуванням здійснених раніше авансових платежів. Натомість у I кварталі 2017 року більшість підприємств сплачувала податок за результатами IV кварталу 2016 року (з урахуванням авансових платежів, здійснених у IV кварталі 2016 року). При цьому кінцевим терміном сплати був лютий. Тому за підсумками січня – лютого 2017 року спостерігався значний річний приріст надходжень від цього податку, однак за підсумками I кварталу надходження були нижчими, ніж у I кварталі 2016 року.

оплату послуг ЖКГ. У перші два місяці року ці витрати були значно вищими, ніж торік (у чотири рази), через вищі тарифи на ЖКП та більшу кількість домогосподарств, охоплених програмою субсидій. Утім, тепліший, ніж торік березень та, відповідно, завершення опалювального сезону раніше, ніж зазвичай, а також частково технічні причини³³ зумовили зменшення цих видатків у березні – травні 2017 року порівняно з відповідним періодом минулого року (на 18.8%). Водночас на тлі поліпшення забезпечення Пенсійного фонду власними коштами завдяки зростанню надходжень від ЄСВ, які зараховуються до Пенсійного фонду (на 34.6% р/р за січень – травень 2017 року), у березні – травні перерахування коштів бюджету Пенсійному фонду були нижчими, ніж минулого року. Крім того, у квітні-травні уповільнилося зростання обсягів видатків на оплату праці, що пов'язано насамперед з високою базою порівняння.

Інші напрями поточних видатків, як і раніше, зростали високими темпами. Зокрема витрати на використання товарів і послуг за рахунок заходів із реалізації державних (регіональних) програм та оплати інших послуг у квітні-травні перевищували минулорічний рівень за цей період на 56.7%. Також суттєво збільшилися видатки на субсидії та поточні трансферти підприємствам. Натомість зростання видатків на обслуговування боргових зобов'язань залишалося, як і в попередньому кварталі, помірним.

Високими темпами тривало зростання капітальних видатків (у квітні-травні на 50.2% р/р), незважаючи на збільшення бази порівняння. У результаті в січні – травні 2017 року капітальні видатки суттєво перевищили минулорічний обсяг. Традиційно вони здійснювалися переважно за рахунок місцевих бюджетів, зокрема кошти спрямовувалися на поліпшення дорожньої інфраструктури. Це пов'язано з пришвидшенням реалізації “митного експерименту” з метою фінансування дорожньої інфраструктури за рахунок понадпланових надходжень від митних платежів³⁴.

За функціональною класифікацією високі темпи зростання демонстрували видатки на освіту й охорону здоров'я. Їхнє зростання насамперед відображало збільшення оплати праці в цих сферах, зокрема внаслідок підвищення мінімальної заробітної плати. Водночас витрати на медикаменти та перев'язувальні матеріали знизилися, а виконання видатків загального фонду державного бюджету за цими напрямками, особливо на охорону здоров'я, суттєво відставало від плану. Значними темпами зростали також витрати на економічну діяльність, ЖКГ та духовний і фізичний розвиток (зокрема, на проведення Євробачення у травні 2017 року).

Сальдо

З урахуванням високих доходів та помірних видатків у квітні-травні державний бюджет виконано із суттєвим профіцитом, який компенсував від'ємне сальдо в I кварталі. Місцеві бюджети також виконано з додатним сальдо. У підсумку зведений

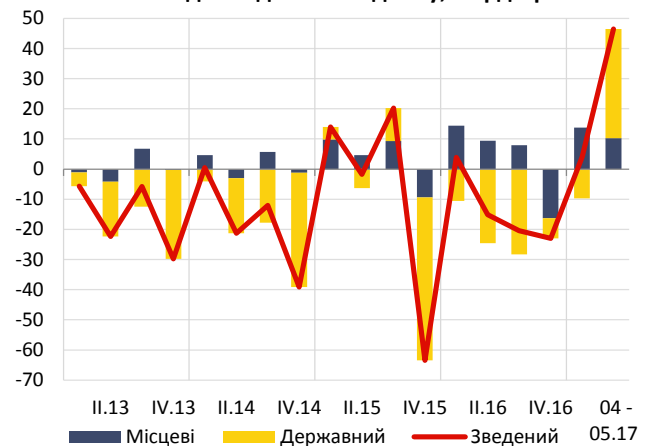
Видатки зведеного бюджету в січні – травні, економічна класифікація, млрд. грн. (річна зміна 2017 року, %)



* Інші виплати населенню включають видатки на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, стипендії тощо.
 ** Оплата праці включає заробітну плату, грошове утримання військовослужбовців та нараховування на оплату праці.

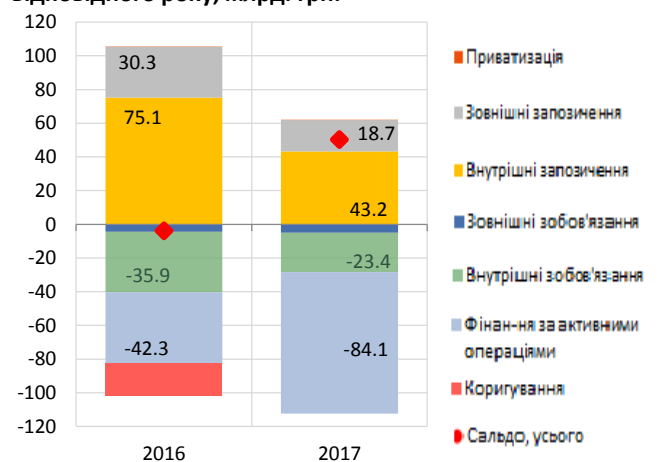
Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

Фінансування сальдо зведеного бюджету в січні – травні відповідного року, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ; розрахунки НБУ.

³³ Органи соціального захисту населення з технічних причин не мали можливості провести нараховування за травень. Це пов'язано з прийняттям постанови КМУ від 26.04.2017 № 300 “Про внесення змін до деяких Постанов Кабінету Міністрів України”. Субсидія за травень буде відображена в наступному періоді. Додатково <http://kyivenergo.ua/news/512>.

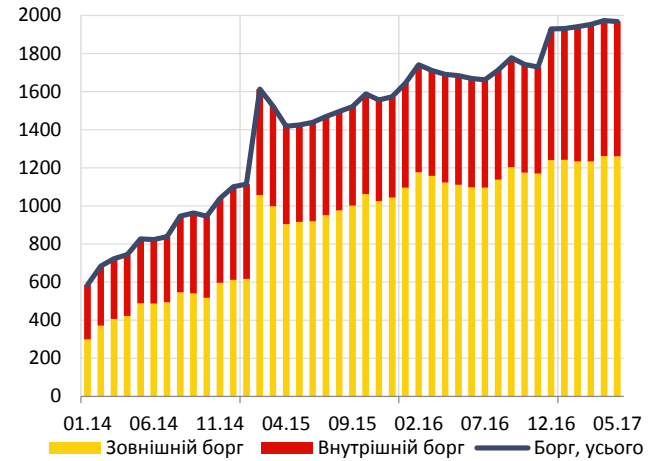
³⁴ Експеримент із фінансового забезпечення реалізації заходів щодо розвитку автомобільних доріг відбувається згідно з пунктом 33 розділу VI “Прикінцеві та перехідні положення” Бюджетного кодексу України. Він полягає у спрямуванні 50% перевиконання загального обсягу щомісячних індикативних показників надходжень митних платежів (мито, акцизний податок та ПДВ із ввезених товарів) до спецфондів місцевих бюджетів з метою фінансування реконструкції, поточного ремонту автомобільних доріг. Так званий митний експеримент запроваджено у вересні 2015 року для чотирьох областей, з 2016 року додано м. Київ, а з 2017-го – всі області України. Діє до 1 січня 2018 року.

бюджет мав значний профіцит, а, зважаючи на додатне сальдо I кварталу, у січні – травні 2017 року профіцит становив 50.5 млрд. грн. Також зведений бюджет мав суттєве первинне сальдо. При цьому за порівняних із 2016 роком умов, тобто за винятком доходів, яких не було в цьому періоді торік, первинне сальдо зберегло додатне значення. Серед інших чинників, цьому сприяло поступове зменшення вартості ресурсів, залучених МФУ на внутрішньому ринку та, відповідно, витрат на обслуговування боргу, під впливом зниження НБУ облікової ставки.

Незважаючи на додатне сальдо державного бюджету, уряд продовжив розміщення короткострокових і середньострокових ОВДП з метою погашення емітованих раніше державних цінних паперів. Як і в попередні періоди, надавалася перевага паперам зі строком обігу понад один рік, що зменшує навантаження на бюджет поточного року. Водночас тривав випуск ОВДП на квазіфіскальні цілі – 26.4 млрд. грн. з метою підтримки державних банків. Також після чергового траншу МВФ надійшли фінансові ресурси від міжнародних партнерів, зокрема від Європейського Союзу.

Незважаючи на значні обсяги випуску ОВДП та зовнішні залучення, державний та гарантований державою борг станом на кінець травня збільшився на 2.0% порівняно з початком 2017 року. Зокрема зростання боргу було частково компенсоване зміцненням гривні відносно долара США з огляду на значну частку боргу, номінованого в іноземній валюті (майже 70% від загального державного та гарантованого державою боргу станом на кінець травня 2017 року, причому в доларах США – 60% від боргу, номінованого в іноземній валюті).

Державний та гарантований державою борг, млрд. грн.



Джерело: МФУ; розрахунки НБУ.

2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У квітні-травні 2017 року сальдо поточного рахунку було від'ємним у розмірі 0.3 млрд. дол. США порівняно з профіцитом у відповідному періоді минулого року насамперед унаслідок розширення товарного дефіциту. Зростання світових цін на енергоносії на тлі дефіциту вугілля на внутрішньому ринку та більших обсягів закачування природного газу цього року порівняно з відповідним періодом минулого року призвело до істотного зростання імпорту товарів. Водночас припинення торгівлі з НКТ зумовило сповільнення зростання експорту товарів.

Чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 1.6 млрд. дол. США. Успішне завершення третього перегляду програми EFF з МВФ дало змогу уряду отримати черговий транш кредиту макрофінансової допомоги від Європейської Комісії. Чисті надходження до реального сектору були зумовлені насамперед скороченням готівкової валюти поза банками та зростанням заборгованості за торговими кредитами. За підсумками квітня-травня було зафіксовано чистий приплив боргового капіталу до приватного сектору.

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу у квітні-травні (1.3 млрд. дол. США) та отриманню чергового траншу від МВФ (1.0 млрд. дол. США) обсяги міжнародних резервів станом на кінець травня 2017 року збільшилися до 17.6 млрд. дол. США або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду.

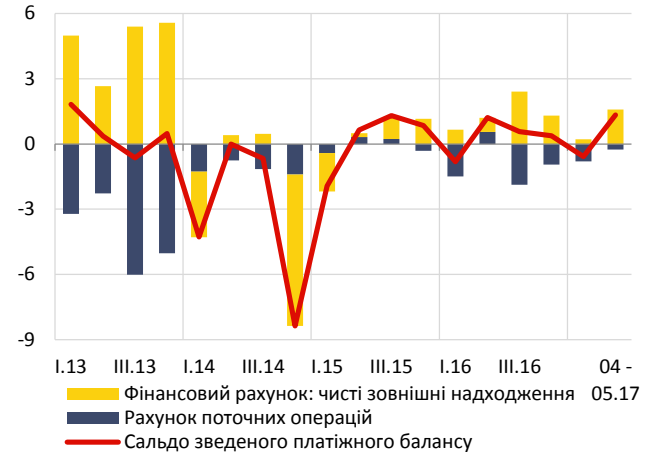
Рахунок поточних операцій

У квітні-травні 2017 року динаміка торгівлі товарами визначалася збереженням високого світового попиту на українські продовольчі товари та внутрішніми проблемами гірничо-металургійного комплексу внаслідок припинення торгівлі з НКТ. Водночас, попри погіршення світової цінової кон'юнктури порівняно з попереднім кварталом, ціни на більшість ключових товарів українського експорту залишалися вищими, ніж минулого року.

Зростання експорту товарів сповільнилося до 14.6% р/р насамперед за рахунок продукції металургії. Припинення торгівлі з НКТ зумовило тимчасове зниження фізичних обсягів експорту чорних металів. Водночас завдяки високим експортним цінам³⁵ вартісні обсяги експорту продукції металургії залишилися вищими від минулорічних. Зниження світових цін на руду порівняно з I кварталом 2017 року частково компенсувалося збільшенням щомісячних фізичних обсягів експорту. У результаті, попри суттєве сповільнення, річні темпи зростання вартісних обсягів експорту залізної руди у квітні-травні залишалися високими (45.9% р/р).

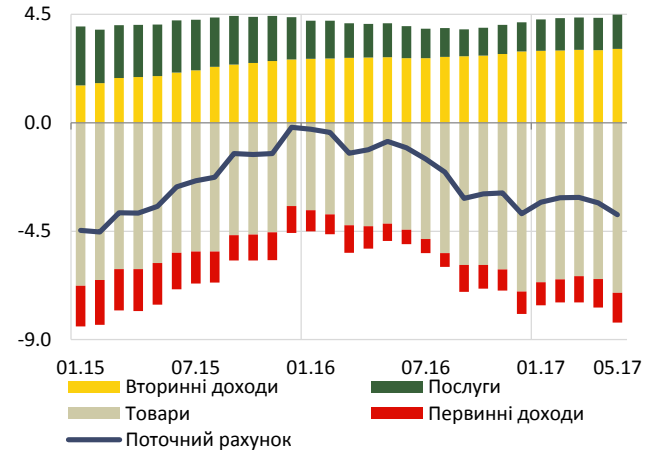
Високими темпами також зростав експорт продовольчих товарів, насамперед завдяки фізичним обсягам. У квітні-травні на зовнішні ринки було поставлено 7.3 млн. т зернових культур, що на 20% більше, ніж у минулому році. Найістотніше зросли поставки кукурудзи до країн Європи, однак найбільшим споживачем української кукурудзи залишався Єгипет. Фізичні

Зведений платіжний баланс, млрд. дол. США



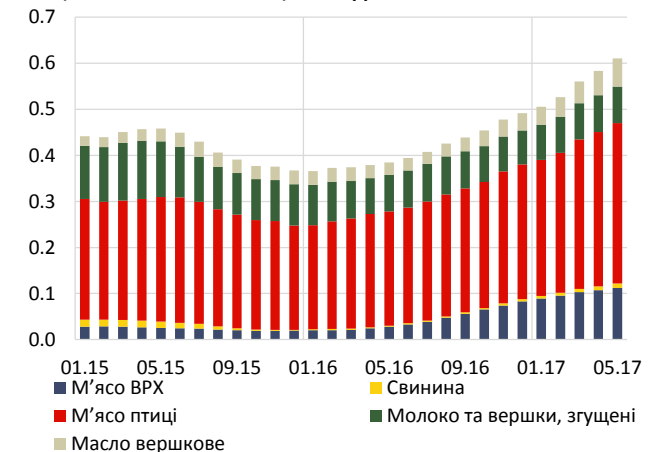
Джерело: НБУ.

Рахунок поточних операцій, 12-місячна плинна, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Експорт окремих продовольчих товарів без урахування Росії, 12-місячна плинна, млн. дол. США



Джерело: НБУ.

³⁵ За нашими оцінками, світові ціни відображаються в цінах українського експорту з незначним лагом (2-3 місяці), що, крім інших чинників, зумовлено наявністю наперед укладених контрактів.

обсяги експорту олії збільшилися на 28% р/р. Як і раніше, основними напрямками збуту були Індія та країни ЄС.

Завдяки інтенсивному розвитку співробітництва з іншими країнами експорт інших продовольчих товарів (крім зернових та олійних) також зростає високими темпами. Так, поставки м'яса збільшилися в 1.6 раза порівняно з квітнем-травнем 2016 року. Зокрема на 44% р/р збільшився експорт м'яса та їстівних субпродуктів птиці, частка яких у загальному експорті м'яса становить близько 80%. Найбільшими споживачами української птиці є Єгипет, Нідерланди та Азербайджан. Експорт свинини зріс у 7.5 раза, хоча його обсяги залишалися значно нижчими, ніж до запровадження Росією продовольчого ембарго у 2015 році. Прискорилося зростання експорту молочної продукції (до 48.1% р/р) завдяки збільшенню поставок вершкового масла. У 2017 році Україна увійшла до п'ятірки найбільших світових експортерів вершкового масла, основними споживачами його були країни СНД та Африки.

Однак через менш сприятливі цінові умови зростання вартісних обсягів експорту продовольчих товарів у квітні-травні уповільнилося (до 22% р/р).

Експорт продукції машинобудування збільшився на 2.3% р/р. Значний внесок у приріст було забезпечено поставками турбореактивних двигунів до Росії. Крім того, останніми роками в Україні активізувалося виробництво на підприємствах, які випускають комплектуючі для світових автомобільних брендів (насамперед електричне устаткування). Найбільшими споживачами такої продукції були Німеччина, Угорщина та Польща.

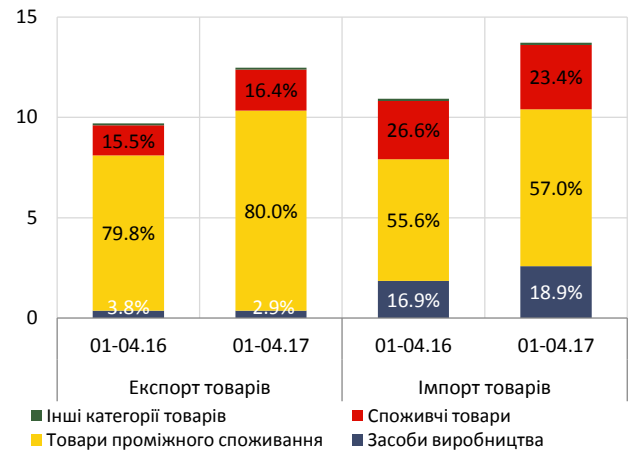
За широкими економічними категоріями найбільший внесок у зростання експорту в січні – квітні було забезпечено збільшенням обсягів експорту товарів проміжного споживання (зросли на 29% р/р). Однак найдинамічніше зростали обсяги експорту товарів споживчого призначення (на 36% р/р), а їх частка збільшилася до 16.4%.

Зростання вартісних обсягів імпорту товарів у квітні-травні прискорилося до 25.3% р/р передусім за рахунок збільшення закупівель енергоносіїв, зокрема вугілля та природного газу.

Обсяги енергетичного імпорту у квітні-травні порівняно з відповідним періодом минулого року зросли в 1.9 раза. Дефіцит вугілля на внутрішньому ринку внаслідок припинення торгівлі з НКТ та високі зовнішні ціни призвели до нарощування його імпорту у 2.1 раза. Насамперед збільшилися поставки вугілля зі США, хоча основним його постачальником до України залишалася Росія. Однак на тлі незначних обсягів імпорту газу у квітні-травні 2016 року (через високі запаси в сховищах завдяки відносно теплій зимі) у річному вимірі обсяги імпорту газу збільшилися майже у п'ять разів, попри сповільнення зростання цін. Також на тлі сповільнення зростання світових цін на нафту в річному вимірі знизилися річні темпи зростання вартісних обсягів імпорту нафтопродуктів (до 20.4%), тоді як фізичні обсяги залишалися практично на рівні минулорічних.

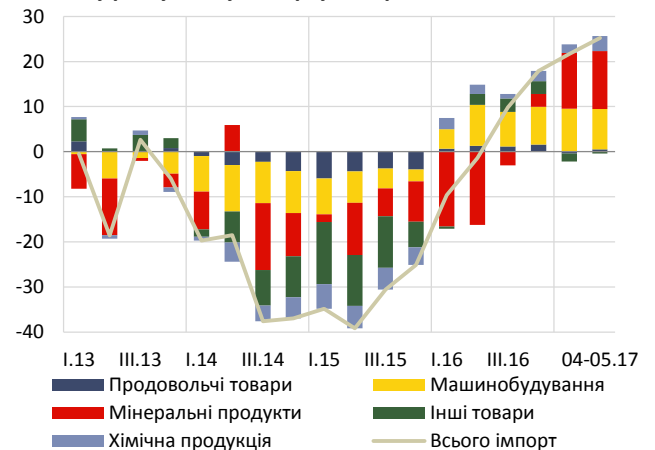
На тлі значних урожаїв протягом останніх кількох років та наявного потенціалу до подальшого зростання обсягів виробництва в українському сільському господарстві, а також завдяки значним експортним надходженням

Експорт та імпорт за широкими економічними категоріями, млрд. дол. США



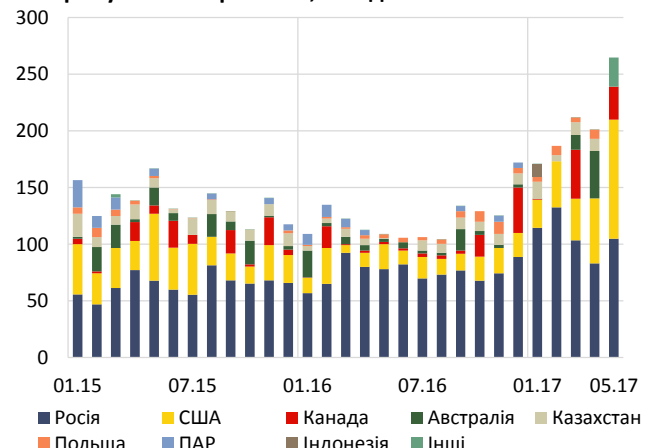
Джерело: НБУ.

Внесок у річну зміну імпорту товарів, в. п.



Джерело: НБУ.

Імпорт вугілля за країнами, тис. дол. США



Джерело: НБУ, ДФС.

сільськогосподарські виробники зберігають високу інвестиційну активність, яка значною мірою задовольняється імпортованою продукцією. Так у квітні-травні імпорт сільськогосподарської техніки збільшилися на 40% р/р. Зокрема обсяги імпорту тракторів, які становлять 40% від обсягів імпорту сільськогосподарської техніки загалом, збільшилися в 1.7 раза. Основними постачальниками тракторів були США та Німеччина. Крім того, внаслідок зменшення пропозиції з боку вітчизняних хімічних заводів та напередодні запровадження антидемпінгових мит на добрива, вироблені в Росії, зросли обсяги імпорту добрив (у 2.1 раза).

Певна активізація споживчого попиту на тлі помірної ревальвації РЕОК гривні зумовила прискорення зростання обсягів імпорту споживчого призначення – продовольчих товарів (до 5.4% р/р) та предметів одягу і взуття (до 15.5% р/р). Також поступове налагодження державних закупівель ліків зумовило зростання обсягів імпорту фармацевтичної продукції (9.2% р/р).

За широкими економічними категоріями в січні – квітні тривало суттєве зростання обсягів імпорту засобів виробництва (40% р/р), насамперед завдяки транспортним засобам. Водночас через нарощування закупівель енергоносіїв зросли обсяги імпорту товарів проміжного споживання (28.6% р/р у січні – квітні). Зростання обсягів імпорту споживчих товарів було більш помірним (10.5% р/р).

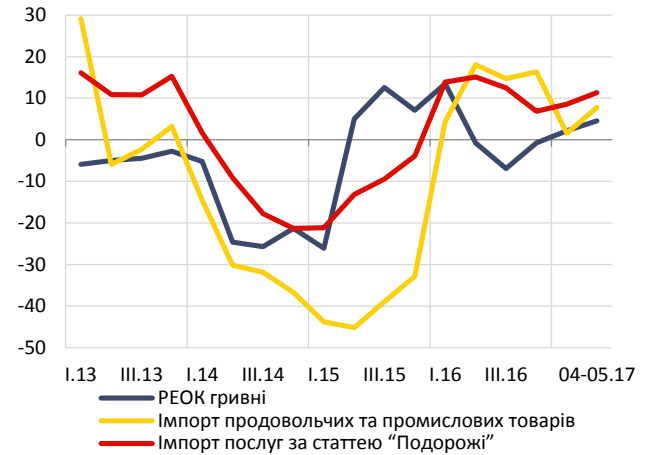
У квітні-травні профіцит торгівлі послугами збільшився до 322 млн. дол. США. Зростання обсягів експорту послуг прискорилося до 12.4% р/р завдяки нарощуванню обсягів надання нерезидентам ІТ-послуг (26.1% р/р), що було зумовлено зокрема усуненням адміністративних бар'єрів для експорту послуг наприкінці 2016 року. Також високими залишалися обсяги експорту послуг трубопровідного транспорту – обсяг транзиту газу до європейських країн збільшився на 25% р/р. Водночас прискорилося й зростання обсягів імпорту послуг (до 9.9% р/р), насамперед за рахунок статті “подорожі”.

Збільшення обсягів виплат через початок репатріації дивідендів, нарахованих за 2016 рік, було компенсоване зростанням надходжень з оплати праці, що зумовило близьке до нуля сальдо рахунку первинних операцій у квітні-травні.

Фінансовий рахунок

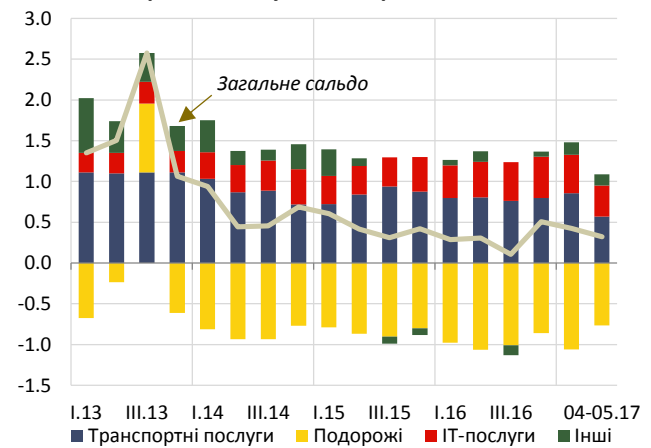
У квітні-травні 2017 року чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 1.6 млрд. дол. США. На відміну від попереднього кварталу, вони були забезпечені за рахунок як державного, так і за рахунок приватного секторів. Успішне завершення третього перегляду програми EFF з МВФ дало змогу уряду отримати черговий транш кредиту макрофінансової допомоги від Європейської Комісії на суму 0.6 млрд. дол. США. Чисті залучення реального сектору (1.2 млрд. дол. США) були зумовлені скороченням обсягів готівкової валюти поза банками (0.6 млрд. дол. США), зростанням заборгованості за торговими кредитами (0.5 млрд. дол. США) та надходженнями від розміщення корпоративних еврооблігацій (0.2 млрд. дол. США). Чисті виплати банківського сектору за цей період становили 0.3 млрд. дол. США.

Імпорт споживчого призначення та РЕОК гривні, % річна зміна



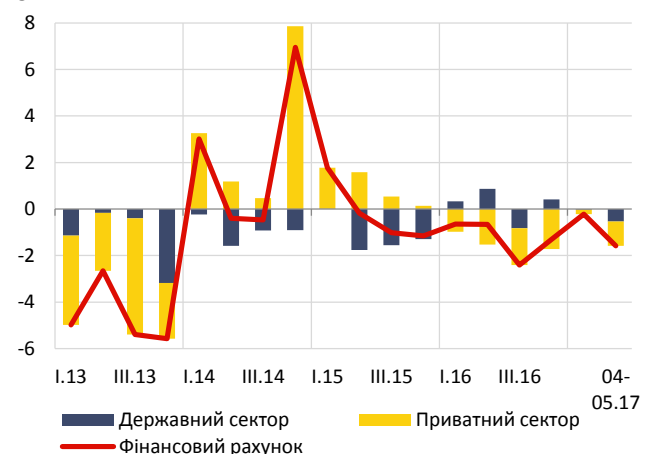
Джерело: НБУ.

Зовнішня торгівля послугами, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

За попередніми оцінками, у квітні-травні надійшло 57 млн. дол. США прямих іноземних інвестицій, 75% з них було спрямовано до реального сектору. Водночас приплив прямих іноземних інвестицій у I кварталі (0.5 млрд. дол. США³⁶) більшою мірою був забезпечений міжфірмовим боргом підприємств прямого інвестування.

Скорочення обсягів готівкової валюти поза банками залишилося одним із ключових факторів формування профіциту за фінансовим рахунком приватного сектору. Скорочення її обсягів у квітні-травні прискорилися внаслідок збільшення обсягів продажу валюти населенням, що, серед інших причин, сприяло посиленню ревальваційного тиску на обмінний курс гривні до долара США.

За підсумками квітня-травня було зафіксовано чистий приплив боргового капіталу до приватного сектору (0.3 млрд. дол. США). Завдяки збільшенню залучень реального сектору за довгостроковими кредитами роловер приватного сектору (77%) перевищував показники як попереднього кварталу, так і відповідного періоду минулого року. Суттєве зростання роловеру банківського сектору через незначну його частку (менше 10%) практично не вплинуло на загальний показник.

Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями³⁷ (%)

	I.16	II.16	III.16	IV.16	2016	I.17	04-05.17
Банки	31	74	66	73	58	21	60
Реальний сектор	67	53	62	58	60	45	78
У цілому	55	56	64	62	59	39	77

Резервні активи

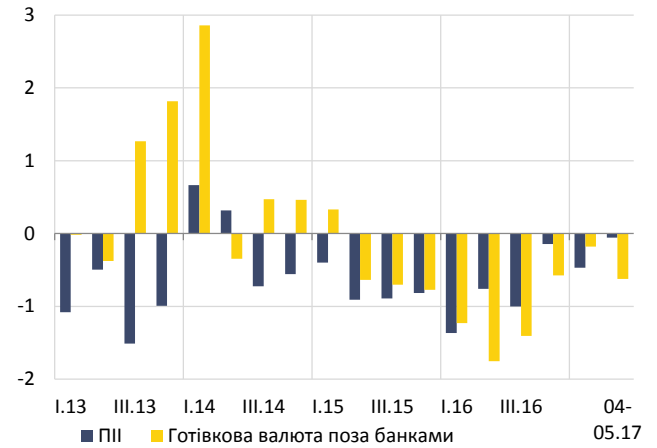
Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу у квітні-травні (1.3 млрд. дол. США) та отриманню чергового траншу від МВФ (1.0 млрд. дол. США) обсяги міжнародних резервів збільшилися до 17.6 млрд. дол. США або 3.6 місяця імпорту майбутнього періоду станом на кінець травня 2017 року.

Зовнішня стійкість

У I кварталі 2017 року всі показники зовнішньої стійкості поліпшилися завдяки зростанню рівня ВВП та експорту товарів та послуг. Водночас через планові виплати відсотків за реструктуризованими ОЗДП у березні обсяги міжнародних резервів дещо скоротилися, унаслідок чого показники їх адекватності станом на кінець I кварталу 2017 року несуттєво погіршилися.

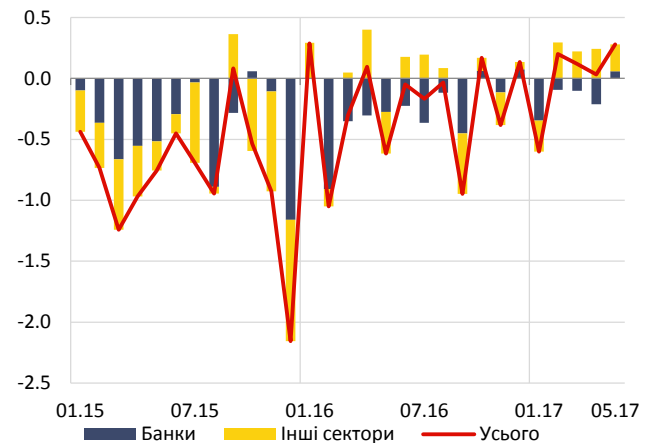
Валовий зовнішній борг залишився майже на рівні початку року (113.6 млрд. дол. США, або 117.9% від ВВП). Секторальна динаміка була різноспрямованою: збільшився борг державного сектору та зменшився – приватного. Незначне зростання зобов'язань державного сектору (до 42.9 млрд. дол. США) зумовлено отриманням кредиту від Центрального банку Швейцарії в розмірі 100 млн. дол. США. Водночас погашення міжбанківських кредитів зумовило скорочення боргу банківського сектору до 8.5 млрд. дол. США, (9 млрд. дол. США

ПІІ* та готівкова валюта поза банками, млрд. дол. США



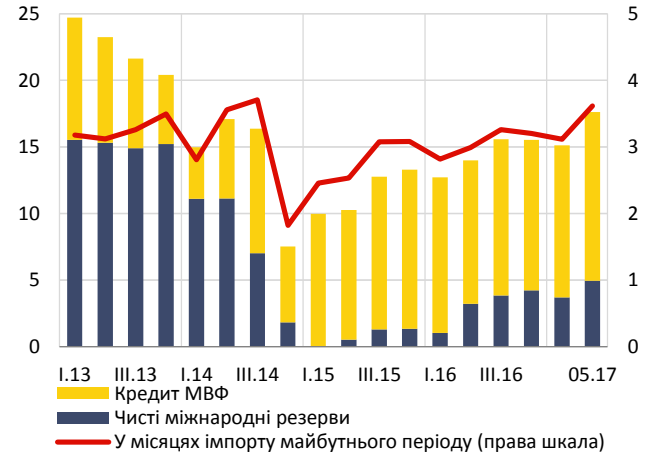
* Від'ємні значення – приплив.
Джерело: НБУ.

Чисті потоки боргового капіталу*, млрд. дол. США



* Додатні значення – приплив капіталу.
Джерело: НБУ.

Валові міжнародні резерви, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

³⁶ Дані за I квартал було уточнено.

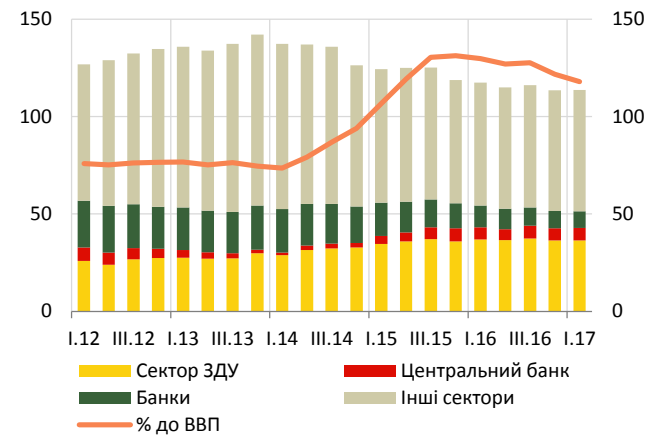
³⁷ Дані без урахування операцій з переоформлення боргу в статутний капітал.

у IV кварталі). Заборгованість реального сектору залишилася на рівні попереднього кварталу: скорочення обсягів заборгованості за довгостроковими борговими інструментами супроводжувалося зростанням зобов'язань за короткостроковими зобов'язаннями, а міжфірмовий борг збільшився на 0.4 млрд. дол. США.

Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення за I квартал скоротився до 46.2 млрд. дол. США (або 94.6% від експорту) насамперед унаслідок скорочення планових виплат реального сектору. Водночас обсяги зобов'язань уряду та центрального банку впродовж наступних 12 місяців зросли до 2.5 млрд. дол. США, з яких 1.4 млрд. дол. США становлять майбутні виплати за кредитами МВФ. В умовах обмеженого доступу приватного сектору до фінансових ринків та скорочення заборгованості банківського сектору за довгостроковими кредитами в попередні періоди (у результаті операцій з конвертації боргу в статутний капітал) співвідношення короткострокового боргу до валового в приватному секторі залишалося на високому рівні (61.8% у I кварталі 2017 року).

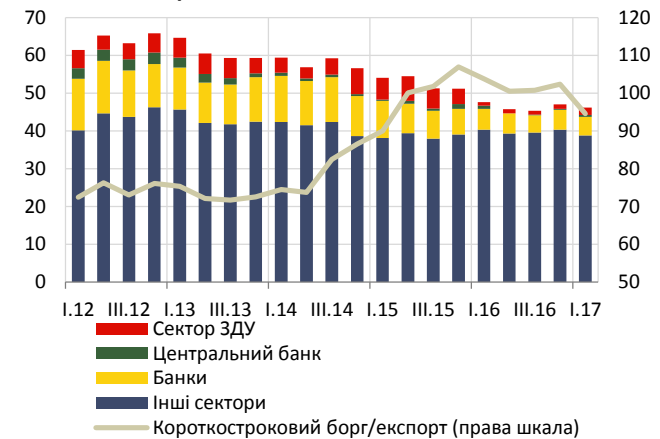
На тлі неістотного зменшення розміру міжнародних резервів (до 15.1 млрд. дол. США, або на 2.7% порівняно з початком року) більшість показників адекватності міжнародних резервів майже не змінилася. Зокрема критерій покриття широкої грошової маси та покриття майбутнього імпорту зменшилися відповідно лише на 0.3 в.п. та 0.1 місяця майбутнього імпорту. Співвідношення резервів і композитного критерію МВФ (ARA metrics) погіршилося на 1.5 в.п. та становило 54.3%. Співвідношення резервів і короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) зменшилося лише на 0.3 в. п. (до 32.7%) через пропорційне скорочення короткострокового боргу за залишковим терміном погашення.

Валовий зовнішній борг, млрд. дол. США



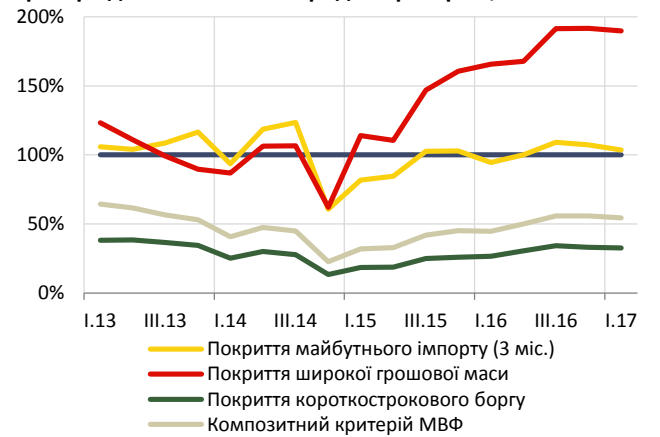
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Критерії достатності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Показники зовнішньої стійкості й адекватності міжнародних резервів

%	I.2015	II.2015	III.2015	IV.2015	I.2016	II.2016	III.2016	IV.2016	I.2017
Зовнішній борг / ВВП	106.7	119.3	130.5	131.3	129.7	126.9	127.7	121.8	117.9↑
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг	206.9	229.8	248.3	248.1	255.9	252.8	257.8	247.0	232.7↑
Короткостроковий борг / валовий борг	43.5	43.6	41.0	43.1	40.6	39.8	39.1	41.4	40.6↑
Короткостроковий борг / ВВП	46.4	52.0	53.5	56.6	52.6	50.5	49.9	50.4	47.9↑
Короткостроковий борг / експорт товарів і послуг	90.0	100.1	101.7	107.0	103.8	100.5	100.7	102.3	94.6↑
Відкритість економіки ³⁸	106.6	106.9	107.9	107.7	104.5	103.9	104.3	104.8	106.5↓
Резерви / короткостроковий борг	18.4	18.8	24.9	26.0	26.7	30.6	34.4	33.0	32.7↓
Резерви, композитний критерій МВФ	31.9	32.9	41.9	45.2	44.8	50.1	55.8	55.8	54.3↓
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	81.9	84.5	102.6	102.8	94.5	100.2	109.1	107.2	103.6↓
Покриття резервами широкої грошової маси	22.8	22.1	29.4	32.1	33.1	33.5	38.3	38.3	38.0↓

³⁸ Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

Вставка: Готівкова валюта поза банками: про що свідчать тенденції останніх років

Починаючи з 2015 року, скорочення обсягів іноземної готівкової валюти поза банками стало відігравати провідну роль у забезпеченні надходжень за фінансовим рахунком платіжного балансу. Більш того, в умовах суттєвого стиснення потоків капіталу внаслідок втрати доступу до зовнішніх фінансових ринків та відпливу боргового приватного капіталу, у 2016 році готівкова валюта стала основним джерелом фінансування дефіциту поточного рахунку. Цей структурний зсув особливо вражає з огляду на попередній, більш як 20-річний, період накопичення готівкової валюти в економіці України та глибокі потрясіння, які пережила країна за останні три роки (від збройної агресії з боку Росії та анексії частини території до масштабних економічної та банківської криз). Згідно з економічними дослідженнями (наприклад, [T.Scheiber та H.Six \(2009\)](#)), саме макроекономічна нестабільність (висока інфляція чи значне знецінення національної валюти), що спостерігалася в минулому, має високу кореляцію з рівнем доларизації в країні. Тож можна припустити, що в періоди значних потрясінь попит на іноземну валюту зростає. Зокрема, попит на іноземну валюту залишався значним у 2009 році, 2014 році та першій половині 2015 року. Однак із середини 2015 року цей тренд розвернувся.

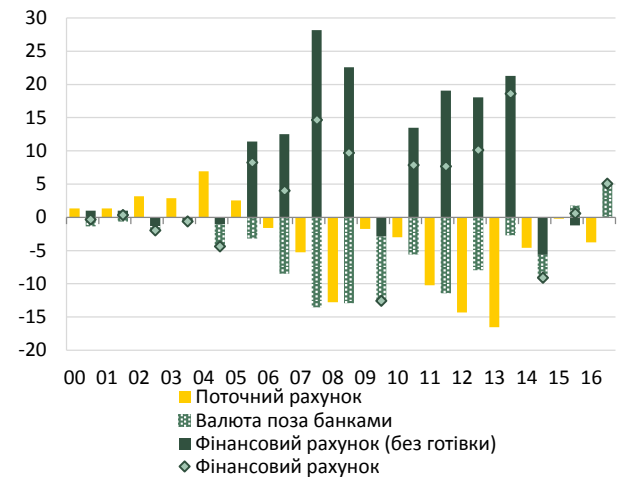
За методологією складання статистики платіжного балансу обсяги приросту готівкової валюти поза банківським сектором визначаються як різниця між обсягами ввезення та вивезення валюти в/з України фізичними особами та їх валютними операціями з банками через такі канали:

- купівля/продаж іноземної готівки населенням;
- чиста видача готівки через каси банків (карткові рахунки, перекази, кредити, депозити тощо);
- фінансування неформальної торгівлі;
- грошові перекази в готівковій формі від трудових мігрантів;
- витрати готівкової валюти особами, які подорожують³⁹.

Упродовж 2009 – 2012 років провідну роль у прирості запасів готівкової іноземної валюти поза банками відігравала її чиста купівля населенням. Де-факто фіксований обмінний курс та обмеженість альтернативних інструментів для заощаджень на тлі зниження довіри до банківської системи та багаторічної “прихильності” до іноземної валюти зумовили значні обсяги чистої купівлі готівкової валюти з метою запобігання знецінення заощаджень.

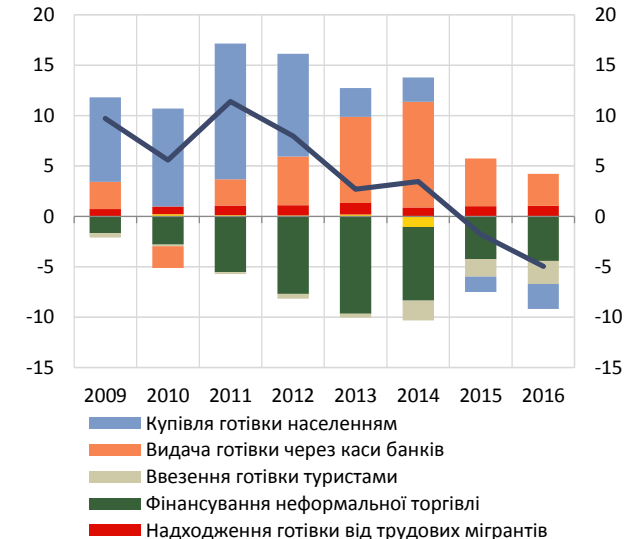
Після запровадження адміністративних обмежень НБУ щодо проведення валюто-обмінних операцій наприкінці 2011 року⁴⁰ обсяги чистої купівлі готівкової валюти почали скорочуватися. Проте вже у 2013 році подальше скорочення було зумовлене не дією адміністративних обмежень, а уповільненням зростання доходів населення в умовах стагнації економіки та зростанням привабливості депозитів у національній валюті на тлі високих ставок, низьких інфляційних та девальваційних очікувань упродовж більшої частини року. У 2014 році адміністративні обмеження на купівлю готівкової іноземної валюти були посилені через зростання турбулентності на валютному ринку з кінця 2013 року. Разом зі стрімким зниженням доходів населення це призвело до подальшого скорочення обсягів чистої купівлі валюти населенням. Видача готівки через каси банків, що стала основним фактором нарощування готівки поза банками

Сальдо поточного та фінансового рахунків* та чиста зміна іноземної готівки поза банками, млрд. дол. США**



* Додатне сальдо фінансового рахунку відображає чисті зовнішні надходження.
 ** Додатне значення – скорочення валюти поза банками.
 Джерело: НБУ.

Окремі складові приросту готівкової валюти поза банками, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

³⁹ Обсяги неформальної торгівлі, грошових переказів у готівковій формі та витрати готівкової валюти особами, що подорожують, визначаються на основі експертних оцінок. Додатково див. “[Методичний коментар до статистики зовнішнього сектору України](#)”.

⁴⁰ Так звана “паспортизація” валюто-обмінних операцій. Постанова НБУ №278 від 11.08.2011 р. «Про затвердження Змін до Інструкції про порядок організації та здійснення валютно-обмінних операцій на території України».

в цей період, стала наслідком не лише зняття населенням депозитів у іноземній валюті та зростанням видачі готівкових коштів з карткових рахунків, а й фіктивних касових операцій окремих банків⁴¹.

У 2015 – 2016 роках обсяги готівкової валюти поза банками почали скорочуватися насамперед за рахунок зниження обсягів видачі готівки через каси банків унаслідок посилення контролю за касовими операціями та запровадження НБУ наприкінці 2014 року низки обмежень. Крім того, з 2015 року обсяги продажу валюти перевищували обсяги купівлі, що можна пояснити скороченням реальних доходів населення та водночас збільшенням операцій із купівлі об'єктів житлової нерухомості на первинному ринку і транспортних засобів. У 2016 році ця тенденція посилилася попри поступове пом'якшення Національним банком обмежень на валютному ринку, запроваджених у 2014 – 2015 роках. Зокрема, серед причин, що підтримували цю тенденцію, була більша привабливість депозитів у національній валюті на тлі значно вищих ставок та зниження інфляційного тиску.

Щодо інших статей зазначимо, що після 2014 року внаслідок анексії АР Крим та початку збройної агресії РФ на сході України кількість туристів, що відвідували Україну, значно скоротилася. Це додатково підсилювалося зниженням їх витрат у доларовому еквіваленті через суттєву девальвацію гривні. Як наслідок, вивезення готівки особами, що подорожують за межі України, стало значно переважати її ввезення. Натомість перекази готівки від трудових мігрантів неформальними шляхами були досить стабільним джерелом її надходження впродовж останніх восьми років.

Чому центральний банк має перейматися питаннями зміни обсягів готівкової валюти поза банками? По-перше, як уже зазначалося вище, скорочення обсягів готівкової валюти в останні роки стали вагомим джерелом фінансування дефіциту поточного рахунку. Відповідно оцінка стійкості тенденції до зниження готівкової валюти, враховуючи досить активне подальше пом'якшення обмежень на валютному ринку (див. вставку “Заходи НБУ з лібералізації валютного ринку та вдосконалення функціонування фінансового ринку”), є вагомим чинником, що враховується Національним банком під час розробки макроекономічного прогнозу та оцінки ризиків, які лежать в основі прийняття рішень із монетарної політики. По-друге, високий рівень доларизації економіки зменшує ефективність монетарної політики та має низку інших негативних наслідків для економіки⁴². З огляду на потенційні загальні обсяги іноземної валюти в Україні⁴³, стабілізацію макроекономічної ситуації, а також заходи Національного банку з розвитку безготівкової економіки можна очікувати на збереження цієї тенденції.

⁴¹ Загальний обсяг таких операцій в 2012 – 2014 роках оцінюється в 8.2 млрд. дол. США.

⁴² Детальний огляд див. у [М. Шкріб та К.Хведчук \(2016\)](#).

⁴³ Для прикладу, див. [М. Шкріб та К.Хведчук \(2016\)](#) і [О.Жолудь та І. Піонтківська \(2016\)](#).

2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ ⁴⁴

У II кварталі 2017 року, після майже піврічної паузи, НБУ відновив цикл пом'якшення монетарної політики. Протягом квітня-травня Правління НБУ двічі знижувало облікову ставку – загалом на 150 б. п. – до 12.5% річних. Це зумовило поступове зменшення вартості ресурсів у національній валюті на міжбанківському кредитному ринку та середньозважених процентних ставок за кредитами (без овердрафту) і депозитами нефінансових корпорацій та домогосподарств.

Ситуація на валютному ринку в II кварталі 2017 року залишалася сприятливою, що поряд із відносною збалансованістю інфляційних ризиків дало змогу НБУ і далі послаблювати адміністративні обмеження на валютному ринку.

За результатами квітня-травня 2017 року тривав поступовий приріст залишків депозитів у банківській системі. Швидкими темпами зростали залишки коштів у національній валюті на депозитних рахунках домашніх господарств. Помірніше зростання залишків депозитів корпоративного сектору було зумовлене значними квартальними податковими платежами та збільшенням потреби в обігових коштах (у тому числі готівкових).

Кредитна активність залишалася слабкою через збереження значних кредитних ризиків та високий рівень боргового навантаження серед позичальників корпоративного сектору. Водночас тривало відновлення споживчого кредитування домашніх господарств, що зумовлювалося зростанням споживчої впевненості і попиту на товари тривалого використання.

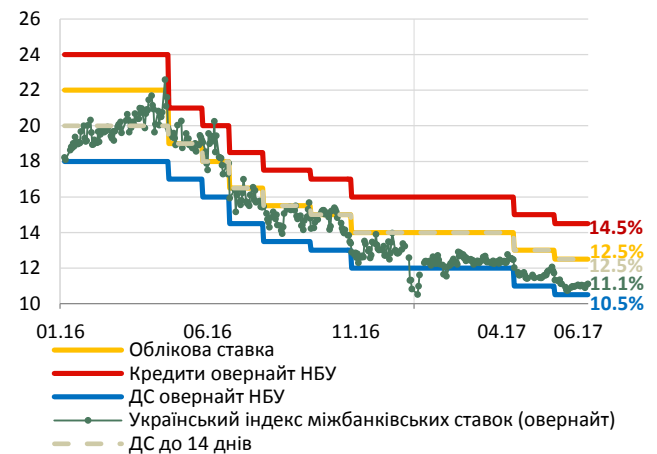
Процентні ставки

Відновлення (після майже піврічної перерви) циклу пом'якшення монетарної політики в середині квітня 2017 року сприяло подальшому зниженню процентних ставок на міжбанківському ринку в національній валюті у II кварталі. Так середньозважена вартість міжбанківських кредитів у квітні-травні порівняно з I кварталом 2017 року зменшилася на 74 б. п. – до 12.2% річних.

Також знижувалася вартість й інших гривневих ресурсів. Дохідність гривневих ОВДП на первинному та вторинному ринках у II кварталі 2017 року знижувалася за всіма строками розміщення. Високий попит на середньострокові гривневі цінні папери забезпечувався як значною ліквідністю банківської системи, так і очікуваннями ринку щодо помірною пом'якшення монетарної політики в майбутні періоди. У травні, вперше з початку 2017 року, МФУ запропонувало доларові облігації, причому зі строком обігу до трьох років (останнє розміщення трирічних валютних ОВДП відбулося в 2013 році), проте попит на них був незначним.

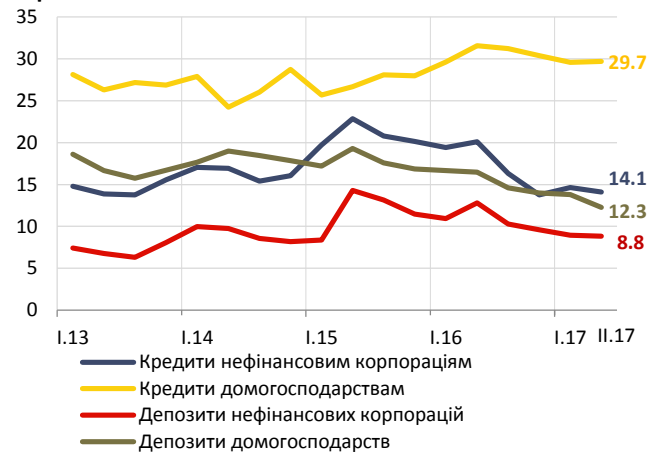
У квітні-травні 2017 року знижувалися і роздрібні ставки банків у національній валюті. Одним з ключових факторів зниження середньозваженої вартості кредитів (без овердрафту) нефінансових корпорацій було також посилення конкуренції між

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок, % річних



Джерело: НБУ.

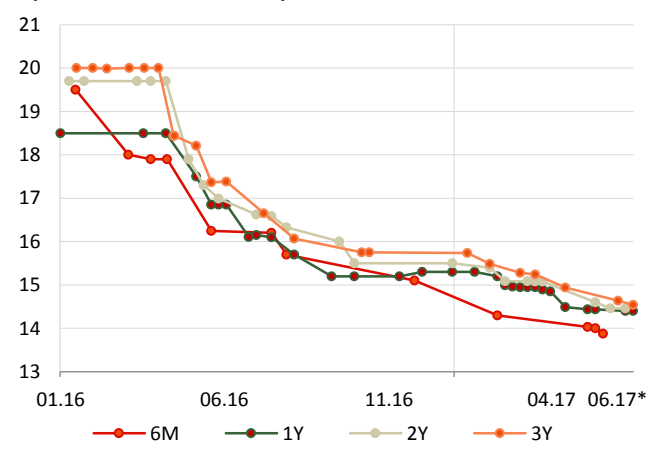
Середньозважені процентні ставки в національній валюті за новими кредитами (без овердрафту) і депозитами, % річних



* За квітень-травень 2017 року.

Джерело: НБУ.

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



* ОВДП до одного року включають одинадцятимісячні цінні папери.

Джерело: НБУ.

⁴⁴ Інформація надається за оперативними даними.

банками попри високий попит на кредитні ресурси з боку нефінансових корпорацій. Водночас ставки за кредитами домогосподарств залишалися на рівні попереднього кварталу. Все ще високі процентні ставки за кредитами населенню пояснюються значною питомою вагою та відносно вищою вартістю обслуговування короткострокових споживчих і карткових кредитів.

Незважаючи на загальну тенденцію до поступового зменшення ставок за депозитами в національній валюті, у строковому розрізі динаміка була різноспрямованою. Зокрема вартість депозитів населення повернула і до одного місяця за результатами квітня-травня дещо зросла, хоча строкові вклади й далі дешевшали – найбільшого скорочення зазнали вклади зі строком понад 2 роки. Водночас дохідність коштів нефінансових корпорацій демонструвала протилежну динаміку – у ціновій боротьбі за клієнта банки з метою поліпшення фондування підвищували ставки закладами більше шести місяців, та знижували за іншими строками.

Валютний ринок

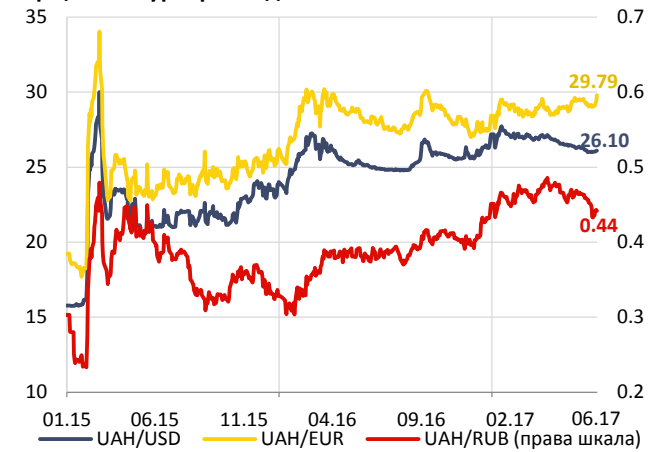
У II кварталі 2017 року ситуація на валютному ринку залишалася сприятливою та характеризувалася зміцненням гривні відносно долара США. Подальший ревальваційний тренд зумовлювався збільшенням пропозиції іноземної валюти з огляду на перевищення надходжень іноземної валюти від нерезидентів над її перерахуваннями та значним продажем населенням готівкової валюти. Водночас попит на іноземну валюту залишився на рівні попереднього кварталу. Ще одним вагомим фактором зміцнення гривні відносно долара США була девальвація останнього стосовно провідних валют.

З огляду на сприятливу ситуацію НБУ протягом II кварталу 2017 року проводив переважно операції з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів, не перешкоджаючи ринковим тенденціям на валютному ринку. За результатами II кварталу 2017 року середньозважений курс гривні до долара США ревальвував на 2.2%, а чиста купівля НБУ іноземної валюти становила 1.2 млрд. дол. США (з початку року – 1.4 млрд. дол. США).

Водночас НЕОК гривні в II кварталі практично не змінився, оскільки більшість валют країн – ОТП України також зміцнилися відносно долара США. РЕОК дещо посилювався через усе ще вищу інфляцію в Україні порівняно з країнами – ОТП. У річному вимірі РЕОК гривні посилювався на 4.7%.

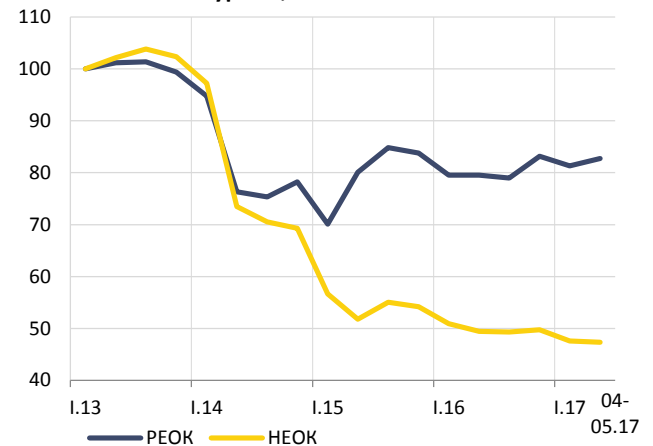
Стабілізація курсових очікувань на тлі посилення гривні до долара США зумовили зростання пропозиції готівкової іноземної валюти населенням. Крім того, збільшенню обсягів операцій на офіційному готівковому валютному ринку сприяли заходи НБУ щодо поступової лібералізації валютного регулювання та скасування з початку року пенсійного збору з операцій з купівлі готівкової іноземної валюти. Так у II кварталі 2017 року середньоденні обсяги продажу готівкової іноземної валюти населенням сягнули близько 38 млн. дол. США, що майже вдвічі перевищило цей показник за відповідний період минулого року.

Офіційний курс гривні до іноземних валют



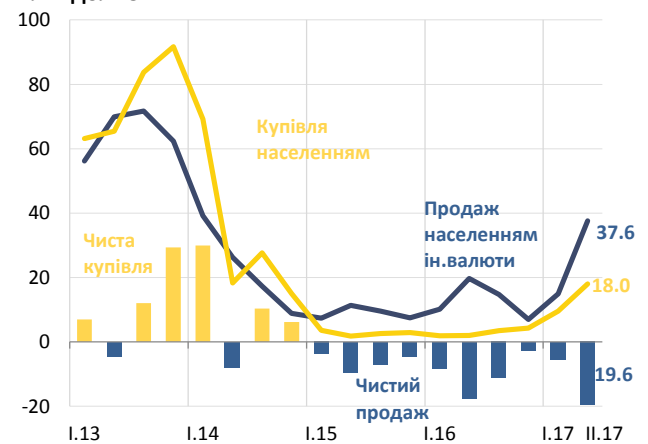
Джерело: НБУ.

Індекс РЕОК та НЕОК гривні, за середньомісячним міжбанківським курсом, І.2013=100



Джерело: НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США



Джерело: НБУ.

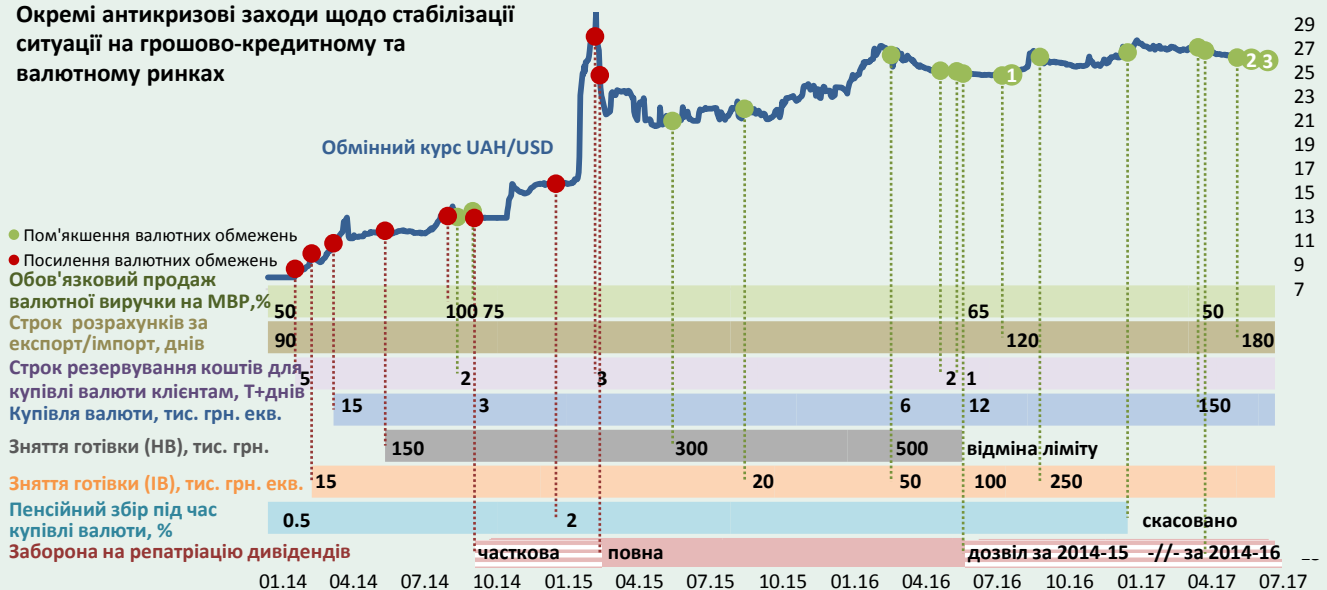
Вставка: Заходи НБУ з лібералізації валютного ринку та вдосконалення функціонування фінансового ринку

З огляду на сприятливу ситуацію на валютному ринку та відносну збалансованість інфляційних ризиків НБУ продовжив у II кварталі 2017 року політику послаблення адміністративних обмежень на валютному ринку. Зокрема НБУ:

- скасував тимчасове скорочення максимального строку для розрахунків за експорт/імпорт товарів. Цей термін встановлюється відповідним законом і нині становить 180 днів;
- надав іноземним інвесторам право купувати іноземну валюту з метою повернення за кордон коштів, отриманих від продажу корпоративних прав, окремих видів цінних паперів, унаслідок зменшення статутних капіталів та виходу з підприємств;
- дозволив бізнесу дострокове погашення зовнішніх кредитів та позик, якщо у ролі забезпечення за ними були зобов'язання міжнародних фінансових організацій;
- дозволив банкам відкривати кореспондентські рахунки в іноземній валюті 1-ї групи Класифікатора іноземних валют і банківських металів у банках-нерезидентах країн, національна валюта яких віднесена до інших груп Класифікатора;
- скасував заборону на купівлю іноземної валюти для виконання зобов'язань за наявності у клієнта власних коштів на рахунку в розмірі, що перевищує 100 тис. дол. США;
- зняв обмеження (100 тис. грн. на місяць) для фізичних осіб на переказ коштів за межі України для неторговельних операцій;
- відмінив обмеження на проведення банками операцій з обміну іноземної валюти як на міжбанківському, так і на міжнародному валютному ринку в межах однієї групи Класифікатора;
- спростив проведення валютних операцій на умовах "форвард", скасувавши обмеження щодо групи Класифікатора іноземних валют, строку та виду операції, що хеджується, для власних валютних операцій банків та операцій суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності з обміну (конвертації) іноземної валюти та купівлі-продажу іноземної валюти за гривні для хеджування ризику зміни курсу іноземної валюти;
- розширив для банків діапазон операцій з банківськими металами: скасував обмеження на купівлю-продаж (на умовах "тод", "том", "spot", "форвард", "своп") банківських металів на міжбанківському валютному ринку лише за гривні та на міжбанківському валютному ринку за іноземну валюту 1-ї групи Класифікатора;
- зняв обмеження для фізичних осіб, які не є підприємцями, по групі Класифікатора та кількості операцій з обміну безготівковою іноземною валютою, що є на їхньому рахунку, та дозволив фізичним особам обмін готівковою іноземною валютою на безготівкову без обмеження по групі Класифікатора;
- запровадив для фізичних осіб електронні індивідуальні ліцензії. На їх підставі дозволяється перераховувати за кордон іноземну валюту з метою: інвестування, розміщення коштів на власних рахунках та виконання зобов'язань перед нерезидентами за договорами страхування життя на загальну суму до 50 тис. дол. США (в еквіваленті) протягом року;
- підвищив для бізнесу ліміт (з 50 тис. дол. США за один календарний місяць до 2 млн. дол. США за календарний рік) для інвестування за кордон на підставі однієї ліцензії та встановив різні вимоги для отримання ліцензії: спрощені, якщо розмір інвестиції до 50 тис. дол. США, та вимога надання розгорнутого переліку документів, якщо сума перевищує 50 тис. дол. США.

Водночас, крім лібералізації обмежень на валютному ринку НБУ вживав заходів з метою запобігання відпливу капіталу, встановивши вимоги щодо розкриття інформації про кінцевих бенефіціарних власників (UBO) нерезидентів-кредиторів та вдосконалив порядок контролю за дотриманням максимальної процентної ставки за договором у разі сплати комісій, зборів у період до одержання кредиту та/або протягом першого року дії договору.

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



- 1 Скасування ідентифікації в разі купівлі валюти до 150 тис. грн. екв.
- 2 Скасування обмеження щодо: (i) окремих операцій з повернення коштів іноземних інвесторів та (ii) переказу коштів ф.о. за кордон для неторговельних операцій. (iii) Збільшено річний ліміт інвестування за кордон з 0.6 до 2 млн. дол. США.
- 3 Е-ліцензії на перерахування ф.о. валюти за кордон для окремих операцій.

Базові гроші та ліквідність

У квітні-травні 2017 року ліквідність банківської системи залишалася на високому рівні, тривало її помірне зростання. Це знайшло відображення головним чином у збільшенні середньоденних залишків коштів на депозитних сертифікатах (на 5.7%), тоді як середньоденні залишки на коррахунках банків зростали повільніше (на 0.8%) порівняно з показниками I кварталу 2017 року.

Головним джерелом надходження ліквідності до банківської системи були операції НБУ з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. Сальдо цих операцій становило 24.5 млрд. грн., що більш як у сім разів перевищило показник I кварталу 2017 року.

Основними каналами вилучення ліквідності були операції уряду, вплив яких значно посилювався у травні через сплату до бюджету квартальних податкових та інших платежів і сезонне зростання обсягів готівки. Чистий вплив цих операцій оцінено на рівні відповідно 12.5 млрд. грн.⁴⁵ та 11.4 млрд. грн. Також ліквідність банківської системи знижувалася через погашення банками отриманих раніше від НБУ кредитів (чисті обсяги за кредитними операціями з банками становили -3.1 млрд. грн.). Натомість операції ФГВФО не мали значного впливу на ліквідність.

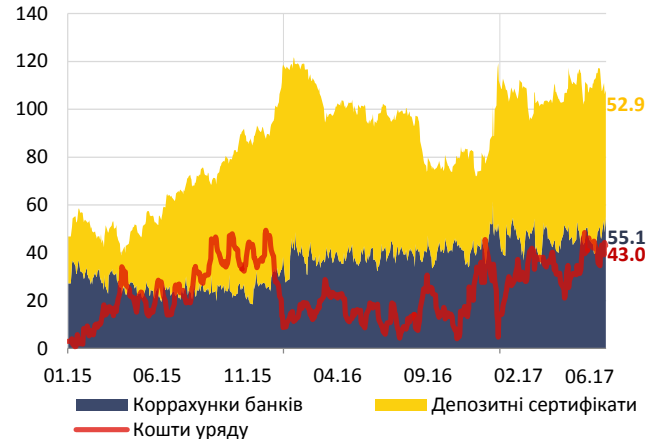
Збільшення обсягів готівки станом на кінець травня 2017 року з одночасним збереженням залишків коштів на коррахунках банків на рівні березня 2017 року зумовило зростання грошової бази в травні на 3.2% порівняно I кварталом 2017 року, тоді як річні темпи зростання не змінилися (9.1%).

Грошова маса та її компоненти

За результатами квітня-травня 2017 року залишки коштів на депозитних рахунках як корпоративного сектору, так і домашніх господарств у національній та іноземній валютах (у доларовому еквіваленті) зросли. При цьому залишки коштів у національній валюті на депозитних рахунках домашніх господарств збільшилися порівняно із I кварталом 2017 року на 3.8% за квітень-травень (на 12.2% р/р). Цьому сприяло підвищення заробітної плати, збереження привабливості депозитних продуктів банків на тлі очікувань щодо подальшого зниження банками процентних ставок за залученими коштами та стійке зміцнення курсу гривні відносно долара США. Залишки за депозитами в національній валюті нефінансових корпорацій за цей період зросли лише на 0.4% (9.1% р/р). Нижчі темпи приросту коштів корпоративного сектору, серед іншого, зумовлювалися значними квартальними податковими платежами та зростанням потреби бізнесу в обігових коштах (у тому числі готівкових) в умовах високої його закредитованості.

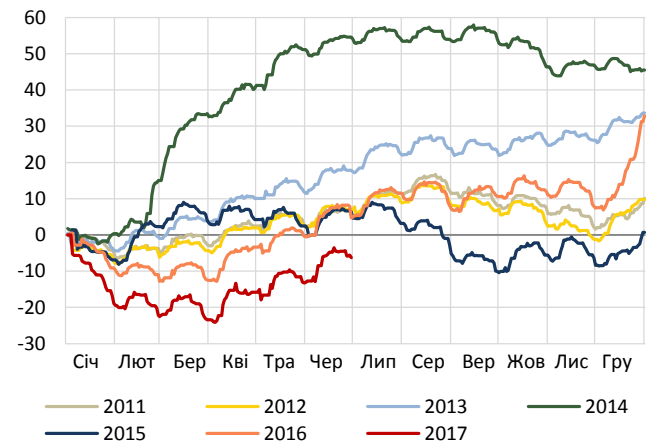
Найбільші темпи приросту продемонстрували залишки за депозитами строком від одного до двох років. Це пояснюється тим, що з метою залучення середньострокових ресурсів банки утримували цінові параметри цих продуктів найбільш цікавими для клієнтів.

Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд. грн.



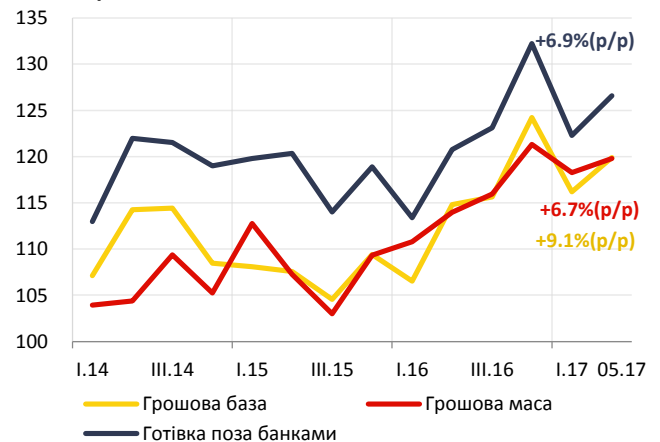
Джерело: НБУ.

Готівка поза банками, млрд. грн., зміна до початку року



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

⁴⁵ Вплив фіскальних факторів на зростання ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на ЄКР (збільшення на 11.1 млрд. грн.), платежів уряду НБУ за своїми раніше взятими зобов'язаннями (16.9 млрд. грн.), перерахування НБУ частини прибутку до бюджету (15.0 млрд. грн.), продажем урядом валюти НБУ (0,2 млрд. грн.) та перерахування урядом коштів ФГВФО та ліквідаторам банків (0.3 млрд. грн.).

Також за результатами двох місяців збільшилися залишки на депозитних рахунках банків у іноземній валюті (у доларовому еквіваленті). Визначальним чинником такого зростання було перерахування у квітні до бюджету конфіскованих коштів, що зумовило стрімке збільшення (більш як у п'ять разів) залишків коштів на рахунках центральних органів державного управління (до цієї операції згадані кошти обліковувалися на рахунках нерезидентів і відповідно не включалися до монетарних показників). Також продовжували зростати залишки коштів нефінансових корпорацій – головним чином завдяки значним обсягам надходження валютної виручки.

Така динаміка депозитів разом зі збільшенням готівки поза банками зумовили зростання грошової маси у квітні-травні на 1.3%, проте річні темпи приросту залишилися на рівні кінця березня (6.7%). Утім це зростання певною мірою обмежувалося курсовою переоцінкою депозитів в іноземній валюті, обсяги яких через посилення гривні відносно долара США знизилися.

Кредити

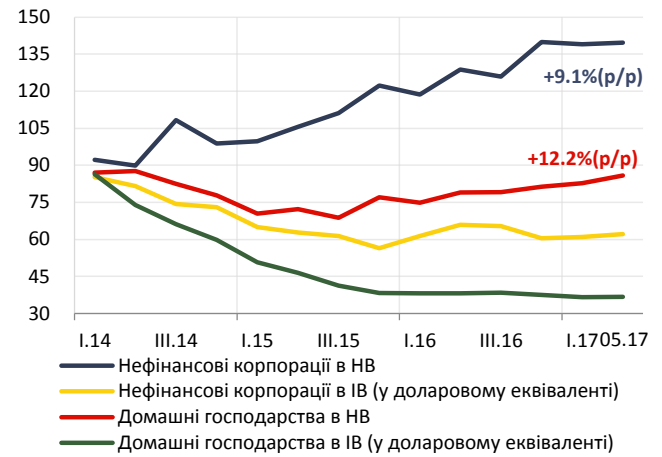
У квітні-травні 2017 року кредитна активність банків у цілому залишалася слабкою з огляду на збереження значних кредитних ризиків та високого рівня боргового навантаження серед позичальників корпоративного сектору. Крім того, жорсткі внутрішні вимоги банків до застави, терміну і розміру кредитів також стримували зростання кредитних портфелів. Так, річні темпи зростання загальних залишків за кредитами в національній валюті незначно прискорилися до 18.4% станом на кінець травня (з 17.1% станом на кінець березня).

Зростання залишків за кредитами, наданими домашнім господарствам, прискорилося у річному вимірі до 5.4% завдяки активізації споживчого кредитування. Зокрема активізувалося кредитування на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Це може пояснюватися стрімким зростанням заробітної плати, що, ймовірно, призвело до поліпшення показників платоспроможності позичальників та підвищення кредитних мінімумів за картковими кредитами. Про останнє, зокрема, свідчило прискорення зростання залишків за кредитами овердрафт. Пожвавленню споживчого кредитування могло сприяти також поліпшення споживчої впевненості, що супроводжувалося зростанням витрат на товари тривалого вжитку.

Натомість залишки за кредитами, наданими нефінансовим корпораціям, протягом квітня-травня дещо знизилися через суттєве скорочення залишків строком від одного до п'яти років (за іншими строками зафіксоване зростання). Відповідно незначно уповільнилися і річні темпи зростання до 23.7%. Зниження зафіксовано у переробній промисловості та будівництві. Натомість продовжували зростати залишки за кредитами, наданими в сільське, лісове та рибне господарство.

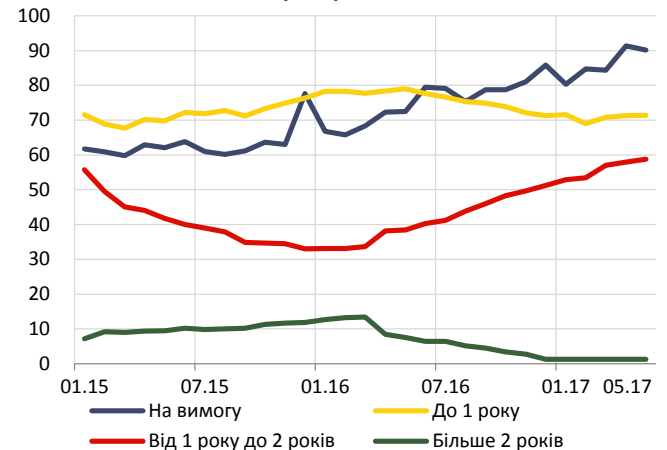
Також тривала тенденція до скорочення обсягів кредитування в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) як домашніх господарств, так і корпоративного сектору.

Депозити, IV.2013=100



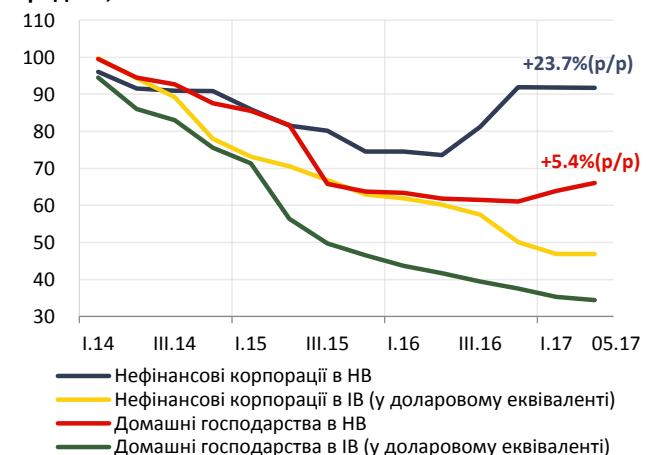
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Кредити, IV.2013=100

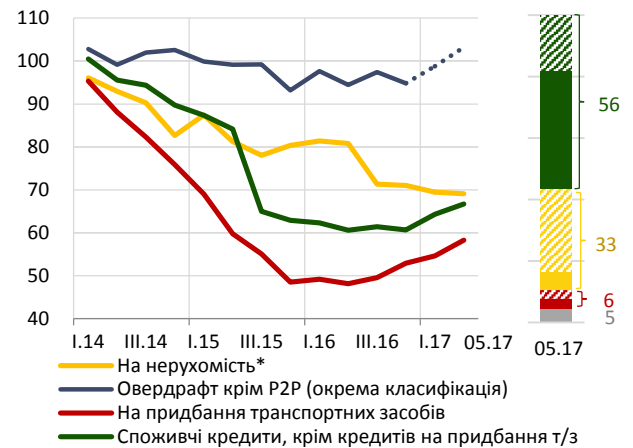


Джерело: НБУ.

Проте, надалі очікується певна активізація банківського кредитування. Так згідно з [Опитуванням про умови кредитування](#) за II квартал 2017 року у I кварталі 2017 року респонденти прогнозували поживлення протягом наступних 12 місяців споживчого і корпоративного кредитування та поліпшення якості кредитного портфеля як корпоративних клієнтів, так і домогосподарств.

Окремі показники кредитування домогосподарств у НВ, IV.2013=100

Структура залишків кредитів домогосподарствам**, %



* До цієї категорії відносяться кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості.

** Суцільним полем наведено частку кредитів у національній валюті (НВ), заштрихованим – у іноземній валюті. Сірим кольором наведено інші кредити, не розподілені за видами валют.

Джерело: НБУ.

Вставка: Реалізація НБУ монетарної політики в умовах структурного профіциту ліквідності банківської системи

Більшість провідних центральних банків уже досить давно визначилася з відповіддю на запитання, як краще досягати цінової стабільності: за рахунок контролю кількості грошей чи їх вартості – процентної ставки? Контроль за кількістю грошей (або монетарне таргетування) давно перестав бути мейнстрімом у проведенні монетарної політики. Теорія, на якій базується використання монетарного таргетування, є простою і зручною. Проте, як засвідчила практика багатьох центральних банків, – малоприсадою для проведення монетарної політики. Причина цього полягає в неможливості точно передбачити попит на гроші з боку економіки. Відповідно, центральний банк не може надійно оцінити оптимальний обсяг грошової маси, а, отже, й вплив власної політики на інфляцію.

Альтернативою контролю за кількістю грошей є використання процентної ставки в ролі інструменту/орієнтира монетарної політики. Цей шлях має низку переваг порівняно з монетарними агрегатами, оскільки дає змогу центральному банку:

- оцінити вплив власної політики на інфляцію за допомогою математично-модельного інструментарію, що базується на сучасній економічній теорії;
- чітко комунікувати власні рішення щодо того, яку монетарну політику він проводить: пом'якшує її, коли знижує відсоткову ставку, і навпаки.

У процесі використання процентної ставки в ролі інструменту й орієнтира монетарної політики, її реалізація центральним банком відбувається через вплив на короткострокові ставки на міжбанківському кредитному ринку. Це досягається шляхом зміни ставки за основними операціями центрального банку – з надання або з вилучення (стерилізації) ліквідності. Під ліквідністю банків у даному випадку розуміємо кошти банків, які зберігаються на коррахунках у центральному банку (тобто це зобов'язання центрального банку перед банками). Який саме тип операцій (надання чи вилучення) застосовується – залежить від структурної позиції ліквідності банківської системи: дефіцит чи профіцит.

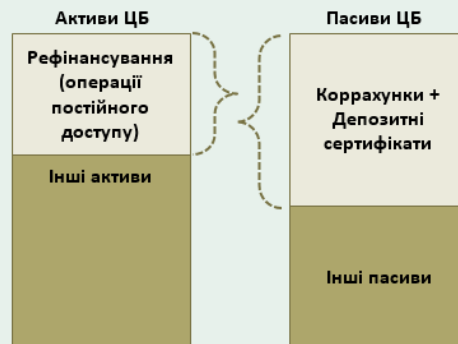
За умов структурного профіциту ліквідності банківської системи у відносинах із комерційними банками центральний банк діє з позиції чистого дебітора – короткострокові зобов'язання центрального банку перед банками перевищують відповідні зобов'язання банків перед ним. І навпаки, за структурного дефіциту ліквідності центральний банк є чистим кредитором банківської системи – короткострокові зобов'язання банків перед ним перевищують відповідні

зобов'язання перед банками. Тобто банки фізично не можуть погасити всю заборгованість перед центральним банком, навіть якщо використають усі свої коррахунки в центральному банку.

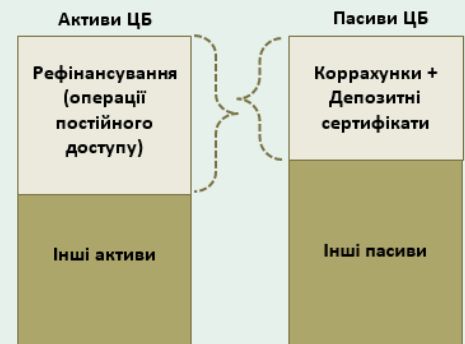
Управління процентними ставками на міжбанківському ринку за профіциту ліквідності потребує проведення центральним банком операцій із поглинання (стерилізації) надлишкової ліквідності, тоді як за структурного дефіциту – кредитних операцій з підтримання ліквідності. В обох випадках метою центрального банку є утримання короткострокової ставки міжбанківського кредитного ринку в межах коридору процентних ставок на рівні близькому до ключової ставки монетарної політики.

Сам по собі факт переважання серед операцій центрального банку операцій з вилучення або надання ліквідності не дає уявлення про те, якою є його монетарна політика: м'якою чи жорсткою. Важливо лише за якою ставкою проводяться такі операції, оскільки саме вона має вплив на банківську систему, а через неї – на економіку.

Структурний профіцит ліквідності



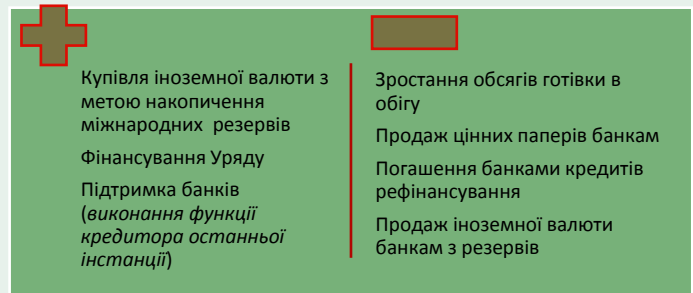
Структурний дефіцит ліквідності



Приміром, операції стерилізації в умовах структурного профіциту ліквідності не спрямовані на обмеження банків у ліквідних коштах. Мета проведення таких операцій – вплинути на вартість грошей для банків. Зокрема стерилізація може відбуватися шляхом випуску центральним банком депозитних сертифікатів, як це робить НБУ. Але самі депозитні сертифікати є високоліквідними інструментами, які не обмежують проведення банками своїх операцій. По-перше, строковість цього інструменту дуже коротка (у випадку сертифікатів НБУ – лише овернайт і два тижні). По-друге, банк може легко продати їх іншому банку. По-третє, банк може отримати кредит від центрального банку або іншого банку під заставу депозитних сертифікатів.

Так само, операції з рефінансування центральним банком комерційних банків не спрямовані на "накачування" їх грошима. Завдання центрального банку скористатися попитом банків на кошти для того, аби вплинути на рівень процентних ставок.

Причини зміни структурної позиції банківської системи

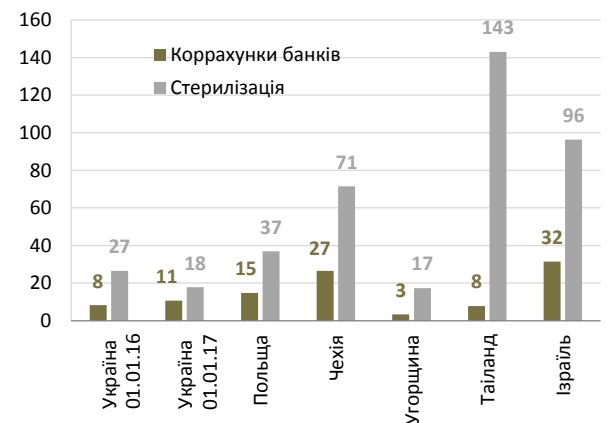


Яким чином виникає структурний дефіцит або профіцит?

Ліквідність у банківській системі в цілому може зрости або знизитися виключно за рахунок проведення операцій між центральним і комерційними банками. Наприклад, структурний дефіцит може виникнути, якщо банки обмінюють кошти, розміщені на коррахунках у центральному банку, на готівку з його сховищ, яку потім видають на потреби клієнтів. Із часом номінальна потреба в готівці зростає, банки змушені позичати у центрального банку нові кошти для обміну їх на готівку. Такий структурний дефіцит, зокрема спостерігався в більшості розвинутих країн у період до світової кризи 2008 року. Згодом він змінився на профіцит, оскільки центральні банки цих країн почали програми кількісного пом'якшення шляхом викупу активів.

Натомість профіцит ліквідності з'являється, приміром, за викупу центральним банком іноземної валюти для накопичення міжнародних резервів. Через це він характерний для багатьох країн з економіками, що розвиваються.

Залишки за інструментами стерилізації та коррахунки у відношенні до монетарної бази, %



Для банківської системи України нині також характерний профіцит ліквідності. Утім, його обсяг незначний порівняно з відповідними показниками інших країн, що розвиваються.

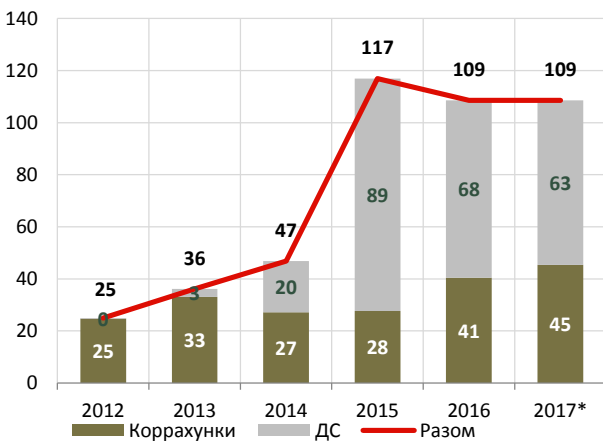
Структурна позиція ліквідності банківської системи України, млрд. грн.



Джерела формування профіциту ліквідності в банківській системі України змінювалися. Так, упродовж кризових 2014-2015 років профіцит поступово нарощувався переважно за рахунок операцій із купівлі НБУ державних цінних паперів та надання підтримки банківській системі. Необхідність у зазначених операціях зумовлювалася загальнодержавними потребами (зокрема, на забезпечення підтримки операцій НАК «Нафтогаз») та фінансової стабільності (підтримка ФГВФО) у кризовий період. З огляду на реформу енергетичного сектору, необхідність у підтримці НАК «Нафтогаз» зникла, а поступове відновлення економіки та оздоровлення банківської системи зумовили зменшення потреби в підтримці з боку НБУ банків та ФГВФО.

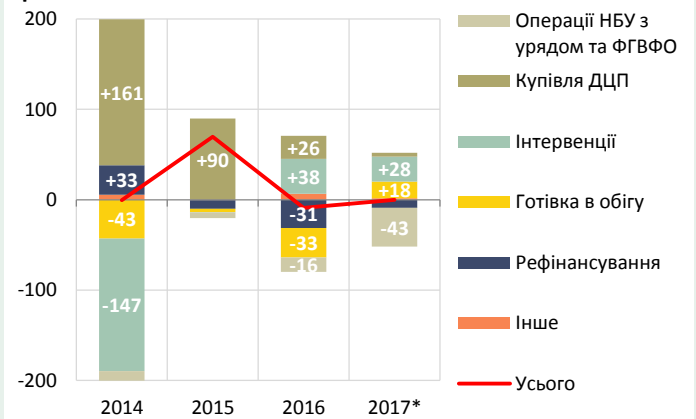
В Україні випущені раніше кошти вилучаються з обігу через ці ж канали, наприклад, за рахунок погашення урядом державних цінних паперів у портфелі НБУ. Натомість, починаючи з 2016 року основну роль у підтримці профіциту ліквідності відіграє купівля НБУ валюти з метою накопичення міжнародних резервів.

Зобов'язання НБУ перед банками, млрд. грн.



* Станом на кінець травня 2017 року.
Джерело: НБУ.

Вплив факторів на зобов'язання НБУ перед банками, млрд. грн.



* За січень-травень 2017 року
Джерело: НБУ.

Основними операціями монетарної політики НБУ в умовах структурного профіциту ліквідності банківської системи є операції з розміщення депозитних сертифікатів НБУ на двотижневий строк. Відсоткова ставка за ними дорівнює обліковій ставці. Депозитні сертифікати НБУ використовуються не з метою обмеження кількості грошей, а для впливу на їхню вартість. Так зміна облікової ставки (відповідно і процентної ставки за операціями з розміщення депозитних сертифікатів) забезпечує реакцію міжбанківського кредитного ринку. Як результат, короткострокові ставки перебувають у межах коридору процентних ставок (див. графік Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок на стор. 38), що свідчить про дієвість першої ланки монетарної трансмісії після зміни її операційного дизайну в середині 2015 року.

3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

У 2017 – 2019 роках очікується прискорення зростання в країнах – ОТП України завдяки відновленню споживчого та інвестиційного попиту на тлі сприятливих фінансових умов, а також поживленню світової торгівлі. При цьому спостерігатимуться відносно високі темпи економічного зростання як у розвинених країнах, так і в країнах, ринки яких розвиваються. Водночас геополітичні події, пов'язані насамперед із загостренням ситуації в країнах Близького Сходу й Україні, залишаються вагомим стримуючим фактором.

В окремих країнах очікуються такі тенденції:

– зростання ВВП США прискориться завдяки зростанню внутрішнього попиту на тлі сталого рівня безробіття, зниження податкового навантаження та активізації інфраструктурних проектів. Очікується, що підвищення процентної ставки ФРС буде повільним на тлі поступового зменшення активів ФРС;

– зростання економіки Єврозони очікується темпами вищими за потенційні внаслідок циклічного відновлення у промисловості, відносно стимулюючої фіскальної політики та експансивної монетарної політики ЄЦБ на прогнозному горизонті. Водночас, стримуватимуть зростання невизначеність, спричинена переговорним процесом щодо виходу Великобританії з ЄС, високі показники заборгованості державного та приватного секторів на тлі значних рівнів непрацюючих кредитів, демографічні тенденції та політичні ризики;

– економіка країн ЦСЄ зростатиме відносно сталими темпами завдяки подальшому розширенню внутрішнього попиту на тлі зростання зайнятості та заробітних плат, підвищенню інтересу до фінансових активів цієї групи країн через меншу залежність від ситуації в Єврозоні, а також підтримки експорту через відносно стійкий попит з боку країн ОТП (зокрема, ЄС). Натомість зниження обсягів фінансування з фондів розвитку ЄС матиме негативні наслідки для країн ЦСЄ;

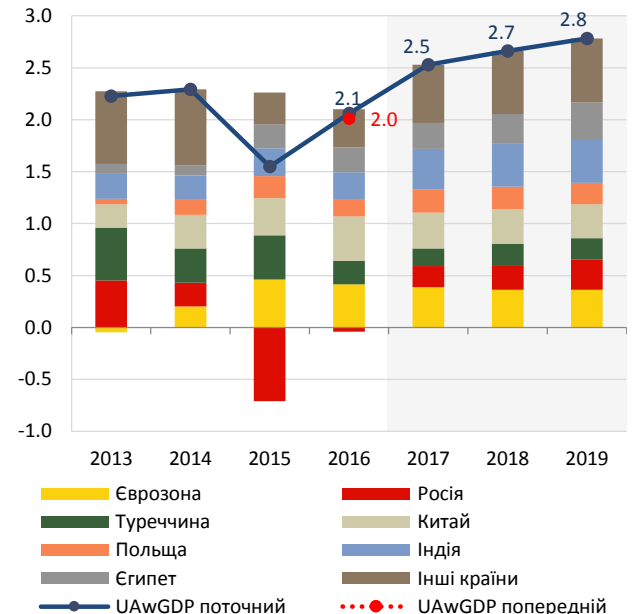
– темпи зростання економіки Китаю уповільняться, хоча й залишатимуться одними з найвищих у світі. Підтримку економіці Китаю надаватимуть поліпшення кон'юнктури на світових товарних ринках на тлі суттєвого державного фінансування інфраструктурних та виробничих проектів. Натомість значний рівень заборгованості корпоративного сектору, вплив капіталу та дія антидемпінгових мит проти китайських виробників будуть головними причинами уповільнення економічного зростання;

– економічне зростання Туреччини підтримуватиметься поліпшенням світової цінової кон'юнктури, однак політична нестабільність та слабкий внутрішній попит залишатимуться вагомими стримуючими факторами;

– темпи зростання економіки Єгипту поступово прискорюватимуться завдяки здійсненню заходів у рамках програми з МВФ, а також збільшенню попиту з боку основних торговельних партнерів, зокрема Єврозони, Китаю, США та РФ;

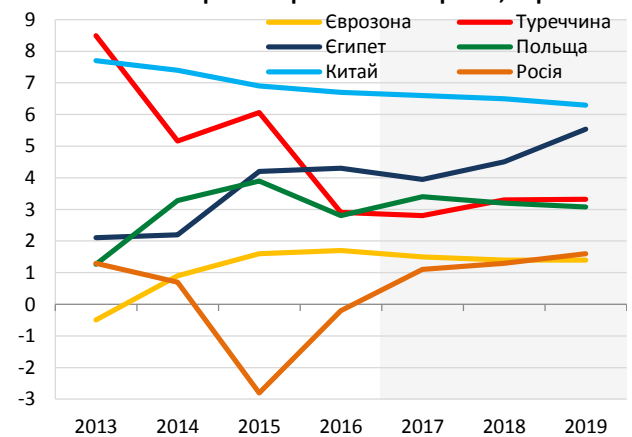
– триватиме відновлення економіки Росії за рахунок відносно стабільних цін на нафту та чорні метали, а також поживлення внутрішнього попиту через зменшення інфляційного тиску та

Внески країн – ОТП України в річну зміну UAwGDP, %



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

Реальний ВВП окремих країн – ОТП України, % річна зміна



Джерело: оцінка НБУ на основі даних МВФ.

збільшення реальних доходів населення. Це справлятиме позитивний вплив і на сусідні країни – Казахстан та Білорусь.

Зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів стабілізується на поточному рівні з подальшим слабким висхідним трендом у 2018 – 2019 роках.

Очікується, що ціни на чорні метали, попри можливу корекцію, залишатимуться високими за рахунок збільшення попиту і дії антидемпінгових мит, запроваджених низкою країн. Так, за прогнозом World Steel Association споживання сталевих продукції в 2017 році зростає на 1.7% до 1.535 млрд. т, у 2018 році – на 0.9%. Водночас певне поживлення попиту в країнах, ринки яких розвиваються, нівелюватиме його зниження у промислово розвинених країнах. Частково це пов'язано зі скороченням обсягів використання сталі завдяки впровадженню сучасних технологій. Зокрема, автомобілебудування переходить на використання легкого високоміцного листа. Також збільшується і термін життя металопродукції, у тому числі за рахунок рециклінгу, що не потребує додаткового використання сталі.

Ціни на залізну руду і далі знижуватимуться під впливом зростання обсягів виробництва. Зниження собівартості дасть змогу провідним світовим виробникам (BHP Billiton, Fortescue Metals Group та Rio Tinto) утримувати високим рівень рентабельності навіть за умови зниження цін до 40 дол./т. Аналогічна ситуація спостерігається і з бразильською компанією Vale, навіть попри те, що її витрати на перевезення у Китай вищі. Натомість від глибокого падіння ціни стримуватимуть зростання попиту на високоякісну руду, насамперед з боку Китаю, а також нарощування обсягів виробництва сталі Індією та Іраном.

Світові ціни на зернові поволи відновлюватимуться на тлі скорочення обсягів виробництва в умовах сталих обсягів споживання. Очікується, що світове виробництво зернових у 2017/18 МР знизиться на 3.2% р/р до 2053 млн. т. Урожай пшениці зменшиться на 2.4%, кукурудзи – на 3.7%⁴⁶. Більше зниження урожаю кукурудзи порівняно з пшеницею пов'язано з очікуваним скороченням виробництва в США в умовах часткової переорієнтації на сою, яка є рентабельнішою культурою у вирощуванні. Високі обсяги перехідних запасів лише частково компенсуватимуть зменшення врожайності.

У свою чергу, загальне споживання зернових залишиться на рівні попереднього маркетингового року – 2086 млн. т, однак на окремі види зернових попит збільшуватиметься. Зокрема, зростання попиту на пшеницю становитиме 2.5% (завдяки країнам Північної Африки).

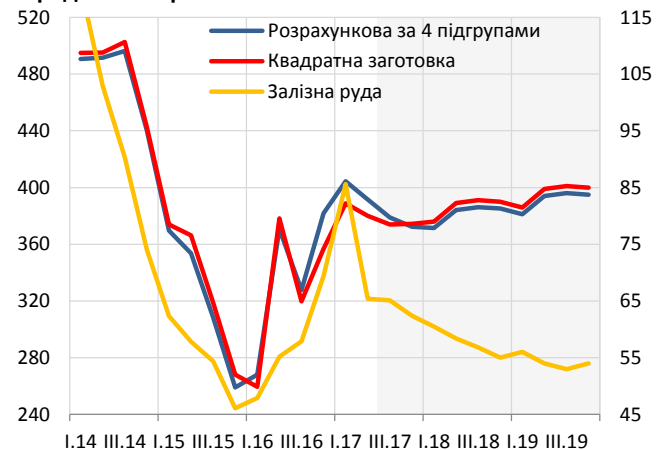
На світовому ринку нафти очікується тенденція до помірної зростання цін. Підтримку цінам надаватиме реалізація угоди між основними виробниками нафти щодо скорочення обсягів видобутку (ОПЕК+), попри песимістичні настрої щодо повного її виконання, на тлі зростання світового попиту. Зокрема з боку азійських покупців (насамперед Китаю та Індії) на легку малосірчану сиру нафту, яка видобувається на сланцевих родовищах США. Попит у США зростатиме за рахунок активізації економічної діяльності. Додатковим фактором, який впливатиме на ціни, будуть можливі перебої з постачанням нафти з країн Близького Сходу через невирішеність політичних конфліктів.

Індекс зміни світових цін на товари українського експорту (ЕСПІ), 12.2004=1



Джерело: розрахунки НБУ.

Світові ціни на чорні метали та залізну руду*, дол./т, середні за квартал

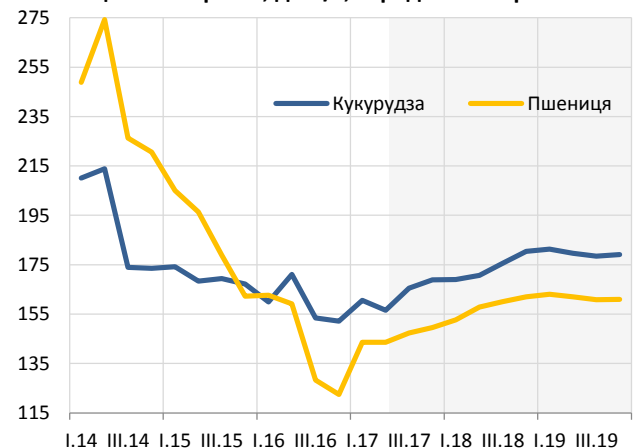


* Steel Billet Exp FOB Ukraine

* China import Iron Ore Fines 62% FE spot (CFR Tianjin port)

Джерело: оцінка НБУ на основі даних Метал Експерт.

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



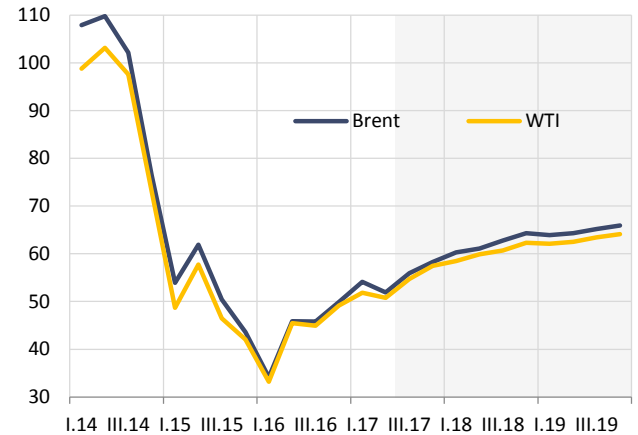
Джерело: оцінка НБУ.

⁴⁶ За оцінкою International Grain Council від 25.05.2017.

Натомість ціни від суттєвого зростання стримуватимуть:

- нарощування видобутку нафти у США, зокрема сланцевої, завдяки зменшенню її собівартості у зв'язку з використанням новітніх технологій, та розширення територіальних можливостей для видобування сланцевої нафти через вихід країни з Паризької кліматичної угоди, котра обмежує викиди газів у повітря;
- плани окремих країн – членів ОПЕК (Іраку, Ірану та Лівії) щодо нарощування видобутку та збільшення обсягів експорту нафти завдяки накопиченим резервам.

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 імпортований, за 1 тис. м ³	нафта Brent, за бар.	експорт чорних металів, за т	експорт зернових, за т
2014	-0.2	11.4	0.8	0.9	0.7	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	2.6	1.11	61.0	274.0	52.5	336.1	166.9
2016	1.1	5.4	2.1	1.7	-0.2	1.6	1.11	67.1	200.9	43.9	299.4	153.4
2017	1.4	4.0	2.0	1.5	1.1	2.3	1.09	58.0	235.8	55.1	371.6	158.0
2018	1.4	4.0	2.0	1.4	1.3	2.4	1.11	58.1	272.7	62.1	365.1	164.9
2019	1.6	4.0	2.0	1.4	1.6	2.2	1.11	58.1	291.6	64.8	376.8	166.0
зміна за рік, %												
2015							-16.5	59.3	-6.3	-47.0	-30.2	-17.1
2016							0.0	10.0	-26.7	-16.4	-10.9	-8.0
2017							-1.8	-13.6	17.4	25.5	24.1	3.0
2018							1.1	0.2	15.7	12.7	-1.8	4.4
2019							0.0	0.0	6.9	4.3	3.2	0.7

* У середньому за рік.

**Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.

3.2. ЦІНИ

На прогнозному горизонті інфляція продовжить знижуватися, перебуваючи в межах оголошених цілей: $8\% \pm 2$ в. п. – на 2017 рік, $6\% \pm 2$ в. п. – на 2018 рік та $5\% \pm 1$ в. п. – на 2019 рік. Як і раніше, відхилення від центральної точки цільового орієнтира очікується лише в поточному році – на кінець року інфляція становитиме 9.1% переважно внаслідок зростання приватного споживання та виробничих витрат, що зумовлено дворазовим підвищенням мінімальної заробітної плати на початку року, а також несприятливою дією факторів з боку пропозиції продовольчих товарів.

У поточному році це формуватиме додатковий тиск на основні компоненти інфляції: базова інфляція зросте до 6.1%, а інфляція сирих продуктів – до 11.8%. Різке зростання цін на продовольчі товари зумовлюється підвищенням цін на м'ясу та молочну продукцію на світових ринках і зростанням обсягів експорту української продовольчої продукції, що призводить до зменшення її пропозиції на внутрішньому ринку.

Адміністративно регульовані ціни на прогнозному горизонті все ще зростатимуть найвищими (понад 10%) темпами серед компонент інфляції, значною мірою за рахунок підвищення світових цін на енергоресурси, а також акцизної політики держави.

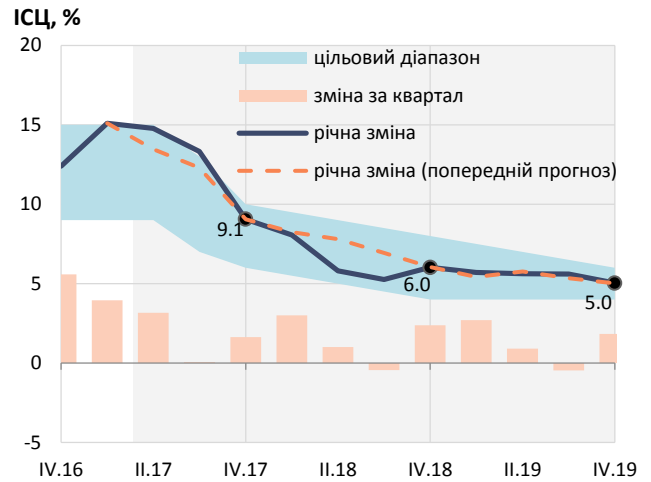
У середньостроковій перспективі утриманню інфляції в межах цільового коридору сприятимуть проведення виваженої монетарної та фіскальної політики. За таких умов базова та продовольча компоненти інфляції залишатимуться нижче 4% (за відсутності суттєвих шоків пропозиції).

Базова інфляція у поточному році незначно прискориться до 6.1% (з 5.8% у попередньому році), в першу чергу внаслідок зростання доходів населення та виробничих витрат під впливом підвищення мінімальної заробітної плати на початку року. Значною мірою це вже позначилося в першому півріччі на зростанні цін на послуги, що входять до БІСЦ. Також дорожчатимуть продукти харчування з високим ступенем обробки через вторинні ефекти від зростання цін сирих продовольчих товарів.

Одночасно базова інфляція стримуватиметься зниженням імпортованої інфляції на тлі низької волатильності обмінного курсу, вищим за рівноважний рівнем безробіття, відносно стриманою монетарною політикою, а також усе ще від'ємним розривом ВВП.

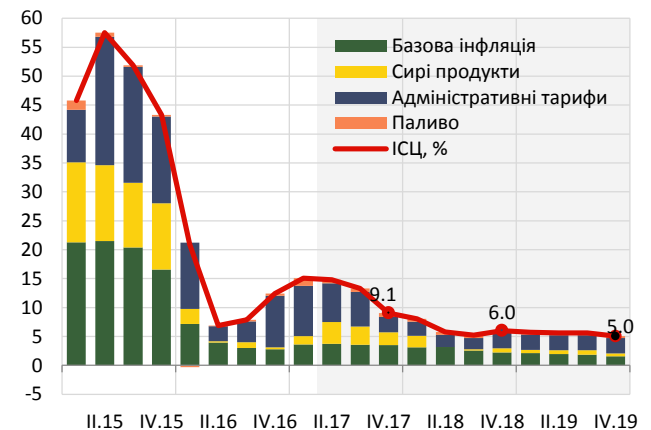
У середньостроковому періоді базова інфляція знижуватиметься до 3.9% у 2018 році та до близько 3% – у 2019 році. Імпортована інфляція на прогнозному горизонті очікується низькою завдяки низькоінфляційному середовищу в країнах – ОТП України.

Інфляція сирих продовольчих товарів у поточному році прискориться до 11.8%. Це пов'язано передусім зі збільшенням експорту української продовольчої продукції (зокрема, м'ясної та молочної), що зменшує пропозицію на внутрішньому ринку з відповідним тиском на ціни. Несприятливі погодні умови навесні цього року стали додатковим фактором зростання цін на продовольчі товари



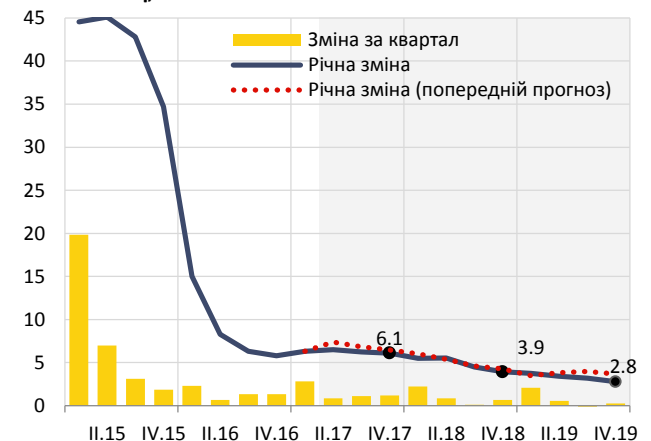
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Внески в річну зміну ІСЦ за компонентами, в.п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

зокрема за рахунок погіршення очікувань урожаю плодоовочевої продукції.

Крім факторів пропозиції, з боку попиту продовольчу інфляцію підтримуватиме відновлення споживчого попиту внаслідок зростання реальних доходів населення.

У 2018 – 2019 роках інфляція сирих продовольчих товарів очікується в межах 4% в основному завдяки подальшому зростанню доходів домогосподарств за умов відсутності суттєвих шоків пропозиції, в т. ч. на світових ринках. Одночасно високі очікувані показники врожайності як результат здійснених інвестицій у сільське господарство разом зі зростанням продуктивності в галузі стануть фактором стримування інфляції продовольчих товарів у середньостроковій перспективі.

Темпи зростання адміністративно регульованих цін на прогнозованому горизонті залишатимуться все ще високими, проте поступово уповільнюватимуться (у поточному році – 13.8%, у 2018 – 12.3%, у 2019 – 11.5%). Найвагомим фактором їх підвищення буде очікуване поступове збільшення вартості імпортованих енергоресурсів, що впливають на тарифи на газ, централізоване опалення та гарячу воду для населення. Водночас прогноз підвищення цін на природний газ для населення у II півріччі 2017 році був скоригований у зв'язку з відсутністю інформації про таке підвищення (згідно з нормативно-правовими актами, у випадку зміни ціни природного газу з 1 жовтня на основі імпортного паритету інформація про нову розрахункову ціну має бути оприлюднена до 1 липня). Це у свою чергу, також впливатиме на залежні від цін на природний газ тарифи на централізоване опалення та гарячу воду.

Серед підакцизних товарів найбільше подорожчання в цьому році очікується на тютюнову продукцію, яке перевищить 20%. Політика підвищення ставок акцизних зборів триватиме і в наступних роках (зокрема в рамках узятих Україною зобов'язань щодо гармонізації ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС), що очікувано призведе до подорожчання тютюнової та алкогольної продукції на 10 – 13% у 2018 – 2019 роках.

Зростання цін на паливо у 2017 році прогнозується на рівні 13%, що зумовлено переважно підвищенням світових цін на нафту. У подальшому динаміка цін на паливо також відповідатиме зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті з урахуванням змін у податковій політиці.

Ціни на сирих продовольчих товарах, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

У 2017 році економічне зростання сповільниться до 1.6% насамперед унаслідок падіння виробництва в окремих галузях промисловості у зв'язку з припиненням переміщення вантажів через лінію зіткнення в межах Донецької та Луганської областей і захоплення підприємств, що розташовані на НКТ. Втрата виробничих потужностей експортоорієнтованих галузей промисловості в НКТ на фоні зростання необхідності в імпорті енергоресурсів визначатиме негативний внесок чистого експорту в зміну ВВП.

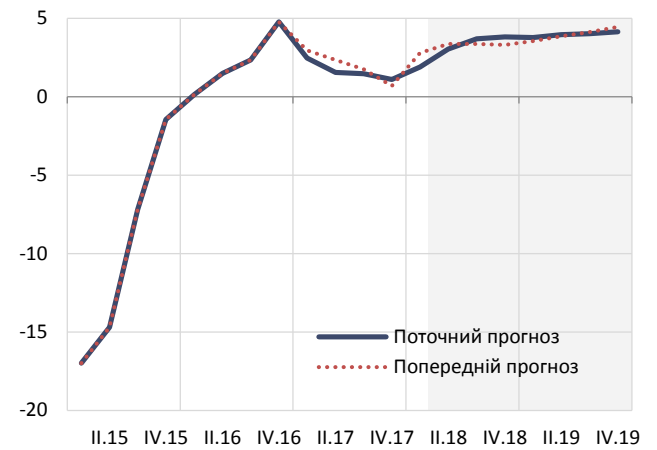
У 2018 – 2019 роках темпи зростання економічної активності прискоряться до 3.2% та 4.0% відповідно. Значною мірою цьому сприятимуть поступове пом'якшення фіскальної та монетарної політики, що стимулюватиме споживчий попит, покращення інвестиційної привабливості економіки, а також зростання обсягів експорту на тлі поліпшення умов торгівлі, високого врожаю та вирішення проблем із поставками сировини, пов'язаних із припиненням переміщення вантажів через лінію зіткнення в межах Донецької та Луганської областей. Водночас значна частина внутрішнього попиту й інвестицій в основний капітал задовольнятиметься за рахунок імпорту, тому внесок чистого експорту на прогнозованому періоді буде близьким до нуля.

Основною рушійною силою економічного зростання на всьому прогнозованому періоді залишатиметься приватне споживання. У поточному році його зростання очікується в розмірі 4.9%, у наступному – 3.6%, що значною мірою пов'язане зі зростанням реальної заробітної плати під впливом урядової політики з підвищення соціальних стандартів. Одночасно стримуючим фактором стане продовження політики поступового зниження норм субсидій на оплату послуг ЖКГ, що частково компенсуватиме зростання як заробітних плат, так і пенсійних виплат. Очікуване поступове пошквдження кредитної активності, якому сприятиме зниження процентних ставок у економіці, стане додатковим фактором подальшого зростання обсягів приватного споживання у середньостроковій перспективі.

Темпи зростання інвестицій в українську економіку у 2017 році сповільняться до 7.4% внаслідок як зростання витрат бізнесу на оплату праці, так і статистичного ефекту високої бази порівняння (у минулому році зросли на 20.1%). Активна інвестиційна діяльність, як і раніше, очікується в сільському господарстві, добувній промисловості (зокрема серед підприємств, що є альтернативними виробниками продукції, яка раніше надходила з НКТ), наземному транспорті (зокрема залізничному), а також у сфері послуг, котрі демонстрували сталі темпи зростання інвестицій у попередні періоди (зокрема в секторі охорони здоров'я). Реалізація проектів у енергетиці, спрямованих на зменшення залежності від імпортованих марок вугілля, також створює підґрунтя для нарощування обсягів інвестицій у основний капітал. У середньостроковій перспективі інвестиції зростатимуть темпами, що перевищують загальне зростання економіки (5 – 7% за рік).

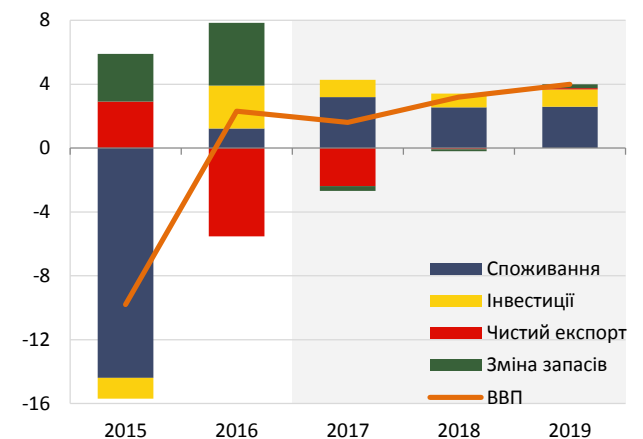
Зростання інвестицій в основний капітал визначатиме збільшення інвестиційного імпорту, переважно машин та обладнання (значною мірою з боку аграріїв). Додатковий попит на імпортовану продукцію очікується також із боку домогосподарств у зв'язку з продовженням підвищення їх реальних наявних доходів.

Реальний ВВП, % річна зміна



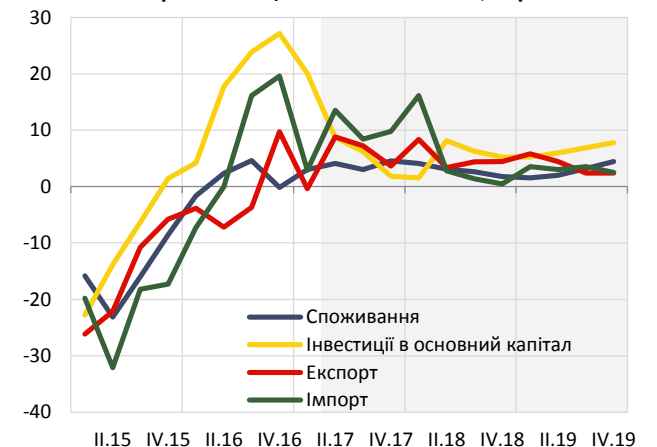
Джерело: ДССУ; НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Загальне зростання фізичних обсягів імпорту в поточному році перевищить 8%. Значною мірою це зростання викликане необхідністю забезпечити заміну окремої продукції, що поставлялася з НКТ.

Найбільше це відобразиться на енергетичному імпорті, який зростатиме внаслідок переорієнтації на зовнішні джерела поставок вугілля, а також подальшого росту економіки. Обсяги імпорту газу залишаться близькими до минулорічних. У середньостроковій перспективі зниження енергетичного імпорту визначатиметься як упровадження програм з енергозбереження, так і розвитком власного видобутку первинних енергоресурсів.

У 2017 році вперше після п'ятирічного падіння експорт у реальному вимірі зросте майже на 5%. Основним фактором відновлення стане нарощування експорту сільськогосподарської продукції (у т. ч. завдяки відкриттю нових ринків, поліпшенню цінової кон'юнктури на світових ринках продовольства), зокрема зернових, олії, м'ясної та молочної продукції, цукру. Також передбачається нарощення експорту машинобудування та залізної руди, які компенсують негативний ефект на реальний експорт проблем у металургії, пов'язаних із припиненням торгівлі та захопленням підприємств на НКТ.

Уже з 2018 року очікується повернення обсягів виробництва металургійними підприємствами до попередніх рівнів завдяки переорієнтації з продукції НКТ на інші джерела постачання сировини. Це дасть змогу відновити втрачені обсяги металургійного виробництва на українських підприємствах, що стимулюватиме зростання експорту. Сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура і високі врожаї зернових та олійних культур також сприятимуть продовженню зростанню експорту в середньостроковій перспективі (на 4 – 6% за рік).

Оцінка потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

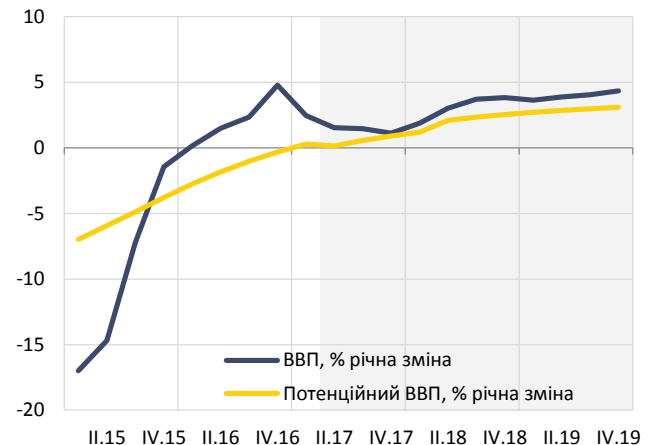
У II кварталі 2017 року потенційний ВВП продовжив зростати у річному вимірі. До кінця 2019 року таке зростання пришвидшиться до 3.1%. Головним фактором буде підвищення сукупної продуктивності виробництва, що включає вплив інституційних та інфраструктурних чинників. Це відображає реальну конвергенцію економіки України з економіками розвинутих країн, яка відбувається на тлі поступу в структурних реформах.

Стримуючий тиск на зростання потенційного ВВП чинить призупинення торгівлі з НКТ. Втрата підприємств на НКТ та вимушена переорієнтація виробничих ланцюгів на підконтрольній території сповільнить зростання потенційного ВВП у 2017 році. Натомість із 2018 року таке зростання відновиться. Іншим фактором, що частково стримує зростання потенційного ВВП, є низький рівень капіталізації економіки. Накопичення основного капіталу на прогностичному горизонті за нашими оцінками, залишиться нижчим від рівня амортизації.

Значним обмежуючим чинником також залишається скорочення пропозиції робочої сили, що виникає внаслідок несприятливого демографічного тренду, у т. ч. внаслідок міграційних процесів. Високий природний рівень безробіття визначається структурними диспропорціями на ринку праці.

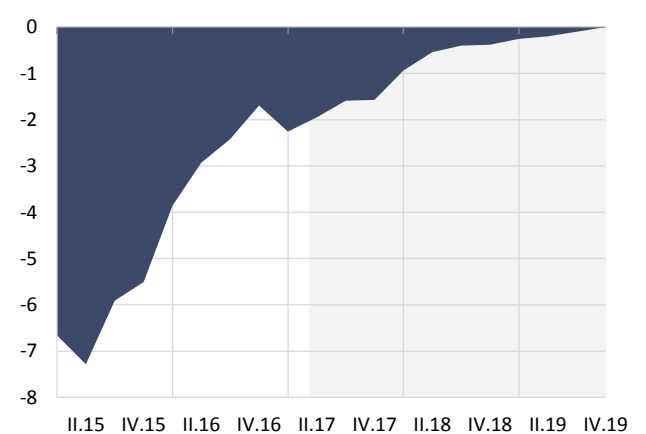
У першій половині 2017 року розрив випуску залишався від'ємним. При цьому його розширення у I кварталі (порівняно з попереднім кварталом) зумовлено вичерпанням

Фактичний та потенційний ВВП



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, %



Джерело: розрахунки НБУ.

тимчасового сплеску випуску сільськогосподарської продукції в IV кварталі минулого року та припиненням переміщення вантажів через лінію зіткнення в межах Донецької та Луганської областей. Однак від'ємний розрив скорочуватиметься на прогнозованому горизонті і повністю закритється до кінця 2019 року. Таке скорочення є наслідком прогнозованого пом'якшення монетарної та фіскальної політики і поживлення споживчого та інвестиційного попиту.

Фіскальна політика у 2017 році буде нерівномірною за характером впливу на економіку: відносно жорстка в першій половині року, вона зміниться на більш м'яку в його другій половині. В результаті структурний дефіцит за підсумками року очікується вищим від минулорічного.

Фіскальні стимули для сукупного попиту цього року очікуються як завдяки зростанню приватного споживання (насамперед унаслідок рішення про підвищення мінімальної заробітної плати з початку року), так і внаслідок збільшення середнього розміру пенсійних виплат наприкінці року в результаті запланованої пенсійної реформи. У середньостроковій перспективі подальше пом'якшення фіскальної політики обмежуватиметься необхідністю утримання дефіциту СЗДУ згідно із зобов'язаннями перед МВФ.

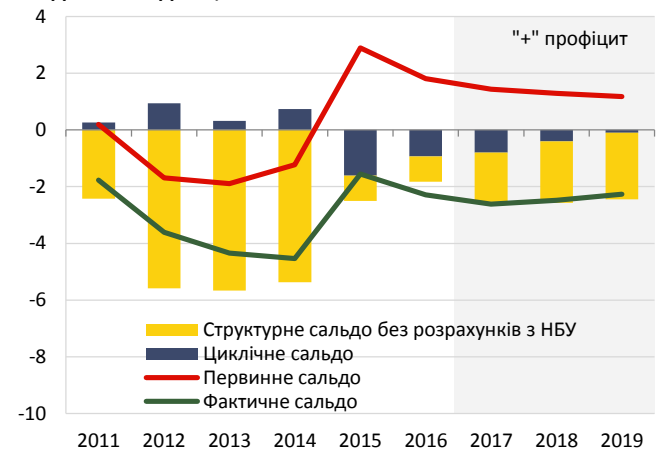
Пенсійна реформа, анонсована урядом, найбільший позитивний вплив у поточній редакції справлятиме на приватне споживання (шляхом зростання доходів населення). Однак додатковий інфляційний тиск від зростання пенсій за умови незмінного дефіциту бюджету буде незначним, оскільки пом'якшення фіскальної політики обмежуватиметься необхідністю утримання дефіциту СЗДУ згідно із зобов'язаннями перед МВФ. У такому випадку, вищі видатки на пенсійне забезпечення будуть компенсуватися зменшенням можливостей до здійснення інших видатків та зростанням відрахувань ЄСВ. Крім того, зміни умов пенсійного забезпечення (а саме вимог до мінімального страхового стажу) можуть стимулювати детінізацію ринку праці.

Відповідно, вплив пенсійної реформи на сальдо зведеного бюджету та бюджету СЗДУ очікується мінімальним. Загалом у 2017 – 2019 роках дефіцит бюджету СЗДУ буде нижчий 3% ВВП, а первинний профіцит перевищуватиме 1% ВВП через високе навантаження з обслуговування боргу.

Темпи зростання доходів зведеного бюджету в поточному році перевищать загальний рівень інфляції. Найбільше, за нашими оцінками, зростуть надходження від податку з доходів фізичних осіб. Одночасно істотно зростуть і видатки на оплату праці та на інші потреби соціального спрямування (зокрема, субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ). Анонсоване урядом України спрямування коштів на будівництво доріг дасть змогу підвищити капітальні видатки більш як до 3% ВВП.

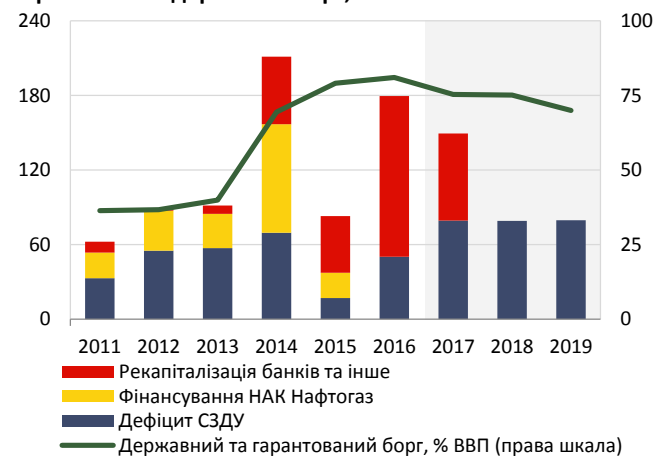
Квазіфіскальні потреби з боку банківського сектору та ФГВФО на прогнозованому періоді будуть помірними, а НАК "Нафтогаз" не потребуватиме підтримки з бюджету завдяки наблизенню тарифів ЖКГ до економічно обґрунтованих рівнів. За умов реалізації такої фіскальної політики та з урахуванням поточного прогнозу боргових залучень (у т.ч. траншів від МВФ) державний та гарантований державою борг по відношенню до ВВП у 2017 – 2018 роках знизиться до близько 75%, а у 2019 році – до 70%.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

Широкий дефіцит СЗДУ, млрд. грн., і державний та гарантований державою борг, % ВВП



Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

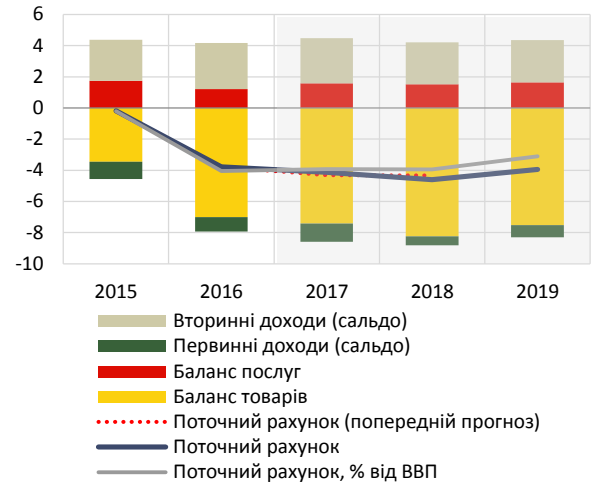
У 2017 – 2018 роках очікується, що дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні близько 4% ВВП, а в 2019 році знизиться до 3% ВВП, відображаючи підвищення конкурентоспроможності експорту і зростання імпорту через відновлення внутрішнього попиту. Необхідність збільшення інвестицій в основний капітал, а також поліпшення споживчих настроїв населення стимулюватиме зростання імпорту в середньостроковій перспективі. Це частково компенсуватиметься нарощуванням фізичних обсягів експорту сировинних та споживчих товарів, а також покращенням умов торгівлі. Зовнішній попит на прогнозованому горизонті залишатиметься сприятливим – у 2017 – 2019 роках очікується прискорення темпів економічного зростання в країнах – ОТП України. Зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів стабілізується на поточному рівні з подальшим слабким висхідним трендом у 2018 – 2019 роках: високими залишатимуться ціни на чорні метали та відновлюватимуться ціни на зернові, що компенсує зниження цін на залізну руду та помірне зростання цін на нафту.

Такий дефіцит поточного рахунку повністю покриватиметься надходженнями за фінансовим рахунком, що дасть змогу надалі нарощувати міжнародні резерви. У 2017 році надходження капіталу забезпечуватимуться насамперед скороченням готівкової валюти поза банками. У 2018 – 2019 роках прогнозується поступове відновлення припливу інвестиційного та боргового капіталу до приватного сектору завдяки покращенню інвестиційного клімату. Крім того, у результаті відновлення доступу до зовнішніх ринків капіталу очікується розміщення урядом ОЗДП, що дасть змогу рефінансувати частину державного боргу, пік виплат за яким припадає на 2019 рік. Також у цьому прогнозі враховано використання конфіскованих коштів для погашення державного валютного боргу.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу разом з отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 27.1 млрд. дол. США (або 5.2 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2018 року. Водночас значні виплати за державним боргом у 2019 році зумовлять зниження міжнародних резервів до 25.7 млрд. дол. США (або 4.8 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2019 року.

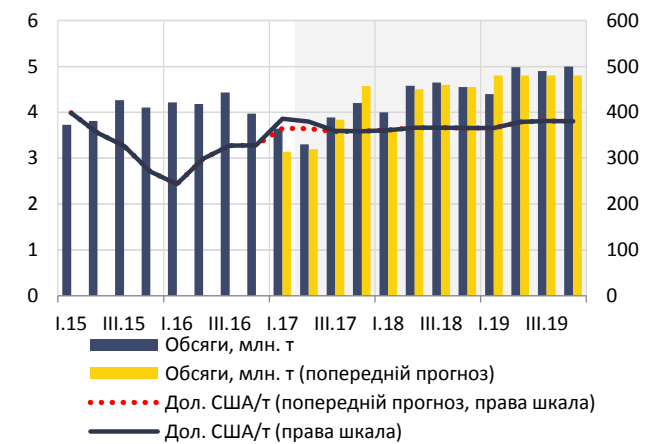
Дефіцит поточного рахунку у 2017 році залишиться на рівні попереднього року й становитиме 3.9% від ВВП у результаті зростання експорту й імпорту товарів однаковими темпами. Рекордні обсяги експорту зернових у 2016/2017 маркетинговому році одночасно з кращими умовами торгівлі забезпечать високі темпи зростання експорту товарів. Водночас очікується й значне збільшення імпорту (передусім вугілля) як за рахунок ціни, так і вимушеного підвищення обсягів його імпорту внаслідок припинення переміщення товарів з НКТ. Крім того, високим залишиться імпорт продукції машинобудування, що зумовлюється необхідністю оновлення основних фондів через високий ступінь їх зношеності. Також прогнозується збільшення обсягів репатріації дивідендів завдяки дозволу на виплати дивідендів, нарахованих у 2016 році на тлі покращення фінансових результатів вітчизняних

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



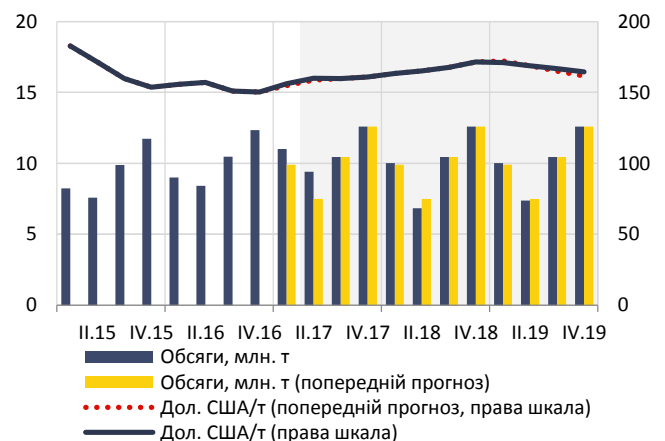
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

компаній і банків.

У 2017 році, уперше з 2012 року, очікується зростання експорту товарів (на 15.1%) як завдяки підвищенню цін на сировинні товари, так і нарощенню обсягів поставок, переважно продовольчих товарів.

Найшвидшими темпами зростатиме експорт руди (на 41.3%) унаслідок підвищення ціни (на 30.2%) та вивільнення додаткових обсягів після припинення відвантажень на металургійні підприємства, розташовані в НКТ. Також збільшаться поставки продовольчих товарів (на 15.7%) особливо цукру, молочної, м'ясної продукції завдяки новим ринкам збуту, опанованим у попередні періоди (насамперед серед країн Азії). Нарощення експорту зернових та олійних очікується завдяки рекордному врожаю у 2016 році, а також високим обсягам їх запасів. Незважаючи на зниження фізичних обсягів експорту металургійної продукції, вартісні обсяги зростуть (на 10.9%) за рахунок сприятливої цінової кон'юнктури. Також очікується нарощення експорту продукції машинобудування, передусім завдяки розширенню асортименту поставок автомобільних компонентів до країн ЄС завдяки нижчій собівартості виробництва.

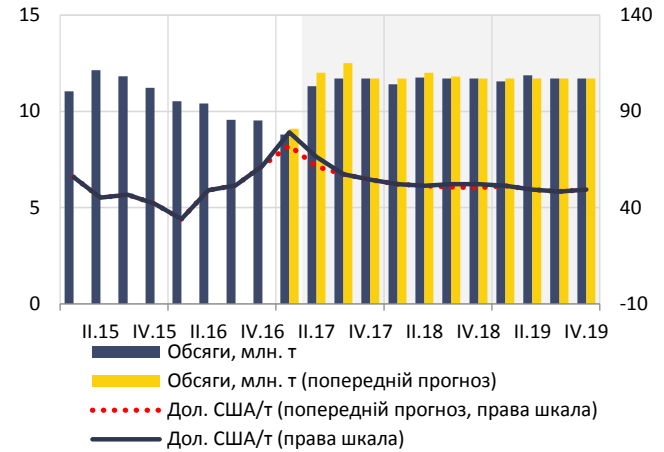
У 2017 році очікується прискорення зростання імпорту товарів (до 13.5%) насамперед за рахунок енергетичної складової. Зростання енергетичного імпорту товарів на 37.8% зумовлено як вищими цінами на вугілля, нафтопродукти та газ, так і збільшенням закупівель вугілля та коксу через припинення його поставок із НКТ. Водночас зберезуться високі темпи зростання неенергетичного імпорту, основним драйвером якого залишатиметься продукція машинобудування через високий попит з боку аграріїв та поліпшення споживчих настроїв населення. Зростання імпорту добрив зумовлюватиметься зменшенням пропозиції на внутрішньому ринку. Зростання за більшістю груп неенергетичного імпорту буде частково компенсоване зниженням неформального імпорту внаслідок перегляду методології.

Порівняно з попереднім прогнозом зростання експорту товарів було підвищено на 3.9 в. п. завдяки більшим обсягам експорту зернових наприкінці 2016/2017 маркетингового року, нарощенню поставок інших продовольчих товарів та вищим, ніж очікувалося цінам на сировинних ринках у I півріччі. Водночас темпи зростання імпорту товарів було збільшено на 2.5 в. п. передусім за рахунок зростання ціни на вугілля, вищого попиту на продукцію машинобудування та зростання імпорту добрив.

Збільшення профіциту торгівлі послугами забезпечуватиметься зростанням експорту послуг (на 7.6%), насамперед завдяки підвищенню надходжень від транспортування газу та інших транспортних послуг, а також збільшенню обсягів наданих ІТ-послуг. Зростання імпорту послуг (на 5.2%) відбуватиметься внаслідок збільшення як витрат на подорожі, так і підвищення імпорту послуг із транспортування внаслідок зростання товарообороту.

У 2017 році очікується незначне зростання приватних грошових переказів (на 1.9%) через збільшення кількості трудових мігрантів насамперед у країнах ЄС та США. Заборона Росією здійснювати грошові перекази в Україну через міжнародні

Експорт залізної руди



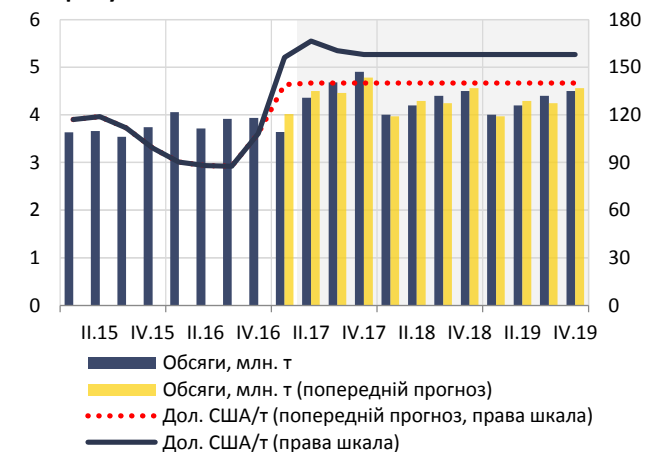
Джерело: НБУ.

Імпорт газу



Джерело: НБУ.

Імпорт вугілля



Джерело: НБУ.

платіжні системи зумовить їх переорієнтацію на банківські та неформальні канали. Також у прогноз закладено збільшення репатріації дивідендів (на 0.7 млрд. дол. США) порівняно з попереднім роком завдяки дозволу на виплату іноземним інвесторам дивідендів, нарахованих за 2014 – 2016 роки. Водночас виплати за процентними платежами дещо знизяться через скорочення частки приватного сектору в зовнішньому боргу, відсоткові ставки якого вищі, ніж за зобов'язаннями державного сектору.

У 2018 році прогнозується збереження дефіциту поточного рахунку на рівні попередніх років, оскільки відновлення експорту компенсуватиметься відповідним зростанням інвестиційного та споживчого імпорту. Однак уже з 2019 року очікується поступове звуження дефіциту завдяки прискоренню зростання експорту як результат значних інвестицій в основний капітал, здійснених у попередні періоди.

У 2018 році зростання експорту товарів забезпечуватиметься насамперед поставками продукції металургії внаслідок задоволення контрактів, які в попередні роки виконувалися заводами, розташованими на НКТ. Крім того, у 2018 – 2019 роках поступове нарощення експорту за більшістю з товарних груп відбуватиметься завдяки пришвидшенню темпів зростання економік ОТП.

У 2018 році зростання імпорту товарів забезпечуватиметься як неенергетичною, так і енергетичною складовою, а у 2019 році – лише неенергетичним імпортом. Енергетичний імпорт у 2018 році збільшуватиметься за рахунок поступового зростання цін, а у 2019 році зменшиться через зниження потреб в імпортованому газі в результаті впровадження енергозберігаючих технологій, а також нарощення власного видобутку. Зростання неенергетичного імпорту у 2018 – 2019 роках відбуватиметься внаслідок подальшого оновлення основних фондів завдяки поліпшенню ділових очікувань та підвищенню рентабельності експортоорієнтованих виробництв. Також очікується поступове зростання і споживчого попиту завдяки підвищенню реальних доходів населення.

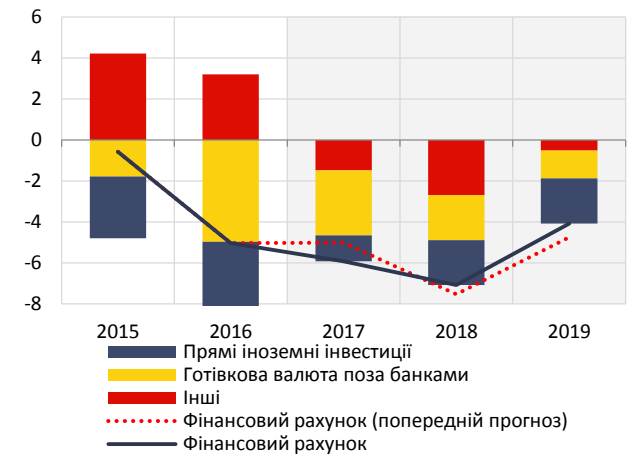
Експорт та імпорт послуг у 2018-2019 роках продовжать зростати завдяки відновленню ділової активності та, як результат, обсягів транспортних послуг. Також очікується подальше збільшення надходжень від приватних грошових переказів.

Чисті надходження капіталу за фінансовим рахунком у 2017 році порівняно з попереднім роком дещо збільшаться – до 5.9 млрд. дол. США. Основним джерелом надходження капіталу залишатиметься скорочення обсягів готівки поза банками (3.2 млрд. дол. США) внаслідок усе ще низьких реальних доходів населення, стабільної ситуації на валютному ринку та високих ставок за депозитами в національній валюті.

У 2017 році надходження ПІІ в акціонерний капітал прогноуються на рівні попереднього року за вирахуванням операцій банківського сектору з реорганізації боргу перед материнськими установами (1 млрд. дол. США).

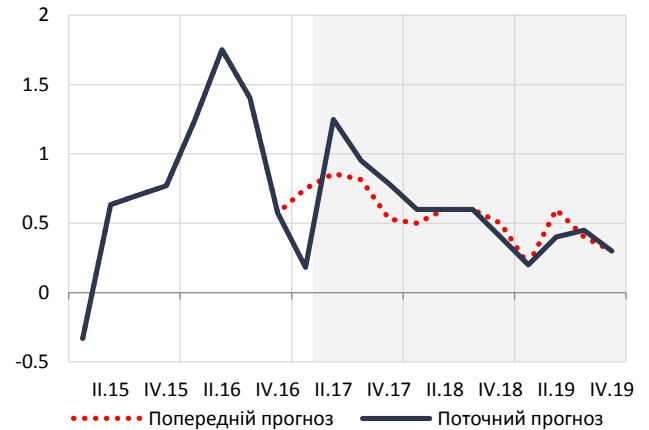
Хоча приватний сектор упродовж 2017 року поступово відновлюватиме доступ до зовнішніх ринків капіталу, потреба

Фінансовий рахунок, млрд. дол. США



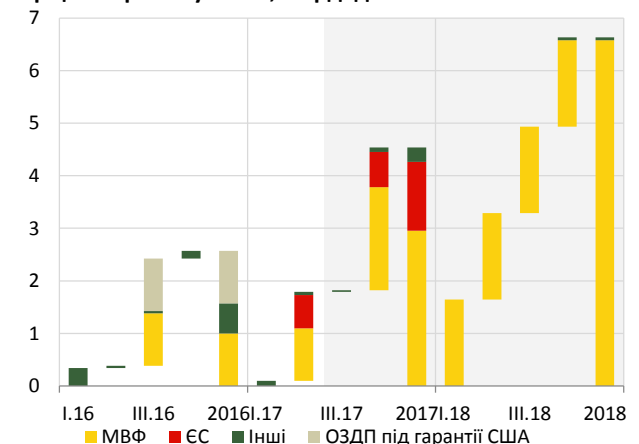
Джерело: НБУ.

Готівкова валюта поза банками, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Офіційне фінансування, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

в обслуговуванні та погашенні заборгованості попередніх років залишатиметься значною. У результаті роловер за довгостроковим боргом приватного сектору збільшиться до 78%, а чистий відплив боргового капіталу становитиме близько 1 млрд. дол. США.

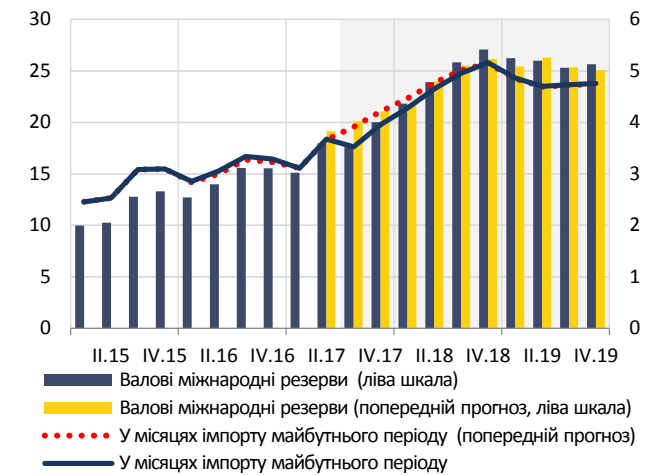
У 2017 році очікується отримання двох кредитів від ЄС на загальну суму 1.3 млрд. дол. США та 0.3 млрд. дол. США від інших донорів. Крім того, погашення валютних зобов'язань державного сектору за рахунок конфіскованих коштів дасть змогу додатково збільшити міжнародні резерви у 2017 та 2018 роках.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу в 2017 році (1.8 млрд. дол. США) разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF (2.1 млрд. дол. США) дадуть змогу збільшити міжнародні резерви до 20 млрд. дол. США, або 4.0 місяців імпорту майбутнього періоду.

У 2018 – 2019 роках очікується відновлення припливу як інвестиційного, так і боргового капіталу завдяки поліпшенню інвестиційного клімату. У результаті роловер за довгостроковим боргом приватного сектору зросте до 100% та 105% відповідно, а надходження прямих зовнішніх інвестицій збільшаться до 2.2 млрд. дол. США, більша частина яких спрямовуватиметься до реального сектору. Також у 2018 році темпи скорочення готівкової валюти поза банками почнуть знижуватися (до 2.2 млрд. дол. США) на тлі підвищення реальних доходів населення, що зменшить потребу в конвертації валютних заощаджень. Водночас обсяги скорочення готівкової валюти поза банками все ще залишатимуться порівняними з надходженнями інвестиційного капіталу. З урахуванням розміщень урядом ОЗДП на загальну суму 2 млрд. дол. США надходження капіталу за фінансовим рахунком у 2018 році зростуть до 7.1 млрд. дол. США. Але у 2019 році чисті надходження капіталу зменшаться до 4.1 млрд. дол. США через пікові виплати за борговими зобов'язаннями державного сектору.

У 2018 році профіцит зведеного рахунку платіжного балансу (2.5 млрд. дол. США) разом із чистими надходженнями від МВФ за програмою EFF (4.5 млрд. дол. США) дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 27.1 млрд. дол. США (або 5.2 місяця імпорту майбутнього періоду), що становитиме близько 100% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. А у 2019 році міжнародні резерви скоротяться до 25.7 млрд. дол. США (або 4.8 місяця імпорту майбутнього періоду) через виплати за кредитом МВФ (1.6 млрд. дол. США).

Міжнародні резерви, млрд. дол. США



3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Продовження пом'якшення монетарної політики та лібералізації валютного ринку в другій половині 2017 року визначатиметься оцінкою середньострокових ризиків для досягнення цілей з інфляції. У поточному році в банківській системі зберігатиметься профіцит ліквідності, а процентна ставка за депозитними сертифікатами залишатиметься основним інструментом монетарної політики. На тлі зростання попиту на гривню очікується подальше зниження доларизації економіки.

Приріст монетарних агрегатів у II кварталі 2017 року був нижчим, ніж прогнозований, що пов'язано з дещо повільнішими темпами відновлення попиту як на готівку, так і на валютні вклади. У другій половині року очікується поступове зростання попиту на готівкову гривню з огляду на підвищення економічної активності та сезонні фактори. У поточному році прогнозується збільшення грошової бази на рівні близько 6%. Чинниками її приросту будуть як готівка в обігу, так і коррахунки банків.

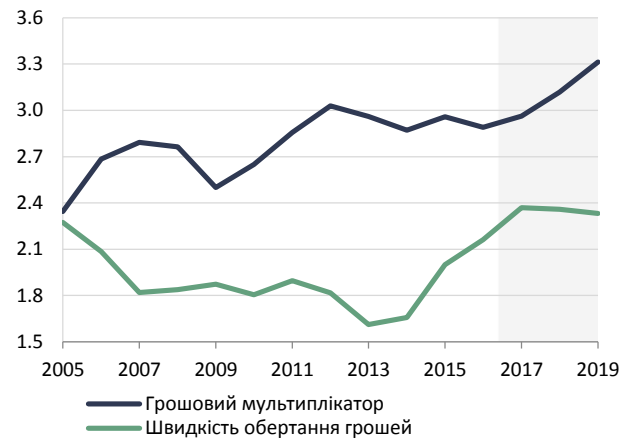
Відновлення довіри до банківської системи, підвищення економічної активності суб'єктів господарювання та збільшення реальних доходів населення сприятимуть подальшому припливу депозитів у банки. У поточному році темпи зростання депозитів (11%) перевищуватимуть темпи зростання готівки поза банками (5%). Збільшення питомої ваги безготівкових розрахунків та поступове відновлення кредитування зумовлять подальше підвищення мультиплікації грошей. Річний приріст грошової маси прогнозується на рівні 9%.

За сприятливих умов НБУ продовжить пом'якшення монетарної політики, що сприятиме помірному зниженню процентних ставок за операціями банків. Основним інструментом регулювання процентних ставок на міжбанківському ринку в умовах профіциту ліквідності банківської системи залишатимуться операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів. Головним джерелом насичення ліквідністю банківської системи будуть операції НБУ з перерахування прибутку в бюджет та купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів, а найбільшим каналом вилучення ліквідності – планове погашення урядом цінних паперів у портфелі НБУ.

У 2018 – 2019 роках монетарна політика буде спрямована на продовження дезінфляційного тренду, утримання інфляції в межах цільового діапазону та зниження вартості ресурсів. Оцінка ризиків для цінової стабільності і динаміки інфляційних очікувань впливатиме на умови проведення монетарної політики. Також монетарні умови залежатимуть від збалансованості фіскальної політики наступних років.

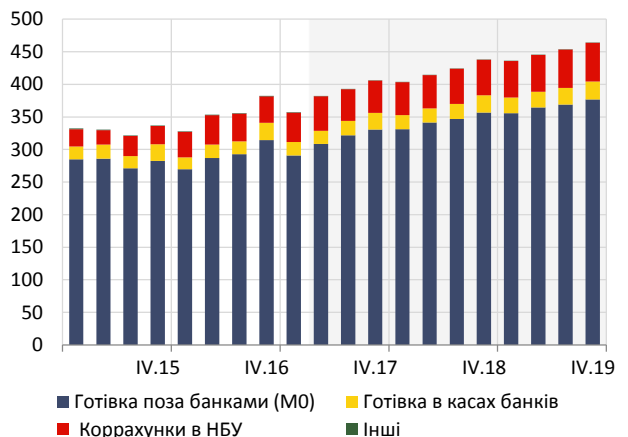
Збільшення грошової маси в 2018 – 2019 роках (14% та 13%) передбачається за рахунок як депозитної, так і готівкової складових, крім того, продовжиться тенденція до зростання мультиплікації грошей. За таких умов зростання грошової бази протягом цього періоду (на 8% та 6%) відбуватиметься повільніше, ніж грошової маси.

Грошовий мультиплікатор і швидкість обертання грошей



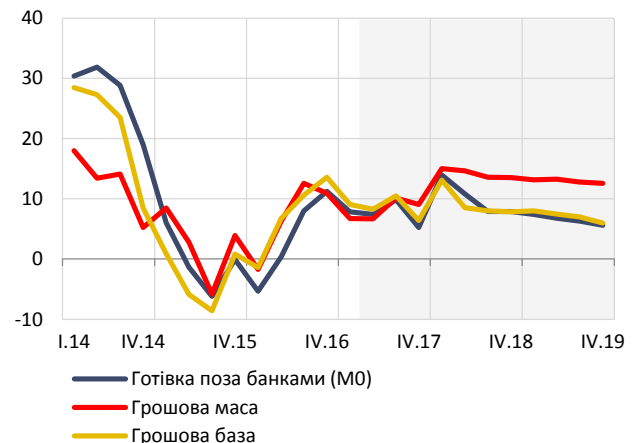
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, % річних



Джерело: НБУ.

3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

Баланс ризиків для інфляції та економічного зростання у середньостроковій перспективі є переважно симетричним.

Найвагомим фактором невизначеності залишається розвиток ситуації на сході України. У випадку сприятливого для України розвитку ситуації, зниження премії за ризик збільшуватиме інвестиційну привабливість з відповідним припливом капіталу, прискоренням економічного зростання та ревальваційним тиском на гривню. Натомість, ескалація бойових дій може призвести до погіршення очікувань та негативних соціально-економічних наслідків.

Також значним ризиком у внутрішньому середовищі залишатиметься ефективність упровадження компенсаторних механізмів для мінімізації втрат від припинення торгівлі з НКТ як приватним сектором, так і урядом.

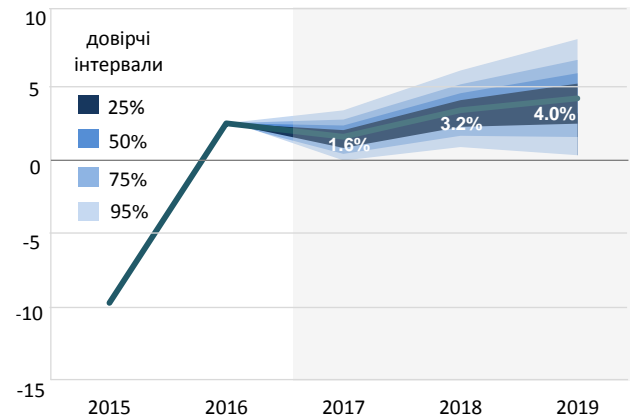
Крім того, на інфляційні показники поточного та наступного років можуть впливати шоки пропозиції продовольчих товарів.

Невизначеність для інфляційного розвитку також пов'язана з підвищенням адміністративно-регульованих тарифів, що може у короткостроковій перспективі відхилити траєкторію інфляції в обидва боки. Зокрема підняття цін на газ уже до кінця цього року створить додатковий інфляційний тиск у 2017 році, але знизить його в 2018 році. Залишається невизначеність щодо проведення виваженої макроекономічної політики і структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності, збільшення потенціалу економіки та продовження програми з МВФ. Неефективна реалізація реформ може призвести до підвищення премії за ризик, що погіршуватиме інфляційні й курсові очікування та посилюватиме інфляційний тиск.

У фіскальному секторі найбільшим ризиком для цінової динаміки є підвищення урядом соціальних видатків більш суттєво, ніж це узгоджується з досягненням цілей щодо інфляції. Крім того, впровадження пенсійної реформи та можливе істотне зростання пенсійних виплат також несуть значні ризики щодо інфляційної динаміки в середньостроковій перспективі. Ще одним фіскальним ризиком є можливі зміни в державній політиці субсидювання домогосподарств, що має вплив на зміну реальних наявних доходів населення та відповідно на сукупний попит в економіці. Посилення орієнтації уряду на фінансування поточних видатків соціального спрямування може призвести не тільки до прискорення інфляції, а й до обмеження державних інвестицій та зростання боргового навантаження, що негативно позначатиметься на середньострокових перспективах економічного зростання.

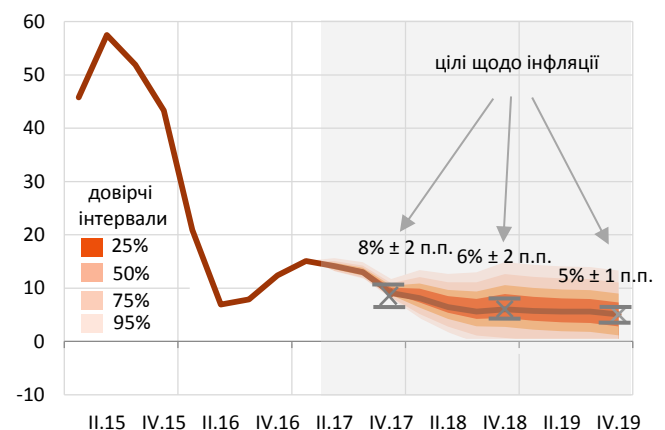
У зовнішньому секторі економіки основні ризики пов'язані з динамікою світових цін на сировинні товари. Сценарій швидшого зростання світових цін та підвищення попиту на українську продукцію розглядається як оптимістичний. За таких умов підвищення економічної активності супроводжуватиметься зміцненням гривні завдяки збільшенню експортної виручки та припливу капіталу за фінансовим рахунком. Вплив на інфляцію в такому випадку буде різноспрямований: з одного боку – вищі темпи економічного зростання стимулюватимуть інфляцію, а з іншого – посилення гривні стримуватиме її. Реакція монетарної політики визначатиметься балансом впливу цих факторів.

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%.

Крім того, позитивним для економіки України є сценарій нижчих цін на енергоресурси (нафту, газ та вугілля), ніж у базовому сценарії Національного банку. Це також сприятиме підвищенню темпів економічного зростання та матиме як прямий ефект на внутрішні споживчі ціни, так і непрямий – через нижчі вартісні обсяги імпорту і відповідне відображення на обмінному курсі.

У випадку зниження цін на всі сировинні товари надходження від експорту скорочуватимуться, що справлятиме відповідний тиск на поточний рахунок платіжного балансу України та обмінний курс гривні. Одночасно економічна активність пригнічуватиметься послабленням конкурентоспроможності вітчизняних експортоорієнтованих підприємств та зниженням їх платоспроможного попиту. Основний фактор нейтралізації зазначеного ризику для цінової стабільності та економічного зростання перебуває переважно за межами впливу Національного банку і полягає у проведенні структурних реформ, спроможних змінити сировинний характер економіки України. Втім, Національний банк за допомогою монетарних інструментів згладжуватиме вплив відповідних шоків, що допомагатиме економіці повернутися до стану рівноваги.

Реалізація вищезазначених та інших ризиків у середньостроковій перспективі може зумовити відхилення очікуваної інфляції від цільової траєкторії та потребуватиме відповідної реакції з боку монетарної політики.

Макроекономічний прогноз (Липень 2017)

Показники	2013				2014				2015				2016				2017				2018				2019																																										
	1465				1587				1989				2383				584				639				799				828				2755				3106				3220				727				804				1007				1046										
	0.0				-6.6				-9.8				2.3				2.3				2.5				1.5				1.5				1.1				1.6				1.9				3.2				3.2				3.6				3.9				4.1				4.3		
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше																																																																			
Номинальний ВВП, млрд. грн. СНР 2008																																																																			
Реальний ВВП																																																																			
Дефлятор ВВП																																																																			
ІСЦ (середнє за період)																																																																			
ІЦВ (середнє за період)																																																																			
ІСЦ																																																																			
Базова інфляція																																																																			
Небазова інфляція																																																																			
у тому числі сирі продукти																																																																			
у тому числі адміністративно регульовані ціни																																																																			
ІЦВ																																																																			
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																																																																			
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.																																																																			
% ВВП																																																																			
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.																																																																			
% ВВП																																																																			
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", млрд. грн.																																																																			
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП																																																																			
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																																																																			
Поточний рахунок, млрд. дол. США																																																																			
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США																																																																			
Зведений баланс, млрд. дол. США																																																																			
Валові міжнародні резерви, млрд. дол. США																																																																			
Місяців імпорту мавтубного періоду																																																																			
Експорт товарів, річна зміна (%)																																																																			
Імпорт товарів, річна зміна (%)																																																																			
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																																																																			
Грошова база, %																																																																			
Грошова маса (поточ. курс), %																																																																			
Швидкість обертання (на кінець року)																																																																			