



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

ІНФЛЯЦІЙНИЙ ЗВІТ



жовтень 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 26 жовтня 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 – 25 жовтня 2017 року.

¹ Рішення Правління Національного банку України від 26 жовтня 2017 року № 691-рш “Про схвалення Інфляційного звіту”.

ЗМІСТ

АБРЕВІАТУРИ ТА СКОРОЧЕННЯ	3
1. ГОЛОВНЕ	4
2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ.....	7
2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ	7
2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА	12
2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК	12
2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК	17
Вставка: Тиск на інфляцію з боку пропозиції: ситуація в тваринництві	22
2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ.....	24
Вставка: Основні параметри пенсійної реформи	27
2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР.....	29
Вставка: Фіскальний мультиплікатор як індикатор впливу фіскальної політики на ВВП України	33
2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	36
Вставка: Суверенні єврооблігації України: відновлення доступу до ринку капіталу	41
2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	43
Вставка: Аналіз кривої дохідності за державними облігаціями України.....	49
3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ	51
3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ.....	51
3.2. ЦІНИ.....	53
3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА.....	55
3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС	58
3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ	60
3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ	61

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 квартальному вимірі
м/м	до попереднього місяця, у місячному вимірі
с/с	у сезонно скоригованому вимірі

1. ГОЛОВНЕ

Споживча інфляція перевищила траєкторію прогнозу Національного банку, насамперед під дією факторів пропозиції та збільшення виробничих витрат

Споживча інфляція у вересні 2017 року прискорилося до 16.4% р/р (порівняно із 13.5% р/р у травні 2017 року). Фактичний показник інфляції перевищив траєкторію прогнозу Національного банку, опублікованого в липневому Інфляційному звіті. Це зумовлено насамперед прискоренням зростання цін на сирі продовольчі товари, підвищенням виробничих витрат, а також певним поживленням споживчого попиту.

Зростання цін на сирі продукти і далі прискорювалося та суттєво перевищило прогнозні показники. Так значні обсяги експорту, а також зниження пропозиції на тлі зменшення поголів'я зумовили підвищення цін на м'ясу та молочну продукцію. Крім того, несприятливі погодні умови навесні цього року призвели до втрати частини врожаю фруктів та затримки дозрівання окремих овочів. Це зумовило зростання внутрішніх цін на овочі та фрукти.

Упродовж третього кварталу здорожчання сирих продуктів харчування опосередковано – через вплив на вартість продуктів з високим ступенем переробки – вплинуло і на рівень базової інфляції, яка так само перевищила очікування. Іншим вагомим чинником зростання базової інфляції стало збільшення виробничих витрат, у тому числі через детінізацію оплати праці на тлі дворазового підвищення мінімальної заробітної плати на початку року. Також прискоренню базової інфляції сприяла й очікувана активізація споживчого попиту.

Протидіяла зростанню базової інфляції стримана фіскальна політика. Так, протягом дев'яти місяців 2017 року було зафіксовано нетипово високий загальний та первинний профіцит зведеного бюджету. Зростання видатків на соціально чутливі напрями було помірним, натомість тривало нарощення інших видатків, у тому числі капітальних. Високими темпами продовжували зростати доходи бюджету завдяки загальноекономічним факторам та податковим змінам. Також посилилася роль неподаткових та інших надходжень, які можна охарактеризувати як несистемні. Серед них перерахування до державного бюджету дивідендів державних компаній та прибутку Національного банку за минулий рік. Додатковим ресурсом стали конфісковані за рішенням суду кошти.

Національний банк утримувався від пом'якшення монетарної політики, зберігаючи облікову ставку незмінною, та ретельно відслідковував розвиток інфляційних процесів та зміни в інфляційних очікуваннях. Попри прискорення споживчої інфляції в III кварталі 2017 року інфляційні очікування залишалися на низькому рівні, близькому до інфляційної цілі на кінець 2017 року ($8\% \pm 2$ в.п.). Збереження облікової ставки на незмінному рівні протягом останніх місяців зумовило більш повільне зменшення вартості ринкових ресурсів у національній валюті. У III кварталі 2017 року тривало, хоча й помірними темпами, зростання депозитів у національній валюті за рахунок коштів домогосподарств. Банки продовжували нарощувати кредитування. На відміну від минулого року, коли переважно відновлювалося кредитування нефінансових корпорацій, цього року відчутно поживилося споживче кредитування.

Ситуація на валютному ринку також не справляла тиску на інфляцію. В цілому фундаментальні фактори, які впродовж більшої частини поточного року зумовлювали зміцнення гривні до долара США (а саме – сприятлива зовнішня кон'юнктура для товарів вітчизняного експорту), зберігалися. У III кварталі 2017 року тривало зміцнення гривні до долара США у результаті поживлення зовнішнього попиту на тлі прискорення економічного зростання в країнах – ОТП України та поліпшення цінової кон'юнктури для українських експортерів. 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. Найбільше зросли ціни на сталь, залізну руду та соняшникову олію. Це компенсувало зниження цін на більшість зернових культур, пов'язане із надходженням на ринок зерна нового врожаю.

Переважаюча пропозиції над попитом на валютному ринку дало змогу Національному банку проводити переважно операції з купівлі іноземної валюти та далі послаблювати адміністративні валютні обмеження.

Наприкінці серпня та протягом вересня обмінний курс гривні дещо послабився, що було зумовлено переважно ситуативними чинниками та відображало вплив сезонності попередніх років на настрої економічних агентів. Відповідно, Національний банк згладжував надмірні коливання курсу гривні.

Споживча інфляція знижуватиметься з IV кварталу 2017 року і знову наблизиться до цільових значень. Однак цей процес буде тривалішим, ніж прогнозувалося раніше

З огляду на прискорення інфляції впродовж останніх місяців та нові проінфляційні фактори (зокрема, більш активне відновлення споживчого попиту, стрімке підвищення пенсійних виплат і мінімальної заробітної плати, акцизів на тютюнові вироби тощо) Національний банк підвищив прогнози інфляції на 2017 – 2018 роки.

До кінця 2017 року інфляція знизиться до 12.2% (попередній прогноз – 9.1%), однак перевищить інфляційну ціль на кінець року ($8\% \pm 2$ в.п.). Надалі інфляція продовжить уповільнюватися та наблизиться до центральної точки цільового діапазону у третьому кварталі 2018 року. На кінець 2018 року інфляція становитиме 7.3% (попередній прогноз – 6.0%) та знаходитиметься в межах цільового діапазону ($6.0\% \pm 2$ в.п.). Прогноз інфляції на 2019 рік залишиться незмінним (5%), на рівні центрального значення цільового діапазону ($5.0\% \pm 1$ в.п.).

Довідково: Річні цільові інфляційні показники та поквартальна траєкторія їх досягнення визначені [Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу](#).

Зниження інфляції обумовлюватиметься достатньо жорсткою монетарною політикою на прогнозованому горизонті, затуханням впливу різкого підвищення цін на продовольчі товари, подальшим уповільненням імпортованої інфляції в умовах відносно низької волатильності обмінного курсу. Відповідно знижуватимуться як темпи зростання цін сирих продовольчих товарів, так і базова інфляція, яка суттєво від неї залежить. Загалом фундаментальний інфляційний тиск на прогнозованому горизонті залишатиметься стриманим.

У 2018 – 2019 роках серед компонент інфляції адміністративно регульовані ціни все ще демонструватимуть найвищі темпи зростання (більше 10% на рік). Це переважно відбудеться внаслідок очікуваного поступового підвищення світових цін на енергоресурси з відповідним перенесенням на внутрішні ціни та політики уряду, спрямованої на гармонізацію ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС.

У II кварталі 2017 року ключову роль у зростанні економіки відігравав внутрішній попит

У II кварталі 2017 року зростання реального ВВП становило 2.3% р/р та перевищило оцінки Національного банку, опубліковані в липневому Інфляційному звіті. Основним чинником зростання ВВП стало більш швидке, ніж очікувалося, відновлення внутрішнього попиту. Високими темпами тривало зростання інвестицій. Також активізувалося приватне споживання. По-перше, це відбулося завдяки зростанню доходів населення внаслідок підвищення заробітних плат в приватному секторі через високий попит на робочу силу. По-друге, цьому сприяло поступове поліпшення споживчих настроїв на тлі оголошених соціальних ініціатив Уряду.

Для підтримки рівня споживання домогосподарства також продовжували використовувати накопичені раніше заощадження. Проте, 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 збереження високого рівня безробіття. Останній зріс порівняно з минулим роком, незважаючи на подальше відновлення попиту на робочу силу, що свідчить про збереження значних диспропорцій між попитом та пропозицією робочої сили та обережне ставлення підприємств до нарощення зайнятості в умовах збільшення витрат на оплату праці. Також на тлі зростання рівня оплати праці в економіці дещо зросла пропозиція робочої сили завдяки поверненню до активного пошуку роботи осіб, які раніше були економічно неактивними.

Найвиразніше зростання ВДВ демонстрували орієнтовані на внутрішній попит сектори, а саме будівництво, торгівля та низка секторів послуг.

Пожвавлення внутрішнього попиту стимулювало імпорт, тоді як фізичні обсяги експорту товарів та послуг знизилися внаслідок негативного впливу припинення торгівлі з НКТ та захоплення низки підприємств на тих територіях (за оцінками Національного банку, найвідчутливішим цей вплив був саме в II кварталі 2017 року). Структурні зміни, пов'язані із припиненням торгівлі з НКТ, матимуть негативний вплив на економічне зростання протягом усього 2017 року.

У III кварталі тривало зростання інвестицій та приватного споживання. У промисловості показники випуску залишалися близькими до минулорічних: збільшення обсягів виробництва в машинобудуванні, хімічній промисловості, деревообробці майже компенсувало падіння випуску в гірничо-металургійному комплексі та виробництві електроенергії. Однак металургія та енергетика швидше, ніж передбачалося раніше, адаптуються до нових умов та переорієнтовуються на нові джерела постачання сировини. Вагомим фактором підтримки реального сектору було також поліпшення зовнішньої цінової кон'юнктури. Зростання в сільському господарстві обмежувалося нижчою врожайністю у цьому році та подальшим зниженням обсягів виробництва у тваринництві. Загалом оцінку зростання реального ВВП у III кварталі 2017 року було підвищено порівняно з попереднім прогнозом (до близько 2% р/р).

Значні обсяги імпорту енергоносіїв і продукції машинобудування та припинення торгівлі з НКТ (що вплинуло на експорт продукції металургії) зумовило розширення дефіциту торгівлі товарами. Це вплинуло на формування від'ємного сальдо поточного рахунку за січень – серпень 2017 (2.1 млрд. дол. США). Натомість чисті надходження за фінансовим рахунком збільшилися до 3.4 млрд. дол. США та були забезпечені як державним, так і приватним сектором. Чисті залучення реального сектору були зумовлені насамперед подальшим скороченням готівкової валюти поза банками та активізацією прямих іноземних інвестицій. Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та розміщенню урядом єврооблігацій міжнародні резерви збільшилися з 15.5 млрд. дол. США на початку року до 18.6 млрд. дол. США, або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду, станом на кінець вересня 2017 року.

Прогноз зростання економіки України на 2017 рік переглянуто в бік зростання

У 2017 році економічне зростання очікується близьким до минулорічного – 2.2%. Перегляд прогнозу в бік збільшення відбувся через кращі результати економічної активності більшості галузей, зростання приватного споживання на тлі прискорення зростання реальних зарплат, а також з урахуванням продовження активної інвестиційної діяльності підприємств. Фактором, що стримував економічне зростання в цьому році, стало зниження виробництва в окремих галузях промисловості у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, що розташовані на НКТ. Це визначатиме вагомий негативний внесок чистого експорту в щорічну зміну ВВП через потребу в додатковому імпорті енергоресурсів, зокрема вугілля.

У 2018 – 2019 роках зростання ВВП прискориться відповідно до 3.2% та 3.5%. Приватне споживання залишиться основним рушієм економічного зростання і на прогнозованому горизонті завдяки підвищенню заробітних плат та пенсій, поліпшенню споживчих настроїв населення та активізації споживчого кредитування. Водночас зростання інвестицій дещо уповільнюватиметься на тлі підвищення виробничих витрат і поступового нагромадження основного капіталу. Високу інвестиційну активність, як і раніше, демонструватимуть підприємства в сільському господарстві, добувній промисловості, металургії, будівництві тощо.

У 2017 – 2019 роках дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні близько 4 млрд. дол. США. Очікується зростання експорту на тлі сприятливих умов торгівлі, підвищення продуктивності в аграрному секторі, а також зростання в країнах – ОТП. Однак підвищення внутрішнього споживчого і інвестиційного попиту та потреба в зовнішніх джерелах поставок енергоресурсів і надалі будуть зумовлювати зростання імпорту.

Дефіцит поточного рахунку повністю покриватиметься надходженнями за фінансовим рахунком, що забезпечить подальше нарощування міжнародних резервів. У 2017 році надходження капіталу забезпечуватиметься насамперед скороченням готівкової валюти поза банками. Однак уже у 2018 – 2019 роках на тлі поліпшення інвестиційного клімату очікується збільшення надходжень прямих іноземних інвестицій у реальний сектор, а також поступове відновлення припливу боргового капіталу до приватного сектору. Після повернення уряду на зовнішні ринки капіталу у 2017 році, очікується продовження розміщень ОЗДП у 2018 – 2019 роках, що дасть змогу рефінансувати частину зовнішнього 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. Національний банк очікує на надходження наступного траншу за програмою EFF у I кварталі 2018 року. Разом із профіцитом зведеного платіжного балансу це дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 22.2 млрд. дол. США (або 4.2 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2018 року. Водночас значні виплати за державним боргом у 2019 році призведуть до зниження міжнародних резервів до 21.2 млрд. дол. США (або 3.9 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2019 року.

Традиційно в IV кварталі 2017 року очікуються значні бюджетні виплати, у тому числі через зростання капітальних видатків за рахунок коштів, накопичених на рахунках уряду та місцевих органів влади. Додатковим фактором збільшення витрат буде підвищення пенсій з жовтня поточного року в рамках прийнятої пенсійної реформи. Надалі очікується проведення стриманої фіскальної політики, яке обмежуватиметься необхідністю утримання дефіциту СЗДУ згідно зі зобов'язаннями перед МВФ (у межах 3% ВВП). Вплив витрат на пенсії на сальдо зведеного бюджету і бюджету СЗДУ 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.

Монетарна політика буде достатньо жорсткою на прогнозованому горизонті для повернення інфляції до цільової траєкторії

Національний банк бачить низку ризиків для реалізації базового прогнозного сценарію. Тимчасові фактори пропозиції, які зумовлювали подорожчання сирих продуктів харчування цього року, та подальше поживлення споживання на тлі підвищення соціальних стандартів можуть призвести до посилення фундаментального тиску на рівень інфляції. Крім того, може посилитися вразливість економіки України через затримку із надходженням зовнішнього офіційного фінансування за програмою співпраці з МВФ.

З метою приведення інфляції до цільових показників та з урахуванням окреслених ризиків та погіршення інфляційних очікувань в останні два місяці 26 жовтня 2017 року Правління Національного банку України прийняло рішення підвищити облікову ставку до 13.5% річних. Більш жорстка монетарна політика спрямована насамперед на упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань, що сприятиме зниженню споживчої інфляції та наближенню до цілі у 2018 році.

Більш жорстка монетарна політика допоможе знизити інфляцію кількома каналами. Підвищення облікової ставки буде стимулювати притік заощаджень у банківський сектор і, відтак, стримувати споживчий попит. Також підвищення ставок робить більш привабливими фінансові інструменти в національній валюті порівняно з аналогами в іноземній валюті, що матиме позитивний вплив на майбутню інфляцію через канал обмінного курсу.

Правління Національного банку переконане, що досягнення цінової стабільності – необхідна передумова стійкого економічного зростання. Зокрема, стійке покращення інфляційних очікувань виступає основним фактором зниження відсоткових ставок банків у середньостроковій перспективі.

У випадку реалізації окреслених вище інфляційних ризиків Національний банк може вдатися до подальшого підвищення облікової ставки для їх нівелювання і повернення інфляції до цільової траєкторії.

Натомість, у разі уповільнення інфляції відповідно до прогнозного сценарію, подальшої співпраці з МВФ та проведення виваженої фіскальної політики Національний банк може повернутися до циклу пом'якшення монетарної політики наприкінці 2018 року.

2. ПОТОЧНА ЕКОНОМІЧНА СИТУАЦІЯ

2.1. ЗОВНІШНЄ СЕРЕДОВИЩЕ

Зовнішні умови для української економіки продовжували поліпшуватися, що проявлялося в прискоренні економічного зростання в країнах – ОТП України, поліпшенні в цілому цінової кон'юнктури та сприятливій ситуації на світових фінансових ринках, зокрема для країн, ринки яких розвиваються. Так у II кварталі 2017 року середньозважений показник річних темпів економічного зростання країн – ОТП України дещо прискорився порівняно з I кварталом і досяг максимального за останні п'ять років значення. Цьому сприяло пожвавлення світової торгівлі та зростання внутрішнього споживання в країнах – ОТП України. Відповідно до наявних даних у III кварталі 2017 року позитивні тенденції в цих країнах зберігаються.

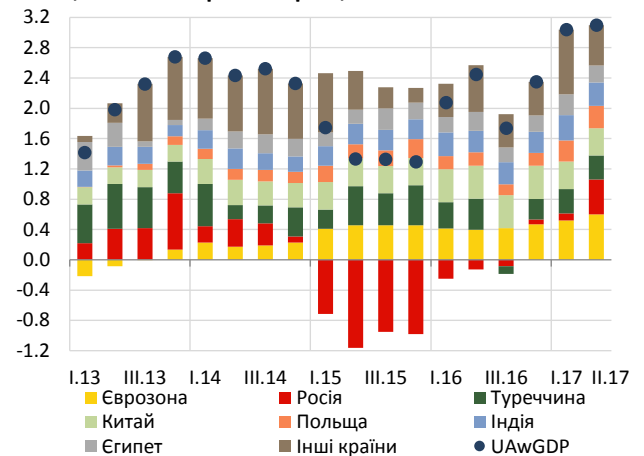
У III кварталі 2017 року індекс зміни світових цін на товари українського експорту ЕСПІ² відновив зростання. Найбільше збільшилися ціни на сталь, залізну руду та соняшникову олію. Натомість ціни на зернові переважно знижувалися внаслідок надходження на ринок зерна нового врожаю. Водночас ціни на нафту впродовж кварталу підвищилися під впливом зростання попиту та обмеження експорту.

Світові фінансові ринки перебували під впливом позитивних даних щодо прискорення зростання світової економіки та м'якої монетарної політики провідних центральних банків. Натомість посилення геополітичної напруги призвело до зменшення зацікавленості інвесторів у більш ризикових активах та знецінення долара США. Відповідно зберігався хоч і в менших обсягах приплив капіталу до країн, ринки яких розвиваються. На цьому тлі більшість валют країн, ринки яких розвиваються, зміцнилися.

У II кварталі 2017 року середньозважені річні темпи економічного зростання в країнах – ОТП України (виражені динамікою індексу UAwGDP) прискорилися до 3.1% (найвищого показника за останні п'ять років) завдяки активізації внутрішнього попиту та державним стимулам. Зокрема:

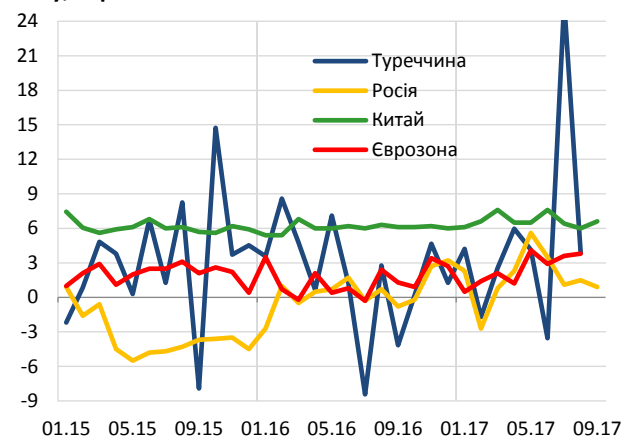
- у США в II кварталі 2017 року зростання ВВП прискорилося до 2.2% р/р завдяки активізації внутрішнього споживання, приватних інвестицій (на тлі поліпшення фінансових результатів підприємств) та експорту (в умовах знецінення долара США на світових фінансових ринках). Рівень безробіття залишався низьким та коливався в межах 4.3 – 4.4%;
- темпи зростання ВВП Єврозони були найвищими за останні шість років. Заходи монетарної політики підтримали внутрішній попит і сприяли зменшенню боргового навантаження на бізнес та населення, приватне споживання підкріплювалося зниженням безробіття, м'які умови фінансування сприяли відновленню інвестицій, а загальне зростання світової економіки підтримало експорт;
- темпи економічного зростання країн СНД, за винятком Молдови, прискорилися завдяки подальшому нарощенню виробництва в добувній промисловості, зростанню будівництва, прискоренню зростання торгівлі на тлі активізації

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



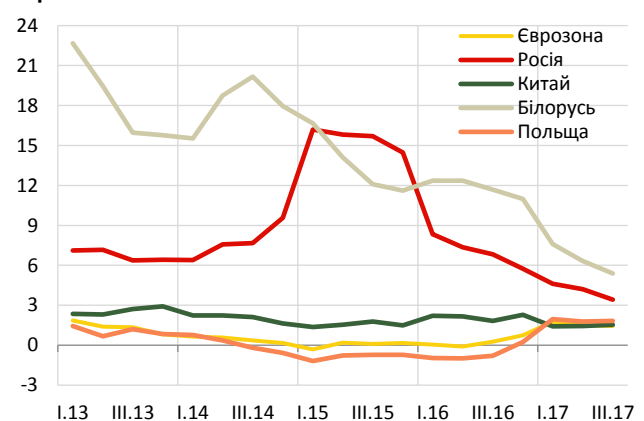
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

Промислове виробництво окремих країн та регіонів світу, % річна зміна



Джерело: Національні статистичні агенції.

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



Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

² Додатково про індекс ЕСПІ див. Макроекономічний та монетарний огляд (лютий 2016 року).

внутрішнього попиту. Уповільнення в Молдові відбулося через зменшення темпів зростання в сільськогосподарському виробництві та стрімке підвищення імпорту;

– економіки країн ЦСЄ, які входять до складу індексу, зростали стійкими темпами завдяки зростанню внутрішнього попиту (підтриманого збільшенням заробітних плат та зменшенням рівня безробіття на тлі близького до цілей рівня інфляції) та розширенню зовнішнього попиту з боку країн ЄС. Рівень безробіття в країнах ЦСЄ є одним з найменших серед країн ЄС;

– темпи зростання економіки Китаю залишилися на рівні попереднього кварталу за рахунок прискорення зростання в промисловості та сільському господарстві (що забезпечило збільшення обсягів чистого експорту) та будівництві (за рахунок інвестицій). Однак уповільнилося зростання в сфері фінансового посередництва та нерухомості;

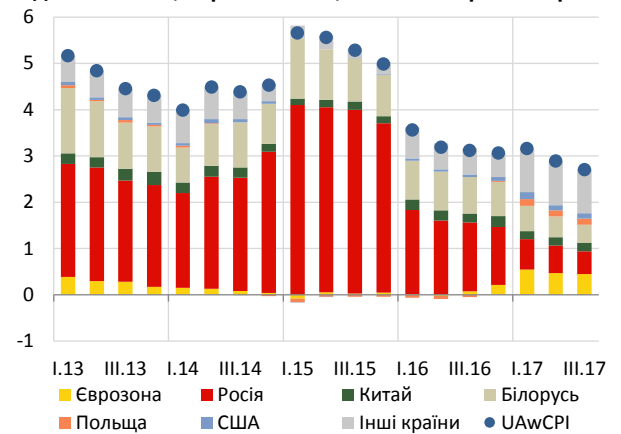
– зростання чистого експорту, споживання та інвестицій зумовили високі темпи зростання ВВП Туреччини та Індії (хоча економічна активність в Індії дещо уповільнилася через скорочення запасів перед запровадженням фіскальної реформи з 01 липня 2017 року, якою запроваджено нові податки на продаж).

Відповідно до наявних даних у III кварталі 2017 року позитивні тенденції в країнах – ОТП України зберігалися. Так завдяки вищим цінам на сировинних ринках порівняно з відповідним періодом минулого року та значному внутрішньому попиту підтримувалось економічне зростання країн СНД та ЄС. Натомість зростання промислового виробництва Китаю дещо уповільнилося через зменшення обсягів виробництва в добувній галузі та високі витрати на переоснащення виробництв у зв'язку із необхідністю зміни технологічних процесів на більш екологічні. Інфляційний тиск з боку країн – ОТП України, виражений індексом UAwCPI³, у III кварталі 2017 року продовжив послаблюватися. Інфляція в розвинених країнах залишалася стабільно низькою, тоді як у країнах, ринки яких розвиваються, продовжила знижуватися.

У III кварталі 2017 року зовнішні цінові умови для українських експортерів поліпшилися насамперед унаслідок збільшення цін на сталь, залізну руду, соняшникову олію та добрива. Натомість ціни на м'ясо та зернові (за винятком окремих періодів) знизилися.

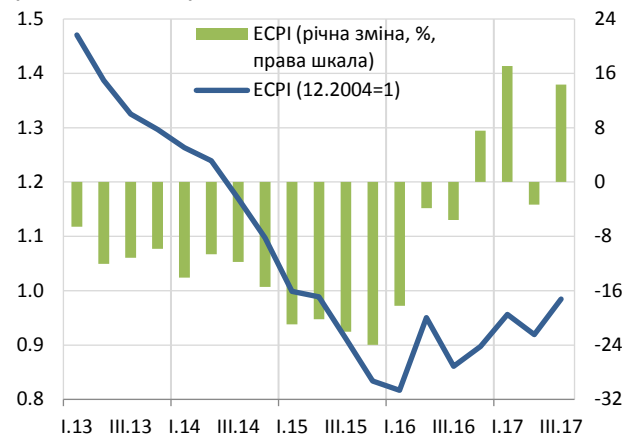
Ціни на сталь стрімко зростали завдяки збільшенню попиту, а на окремі види досягнули максимальних рівнів за останні 4 – 5 років. Зокрема, завдяки реалізації інфраструктурних проектів та зростанню в будівництві суттєво збільшилося споживання сталі в Китаї⁴. Це попри рекордні обсяги виробництва призвело до зменшення експорту сталі за січень – серпень на 28.5% р/р. Китай фактично призупинив зовнішні продажі заготовки і арматури через дію антидемпінгових мит, сконцентрувавшись на задоволенні внутрішнього попиту, що дало змогу постачальникам цієї продукції з інших країн підвищити свої ціни. Також на високий внутрішній попит у Китаї вплинули озвучені директиви уряду про обмеження виробництва на півночі країни під час опалювального періоду з метою скорочення шкідливих викидів на 50%. Крім того,

Індекс UAwCPI, % річна зміна, і внески окремих країн



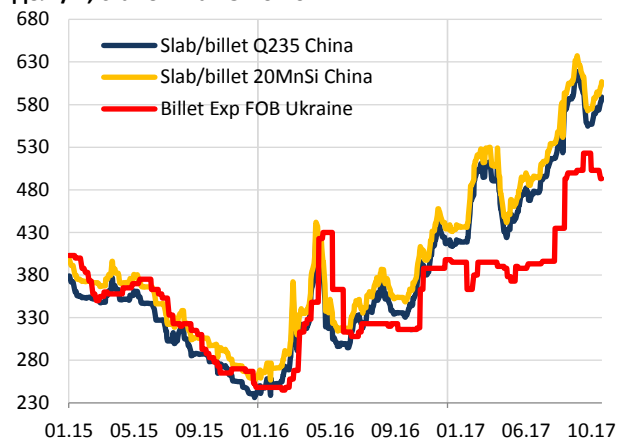
Джерело: розрахунки НБУ (попередні дані).

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Ціни Китаю та України на окремі сталеві напівфабрикати, дол./т, станом на 25.10.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

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

⁴ Реалізація таких проектів прискореними темпами, серед інших чинників, викликана прагненням Китаю продемонструвати найбільш сприятливу ситуацію в економіці напередодні XIX з'їзду Комуністичної партії Китаю, який запланований на 18.10.2017 року. На цьому з'їзді нинішня влада повинна відзвітувати про попередні досягнення країни з часу попередніх зборів та обрати нових членів вищого керівництва партії.

прискорилося споживання сталі в Індії (завдяки активізації в машинобудуванні), підвищився попит у США (обсяги імпорту за січень – серпень зросли на 20.6% р/р⁵), у ЄС спостерігався стабільний попит з боку будівельної галузі та сезонне зниження пропозиції (з огляду на період літніх відпусток), у Туреччині зростання попиту відбулося після закінчення Рамадану та напередодні нових мусульманських свят.

Стрімке збільшення попиту на сталь підтримало зростання цін на залізну руду, зокрема високої якості. Натомість з другої половини вересня ціни на сталь та залізну руду суттєво знизилися на тлі подальшого нарощування обсягів пропозиції напередодні зимового періоду (зокрема, тільки в США середньоденні обсяги виробництва сталі на кінець вересня прискорилися до 8.1% р/р). Додатково ціни на залізну руду знизилися внаслідок зменшення попиту з боку китайських сталеливарних заводів (через збільшення запасів окремих сталевих напівфабрикатів та сувору перевірку безпеки в 20 найбільших галузях промисловості, зокрема сталеливарній).

Світові ціни на зернові в III кварталі 2017 року переважно знижувалися. Ціни на пшеницю знизилися насамперед завдяки виходу на ринок нового врожаю України, Росії, Казахстану та підвищення прогнозу врожаю пшениці в цих країнах. Водночас тривав збір урожаю у Франції (одного з найбільших виробників серед країн ЄС), показники врожайності та якості якого виявилися вище середнього рівня попри негативний вплив посухи восени минулого року та морозів навесні. Крім того, тривало спекулятивне зниження цін на озиму пшеницю США на тлі повідомлення про високі показники врожайності. Натомість з початку вересня ціни на пшеницю зросли під впливом несприятливих погодних умов. Зокрема, через рясні опади в західних і східних областях Австралії та посуху в Південному Уельсі існує ризик зменшення врожаю пшениці і зниження якості зерна. Водночас у США є велика ймовірність значної втрати врожаю пшениці внаслідок зараження частини посівних площ вірусом мозаїки⁶. Додатковим фактором став ураган “Харві”, через який відбувалися перебої в поставках з окремих портів США.

Ціни на кукурудзу знижувалися через високу пропозицію на ринку, яку забезпечили країни Південної Африки та Латинської Америки, де за попередніми оцінками врожай був рекордним. У відповідь на таке стрімке зниження цін на цю культуру та з огляду на високу світову пропозицію Єврокомісія вирішила спочатку ввести, а пізніше - підвищити мита на імпорт в країни ЄС кукурудзи. Тому наприкінці кварталу ціни дещо зросли.

Світові ціни на соняшкову олію зростали, що в цілому є характерною тенденцією для періоду міжсезоння. Водночас підтримали зростання цін на олію та олійні продукти: підвищення цін на ріпакову (через тривалі опади в Європі, які перешкоджали його збору та зумовили зниження якості цієї культури) та соєву олію (через несприятливі погодні умови на Середньому Заході США). Крім того, рішення Міністерства торгівлі США про підвищення імпорتنих мит на біодизель з Аргентини та Індонезії з метою захисту власного виробництва також спровокувало зростання цін на всі види рослинних олій.

Світові ціни на зернові*, дол./т, станом на 25.10.2017

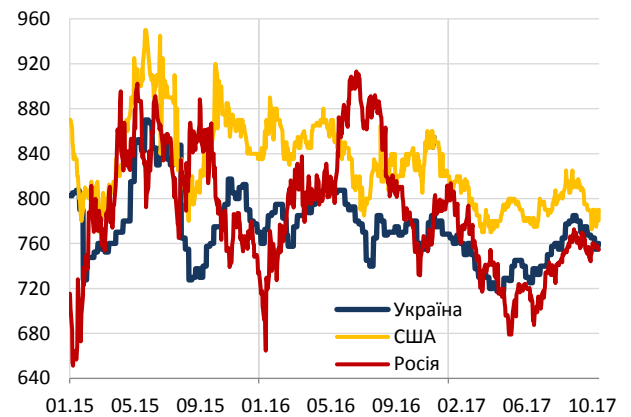


*Кукурудза – Corn Yellow #2 Delivery USA Gulf.

Пшениця – Wheat US No.1 HRW FOB K.City.

Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Світові ціни на соняшкову олію*, дол./т, станом на 25.10.2017



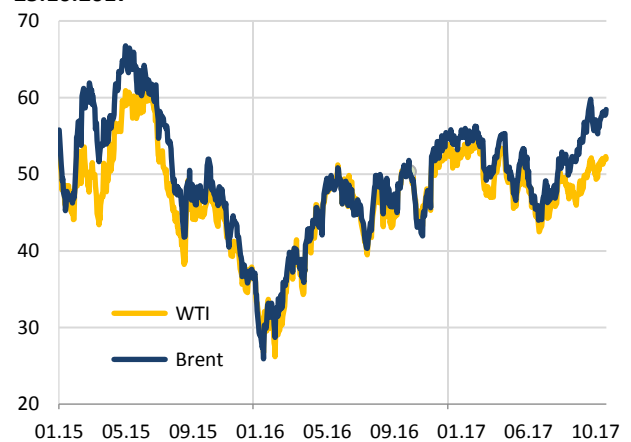
*Україна – Ukraine FOB Black Sea

США – 1Mth United States

Росія – Russia Ex-WHS Blk Earth

Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Ціни на нафту сортів Brent і WTI, дол./бар., станом на 25.10.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

⁵ За уточненими даними American Iron and Steel Institute.

⁶ За попередніми експертними оцінками, зменшення виробництва може сягнути 10% від очікуваного врожаю США і може виявитися найбільш масштабним з 2006 року. Вірусом мозаїки заражені посіви пшениці в штатах Канзас, Колорадо, Оклахома та Небраска.

Світові ціни на м'ясо в III кварталі знизилися завдяки суттєвому падінню цін на пшеницю та кукурудзу, що становлять основу комбікормів, підтриманому сезонним зростанням пропозиції. Частково зниження цін на м'ясо птиці стримувало виявлення інспекцією ЄС слідів інсектицидів, які використовувалися для боротьби з пташиними вошами. Тимчасове закриття низки птахофабрик у Нідерландах та Польщі дещо скоротило пропозицію м'яса птиці на ринках ЄС, Швейцарії та Гонконгу. Продовжили зростати лише ціни на баранину.

Ціни на нафту на світових ринках помірно зростали на тлі:

- підвищеного попиту з боку Індії та Китаю;
- стрімкого зниження запасів нафти та нафтопродуктів у США через дію урагану "Харві", унаслідок якого обсяги нафтопереробки знизилися до найменшого рівня з 2010 року;
- зниження експорту нафти країнами ОПЕК як через перебої у видобуванні та постачанні окремими країнами (зокрема, Лівією, Нігерією та Венесуелою), так і обмеження експорту Саудівською Аравією, Кувейтом та ОАЕ з метою підтвердження позиції щодо виконання умов угоди ОПЕК+ (хоча вона стосується тільки обсягів видобутку);
- геополітичної напруги в деяких країнах.

Відчутне прискорення зростання цін у середині вересня з подальшою корекцією було пов'язане зі збільшенням попиту з боку США через поступове відновлення робіт на нафтопереробних заводах після урагану "Харві", а пізніше уповільненням бурової активності, зокрема через ураган "Марія". Натомість подальше збільшення обсягів видобутку нафти Нігерією, Лівією, Катаром, Анголою, що певною мірою нівелювало ефект від угоди ОПЕК+, стримувало суттєве зростання цін на нафту. Додатковим стримуючим фактором стали заяви уряду Китаю щодо поступової відмови від дизельного та бензинового транспорту (країна є одним з найбільших світових імпортерів нафти).

Ситуація на світових фінансових ринках у III кварталі характеризувалася з одного боку – позитивними тенденціями, підкріпленими прискоренням зростання світової економіки на тлі все ще м'якої монетарної політики провідних центральних банків світу, а з іншого – впливом геополітичної напруги, зумовленої ескалацією конфлікту між США та КНДР, що призвело до втечі капіталу в безпечні активи та, зокрема, падіння долара США.

Вагомими чинниками зростання індексів фондового ринку розвинених країн були:

- зниження очікувань щодо посилення монетарної політики ФРС з огляду на мляву динаміку інфляції та суперечності щодо прогнозу інфляції у виступах членів Комітету з операцій на відкритих ринках ФРС;
- вищі за очікування результати корпоративної звітності за II квартал 2017 року;
- сприятлива макроекономічна статистика США та Єврозони.

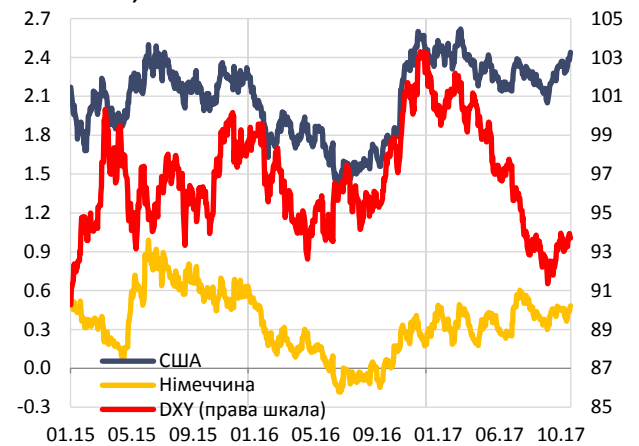
Водночас фактори політичної нестабільності продовжували обмежувати зростання провідних фондових індексів. Інвестори з пересторогою поставилися до зустрічі голів центральних банків та міністрів фінансів країн G20, урахувавши протиріччя в підходах до політики Д. Трампа та політичних лідерів інших країн. Криза довіри до політики американського президента

Індекси світового фондового ринку, 01.01.2014=100, станом на 25.10.2017



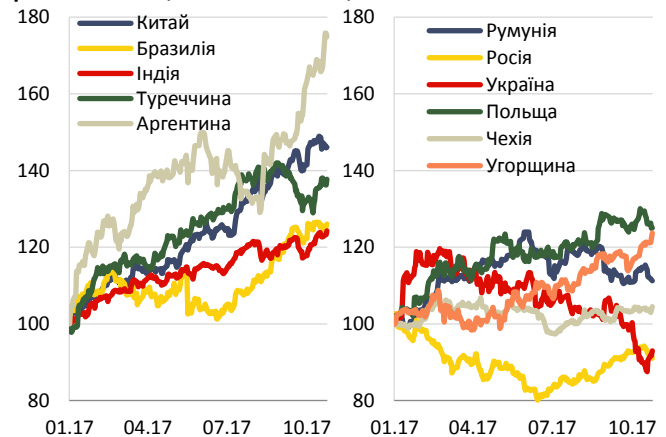
Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Дохідність 10-річних державних облігацій США та Німеччини, станом на 25.10.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

Індекси світового фондового ринку країн, ринки яких розвиваються, 01.01.2017=100, станом на 25.10.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

посилилася одночасно з політичним скандалом у липні навколо його сина та відхиленням Сенатом законопроекту республіканців з охорони здоров'я. Чинник політичної нестабільності також негативно позначився на європейських індексах акцій з огляду на наближення виборів у Німеччині у вересні. Додатковий негативний тиск на європейські індекси був викликаний впливом зміцнення євро до долара США на цінову конкурентоспроможність європейського експорту та прибутки компаній, зменшенням очікувань щодо згортання ЄЦБ програми QE та провалом третього раунду переговорів щодо Brexit.

Натомість наприкінці вересня провідні фондові індекси отримали позитивну підтримку за рахунок оптимізму ЄЦБ щодо можливості коригування інструментів монетарної політики в жовтні та ФРС щодо очікуваного підвищення процентної ставки до кінця поточного року та введення в дію програми зменшення обсягів активів з жовтня 2017 року.

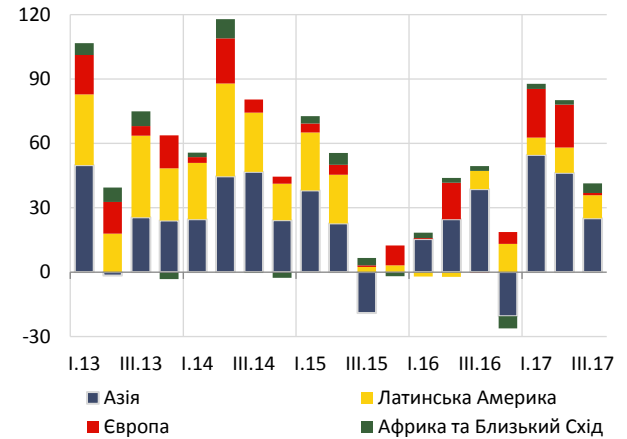
Попри пошук безпечних активів інтерес до фінансових активів країн, ринки яких розвиваються, зберігався завдяки:

- кращим, ніж очікувалися, результати компаній у першому півріччі та вищим темпам економічного зростання порівняно з розвиненими країнами, поліпшенню перспектив економічного розвитку, що сприяло перегляду прогнозів корпоративних доходів у бік підвищення;
- поліпшенню очікувань інвесторів щодо перспектив економіки Китаю та Росії після надходження позитивних даних їх економічного розвитку;
- зміцненню національних валют до долара США;
- зменшенню фінансової вразливості цих країн через меншу залежність від зовнішнього фінансування (з огляду на зниження дефіцитів поточного рахунку в останні роки);
- низькому рівню котирувань та високій доходності активів;
- відновленню зростання цін на світових товарних ринках.

Однак загальний обсяг припливу капіталу зменшився порівняно з попередніми кварталами внаслідок зменшення зацікавленості в акціях як більш ризикових активах. Натомість інвестори продовжували інвестувати в облігації країн, ринки яких розвиваються, у пошуках вищих рівнів доходності. Протягом третього кварталу низка країн, ринки яких розвиваються скористалися сприятливими умовами для залучення боргового капіталу (див. вставку «Суверенні еврооблігації України: відновлення доступу до ринку капіталу» на стор.41).

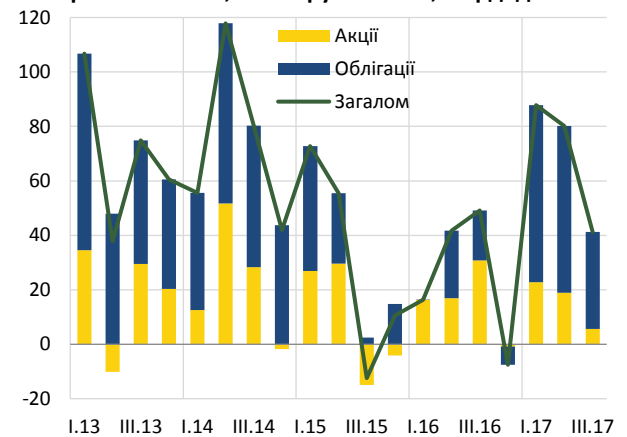
Приплив капіталу на тлі послаблення долара США сприяв зміцненню більшості валют країн, ринки яких розвиваються. Винятком залишалися казахстанський тенге (через стрімке зниження експорту, насамперед, витіснення з ринку нафти, в умовах значних виплат за зовнішніми боргами), аргентинське песо (через м'яку фіскальну політику та високу інфляцію) та грузинський ларі (через політичну невизначеність у результаті очікуваних виборів у місцеві органи влади).

Чисті портфельні інвестиції нерезидентів у країни, ринки яких розвиваються, за регіонами, млрд. дол. США



Джерело: Institute of International Finance.

Чисті портфельні інвестиції нерезидентів у країни, ринки яких розвиваються, за інструментами, млрд. дол. США



Джерело: Institute of International Finance.

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



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

2.2. ВНУТРІШНЯ ЕКОНОМІКА

2.2.1. ІНФЛЯЦІЙНИЙ РОЗВИТОК⁷

Споживча інфляція прискорилася до 16.4% р/р у вересні 2017 року (із 13.5% у травні 2017 року). Фактичний показник інфляції перевищив траєкторію прогнозу Національного банку, опублікованого в липневому Інфляційному звіті. Це зумовлено насамперед прискоренням зростання цін на сирі продовольчі товари, підвищенням виробничих витрат, а також певним поживленням споживчого попиту.

Зростання цін на сирі продукти і далі прискорювалося та суттєво перевищило прогнозні показники. Так значні обсяги експорту, а також зниження пропозиції на тлі зменшення поголів'я зумовили підвищення цін на м'ясні та молочні продукти. Крім того, несприятливі погодні умови навесні цього року призвели до втрати частини врожаю та зниження якості окремої плодо-овочевої продукції. Це відобразилося на внутрішніх цінах на овочі та фрукти. Водночас річні темпи зростання адміністративно регульованих цін і тарифів та цін на паливо помірно зменшилися порівняно з травнем на тлі підвищення бази порівняння.

Упродовж третього кварталу здорожчання сирих продуктів харчування опосередковано – через вплив на вартість продуктів з високим ступенем переробки – позначилося і на рівні базової інфляції, яка також перевищила очікування. Крім того, на прискорення базової інфляції певним чином вплинуло зростання цін на послуги внаслідок збільшення виробничих витрат, у тому числі через детінізацію оплати праці. Прискоренню базової інфляції сприяла й очікувана активізація споживчого попиту. Водночас протидіяли зростанню базової інфляції достатньо стримана фіскальна політика, а також низька імпортована інфляція, пов'язана зі сприятливою ситуацією на валютному ринку з початку року.

Базова інфляція

Базова інфляція прискорилась до 7.7% р/р у вересні (порівняно з 6.5% р/р у травні) унаслідок посилення впливу вторинних ефектів від підвищення цін на сирі продукти, збільшення виробничих витрат, а також поживлення споживчого попиту.

Так, продовжило прискорюватися зростання цін на продукти харчування з високим ступенем обробки (до 10.4% р/р у вересні). Зокрема тривало збільшення темпів зростання цін на м'ясні та молочні продукти (відповідно до 30.1% та 27.8% р/р) на тлі погіршення показників вирощування тварин, значних обсягів експорту і високих світових цін. Крім того, збільшення собівартості виробництва зумовило прискорення зростання цін у виробництві хлібобулочних, борошняних та кондитерських виробів.

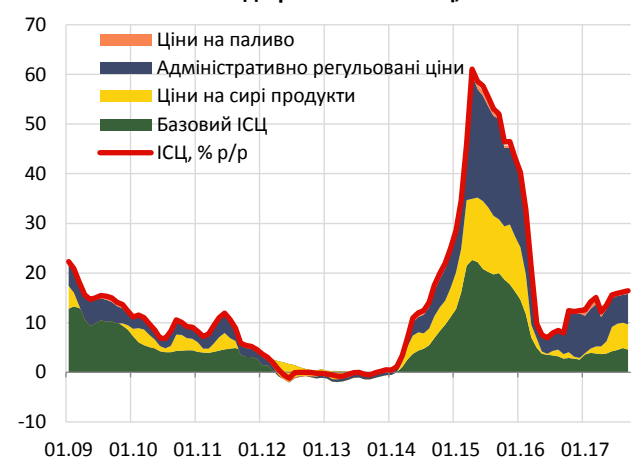
Збільшення виробничих витрат, у тому числі за рахунок витрат на оплату праці, також спричинили вищі, ніж очікувалося, темпи зростання цін на послуги, що входять до базової інфляції (13.2% р/р). За оцінками НБУ, вплив подвоєння МЗП на інфляцію проявився насамперед через канал підвищення

Індекси споживчих цін, %



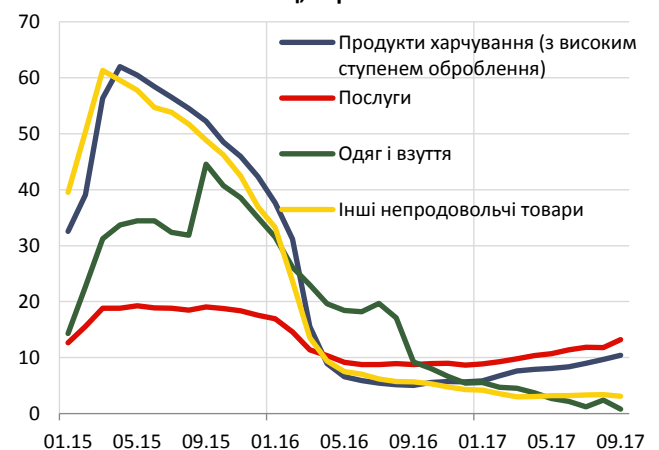
Джерело: ДССУ.

Внески компонентів до річної зміни ІСЦ, в. п.



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Основні компоненти БІСЦ, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

⁷ Зміна цін за окремими компонентами споживчого кошика згідно з класифікацією НБУ на підставі даних ДССУ уточнена через перегляд методології розрахунку вагових коефіцієнтів.

собівартості виробництва та оцінений на рівні близько 2 в.п. у річний показник інфляції у вересні 2017 року. Зокрема збільшилися темпи зростання тарифів на утримання будинків та прибудинкових територій, а також вартості послуг закладів відпочинку, культури та спорту, ресторанів, готелів тощо. На подорожчання послуг закладів харчування також позначилися вторинні ефекти від зростання цін на сири продукти. Крім того, підвищення вартості цих послуг підтримувалося поступовим пожаттям попиту.

Згідно з результатами опитувань щодо ділових очікувань у III кварталі 2017 року підприємства дещо підвищили очікування щодо зростання цін на свою продукцію/послуги в наступні 12 місяців⁸ порівняно з II кварталом. Зокрема, підприємства очікують збільшення відпускних цін, у тому числі внаслідок посилення впливу факторів “вартість трудових ресурсів”, “ціни на світових ринках” та “попит на вашу продукцію”. Водночас послаблення впливу “цін на енергоносії” та “цін на сировину та матеріали” стримували очікування підприємств щодо подальшого підвищення цін на свою продукцію⁹.

Альтернативні показники базової інфляції¹⁰ також свідчили про незначне посилення фундаментального інфляційного тиску, у тому числі за рахунок активізації споживчого попиту. Водночас за всіма методами розрахунків базова інфляція залишається значно нижчою, ніж показник загальної споживчої інфляції.

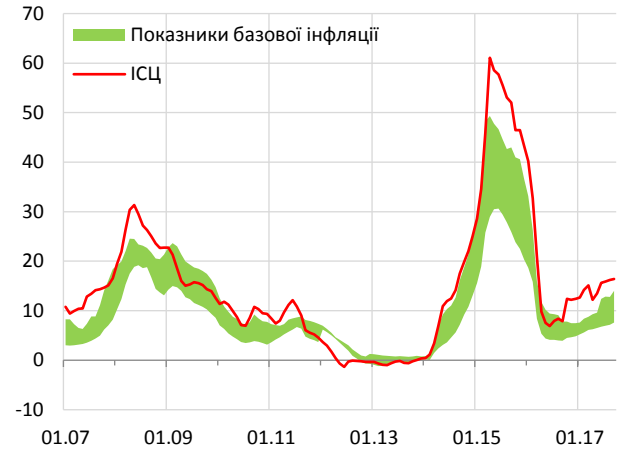
На тлі сприятливої ситуації на валютному ринку з початку року та сповільнення інфляції в країнах – ОТП тривало зниження річних темпів зростання цін на імпортовані споживчі товари: одяг та взуття, домашній текстиль, побутову техніку, деякі товари особистого догляду. Такі результати загалом відповідають оцінкам НБУ стосовно ефекту перенесення зміни НЕОК на інфляцію¹¹.

Сприятлива ситуація на валютному ринку з початку року, а саме посилення курсу гривні до долара США, зумовила і певне поліпшення інфляційних очікувань на наступні 12 місяців, що теж стримувало посилення фундаментального інфляційного тиску. Найшвидше знижувались очікування професійних прогнозистів (фінансових аналітиків). Однак у вересні-жовтні 2017 року інфляційні очікування дещо погіршилися. Така динаміка інфляційних очікувань була зумовлена ситуацією на валютному ринку¹², впливом високих поточних показників зростання цін та ефектом від оголошення урядом планів щодо підвищення соціальних стандартів.

Небазова інфляція

Небазова інфляція також прискорилася та становила 25.7% р/р у вересні (20.7% р/р у травні), хоча очікувалося її незначне

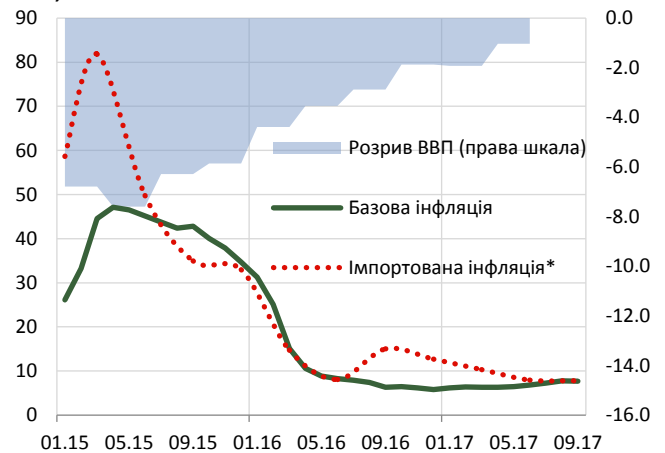
Основний інфляційний тренд, % річна зміна



* Зелене поле – діапазон показників базової інфляції.

Джерело: розрахунки НБУ.

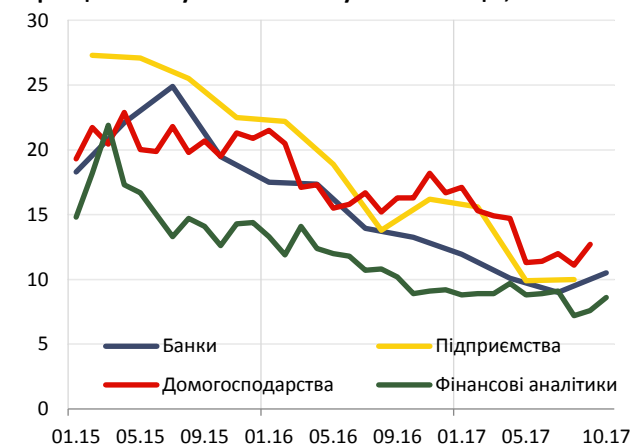
Базова та імпортована інфляція, % річна зміна, та розрив ВВП, %



* 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.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ; GfK Ukraine.

⁸ Баланс очікувань щодо зміни цін на продукцію/послуги підприємства в наступні 12 місяців (різниця між відповідями “ціни зростуть” та “ціни знизяться”) підвищився у III кварталі 2017 року порівняно з II кварталом 2017 року на 2.6 в. п. до 61.4%.

⁹ Частка підприємств, які зазначили вплив фактора “вартість трудових ресурсів” на зміну вихідних цін підприємств, зросла у III кварталі 2017 року порівняно з II кварталом 2017 року на 0.7 в. п. до 49.3%, “ціни на світових ринках” – на 0.6 в. п. до 16.0%, “попит на вашу продукцію” – на 0.8 в. п. до 13.4%. Частка підприємств, які зазначили вплив фактора “цін на енергоносії” на зміну вихідних цін підприємств, знизилася у III кварталі 2017 року порівняно з II кварталом 2017 року на 4.0 в. п. до 61.8%, “цін на сировину та матеріали” – на 1.2 в.п. до 60.6%.

¹⁰ Детальніше – в Інфляційному звіті за січень 2017 року (стор. 20 – 21).

¹¹ Детальніше – в Інфляційному звіті за жовтень 2016 року (стор. 17 – 18).

¹² Згідно з емпіричними дослідженнями [О.Кубіон та Ю.Городніченко \(2015\)](#) інфляційні очікування в Україні залежать не лише від поточного рівня інфляції, а й від зміни обмінного курсу гривні до долара США.

уповільнення. Це насамперед зумовлено вищими темпами зростання цін на сирі продукти.

Зростання цін на сирі продовольчі товари прискорилося до 28.2% р/р у вересні (з 13.8% р/р у травні). Темпи зростання перевищили прогнози передусім через посилення впливу факторів з боку пропозиції. Крім того, на таке прискорення суттєво вплинули низька база порівняння та поступова активізація споживчого попиту на продовольчі товари внаслідок підвищення доходів домогосподарств.

Зокрема тривало прискорення зростання цін на м'ясо та молоко в річному вимірі внаслідок вищих світових цін та значних обсягів експорту, а також зниження пропозиції цих товарів на тлі зменшення поголів'я. Також прискорилося зростання цін на овочі (до 37.6% р/р) та фрукти (до 26.6% р/р) зокерма під впливом несприятливих погодних умов як навесні цього року, так і в серпні. Також відновилося зростання ціни на яйця (на 37.0% р/р) в умовах скасування обмежень на ввезення української продукції птахівництва окремими країнами.

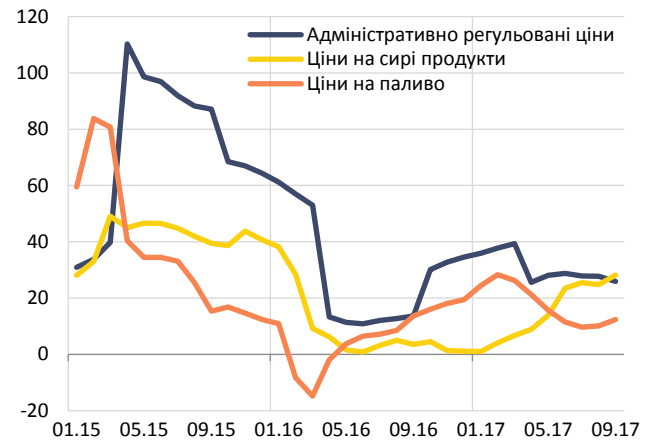
Темпи зростання цін і тарифів, що регулюються адміністративно, помірно уповільнилися – до 25.9% р/р, насамперед за рахунок сприятливої бази порівняння (у липні минулого року відбулося підвищення тарифів на гарячу воду, у серпні – холодну воду та каналізацію, а у вересні – на електроенергію). Проте значення цього показника виявилось вищим, ніж прогноз, унаслідок більш високих темпів зростання вартості інших складових адміністративно регульованої інфляції. Насамперед вищими, ніж очікувалися, темпами зростали ціни на тютюнові вироби (41.1% р/р), що передусім пояснюється проблемами з дистрибуцією в попередні місяці. Також прискорилося зростання цін на алкогольні напої (до 17.2% р/р) унаслідок введення в дію Урядом постанови про збільшення мінімальних цін на цю продукцію з 9 вересня. Крім того, пришвидшилося зростання цін на хліб (до 18.4% р/р) унаслідок зростання витрат, у тому числі на оплату праці. Збільшилися також темпи зростання вартості залізничних пасажирських перевезень (до 7.4% р/р) через зростання вартості додаткових послуг (постільної білизни, комісійного збору під час продажу квитків) та автомобільних пасажирських перевезень (до 23.2% р/р), зокрема на тлі зростання тарифів на проїзд у міському транспорті в Києві та інших містах.

Ціни на паливо, як і очікувалось, сповільнили зростання до 12.4% р/р завдяки здешевленню нафти в попередні місяці та на тлі підвищення бази порівняння. Однак у другій половині кварталу тенденції змінилися, і зростання цін на паливо дещо перевищило прогноз. Насамперед це відбулося через стрімке зростання цін на скраплений газ в умовах його дефіциту в серпні, а також зростання цін на інші види палива у вересні через зростання цін на нафту та послаблення гривні до євро (акцизний податок відповідно до законодавства розраховується в євро).

Індекс цін виробників

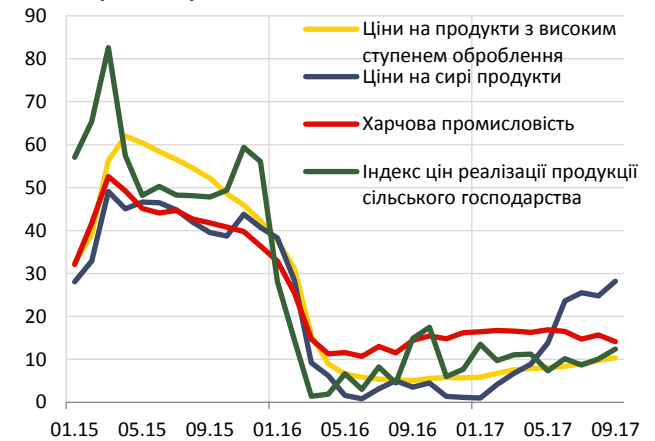
У червні – вересні 2017 року зростання індексу цін виробників продовжило сповільнюватися (до 22.4% р/р у вересні з 27.1% р/р у травні). Як і в попередні місяці, динаміка індексу цін виробників визначалася насамперед впливом цінових

Основні компоненти небазового ІСЦ, % річна зміна



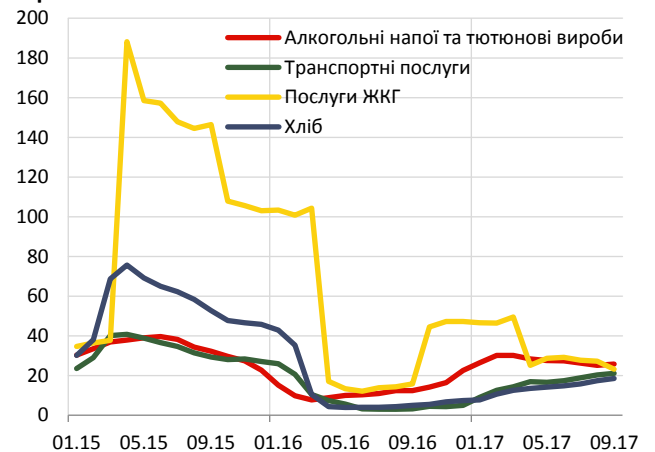
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ.

Компоненти адміністративно регульованих цін і тарифів, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

тенденцій на світових товарних ринках у зв'язку зі значною експортною орієнтованістю вітчизняних підприємств, але була різноспрямованою за окремими галузями промисловості. Зниженню темпів зростання ІЦВ також сприяли незмінні тарифи на вантажні перевезення залізничним транспортом.

Річні темпи зростання цін у добувній промисловості дещо прискорилися (до 35.1% р/р). Зокрема через підвищення світових цін на залізну руду зросли ціни в добуванні металевих руд (29.3% р/р), а під впливом збільшення світових цін на нафту прискорилося зростання цін у добуванні сировини нафти і природного газу (до 13.3% р/р). Крім того, підвищення світових цін та скорочення запасів в Україні зумовили суттєве збільшення темпів зростання цін у добуванні кам'яного вугілля.

Зростання світових цін та цін у попередніх ланках виробничого процесу призвело до високих темпів зростання вартості продукції у металургійному виробництві (на 30.9% р/р). Водночас темпи зростання цін у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення уповільнилися (до 46.7% р/р порівняно з 79.5% р/р у травні), через сприятливу базу порівняння.

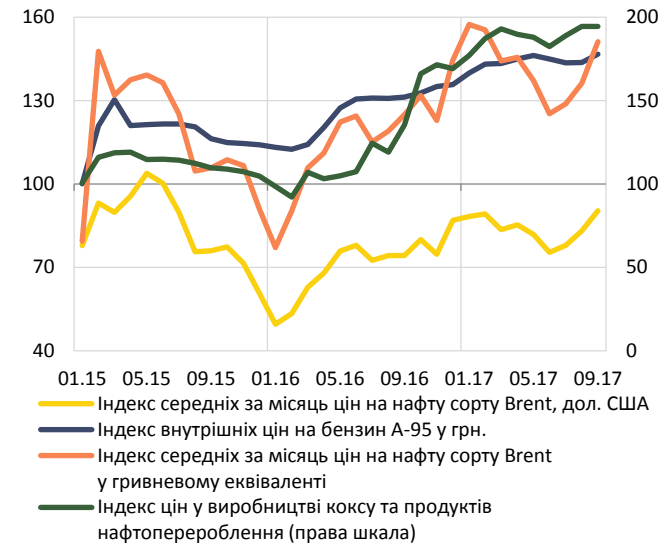
Зростання цін у хімічній промисловості України також прискорилося (до 17.9% р/р), що зумовлено підвищенням цін на добрива на світових ринках та відновленням дії антидемпінгових мит на азотні добрива з Російської Федерації. Крім того, прискорилося зростання цін у виробництві автотранспортних засобів (до 17.9% р/р), серед інших чинників, через підвищення попиту на цю продукцію. Також суттєво прискорилося зростання цін у виробництві електричного устаткування (до 17.0% р/р), що може бути пов'язано з дефіцитом графітових електродів на світових ринках.

Водночас зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря уповільнилося до 20.8% р/р у вересні (з 37.9% р/р у травні). Це пояснюється зокрема збереженням високої частки атомної генерації в загальному виробництві електроенергії.

Зростання цін у харчовій промисловості помірно сповільнилося (до 14.1% р/р у вересні з 16.9% р/р у травні). Зокрема уповільнилося зростання цін у виробництві цукру (до 12.4% р/р), що може пояснюватися розпродажем запасів продукції попереднього сезону. Крім того, уповільнилися темпи зростання цін у виробництві молочних продуктів (до 25.7% р/р) передусім на тлі високої бази порівняння. Однак прискорилося зростання цін у виробництві напоїв (до 17.3% р/р) унаслідок підвищення мінімальних цін на алкогольні напої, а також у виробництві м'ясних продуктів (до 29.5% р/р) та хлібобулочних виробів (до 15.7% р/р).

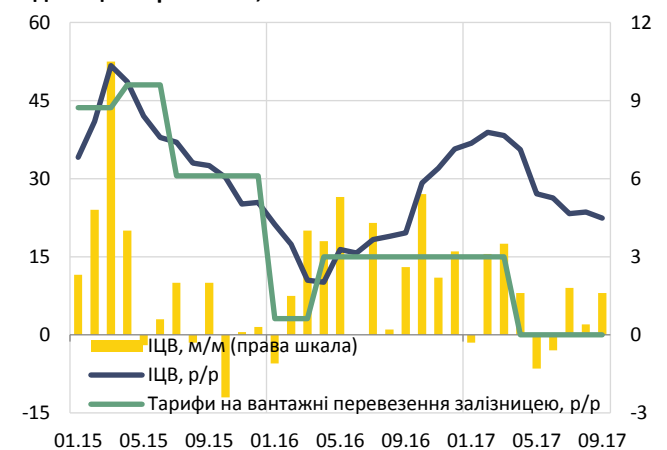
Зростання ІЦВ у цілому мало відносно незначний вплив на ціни споживачів¹³. Загалом, за оцінками НБУ, лише динаміка цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів має тісний взаємозв'язок з компонентою ІСЦ "продукти харчування та безалкогольні напої".

Індекси цін на бензин та нафту (12.2014 = 100)



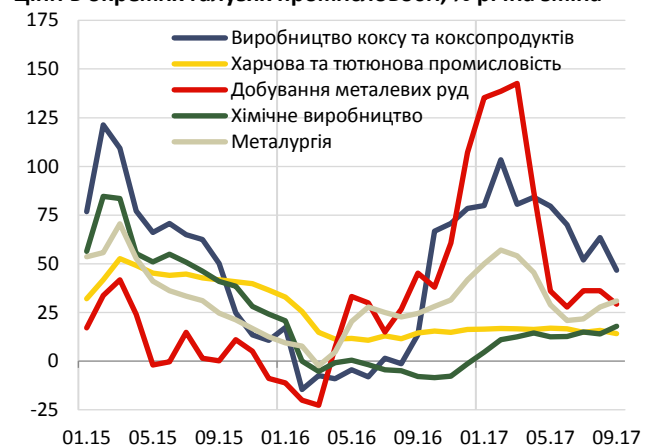
Джерело: ДССУ; Thomson Reuters Datastream.

Індекс цін виробників, %



Джерело: ДССУ.

Ціни в окремих галузях промисловості, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

¹³ Детальніше про вплив промислової інфляції на споживчі ціни див. Інфляційний звіт (липень 2016 року), стор. 16 – 17.

Дефлятор ВВП

У II кварталі 2017 року, попри певне уповільнення, дефлятор ВВП залишався на високому рівні (20.0% р/р).

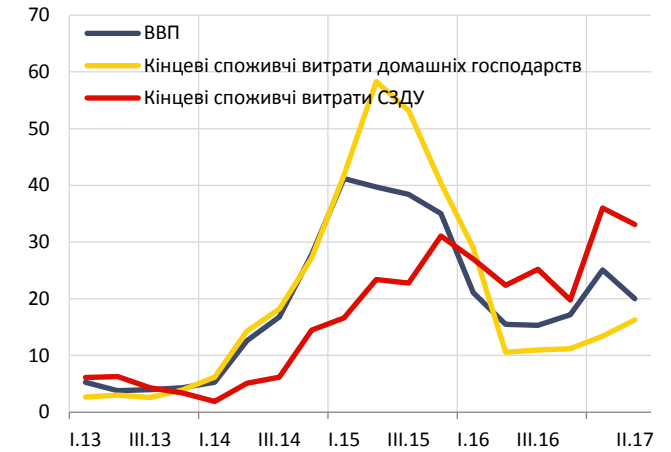
Насамперед це було зумовлено вищими, ніж рік тому, цінами на товари українського експорту. Темпи зростання цін на імпортовані товари та послуги також залишалися високими, що було зумовлено як високим інвестиційним попитом, так і підвищенням цін на імпортоване вугілля. Відповідно, дещо прискорився і дефлятор валового нагромадження. Додатковим чинником було впевнене зростання цін на будівельно-монтажні роботи з огляду на суттєвий приріст інвестицій у будівництво.

Крім того, високими темпами, незважаючи на незначне уповільнення в II кварталі 2017 року, зростав дефлятор кінцевих споживчих витрат сектору загального державного управління. Це передусім пояснюється високими темпами зростання заробітних плат у СЗДУ через двократне підвищення МЗП з початку року. Відповідно значно вищими, ніж дефлятор ВВП, були показники дефляторів у секторах, які переважно фінансуються з державного бюджету, а саме «Державне управління і оборона» (33.4%), «Освіта» (48.5%), «Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги» (36.6%).

Прискорився і дефлятор кінцевих споживчих витрат домашніх господарств, насамперед через вплив факторів пропозиції на зміну споживчих цін та поживлення споживчого попиту.

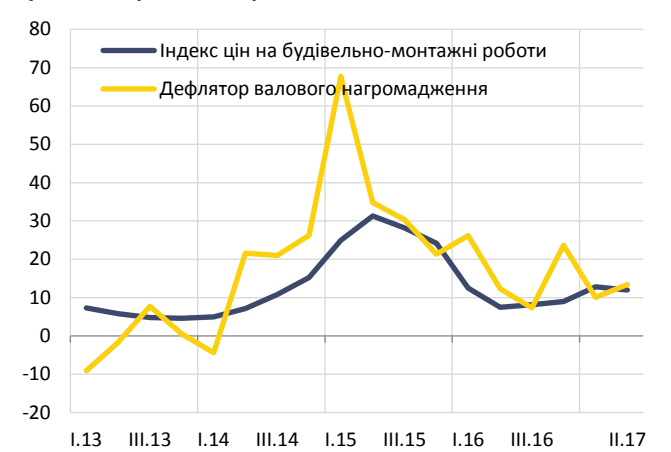
Зростання цін у сільському господарстві незначно уповільнилося, однак продовжило визначатися зовнішнім попитом. Так нижчі, ніж у минулому році, світові ціни на окремі зернові компенсували стрімке прискорення цін на продукцію тваринництва на тлі значних обсягів експорту. З урахуванням уповільнення зростання цін на газ у II кварталі 2017 року дефлятор зміни запасів також дещо уповільнився.

Дефлятори ВВП та кінцевих споживчих витрат, % річна зміна



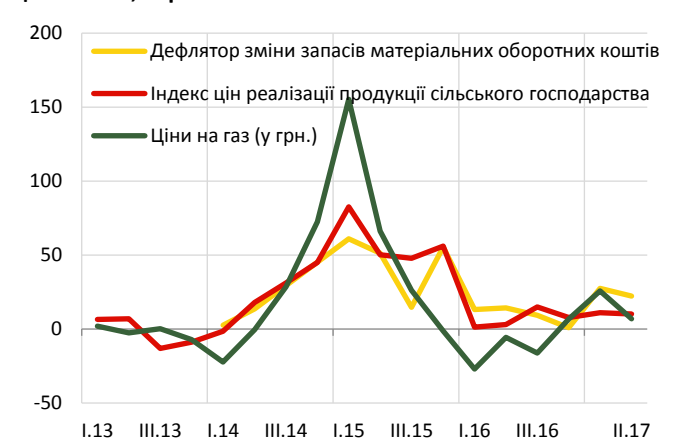
Джерело: ДССУ.

Дефлятор валового нагромадження та індекс цін на будівельні роботи, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

Дефлятор запасів, індекс цін у сільському господарстві та ціни на газ, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни на газ – ціни імпорту газу в гривневому еквіваленті

2.2.2. ПОПИТ І ВИПУСК

У II кварталі 2017 року зростання реального ВВП становило 2.3% р/р та було вищим, ніж оцінки НБУ, опубліковані в Інфляційному звіті за липень 2017 року. Основним чинником зростання ВВП стало відновлення внутрішнього попиту, яке також перевершило оцінки НБУ. Активізувалося приватне споживання та тривало зростання інвестицій високими темпами. Відповідно, найвиразніше зростання ВДВ демонстрували орієнтовані на внутрішній попит сектори, а саме будівництво, торгівля та низка секторів послуг.

Пожвавлення внутрішнього попиту стимулювало імпорт, тоді як фізичні обсяги експорту товарів та послуг очікувано знизилися внаслідок негативного впливу припинення торгівлі з НКТ та захоплення деяких підприємств на тих територіях (за оцінками Національного банку найвідчутливішим цей вплив був саме в II кварталі 2017 року). Тому від'ємний внесок чистого експорту в змiну ВВП збільшився (до 3.6 в. п.). Структурні зміни, пов'язані із припиненням торгівлі з НКТ, матимуть негативний вплив на економічне зростання протягом усього 2017 року. Однак наявні мікродані (на рівні окремих металургійних заводів) свідчать про більш швидке, ніж передбачалося, пристосування металургійних підприємств до нових умов та переорієнтацію на нові джерела постачання сировини. Вагомим фактором підтримки реального сектору було також поліпшення зовнішньої цінової кон'юнктури.

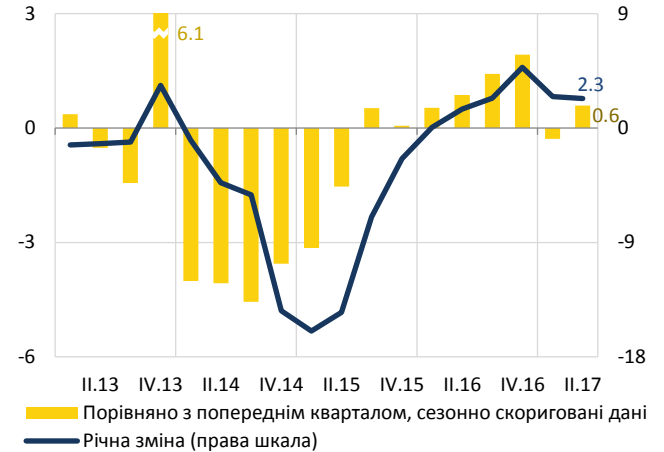
У III кварталі тривало зростання інвестицій та споживчого попиту. У промисловості показники випуску залишалися близькими до минулорічних: збільшення обсягів виробництва за широким спектром галузей, у тому числі в машинобудуванні та хімічній промисловості, майже компенсувало падіння випуску в гірничо-металургійному комплексі та виробництві електроенергії. У рослинництві спостерігалася нижча врожайність у цьому році, а в тваринництві тривало суттєве падіння в свинарстві. За оцінками НБУ, зростання ВВП у III кварталі сповільнилося до близько 2% у річному вимірі.

Внутрішній попит

З середини 2015 року триває поступове відновлення економіки України з глибокої кризи. У першому півріччі 2017 року реальний ВВП збільшився на 2.4% р/р. Як і попереднього року, локомотивом зростання вітчизняної економіки був внутрішній попит. Його інвестиційна складова зростала особливо значними темпами. У II кварталі 2017 року зростання валового нагромадження основного капіталу прискорилося до 23.7% р/р, попри очікування Національного банку, що інвестиції поступово збавлятимуть темп протягом 2017 року на тлі високої бази порівняння. Питома вага інвестицій у ВВП сягнула майже 19%¹⁴ після значного недоінвестування в період за 2014 – 2015 роки (відповідна частка опускалася майже до 13%).

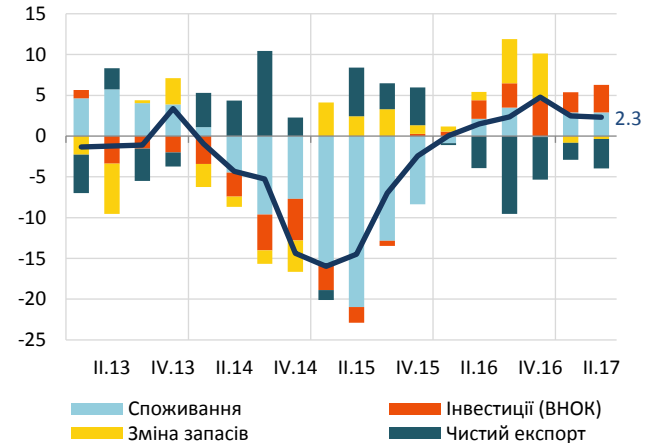
Підтримували інвестиції стрімке поліпшення ділових очікувань підприємств, які в III кварталі 2017 року сягнули найвищого рівня з середини 2013 року, а також покращення фінансових результатів підприємств: у першому півріччі 2016 року вперше за два з половиною роки економіка прозвітувала про позитивні

Реальний ВВП, %



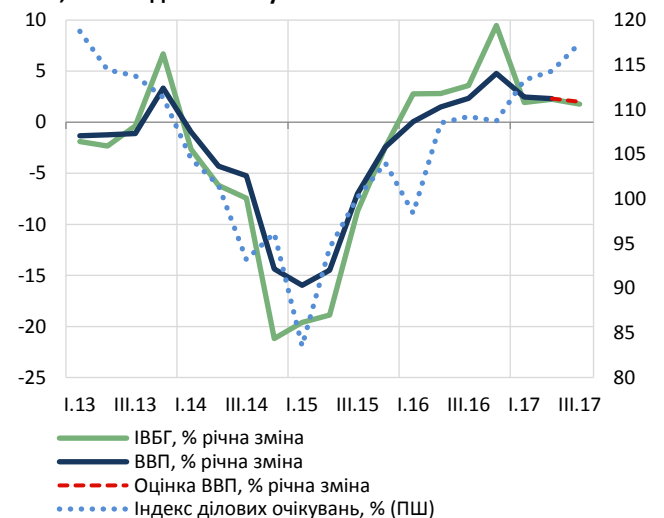
Джерело: ДССУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

ІВБГ, ВВП та ділові очікування



Джерело: ДССУ; розрахунки та опитування НБУ.

¹⁴ На основі сезонно скоригованих даних.

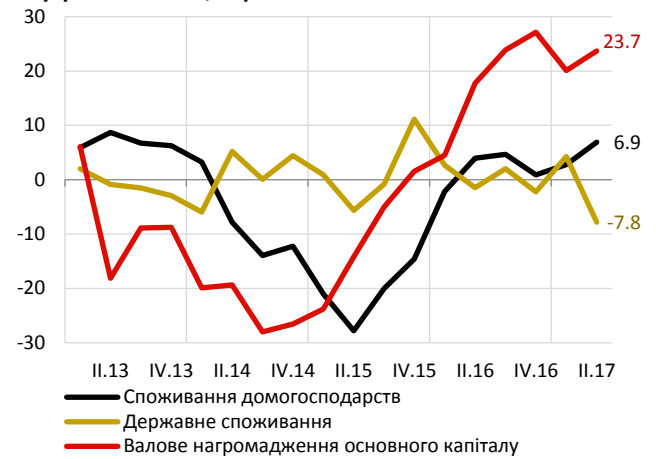
фінансові результати, і в першому півріччі 2017 року такі результати продовжили поліпшуватися. Цьому сприяло підвищення світових цін на товарних ринках, зокрема на сталеву продукцію, а також суттєві надходження від експорту сільськогосподарської продукції на тлі високого врожаю минулого року. Це надало значний поштовх інвестиціям, оскільки лєвова частка капіталовкладень (у II кварталі 2017 року – 73%), як і раніше, фінансувалася за рахунок власних коштів підприємств. Порівняно з відповідним кварталом минулого року зросла частка інвестицій за рахунок бюджетних коштів (з 5% до майже 9%), адже за рахунок бюджетних видатків реалізовувалися капітальні проекти, у тому числі завдяки видаткам бюджету на об’єкти дорожньо-транспортної інфраструктури. У структурі джерел фінансування інвестицій майже не змінилася частка коштів населення на будівництво житла (дещо більше 8%), хоча приріст інвестицій у житлову нерухомість був суттєвим (на 26.8% р/р) на тлі активного житлового будівництва та розширення пропозиції житла. Внесок іноземного інвестування та банківського кредитування у відновлення інвестицій був незначним.

У II кварталі 2017 року найвищими темпами продовжили зростати інвестиції в машини та обладнання, незважаючи на уповільнення до 33.5% р/р. Освоєння таких інвестицій зазнало найглибшого падіння в середині 2014 року, коли їх частка в структурі валового нагромадження основного капіталу зменшилася до 35.5%. Однак з часом сформувався стійкий тренд до зростання вкладень у засоби виробництва і відповідна частка вже станом на II квартал 2017 року перевищувала 47%. Переважно підприємства оновлювали критично застарілі основні фонди, у тому числі через недоінвестування в 2014 – 2015 роках. Водночас багато видів діяльності інвестували з метою збільшити продуктивність (зокрема такими можуть бути інвестиції в сільському господарстві з метою підвищення врожайності в рослинництві та продуктивності в тваринництві, а також інвестиції в промисловості з метою скорочення ресурсоемності виробництва тощо), або зіткнувшись з потребою переоснащення в умовах посиленої конкуренції чи пошуку нових ринків збуту.

Зростання інвестицій у сільському господарстві та промисловості на тлі високої бази порівняння пригальмувалося до 30% р/р та 20% р/р відповідно. Маючи найбільшу вагу в економіці, ці сектори залишалися основними вкладниками у загальний приріст капітальних інвестицій. Тим не менше, у II кварталі 2017 року більшість інших видів діяльності випереджала промисловість та аграрний сектор за темпами приросту інвестицій. Зокрема суттєво зростали інвестиції в державному секторі або у видах діяльності, значною мірою представлених державною власністю, а саме “Державне управління й оборона”, “Освіта”, “Охорона здоров’я”, “Мистецтво, спорт, розваги та відпочинок” (приріст інвестицій за цими напрямками становив 47% – 79% р/р).

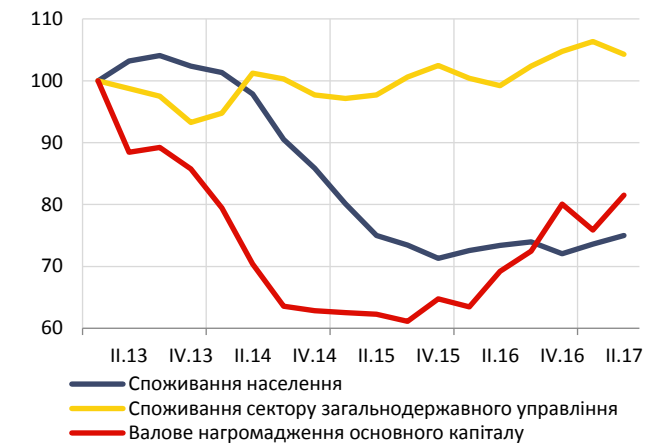
У II кварталі тривала реалізація за кордон та переробка на внутрішніх ринках запасів рекордного минулорічного врожаю сільськогосподарської продукції. Тому в звітному періоді зберігся незначний від’ємний внесок зміни запасів у ВВП (0.3 в. п.).

Внутрішній попит, % річна зміна



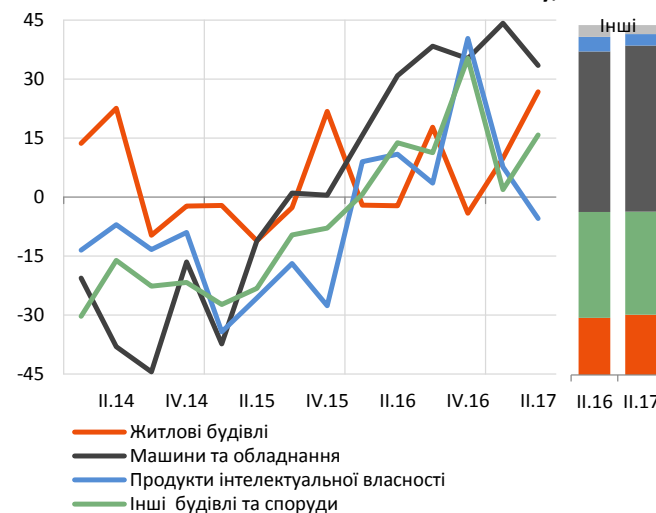
Джерело: ДССУ.

Інвестиції та споживання (сезонно скориговані індекси: I.2013=100)



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Валове нагромадження окремих видів основного капіталу, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Структура валового нагромадження основного капіталу, в. п.



Зростання споживчого попиту населення прискорилося у II кварталі (до 6.9% р/р). Попри сповільнення зростання реальних наявних доходів (до 1.7% р/р), зростання споживання населення було підтримане поліпшенням споживчих настроїв, середньоквартальний рівень яких перебував на максимумі з середини 2014 року¹⁵. Зокрема населення мало позитивні очікування щодо зміни власного фінансового становища. Підтримувалися більші обсяги споживання також за рахунок заощаджень попередніх періодів.

Активізація споживчого попиту зумовила зростання реальних кінцевих споживчих витрат домогосподарств у II кварталі 2017 року практично за всіма цілями. Зокрема, стрімкими темпами зростали витрати на товари домашнього вжитку (на 24% р/р), збереглися високі темпи зростання витрат на алкоголь і тютюн та продукти харчування (відповідно, 10.3% р/р та 5.9% р/р). Суттєво зросли витрати на охорону здоров'я (до 27% р/р). Відновилося зростання витрат населення на послуги ЖКГ (на 3.7% р/р) після значного спаду в попередньому кварталі, оскільки за теплих погодних умов у I кварталі споживалися низькі обсяги послуг теплопостачання.

Водночас споживчі витрати сектору загальнодержавного управління (як індивідуальні, так і колективні витрати) відновили падіння (на 7.8% р/р), відображаючи стриману фіскальну політику.

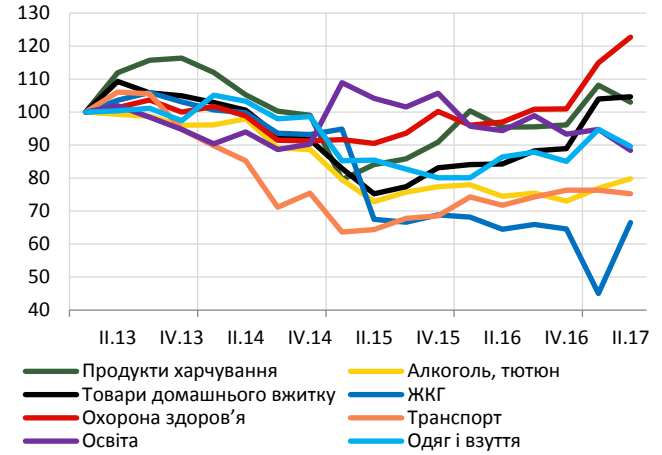
Від'ємний внесок чистого експорту у II кварталі збільшився до 3.6 в.п. Погіршення показників зовнішньої торгівлі продовжило відображати негативний вплив припинення торгівлі з непідконтрольними територіями та вищі обсяги закачування природного газу порівняно з відповідним періодом минулого року. Так приріст імпорту, насамперед за рахунок енергоносіїв, прискорився до 4.6% р/р, а зниження експорту поглибилося до 2.1% р/р.

Випуск

У розрізі видів діяльності найшвидше зростала ВДВ орієнтованих на внутрішній ринок секторів. Прискорилося зростання ВДВ будівництва (до 28.8% р/р), підтримане стійким інвестиційним попитом. Прискорення зростання внутрішнього споживання стимулювало торгівлю (зростання ВДВ несуттєво прискорилося до 3.8% р/р) та сектори послуг, за винятком тих, які фінансуються видатками бюджету (державне управління та оборона; освіта; охорона здоров'я; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок). Відновилося незначне зростання ВДВ фінансової та страхової діяльності зокрема через поліпшення показників прибутковості банків.

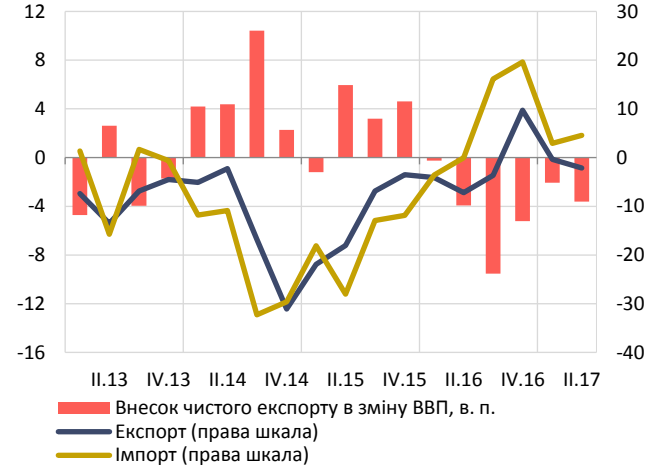
У промисловості збереглися від'ємні темпи зростання ВДВ (0.4% р/р) унаслідок падіння в галузях ГМК та енергетики після розриву торговельно-транспортних зв'язків з непідконтрольними територіями Донбасу, а також захоплення низки підприємств на тих територіях на початку року. У розрізі металургійного виробництва суттєво знизилися обсяги виробництва чавуну, сталі та феросплавів (у середньому на 17% р/р), однак продовжили зростати обсяги виробництва товарів з порівняно високою доданою вартістю, а саме труб, порожнистих профілів, фітингів зі сталі та готових металевих виробів, крім машин і устаткування (з темпами 10% – 29% р/р).

Реальні кінцеві споживчі витрати домогосподарств за цілями (сезонно скоригований індекс: I.2013=100)



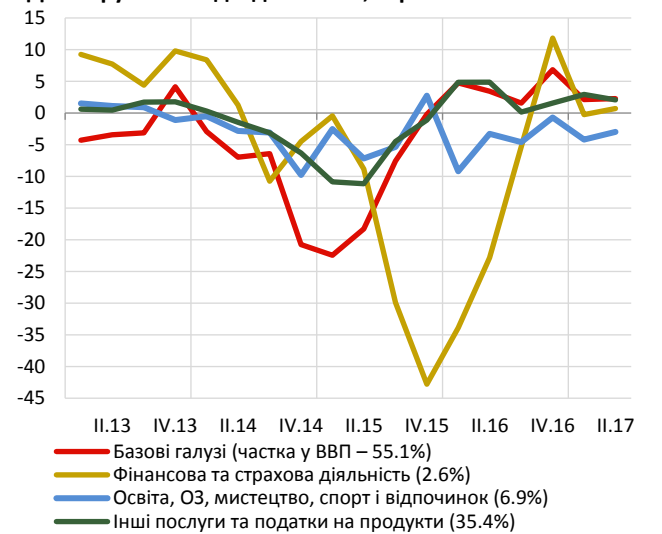
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

ВДВ за групами видів діяльності, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

¹⁵ За опитуваннями GfK Ukraine.

Інші галузі промисловості демонстрували нарощування випуску в річному вимірі. Зокрема зростали обсяги машинобудування, у тому числі завдяки збільшенню випуску автомобільного та залізничного транспорту.

У сільському господарстві падіння ВДВ поглибилося до 2.9% р/р. Складною залишалася ситуація в тваринництві, зокрема погіршувався стан свинарства, у тому числі через подальше поширення АЧС. Рослинництво почало обліковуватися лише наприкінці II кварталу та характеризувалося падінням обсягів виробництва через більш пізній початок збиральної кампанії порівняно з минулим роком.

Оцінки III кварталу 2017 року

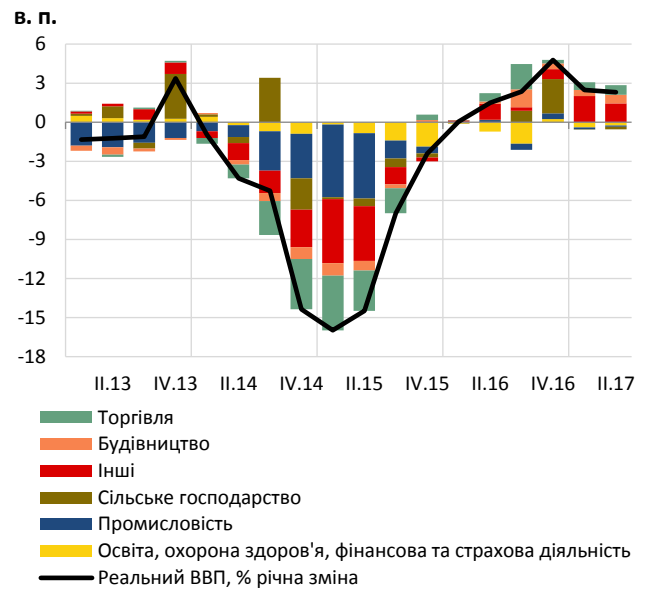
У III кварталі, за оцінками НБУ, тривало зростання реального ВВП у сезонно скоригованому вимірі порівняно з попереднім кварталом на тлі покращення зовнішніх умов, споживчих та ділових очікувань. У річному вимірі однак зростання ВВП продовжило помірно сповільнюватися (до близько 2% р/р) насамперед під впливом підвищення бази порівняння.

Ділові очікування підприємств у III кварталі поліпшувалися, зокрема очікування щодо інвестицій. Отже готовність підприємств до капіталовкладень зростала, однак на тлі підвищення бази порівняння очікується послаблення темпів зростання інвестицій. Про це свідчила фактична динаміка обсягів будівельних робіт, які пригальмували зростання в реальному вимірі.

Споживчий попит, за оцінками Національного банку продовжив зростати в річному вимірі з огляду на стійкий приріст роздрібного товарообороту.

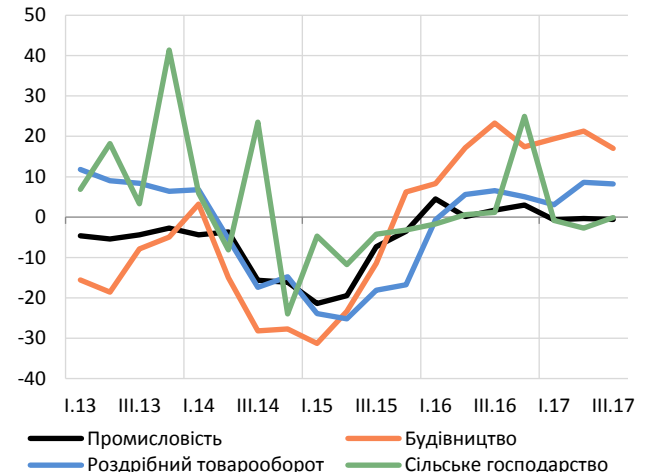
У промисловості показники випуску залишалися близькими до минулорічних, однак в окремих галузях динаміка змінилася порівняно з попереднім кварталом. Протягом II – III кварталів 2017 року ситуація в металургії розвивалася краще, ніж це передбачалося прогнозом Національного банку щодо ефекту від розриву торговельно-транспортних зв'язків на сході країни, навіть на тлі непередбачуваної зупинки Дніпровського металургійного комбінату з кінця березня до кінця липня. По-перше, металургійні підприємства досить швидко переходили на альтернативні джерела постачання сировини. По-друге, у III кварталі відбулося стрімке зростання цін на зовнішніх ринках металів, що знайшло відображення в зростанні завантаженості металургійних підприємств. Відповідно, у III кварталі зріс попит на електроенергію, підтриманий розширенням її пропозиції, у тому числі за рахунок теплової генерації. Відновив зростання випуск хімічних підприємств завдяки запуску окремих підприємств після тривалого простою¹⁶. Обсяги виробництва в машинобудуванні зростали, однак дещо повільнішими темпами. Найбільше зростав випуск автомобільного та залізничного транспорту, вказуючи на стійкий внутрішній інвестиційний попит. Харчове виробництво суттєво збавило темпи внаслідок скорочення обсягів виробництва м'яса (див. вставку «Тиск на інфляцію з боку пропозиції: ситуація в тваринництві» на стор. 22), а також борошна та цукру.

Внески ВДВ видів діяльності в річну зміну реального ВВП,



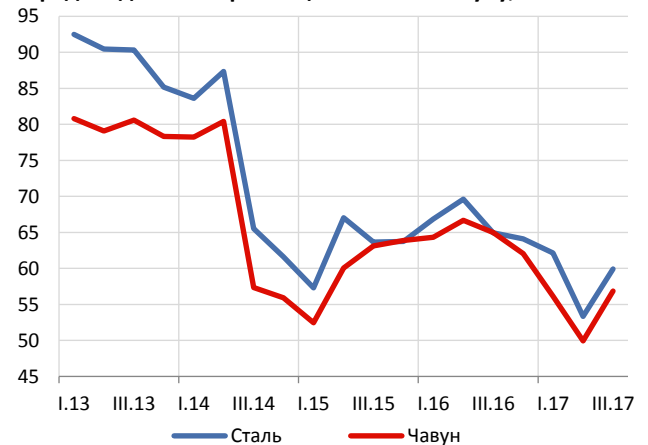
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Випуск в окремих видах діяльності, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Середньодобове виробництво сталі та чавуну, тис. т*



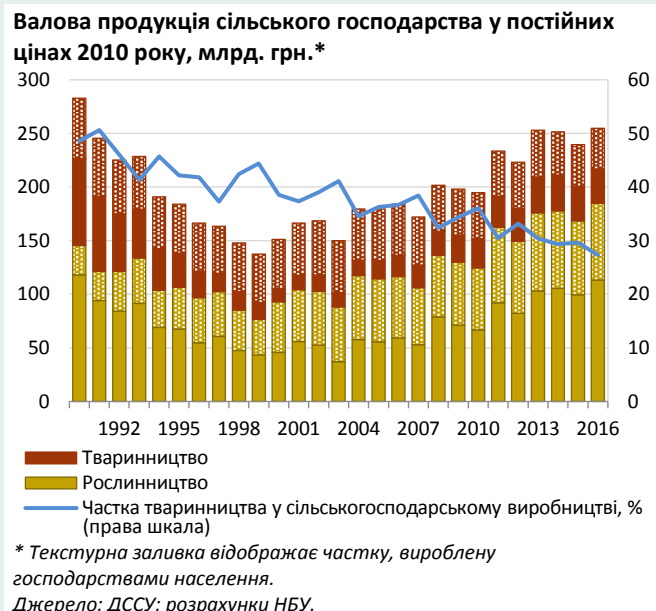
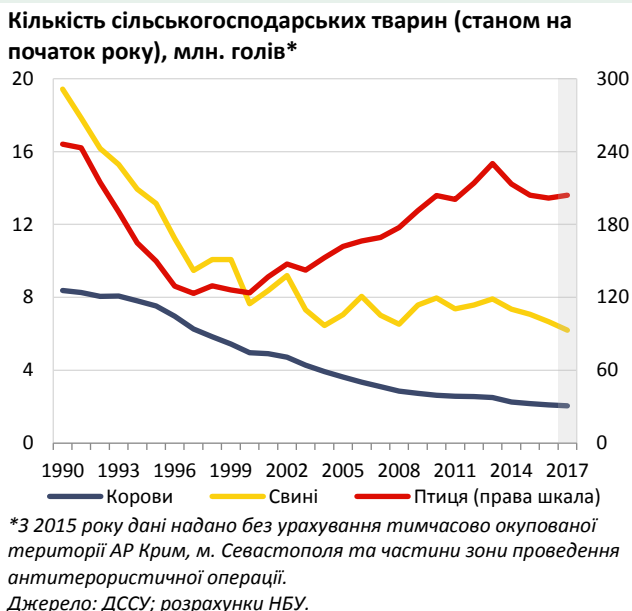
*Середньодобові показники за місяць, які надано об'єднанням "Укрметалургпром", усереднено для кожного кварталу.
Джерело: Укрметалургпром; розрахунки НБУ.

¹⁶ У червні після п'ятирічного простою відновлено роботу заводу "Карпатнафтохім" (раніше ЛУКОР), який випускає етилен, поліетилен і ПВХ. Крім того, у III кварталі працювало більше підприємств-виробників добрив, ніж у відповідному періоді минулого року.

Вставка: Тиск на інфляцію з боку пропозиції: ситуація в тваринництві

Частка продуктів харчування тваринного походження в споживчому кошику ІСЦ на сьогодні становить близько 18%, саме тому суттєве зростання інфляції таких товарів може тимчасово спричиняти відхилення ІСЦ від траєкторії руху до цільових значень. Так майже чверть поточної споживчої інфляції пояснюється подорожчанням м'ясомолочної продукції, навіть за значного внеску адміністративно регульованих цін і тарифів. Зростання цін на молоко та молочну продукцію попри очікуване сповільнення (згідно з траєкторією прогнозу, оприлюдненого в Інфляційному звіті за липень 2017 року) залишаються високими (у вересні близько 28% р/р). Зростання вартості м'яса та м'ясопродуктів ще стрімкіше – рік тому інфляція таких товарів була менше 3% р/р, а станом на вересень поточного року перевищила 30% р/р.

Інфляційний тиск на ринку м'ясомолочної продукції значною мірою визначається ситуацією в тваринництві, де в більшості видів діяльності, крім птахівництва, продовжується падіння обсягів виробництва на тлі скорочення поголів'я, яке частково було компенсоване підвищенням продуктивності. Серед основних причин складної ситуації в цій галузі була низька рентабельність порівняно з рослинництвом¹⁷, зміни в оподаткуванні, зокрема відміна спецрежиму сплати ПДВ сільгоспвиробниками, а також періодичні ускладнення епізоотичної ситуації, зокрема стрімке поширення АЧС територією України протягом останніх двох років. Частка тваринництва у сільськогосподарському виробництві скоротилася з 49% у 1990 році до 27% у 2016 році. Однак роль галузі від цього не зменшилася, зокрема в контексті забезпечення продовольчої безпеки та формування цінової ситуації на споживчому ринку. Більше того, складна ситуація в тваринництві стала фундаментальним фактором порушення балансу між попитом та пропозицією на вітчизняному ринку м'ясомолочної продукції. Потенціал галузі став недостатнім для того, щоб компенсувати нестачу тварин на вирощуванні внаслідок суттєвого збільшення експорту та незначного поживлення внутрішнього споживання.



Утративши ринок Російської Федерації, вітчизняні виробники м'яса та молочної продукції переорієнтувалися на інші ринки збуту, зокрема інші країни СНД, країни Азії, Близького Сходу та ЄС. Суттєво розширити доступ до таких ринків вдалося саме в поточному році. Стимулювало нарощення експорту насамперед різке зростання світових цін на продовольство. Зокрема ціни на масло вершкове в доларовому вираженні в червні-липні поточного року зростали з темпами понад 100% р/р, тоді як у цілому вартість молочної продукції – з темпами близько 10% р/р. Ціни на курятину зростали у відповідному періоді з темпами понад 30% р/р, тоді як у цілому вартість м'ясної продукції – з темпами близько 10% р/р. Станом на вересень річна інфляція м'ясо-молочної продукції на світових ринках стала помірнішою, однак переважно через ефект від підвищення бази порівняння. Істотної корекції цін не відбувалося, а молочна продукція продовжувала дорожчати.

Іншим важливим чинником, який сприяв експорту, стало запровадження зони вільної торгівлі України з ЄС. Зокрема Україна значно наростила експорт курятини та масла вершкового до Нідерландів. Як результат, у цілому експорт курятини продовжив зростати (у січні – вересні 2017 року на 19% р/р) попри обмеження на постачання української продукції птахівництва в окремі країни (через фіксацію пташиного грипу). Експорт свинини та м'яса великої рогатої худоби зростає значно більшими темпами (у 2.6 раза та на 39% р/р відповідно). Досить стрімко набирає обертів

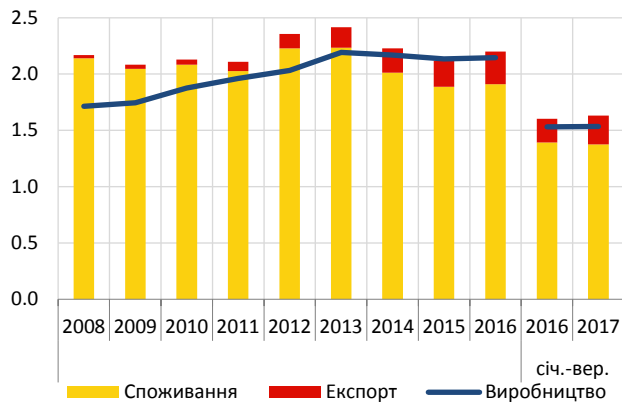
¹⁷ Згідно з даними ДССУ у 2016 році вирощування сільськогосподарських культур, за винятком картоплі, було прибутковим – рентабельність коливалася від 20% до 63%. Водночас у тваринництві прибутковим було лише виробництво молока, яєць, а також вирощування птиці на м'ясо, тоді як вирощування інших тварин на м'ясо було збитковим.

експорт молочної продукції: за січень – вересень 2017 року у 2.7 раза зріс експорт масла вершкового порівняно з відповідним періодом минулого року, на 38% р/р – експорт молочної сироватки, на 19% р/р – експорт сирів.

Зростання експорту не було підкріплене нарощуванням внутрішнього виробничого потенціалу. Хоча в галузі молочного скотарства з середини 90-х років майже невинно спостерігалось поліпшення продуктивності (у цілому надоя на одну корову зросли більше ніж удвічі), це не змогло компенсувати стрімке зниження поголів'я. У результаті зростання постачання молокопродукції за кордон відбувалося на тлі скорочення обсягів внутрішнього виробництва молока. У свою чергу дефіцит у сегменті яловичини та телятини визначався також уповільненням вирізання худоби в умовах підвищення закупівельних цін на молоко.

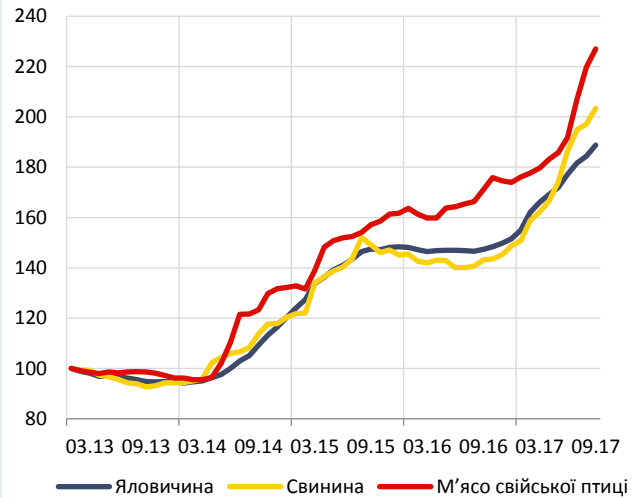
Отже, ціновий тиск на внутрішньому ринку м'ясної та молочної продукції формувався відразу за двома факторами пропозиції: експортери підіймали ціни, маючи вищі зовнішні цінові орієнтири, а фермери підвищували закупівельні ціни в умовах нестачі тварин забійних кондицій чи сирого молока. На цьому тлі інфляція цін на свинину, курятину та м'ясо великої рогатої худоби у вересні підвищилася до 42% р/р, 33% р/р та 28% р/р відповідно, а зростання вартості молока, кисломолочної продукції та сиру прискорилося до 28% р/р, 24% р/р та 23% р/р відповідно.

Обсяги виробництва, споживання та експорту м'яса, млн. т



*З 2015 року дані надано без урахування тимчасово окупованої території АР Крим, м. Севастополя та частини зони проведення антитерористичної операції.
Джерело: Проект ЄБРР зі сприяння ефективному політичному діалогу в м'ясному секторі України (meatbalance.org.ua); розрахунки НБУ.

Сезонно скориговані індекси цін на м'ясо, 01.2013=100

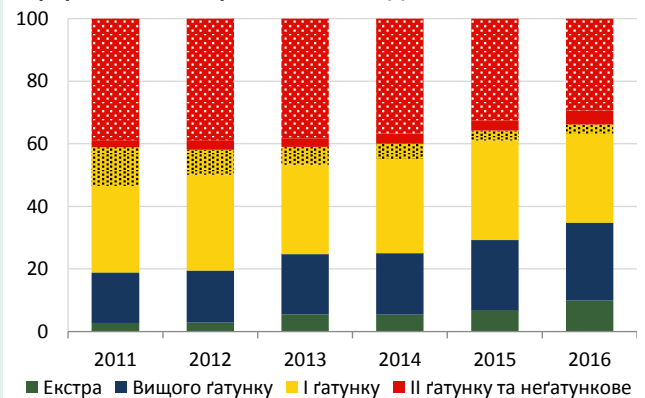


Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

На відміну від ринку м'яса та молока, на ринку яєць упродовж першої половини 2017 року спостерігався надлишок пропозиції. Обсяги виробництва яєць у цьому році почали зростати, тоді як продовжувала діяти заборона на експорт для окремих виробників. Саме тому ціни на яйця станом на липень 2017 року були майже на 10% нижчими, ніж минулого року. Водночас послаблення торговельних обмежень на продукцію українського птахівництва зумовили різке зростання цін на яйця в серпні-вересні 2017 року (на 37% р/р у вересні).

На прогнозованому горизонті Національний банк очікує певне збалансування між попитом на пропозицією на ринку сирій продукції. Стрімке підвищення закупівельних цін на м'ясо та молоко є передумовою для розвитку тваринництва та нарощування обсягів виробництва. Тим не менше, у вересні все ще зберігався значний спад у вирощуванні свиней, а також високими темпами зростає експорт поголів'я. Однак оскільки нарощення виробництва потребує певного часу можливе збереження тиску на ціни на м'ясо та м'ясну продукцію в умовах збереження високих обсягів експорту та поживлення внутрішнього споживання. На ринку молока та молочної продукції також очікується збереження інфляційного тиску, насамперед на початку 2018 року, коли набудуть чинності зміни до державних стандартів України (ДСТУ). Зокрема молоко другого ґатунку чи неґатункове не враховуватиметься в класифікації та відповідно не зможе надходити на переробні підприємства. Таке молоко становить близько 30% сировини, закупленої переробними підприємствами переважно у господарств населення, а отже дефіцит сировини на внутрішньому ринку може поглибитися.

Якість молока коров'ячого незбираного, купленого переробними підприємствами за ДСТУ 3662-97, %



* Текстурна заливка відображає частку молока, купленого у населення
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

2.2.3. РИНОК РОБОЧОЇ СИЛИ ТА ДОХОДИ ДОМОГОСПОДАРСТВ

З початку 2017 року на тлі поліпшення ділових очікувань підприємств, у тому числі щодо зайнятості, тривало зростання попиту на робочу силу. Однак у III кварталі зростання попиту мало переважно сезонний характер та визначалося збільшенням вакансій насамперед у будівництві, транспорті та сфері логістики.

Пропозиція робочої сили також розширилася, зокрема, частина економічно неактивного населення повернулася до пошуку роботи, у тому числі під впливом зростання заробітних плат. Разом із тим диспропорції між попитом і пропозицією на ринку праці зберігалися, тому рівень безробіття за методологією МОП у сезонно скоригованому вимірі майже не змінився, а порівняно з першим півріччям минулого року навіть дещо зріс.

З початку 2017 року зростання номінальних доходів населення підтримувалося високими темпами зростання заробітної плати. Однак інші види номінальних доходів населення мали мляву динаміку. Тому на тлі збереження високого рівня інфляції зростання реальних наявних доходів населення уповільнилося (до 1.7% р/р). Для підтримання рівня споживання домогосподарства і надалі витрачали накопичені раніше кошти, а саме активно продавали валюту, що зумовило зменшення заощаджень населення.

Ринок праці

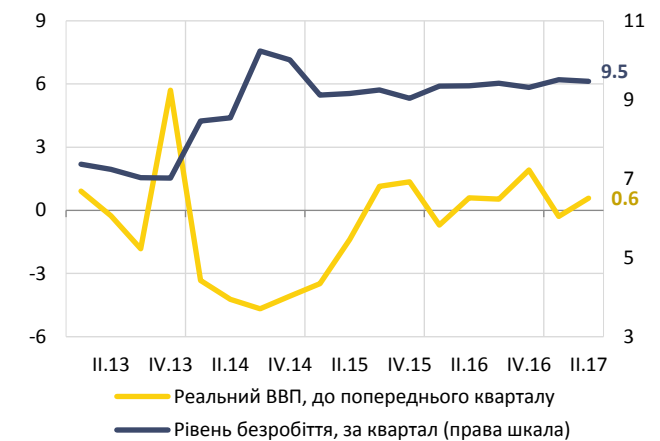
У III кварталі 2017 року зростання попиту за даними мережі Інтернет прискорилося порівняно з попереднім кварталом. Це переважно мало сезонний характер та визначалося, зокрема, сезонною активністю в будівництві, транспорті, сфері логістики та серед робочих спеціальностей. Водночас зростання попиту на робочу силу, за даними ДСЗУ, дещо уповільнилося, що може відображати менші темпи зростання кількості роботодавців, які співпрацювали з державними центрами зайнятості (на кінець вересня 2017 року їх кількість становила 154 тисячі, що становить приблизно половину всіх підприємств України).

Про збільшення попиту на робочу силу свідчать і результати опитування щодо ділових очікувань підприємств. Зокрема, у III кварталі очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців поліпшилися (найбільше в переробній промисловості, торгівлі та транспорті), що вплинуло на зростання кількості вакансій у цих видах діяльності.

Зростання кількості вакансій з початку 2017 року, згідно з даними сайтів пошуку роботи в мережі Інтернет, відбулося майже у всіх видах діяльності (окрім сфери нерухомості та страхування, які становлять лише 1% усіх вакансій). Найбільше зростання спостерігалось в будівництві, сфері логістики, транспорті, серед робочих спеціальностей, сфери обслуговування та в торгівлі через активізацію ділової активності (на початок жовтня частка вакансій у цих видах діяльності становила майже 70% від загальної кількості).

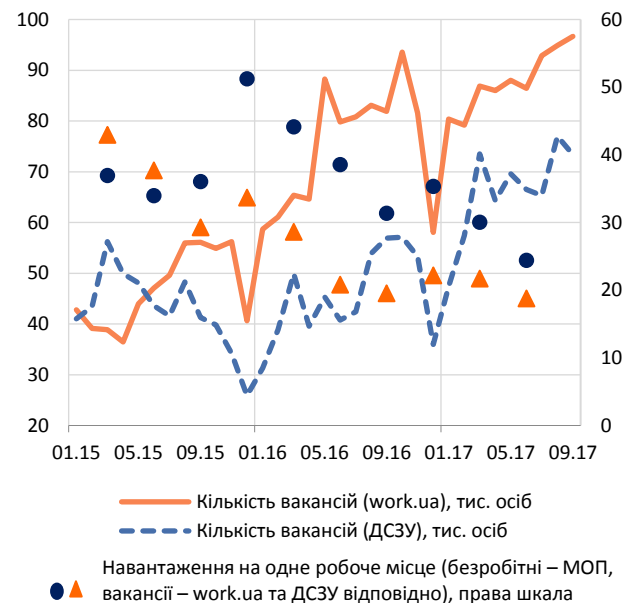
Разом з тим, на ринку праці зберігалися диспропорції між попитом та пропозицією, що були підкріплені високими кваліфікаційними вимогами, які висувають роботодавці до кандидатів на зайняття відповідних посад, а також рівнем заробітної плати, який не задовольняє пошукачів роботи. Про

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



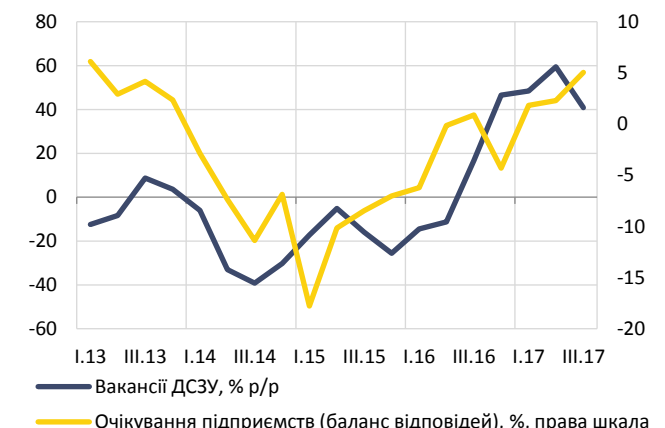
* У % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років.
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; work.ua; розрахунки НБУ.

Вакансії в ДСЗУ та очікування підприємств щодо зміни кількості працівників у наступні 12 місяців



Джерело: ДССУ; Опитування щодо ділових очікувань підприємств НБУ.

наявні диспропорції на ринку праці свідчать нерівномірність співвідношення між кількістю резюме та кількістю пропонуванних вакансій за різними сферами діяльності. Так, за даними сайтів пошуку роботи станом на початок жовтня 2017 року таке співвідношення залишалося найвищим у сфері юриспруденції (74 особи), секретаріату і діловодства (40 осіб), в освіті й науці (31 особа), у фінансовій та банківській сферах (32 особи).

Певні позитивні тенденції на ринку праці зумовили уповільнення темпів падіння кількості штатних працівників (становлять майже половину всіх зайнятих або 7.7 млн. осіб у серпні 2017 року). Це зокрема свідчить про адаптацію підприємств до структурних змін, якими на початку року були зростання витрат на оплату праці та припинення торгівлі з НКТ і захоплення підприємств на тих територіях.

У II кварталі 2017 року зниження чисельності економічно активного населення уповільнилося (до 0.3% р/р і становила 18 млн. осіб). Це переважно було пов'язано зі скороченням чисельності економічно неактивного населення¹⁸ – під впливом зростання заробітних плат, зокрема через підвищення МЗП, як і очікував НБУ, частина економічного неактивного населення повернулася до активного пошуку роботи. Таким чином, рівень економічної активності незначно збільшився (до 62.5%), у тому числі порівняно з I кварталом 2017 року попри несприятливі демографічні та міграційні тенденції.

Відповідно, розширення як пропозиції, так і попиту на ринку праці зумовило і більш повільне скорочення чисельності зайнятого населення (на 0.4% р/р до 16.3 млн. осіб). Проте, у статевому розрізі відбувалися різноспрямовані тенденції. Так, серед чоловіків скорочення зайнятого населення прискорилося (до 1.6% р/р), що може пояснюватися поширенням трудової міграції. Натомість серед жінок відбулося зростання зайнятого населення (на 0.8% р/р).

У II кварталі 2017 року в результаті сезонного зростання попиту на робочу силу (насамперед у сфері будівництва, транспорту та сільському господарстві) рівень безробіття за методологією МОП (у % до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) зменшився до 9.1%. Разом із тим у сезонно скоригованому вимірі рівень безробіття залишався на високому рівні (з початку 2016 року коливався у межах 9.3% – 9.5%). Водночас у середньому за I півріччя 2017 року рівень безробіття зріс на 0.2 в. п. порівняно з аналогічним періодом минулого року та становив 9.6%. При цьому суттєво зросла кількість безробітних серед осіб середнього віку (віком 30 – 49 років - на 17% р/р), що серед іншого може бути пов'язано із закриттям фізичних осіб-підприємців¹⁹.

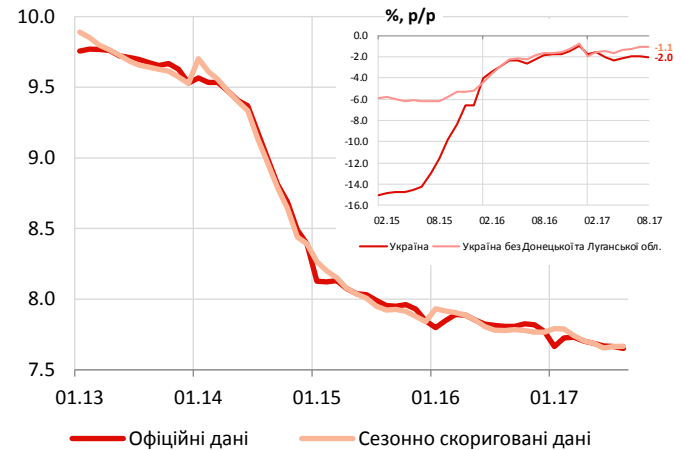
Зростання рівня безробіття в умовах поступового збільшення попиту на робочу силу також свідчить про збереження значних диспропорцій на ринку праці (регіональні, за видами економічної діяльності, за професійними групами). Так, найвищий рівень безробіття в першому півріччі 2017 року було зафіксовано серед молоді віком 15 – 24 роки (17.8% – через

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



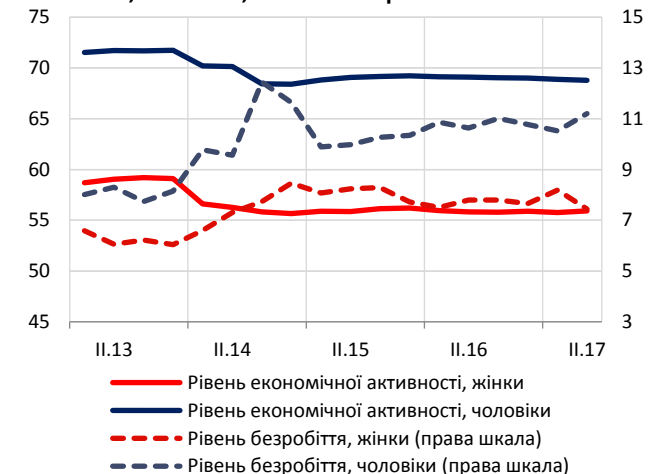
Джерело: work.ua; розрахунки НБУ.

Середньооблікова кількість штатних працівників, млн. осіб



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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.

¹⁸ 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.

¹⁹ 27.12.2016 були внесені зміни до законодавства щодо роботи ФОП (збільшення податкового навантаження): з 01.01.2017 ФОП мають сплачувати ЄСВ у розмірі 704 грн. на місяць, навіть за умов відсутності прибутку. За даними OpenDataBot.com за період з початку 2016 року свою роботу припинило майже 400 тисяч приватних підприємств (станом на 25.09.2017). Разом із тим розпочали діяльність 200 тисяч приватних підприємств.

складнощі в працевлаштуванні після навчання), у регіональному розрізі – у Луганській та Донецькій областях (відповідно 16.6% та 14.5%). Разом із тим, за даними ДСЗУ, станом на кінець серпня 2017 року близько 40% наявних вакансій було в м. Києві, Львівській, Дніпропетровській та Київській областях.

Доходи домогосподарств та заощадження

У II кварталі 2017 року зростання номінальних доходів населення уповільнилося (до 17.6% р/р). Насамперед це відбулося за рахунок соціальних трансфертів в натурі (темп їх зростання уповільнився більше ніж удвічі порівняно з попереднім кварталом до 20.1% р/р). Це було пов'язано з технічними причинами, пов'язаними з нарахуваннями субсидій у травні-червні в умовах змін до програми надання субсидій домогосподарствам на оплату послуг ЖКГ. Разом із тим частка соціальних допомог та інших одержаних поточних трансфертів у доходах населення дещо зросла порівняно з аналогічним періодом минулого року (до 15.1%), що пов'язано з ширшим охопленням кількості домогосподарств програмою житлових субсидій та збільшенням розмірів субсидій порівняно з попереднім роком.

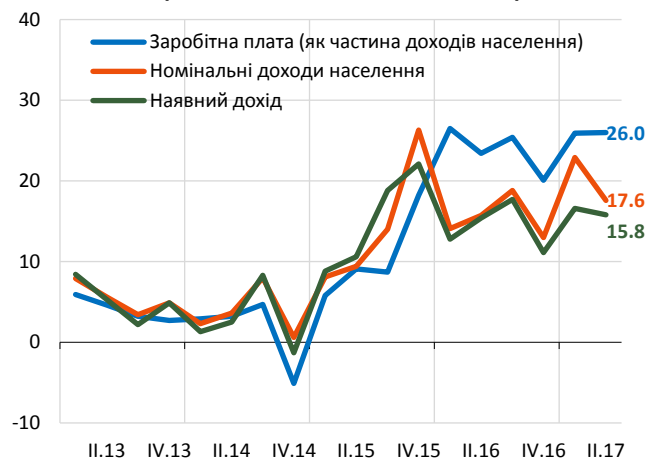
Також залишалися помірними темпи зростання номінальних доходів з інших джерел (доходи від ведення бізнесу – прибуток та змішаний дохід – збільшилися на 8.3% р/р), а доходи від власності продовжували знижуватися (на 14.2% р/р).

Найбільший внесок у зростання номінальних доходів населення мала заробітна плата²⁰ (зростання за II квартал становило 26% р/р). Другий квартал поспіль тривало збільшення частки заробітної плати в доходах населення (до 47.1%), у тому числі через підвищення з 01 січня 2017 року мінімальної зарплати у два рази (до 3 200 грн.).

Уповільнення зростання номінальних доходів на тлі високої інфляції спричинило більш повільне зростання реальних наявних доходів населення (до 1.7% р/р).

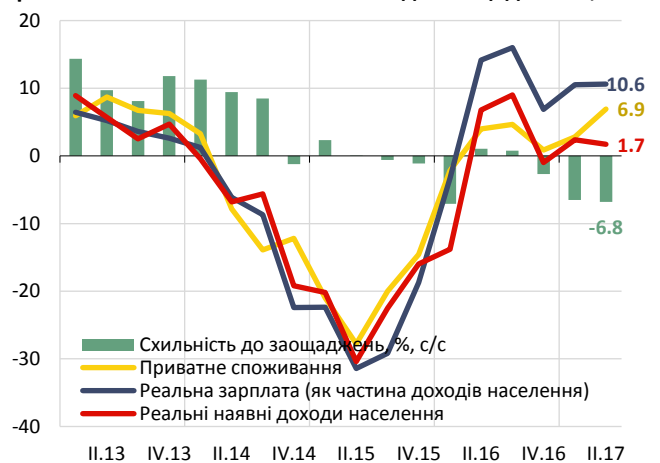
Попри низькі темпи зростання реальних наявних доходів населення, тривало поживлення приватного споживання домогосподарств. Цьому сприяли як підвищення заробітних плат та збільшення обсягів субсидій населенню, так і використання домогосподарствами накопичених раніше коштів для підтримки рівня споживання. Так, у II кварталі 2017 року обсяги заощаджень населення знизилися на 27.6 млрд. грн. Це відбулося переважно під впливом скорочення заощаджень в іноземній валюті. Водночас спостерігалось збільшення грошових вкладів домогосподарств, що відповідало тенденціям збільшення обсягу депозитів фізичних осіб у банках. Попри це, схильність населення до заощаджень залишалася від'ємною, що містить ризики подальшого посилення тиску на інфляцію з боку споживчого попиту.

Номінальна зарплата та доходи населення, % річна зміна



Наявний дохід = Номінальний дохід – соціальні трансферти в натурі – доходи від власності (сплачені) – поточні податки на доходи та майно
Джерело: ДССУ.

Реальні наявні доходи населення, реальна зарплата, приватне споживання та схильність до заощаджень*, %



* Співвідношення заощаджень і наявного доходу населення.

Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Приріст заощаджень населення, млрд. грн.



Джерело: ДССУ.

²⁰ 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).

Вставка: Основні параметри пенсійної реформи

11 жовтня 2017 року набув чинності [Закон України №2148-VIII «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення пенсій»](#). Необхідність продовження пенсійної реформи була зумовлена глибокими проблемами пенсійної системи України та негативним впливом її стану на державні фінанси. Зокрема за високого рівня пенсійних видатків (біля 10% ВВП у 2016 році) індивідуальні пенсії здебільшого залишалися відносно низькими²¹, навантаження на економіку та працюючих суттєво зросло (один працюючий у формальному секторі наразі утримує майже одного пенсіонера²²), існував значний розрив у рівнях забезпечення між спеціальними та трудовими пенсіями, а також високою стала потреба в системній підтримці Пенсійного фонду бюджетними коштами²³.

Пенсійна реформа змінила окремі параметри функціонування першого (солідарного) рівня пенсійної системи.

З 2018 року змінюються умови призначення пенсій за віком, що в довгостроковій перспективі має стабілізувати ситуацію з надходженнями та витратами Пенсійного фонду. Зокрема:

- збільшено мінімальний страховий стаж для призначення пенсії за віком: з 15 до 25 років з 01.01.2018 та з подальшим зростанням тривалості на 1 рік до досягнення мінімального стажу 35 років з 01.01.2028 ;
- збережено право виходу на пенсію за віком при досягненні 60 років²⁴ за наявності повного страхового стажу. У випадку відсутності повного страхового стажу право на призначення пенсії матимуть особи після досягнення 63 років або 65 років у залежності від наявного страхового стажу. У разі наявності 40 і більше років страхового стажу пенсія за віком призначатиметься з 01.01.2028 незалежно від віку;
- зменшено величину оцінки одного року страхового стажу²⁵: з 1.35% до 1%;
- запроваджено щорічну індексацію пенсій²⁶;
- змінено максимальну величину бази нарахування єдиного внеску: з 25 розмірів прожиткового мінімуму для працездатних осіб на 15 розмірів МЗП²⁷;
- скасовано спеціальні пенсії для одних категорій (зокрема це народні депутати України, посадові особи місцевого самоврядування, дипломатичні працівники, працівники ЗМІ, наукові та науково-педагогічні працівники) та право на пенсію за вислугу років для інших (зокрема це працівники освіти, охорони здоров'я, соцзабезпечення, спортсмени).

Ключові зміни були спрямовані на подолання розриву між трудовими пенсіями, призначеними у різні роки (так зване осучаснення пенсій), зокрема з 1 жовтня 2017 року:

- запроваджено перерахунок раніше призначених трудових пенсій із застосуванням середньої заробітної плати (доходу), з якої сплачено страхові внески, обчисленої як середній показник за 2014, 2015 та 2016 роки (тобто 3764.4 грн.) із застосуванням величини оцінки одного року страхового стажу в розмірі 1% (замість 1.35%);
- підвищено виплати у зв'язку із збільшенням прожиткового мінімуму для непрацездатних громадян (підвищення відбулося на два місяці раніше, ніж це було передбачено, а розмір прожиткового мінімуму, встановленого на 01.12.2017 року, додатково збільшено на 79 грн.);
- скасовано оподаткування пенсій для працюючих пенсіонерів та унормовано питання виплати пенсій окремим категоріям громадян (зокрема на умовах законів України «Про державну службу», «Про прокуратуру тощо»).

[За оцінками уряду](#) це призвело до зростання середніх пенсій приблизно на третину, що збільшить витрати Пенсійного фонду в короткостроковій перспективі (оцінку їх ефекту на економічне зростання та інфляцію див. у вставці «Фіскальний мультиплікатор як індикатор впливу фіскальної політики на ВВП України» на стор. 33). Фінансування осучаснених пенсій у 2017 році виглядає цілком досяжним з огляду на збільшення надходжень від ЄСВ внаслідок високих темпів зростання середньої номінальної заробітної плати.

Також пенсійну систему було звільнено від невластивих їй витрат, зокрема витрат на відшкодування доплати до прожиткового мінімуму, фінансування пільгових пенсій та виплат компенсацій роботодавцям за створення робочого місця. З 01 січня 2018 року для осіб, які досягли віку 65 років за наявності у чоловіків 35 років та у жінок 30 років страхового стажу мінімальний розмір пенсії за віком встановлюється в розмірі 40% МЗП, визначеної законом про Державний бюджет України на відповідний рік, але не менше прожиткового мінімуму для осіб, які втратили працездатність. За наявності страхового стажу меншої тривалості мінімальний розмір пенсії за віком встановлюється у розмірі, пропорційному до наявного страхового стажу, виходячи з

²¹ Станом на 01 січня 2017 року із 10.9 млн. пенсіонерів, яким призначено пенсії за Законом України «Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування», 73% отримували доплати до мінімальної пенсії, згідно з [даними Пенсійного фонду України \(стор. 29\)](#).

²² Станом на 01.01.2017 року лише 78% зайнятого населення сплачувало ЄСВ, а саме 12.8 млн. осіб з 16.3 млн. осіб зайнятого населення, згідно з [даними Пенсійного фонду України \(стор. 41\) та ДССУ](#).

²³ Перерахування з Державного бюджету 2017 року до Пенсійного фонду України заплановані в розмірі 141.3 млрд. грн. або близько 6% ВВП.

²⁴ Для жінок триватиме перехідний період підвищення пенсійного віку.

²⁵ Величина оцінки одного року страхового стажу – законодавчо встановлений показник, що застосовується під час розрахунку коефіцієнту страхового стажу застрахованої особи, з метою обчислення розміру пенсії за віком для такої особи.

²⁶ Не менш ніж на 50% зміни ІСЦ за попередній рік та на 50% росту середніх зарплат за три попередні роки, порівняно з трьома календарними роками, що передують року, попереднього від року, в якому проводиться збільшення. Розмір може бути збільшено у випадку відсутності дефіциту коштів Пенсійного фонду. Діятиме з 2021 року. У 2019-2020 роках індексація проводитиметься з урахуванням змін середньої зарплати та інфляції за попередній рік.

²⁷ На початок 2017 року цей показник становив 40 000 грн. (25x1600). Згідно з проектом Закону України «Про Державний бюджет на 2018 рік» №7000 від 15.09.2017 з 01 січня 2018 року пропонується встановити МЗП на рівні 3723 грн. У результаті база нарахування ЄСВ підвищиться до 55 845 грн. (15x3723).

прожиткового мінімуму для осіб, які втратили працездатність. З 01 січня 2018 року мінімальний розмір пенсій виплачуються після досягнення особою 65 років, а до досягнення цього віку таким особам може бути призначена державна соціальна допомога як малозабезпеченим. У 2018 - 2020 роках встановлено тимчасову державну соціальну допомогу для осіб, які досягли віку 60 років та не набули необхідного страхового стажу, за умови наявності у них не менше 15 років страхового стажу. Ця допомога встановлюється до досягнення цими особами віку, з якого вони набувають право на призначення пенсії, з урахуванням їх майнового стану та середньомісячного сукупного доходу.

Поточні зміни в пенсійній системі України дозволяють знизити нерівність у розмірі пенсійних виплат внаслідок різного часу виходу на пенсію або за різними програмами, посилити стимули до працевлаштування населення у формальному секторі економіки та сплати пенсійних внесків. Відповідно це сприятиме посиленню фінансової стійкості Пенсійного фонду, хоча залишаються ризики негативного впливу на пенсійну систему демографічних та міграційних тенденцій. Водночас пенсійна реформа не вирішила усіх проблемних питань функціонування пенсійної системи в Україні. Відповідно подальші кроки щодо продовження реформування пенсійної системи України полягатимуть у запуску накопичувальної системи пенсійного страхування (з 01.01.2019), запровадженні професійної пенсійної системи та створенні реєстру отримувачів соціальних виплат, пільг, субсидій, пенсій, інших виплат, що здійснюються за рахунок бюджетних коштів та коштів позабюджетних фондів.

2.2.4. ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР

Упродовж січня – вересня 2017 року фіскальна політика була стриманою. Так, за дев'ять місяців сформувався доволі високий загальний та значний первинний профіцит зведеного бюджету. Більше того, зафіксовано відчутний внесок профіциту державного бюджету.

Загальні доходи зведеного бюджету зростали високими темпами. Суттєво збільшилися податкові надходження, насамперед завдяки економічним факторам (серед них – поліпшення фінансового стану підприємств та домогосподарств, поживавлення внутрішнього попиту). Однак значний внесок у загальне зростання доходів належав неподатковим (перерахування дивідендів НАК «Нафтогаз» і частини прибутку Національного банку за минулий рік) та іншим надходженням (конфіскованим коштам²⁸), які можна охарактеризувати як несистемні.

Натомість видатки зростали відносно помірними темпами, які відчутно поступалися темпам зростання доходів. Стрімке зростання обсягів видатків, зафіксоване на початку року, в подальшому помітно сповільнилося насамперед за рахунок соціальних напрямів. Зокрема, знизилася обсяги підтримки Пенсійного фонду на тлі високих темпів зростання надходжень від ЄСВ.

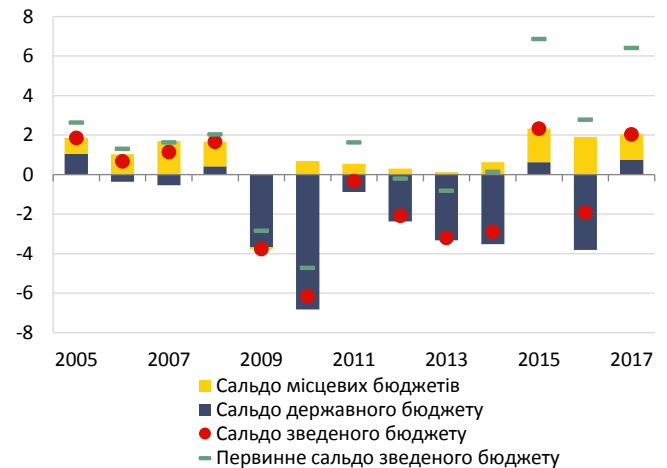
Державний і гарантований державою борг упродовж більшої частини року залишався практично незмінним, попри випуск ОВДП, у тому числі на квазіфіскальні потреби, та надходження коштів від міжнародних партнерів. Це було зумовлено зміцненням курсу гривні до долара США та меншими обсягами розміщення державних цінних паперів на внутрішньому ринку як у національній, так і в іноземних валютах. Однак у вересні через повернення України на міжнародний борговий ринок – розміщення 15-річних ОЗДП – державний та гарантований державою борг збільшився на 5.9% відносно початку року – до 2043 млрд. грн. станом на кінець вересня.

Доходи

Доходи зведеного бюджету за дев'ять місяців 2017 року зросли на 41.1% р/р. Податкові надходження були ключовим джерелом збільшення доходів. Водночас важливими ресурсами були неподаткові надходження та інші доходи. Так, перерахування дивідендів від господарських товариств, у статутному капіталі яких є частка держави, за результатами їх діяльності у 2016 році²⁹ (насамперед НАК «Нафтогаз України») та частини прибутку Національного банку³⁰, яких торік у цей період не було, зумовили суттєве збільшення неподаткових надходжень у II та III кварталах та, як наслідок, і з початку року. Вагомий внесок у річні темпи зростання доходів зведеного бюджету за дев'ять місяців цього року належав збільшенню інших доходів за рахунок конфіскованих коштів.

Обсяг податкових надходжень як у II та III кварталах, так і з початку року збільшився насамперед завдяки економічним факторам. Так, надходження від податку на доходи фізичних осіб продовжили зростати сталими темпами з початку 2017 року,

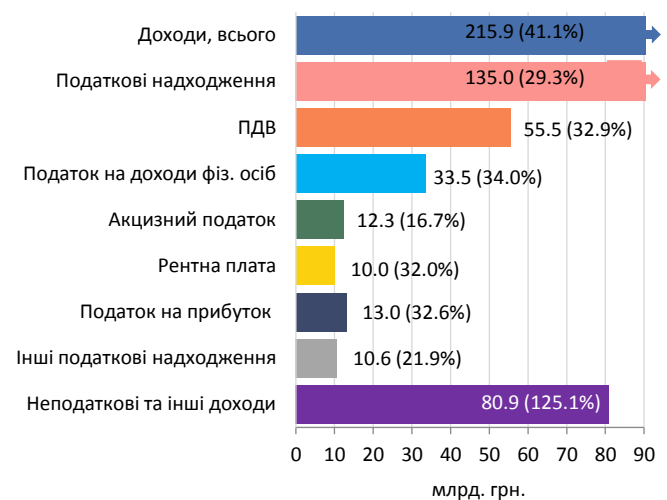
Сальдо зведеного бюджету в січні – вересні, % від ВВП*



* ВВП за III квартал – оцінка НБУ.

Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Абсолютна та відносна річні зміни доходів зведеного бюджету в січні – вересні 2017 року, млрд. грн. (% р/р)



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

²⁸ Кошти від конфіскації – кошти і цінні папери осіб з оточення экс-президента Януковича на рахунках в Ощадбанку та Укргазбанку, які за рішенням суду зараховані до спеціального фонду державного бюджету, облигації було погашено.

²⁹ Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» перерахувала до державного бюджету дивіденди за 2016 рік – 13.3 млрд грн.

³⁰ Із початку року 30 млрд. грн., зокрема у III кварталі – 10 млрд. грн.

що відображало збільшення номінальних заробітних плат. Суттєві надходження від податку на прибуток підприємств у червні – вересні забезпечили значні темпи зростання цих надходжень і за січень – вересень 2017 року порівняно з відповідним періодом попереднього року. Насамперед зростання надходжень викликано поліпшенням фінансового стану підприємств усіх форм власності – прибуток прибуткових підприємств у першому півріччі 2017 року збільшився на 44.2% р/р. Також до збільшення надходжень привело здійснення авансової сплати податку на прибуток під час перерахування НАК “Нафтогазком” дивідендів за підсумками 2016 року.

Надходження від ПДВ, після суттєвого сповільнення в II кварталі, у III кварталі продемонстрували високі темпи зростання (40.1% р/р порівняно з 11% р/р у II кварталі поточного року). Вагомими факторами цього стало поживлення внутрішнього попиту та, як результат, роздрібного товарообороту, а також високі обсяги імпорту природного газу в поточному році з урахуванням уведення єдиної ставки оподаткування природного газу для всіх учасників ринку під час його розмитнення. Іншим фактором, під впливом якого перебували надходження від ПДВ, були суттєві обсяги його відшкодування. Після впровадження повноцінного функціонування електронного реєстру відшкодування ПДВ із квітня 2017 року волатильність обсягів відшкодування зменшилася, а загальна сума відшкодованого ПДВ суттєво зросла (з початку року становила 87.6 млрд. грн., що на 37.4% більше, ніж торік). Водночас у III кварталі річні темпи зростання відшкодування ПДВ відчутно сповільнилися (до 10.8% р/р), що зокрема пов’язано зі статистичним ефектом бази порівняння³¹. Натомість завдяки підвищеним обсягам відшкодування відбулося зменшення залишку сум заявлених до відшкодування (до 11.7 млрд. грн. станом на 01.09.2017) порівняно з початком року. Крім того, тривало зростання обсягів надходжень від рентної плати, зокрема під впливом незначного збільшення власного видобутку газу.

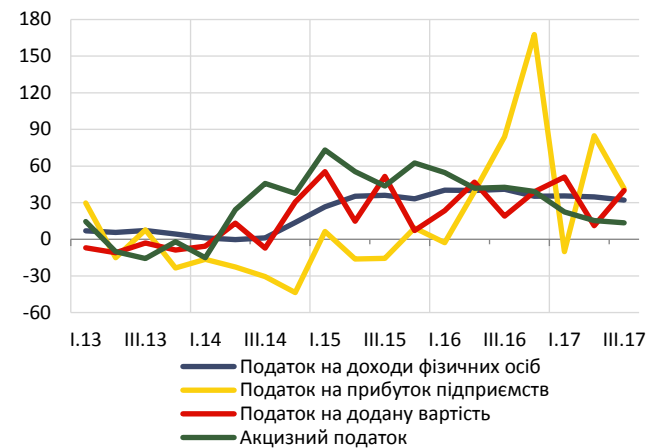
Надходження від акцизного податку також зростали, але помірними темпами з тенденцією до уповільнення. Останнє відображало складнощі з дистрибуцією тютюнових виробів у II кварталі, сповільнення темпів зростання обсягів імпорту в останні місяці та відносно стабільною ситуацією на валютному ринку цього року. Останні фактори вплинули й на обсяги надходжень від податків на міжнародну торгівлю, зростання яких також уповільнилося.

Видатки

Після суттєвого уповільнення у II кварталі темпів зростання видатків у III кварталі вони дещо прискорилися (насамперед за рахунок витрат на товари і послуги та поточні трансферти, а також обслуговування боргу). Однак за дев’ять місяців 2017 року загальні видатки продемонстрували помірні темпи зростання (25.7% р/р) порівняно з доходами.

Після скорочення обсягів видатків на соціальне забезпечення в II кварталі (на 11.4% р/р), у III кварталі вони відновили помірне зростання (5.2% р/р). Це значною мірою викликано різким (більше ніж у два рази) збільшенням обсягу видатків на надання пільг та субсидій населенню на оплату послуг ЖКГ, у тому числі через завершення періоду перегляду та перепризначення

Основні бюджетоутворюючі податки, річна зміна, %



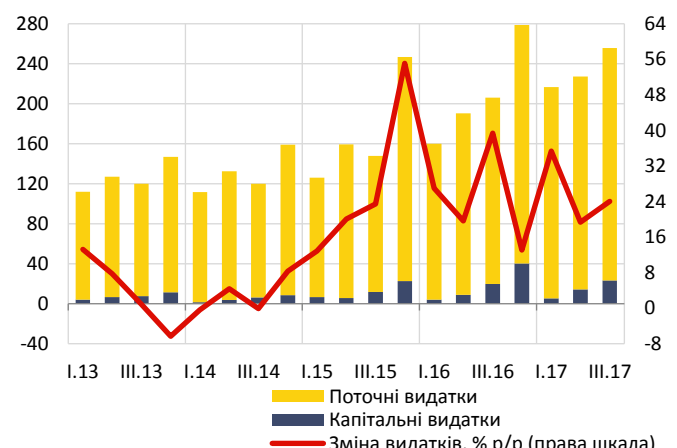
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

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.

³¹ У червні 2016 року обсяг відшкодування ПДВ був украй низький, тож у липні 2016 року обсяги відшкодування суттєво збільшилися (до 12.1 млрд. грн.), надолуживши несплачене за попередній місяць, і у вересні 2016 року були одними з найбільших (9.3 млрд. грн.).

субсидій. Водночас, враховуючи поліпшення забезпечення Пенсійного фонду власними коштами завдяки зростанню надходжень від ЄСВ (на 41.9%³² р/р за січень – вересень 2017 року), перерахування коштів бюджету Пенсійному фонду залишалися нижчими, ніж минулого року. Крім того, внаслідок ефекту бази порівняння зростання витрат на оплату праці уповільнилося, починаючи з II кварталу, хоча за економічною класифікацією видатки за цією статтею мають найбільшу частку в загальному обсязі витрат.

Поточні видатки на інші напрями продовжили зростати високими темпами і, на відміну від минулого року, зробили суттєвий внесок у загальне зростання видатків. Так, витрати на використання товарів і послуг у III кварталі продовжили зростати високими темпами (на 65.8% р/р), головним чином за рахунок заходів із реалізації державних (регіональних) програм³³. Також тривало значне збільшення обсягів видатків на субсидії та поточні трансферти підприємствам, що зокрема пов'язано з наданням дотацій сільськогосподарським виробникам. Натомість помірним залишалося зростання видатків на обслуговування боргових зобов'язань.

Капітальні видатки зростали високими темпами протягом дев'яти місяців поточного року, попри високу базу порівняння, хоча в III кварталі темпи сповільнилися. Одним із ключових факторів збільшення капітальних видатків цього року стали кошти, отримані внаслідок реалізації "митного експерименту" з метою фінансування дорожньої інфраструктури за рахунок понадпланових надходжень від митних платежів³⁴, хоча в III кварталі цей ефект дещо послабився. Традиційно лівова частка капітальних видатків здійснювалися за рахунок місцевих бюджетів, зокрема кошти спрямовувалися на поліпшення дорожньої інфраструктури.

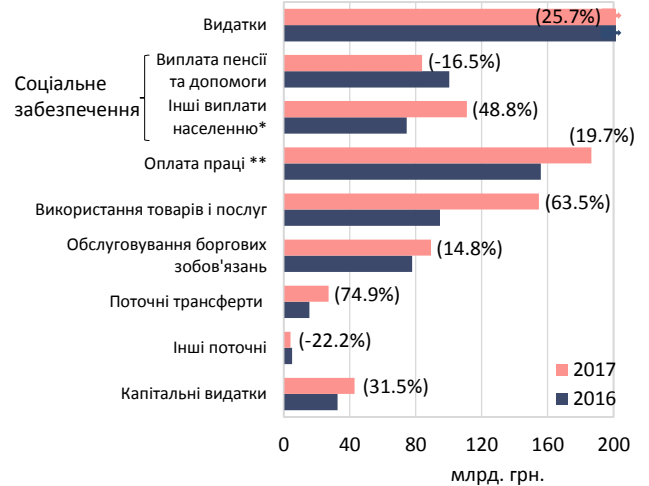
За функціональною класифікацією зберігалися високі темпи зростання видатків на освіту й охорону здоров'я. Це відображало насамперед збільшення оплати праці в цих сферах, зокрема завдяки підвищенню мінімальної заробітної плати. Суттєве зростання за цими статтями спостерігалось насамперед у місцевих бюджетах у зв'язку з делегуванням повноважень місцевим органам влади з утримання закладів освіти й охорони здоров'я. Значними темпами продовжили зростати витрати на економічну діяльність, ЖКГ та духовний і фізичний розвиток.

Сальдо

Незважаючи на високі доходи та відносно помірні видатки, у III кварталі сформувався дефіцит державного бюджету. З огляду на виконання місцевих бюджетів із незначним профіцитом у підсумку зведений бюджет також виконано з дефіцитом. Утім, зважаючи на значне додатне сальдо I півріччя, за дев'ять місяців 2017 року зафіксовано суттєвий профіцит (41.7 млрд. грн.).

Також зведений бюджет мав суттєве первинне сальдо (131 млрд. грн. за дев'ять місяців 2017 року). Цьому, серед

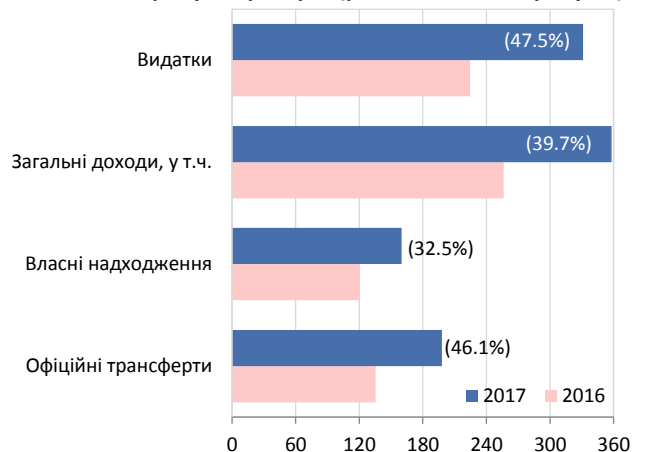
Видатки зведеного бюджету в січні – вересні, економічна класифікація, млрд. грн. (річна зміна 2017 року, %)



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

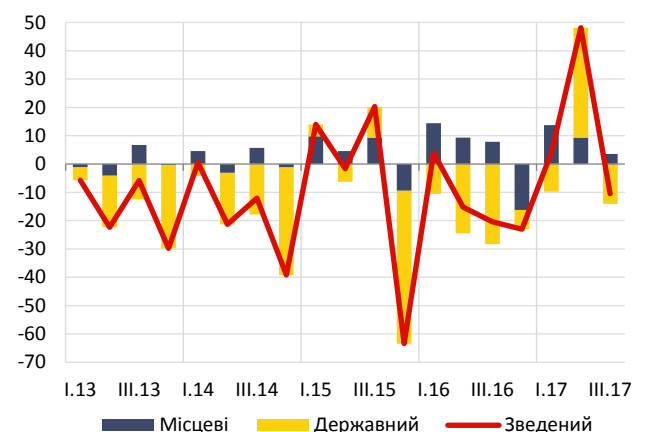
Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Окремі показники місцевих бюджетів у січні – вересні відповідного року, млрд. грн. (річна зміна 2017 року, %)



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Показники сальдо зведеного бюджету, млрд. грн.



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

³² Частина ЄСВ-надходжень, які зараховуються до Пенсійного фонду (http://www.pfu.gov.ua/pfu/control/uk/publish/article?art_id=296015&cat_id=94750).

³³ Складаються з: 1) досліджень і розробок окремих заходів щодо розвитку і реалізації державних (регіональних) програм та 2) окремих заходів щодо реалізації державних (регіональних) програм, не віднесених до заходів розвитку. Детальніше див. наказ Міністерства фінансів України від 12.03.2012 № 333 "Про затвердження Інструкції щодо застосування економічної класифікації видатків бюджету та Інструкції щодо застосування класифікації кредитування бюджету".

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.

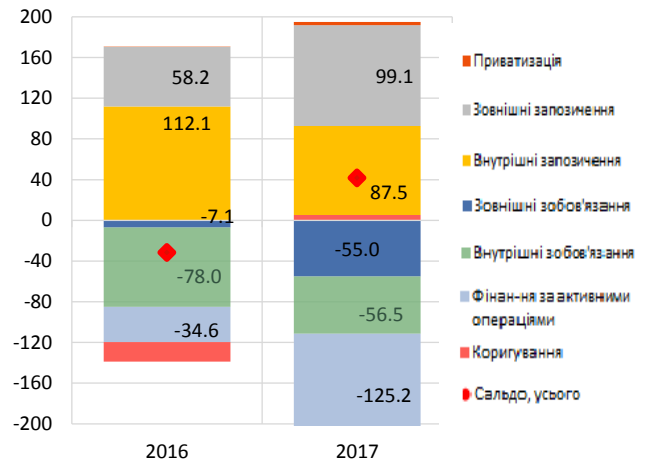
іншого, сприяло поступове зменшення вартості ресурсів, залучених МФУ на внутрішньому ринку, а також нижчі чисті обсяги фактичних запозичень. Відповідно суттєво уповільнилося зростання витрат на обслуговування боргу.

З огляду на дефіцит державного бюджету, хоч і помірний, уряд у III кварталі продовжував випуск внутрішніх державних цінних паперів з метою як погашення емітованих раніше державних цінних паперів, так і на квазіфіскальні цілі для підтримки державних банків (22.5 млрд. грн. у III кварталі та 48.9 млрд. грн. з початку року). Також надходили фінансові ресурси від міжнародних партнерів. Крім того, після значної перерви у вересні 2017 року було здійснено випуск єврооблігацій на загальну суму 3 млрд. дол. США. При цьому частина коштів (1.32 млрд. дол. США) була спрямована на фінансування загального фонду державного бюджету, інша (1.68 млрд. дол. США) – для [операції з викупу ОЗДП з терміном погашення у 2019 та 2020 роках](#).

Крім боргових ресурсів, наприкінці III кварталу для фінансування бюджету отримано кошти від приватизації у розмірі понад 3 млрд. грн. Пожвавлення приватизаційного процесу сприятиме зменшенню боргового навантаження на бюджет.

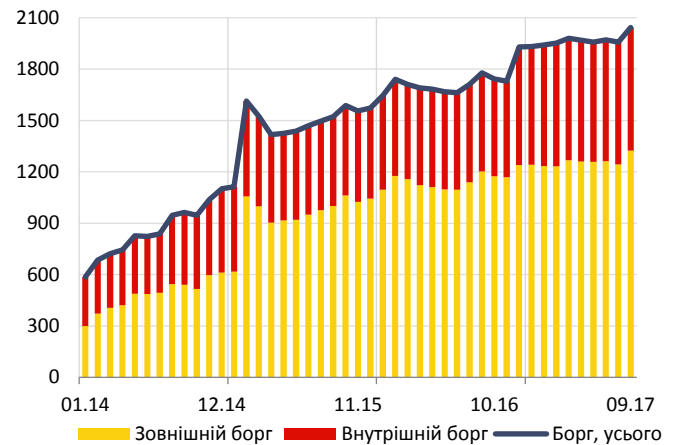
Попри значні обсяги випуску ОВДП та кошти від зовнішніх залучень, державний та гарантований державою борг станом на кінець вересня порівняно з початком 2017 року збільшився на 5.9%. Дещо стримувало зростання боргу зміцнення гривні відносно долара США з огляду на значну частку боргу, номінованого в іноземній валюті (майже 70% від загального державного та гарантованого державою боргу станом на кінець вересня 2017 року, причому 60% боргу, номінованого в іноземній валюті, – у доларах США).

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



Джерело: ДКСУ, розрахунки НБУ.

Державний та гарантований державою борг, млрд. грн.



Джерело: МФУ, розрахунки НБУ.

Вставка: Фіскальний мультиплікатор як індикатор впливу фіскальної політики на ВВП України

У світовій практиці для оцінки впливу фіскальної політики на економічну динаміку використовується показник фіскального мультиплікатора, що відображає короткостроковий вплив заходів дискреційної фіскальної політики³⁵ на рівень випуску в економіці. Фіскальний мультиплікатор є коефіцієнтом, що відображає зміну реального ВВП у відповідь на збільшення бюджетних видатків або доходів на одну грошову одиницю³⁶. Відповідно цей показник дає змогу кількісно оцінити вплив фіскальних рішень на економіку, приймати фіскальні рішення, що не порушують фіскальну стійкість економіки, поліпшити якість макроекономічних прогнозів, у тому числі щодо цінової динаміки.

У сучасній макроекономічній думці конкурує кілька поглядів на величину фіскального мультиплікатора. Згідно з кейнсіанським підходом фіскальний мультиплікатор, що перевищує одиницю, означає ефективність фіскальної політики і виправдовує розширення фіскальних інструментів для стимулювання економіки. Прибічники ідеї фіскального стимулювання мають такі аргументи ([Fata's and Mihov, 2009](#)):

- емпіричні дослідження зазначають те, що в середньому фіскальні мультиплікатори перевищують одиницю;
- перебування економіки в умовах рецесії вивільняє фактори виробництва і в таких умовах фіскальні мультиплікатори можуть мати підвищені значення;
- відповідно до стандартної кейнсіанської моделі фіскальний мультиплікатор є зростаючою функцією від граничної схильності до споживання, тому в економіках з низьким доходом він має бути також більш високим;
- в умовах, коли монетарна політика обмежена нульовим рівнем ключової ставки центробанку, фіскальна політика може використовуватися для підтримки контрциклічної економічної політики.

Протилежний погляд на питання ефективності фіскального стимулювання базується на тому, що ([Hasset, 2009](#)):

- в економіці є неокласичні ефекти у вигляді Рікардіанської рівноваги: фіскальні стимули в поточному періоді сприймаються економічними агентами як ознака підвищення фіскального тиску на економіку в майбутньому і, відповідно, споживання та інвестиції не зростають;
- фіскальні стимули спричиняють ефекти витіснення, підвищуючи відсоткові ставки і тим самим стримуючи зростання економіки;
- є велика кількість досліджень, результати яких свідчать, що фіскальна консолідація має позитивний економічний ефект ([Giavazzi and Pagano, 1990](#)). Водночас, якщо короткочасні ефекти фіскального стимулювання є дискусійними, то з приводу негативного довгострокового впливу є консенсус ([Alesina et. al., 1999](#); [Barro, 1991](#));
- програми фіскального стимулювання досить складно ліквідувати в довгостроковій перспективі у зв'язку з політичними мотивами (з часом фіскальні стимули ставлять під загрозу фіскальну стійкість і стають чинниками погіршення економічної динаміки);
- фіскальну політику можна вважати неефективною для стимулювання економічного росту, якщо фіскальний мультиплікатор менше одиниці, а такі значення є досить поширеними в емпіричних дослідженнях;
- фіскальні стимули впроваджуються зі значним лагом, тому вони не можуть адекватно реагувати на економічні параметри;
- ринки краще знають як відновити економічне зростання;
- програми фіскального стимулювання часто обслуговують вузькі політичні та економічні інтереси певних осіб і не орієнтовані на макроекономічні потреби.

Розрізняють фіскальні мультиплікатори бюджетних видатків і доходів, які звичайно мають додатні та від'ємні значення, відповідно. Загальний ефект фіскальної політики на реальний ВВП є середньозваженим мультиплікатором різних категорій податків та видатків бюджету. На величину фіскальних мультиплікаторів впливає низка структурних характеристик економіки, тому фіскальні мультиплікатори для розвинених економік і для решти світу суттєво відрізняються. Аналіз результатів досліджень ([Batini et. al., 2014](#)) показує, що для розвинених економік у «спокійні часи» фіскальний мультиплікатор бюджетних видатків становить близько одиниці в перший рік фіскальних змін. Для податкових надходжень аналогічний мультиплікатор становить близько -0.5. Згідно з емпіричною літературою мультиплікатори бюджетних видатків у середньому вищі ніж мультиплікатори доходів (для абсолютних значень). У періоди рецесії значення фіскальних мультиплікаторів зростають.

³⁵ Під дискреційною фіскальною політикою розуміють свідомі рішення уряду зі зміни видатків та/чи доходів бюджету з метою впливу на макроекономічну ситуацію в країні (зміни реального ВВП чи зайнятості, контролю за інфляційними процесами тощо). Їй протиставляється фіскальна політика, яка ґрунтується на автоматичній корекції параметрів бюджету залежно від циклічного стану економіки згідно з певними правилами політики (так звані автоматичні стабілізатори).

³⁶ Зокрема мультиплікативний ефект від збільшення державних видатків проявляється таким чином: збільшення державних видатків призводить до підвищення сукупного попиту та, відповідно, зростання національного доходу. Збільшення доходу стимулює зростання споживання, що, у свою чергу, призводить до підвищення сукупного доходу тощо.

Емпіричних оцінок фіскальних мультиплікаторів для країн, ринки яких розвиваються, та економік з низьким рівнем доходів наразі досить мало. Водночас є загальний консенсус, що фіскальні мультиплікатори для таких країн є нижчими, ніж показники розвинених економік. Неоднозначність оцінок фіскальних мультиплікаторів для країн, які не належать до розвинених економік, пояснюється присутністю факторів, що можуть як підвищувати³⁷, так і знижувати³⁸ мультиплікатори.

Найвищі мультиплікатори різних категорій бюджетних видатків та податкових надходжень на горизонті 8 кварталів

Категорія бюджету	Мультиплікатор
Видатки бюджету	0.35* (II квартал)
Оплата праці в урядовому секторі	0.4 (I квартал)
Видатки на товари і послуги	0.6 (II квартал)
Капітальні видатки	0.7* (III квартал)
Поточні трансферти населенню	-0.01 (I квартал)
Податкові надходження	-0.43* (II квартал)
ПДВ	-0.7* (I квартал)
Податок на доходи фізичних осіб	-2.9* (I квартал)
Ввізне мито	-2.7* (III квартал)
Внески до фондів соціального страхування	-2* (I квартал)

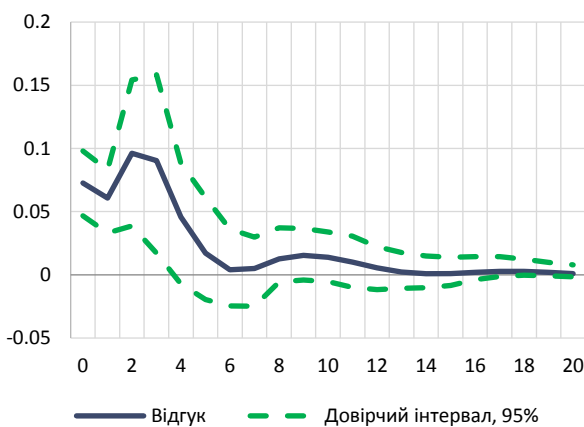
* - статистична значущість на 95% рівні.

Джерело: розрахунки НБУ.

За результатами дослідження експертів МВФ [Mitra and Poghosyan \(2015\)](#) на основі даних за 2001 – 2013 роки, в Україні кумулятивний мультиплікатор бюджетних видатків становить 0.43³⁹ через один квартал після введення в дію відповідного фіскального рішення і 2.9 на горизонті у 8 кварталів. Для податкових надходжень відповідні мультиплікатори становлять (-0.3) та (-0.96).

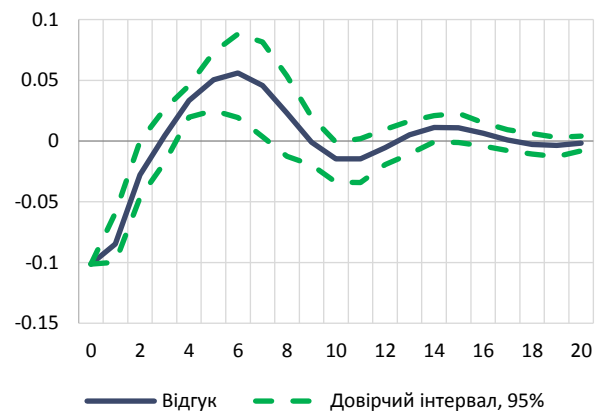
Застосувавши подібний підхід для дезагрегованих фіскальних даних за видатками та податковими надходженнями на період 2001 - 2016 роки, фахівці Національного банку отримали такі результати. Серед бюджетних видатків найвищим мультиплікатором характеризуються капітальні видатки. Поточні трансферти населенню та видатки на оплату праці мають низькі або статистично не значущі мультиплікатори, що може бути пов'язано зі спрямуванням цих фінансових ресурсів на споживання імпорту, заощадження або з прискоренням інфляції. Серед доходів сектору загальнодержавного управління найвищі мультиплікатори притаманні податку на доходи фізичних осіб та внескам до фондів соціального страхування, які умовно можна класифікувати як податки на фонд оплати праці.

Квартальний відгук реального ВВП на шок видатків бюджету в 1%, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Квартальний відгук реального ВВП на шок податкових надходжень в 1%, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Розраховані мультиплікатори вказують на те, що зниження податкового навантаження на фонд оплати праці, яке в Україні розпочалося у 2015 році, а найбільш вираженим стало у 2016 році, було виправданим з точки зору стимулювання темпів економічного росту. Водночас запровадження низки компенсаторів для мінімізації фіскальних втрат породжує неоднозначність такого висновку. Зокрема зниження надходжень до фондів соціального страхування спричинило збільшення дефіциту цих фондів щонайменше в короткостроковій перспективі, що вимагало компенсації або через підвищення інших податків, або через зниження інших категорій видатків. Виходячи із розрахованих мультиплікаторів перерозподіл бюджетних видатків на користь соціального забезпечення не матиме позитивного впливу на темпи економічного зростання. Якщо під час такого перерозподілу знижуватимуться капітальні видатки бюджету, то ефект буде негативним. Величина загального впливу обумовлена пропорціями перерозподілу.

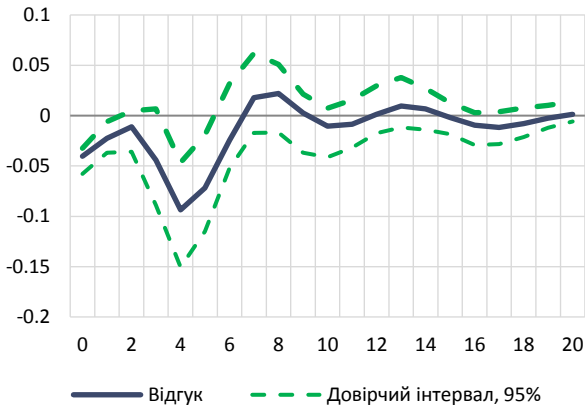
³⁷ Більша схильність до споживання внаслідок нерозвиненості фінансового ринку та невизначеності щодо майбутнього, менш ефективний відгук монетарної політики, мале значення автоматичних фіскальних стабілізаторів, нижче значення публічного боргу.

³⁸ Заощадження, у тому числі й неорганізовані, можуть бути вищими в середовищі невизначеності, неефективність в управлінні бюджетними видатками та адмініструванні податків, економіки малі та більш відкриті.

³⁹ Цей коефіцієнт означає, що збільшення бюджетних видатків на одну гривню призводить до збільшення реального ВВП на 0.43 грн. Така інтерпретація застосовується в усьому тексті, якщо не зазначено інше.

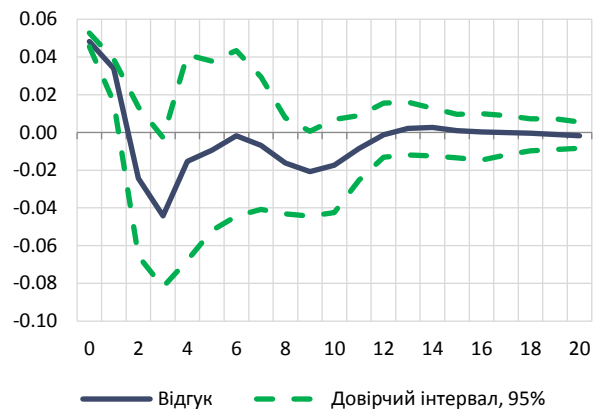
Осучаснення пенсій, яке проводиться у жовтні 2017 року (детальніше – див. вставку «Основні параметри пенсійної реформи», стор. 27), потребуватиме, за оцінками уряду, додатково біля 20 млрд. грн. у IV кварталі 2017 року. Згідно з емпіричними оцінками фіскальний мультиплікатор видатків Пенсійного фонду України є порівняно невеликим і досить швидко втрачає статистичну значущість. Крім того, він має від’ємне значення, що може пояснюватися більш суттєвим впливом таких видатків на рівень цін, ніж на приріст виробництва. Ураховуючи, що ефекти на бюджет від збільшення видатків на пенсії будуть компенсовані за іншими статтями (дефіцит бюджету зберігається менше 2.5% ВВП у 2017 і 2018 роках), за оцінками Національного банку підвищення пенсій матиме нейтральний вплив на реальні темпи росту економіки, однак спричинить помірний тиск на рівень споживчих цін (додатково 0.3 – 0.6 в. п. у річну споживчу інфляцію у 2018 році).

Квартальний відгук реального ВВП на шок видатків Пенсійного фонду України в 1%, %



Джерело: розрахунки НБУ.

Квартальний відгук індексу споживчих цін на шок видатків Пенсійного фонду України в 1%, %



Джерело: розрахунки НБУ.

2.2.5. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

Незважаючи на негативний вплив припинення торгівлі з НКТ та захоплення деяких експортоорієнтованих підприємств на тих територіях, експорт товарів у січні – серпні 2017 року зростав високими темпами (21% р/р). Цьому сприяло зростання світових цін на метали та руду та високий урожай сільськогосподарських культур минулого року. Водночас через масштабні закупівлі енергоносіїв та продукції машинобудування зростання імпорту товарів (22.1% р/р) випереджало зростання експорту. У результаті дефіцит торгівлі товарами дещо розширився (до 5.2 млрд. дол. США) порівняно з відповідним періодом минулого року. Дефіцит рахунку первинних доходів також збільшився до 0.7 млрд. дол. США внаслідок дозволу на репатріацію дивідендів⁴⁰, що частково було компенсоване зростанням грошових переказів. Збільшення обсягів транзиту газу до Європи сприяло зростанню профіциту торгівлі послугами до 1.5 млрд. дол. США. Як наслідок, дефіцит поточного рахунку за січень – серпень 2017 року незначно збільшився порівняно з відповідним періодом минулого року та становив 2.1 млрд. дол. США.

Чисті надходження за фінансовим рахунком у січні – серпні 2017 року збільшилися до 3.4 млрд. дол. США. Ключовим фактором формування надходжень залишалось скорочення готівки поза банками (2.1 млрд. дол. США). Приплив ПІ в реальний сектор у січні – серпні 2017 року майже вдвічі перевищував обсяги за відповідний період минулого року (1.2 млрд. дол. США порівняно з 0.7 млрд. дол. США відповідно).

Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу та поверненню уряду на ринок єврооблігацій міжнародні резерви збільшилися до 18.6 млрд. дол. США або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду станом на кінець вересня 2017 року.

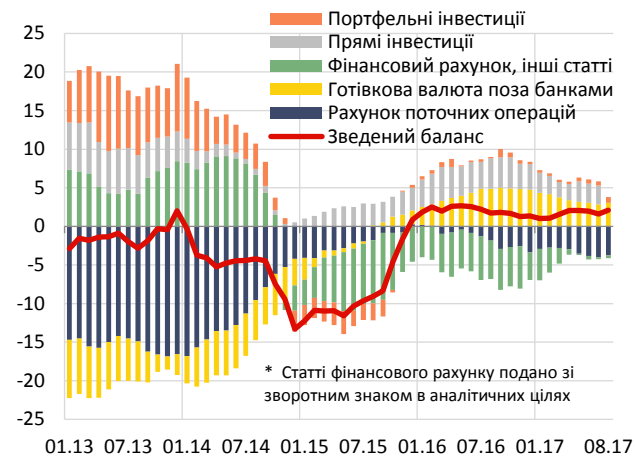
Рахунок поточних операцій

У січні – серпні 2017 року Україна суттєво наростила експорт за більшістю товарних груп. Водночас у липні-серпні 2017 року обсяги експорту залишалися значними завдяки сприятливій зовнішній цінній кон'юнктурі, високому врожаю цього року та значним перехідним запасам, а також більш швидкому, ніж очікувалося, процесу переорієнтації металургійних підприємств на альтернативні джерела постачання сировини.

Негативний вплив від припинення торгівлі з НКТ та захоплення на тих територіях деяких підприємств продовжуватиме позначатися на показниках зовнішньої торгівлі впродовж усього року. У цілому динаміка показників експорту та імпорту товарів відповідала оцінкам НБУ, хоча й відрізнялася за окремими товарами. Зокрема, завдяки швидшому відновленню виробничих ланцюгів у ГМК, експорт продукції металургії був дещо вищим, ніж очікувалося, однак не реалізувалися очікування щодо збільшення фізичних обсягів експорту залізної руди. Проте завдяки істотному зростанню світових цін на чорні метали та залізну руду порівняно з січнем – серпнем минулого року вартісні обсяги експорту відповідних товарів збільшилися на 17.1% р/р та 51.5% р/р.

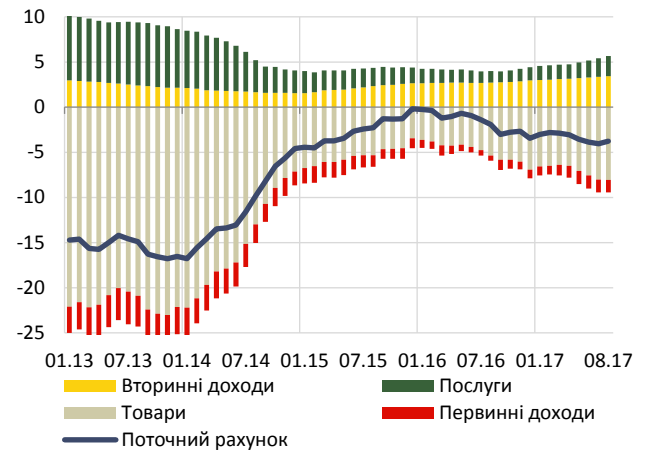
Водночас, незважаючи на позитивні тенденції в ГМК, зростання вартісних обсягів експорту продукції металургії в липні-серпні

Зведений платіжний баланс*, млрд. дол. США, 12-місячна плинна



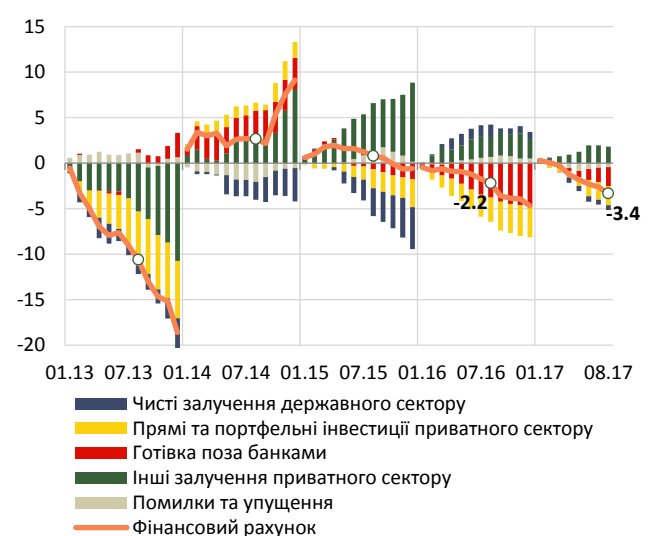
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Фінансовий рахунок: чисті зовнішні активи, млрд. дол. США, наростаючим підсумком з початку року



Джерело: НБУ.

⁴⁰ У квітні 2017 року НБУ дозволив репатріацію дивідендів нарахованих не лише за 2014 – 2015 роки, а й за 2016 рік, а також спротив механізм для здійснення таких виплат.

сповільнилося (до 5% р/р). Це, крім вищої бази порівняння, зумовлено змінами в структурі експорту чорних металів у бік зростання частки більш дешевого чавуну.

Також упродовж липня-серпня зберігалися високі обсяги експорту продовольчих товарів. Хоча в річному вимірі зростання їх вартісних обсягів уповільнилося (до 14.7%), вони становили основу експорту товарів у цілому (їх частка становила близько 43%).

Так нижчий урожай поточного року на тлі зростання експортного потенціалу Росії призвів до зниження експорту пшениці нового врожаю. Натомість високі обсяги експорту продовольчих товарів підтримувалися нарощенням обсягів поставок соняшникової олії та насіння олійних культур завдяки високому врожаю минулого року. У цілому за 2016/2017 МР⁴¹ Україна експортувала рекордні обсяги соняшникової олії (5.8 млн. т, що на 30% більше порівняно з минулим роком).

Також високими темпами зростає у липні-серпні і експорт інших продовольчих товарів – молокопродуктів (36.8%) та м'ясопродуктів (17.8%). Зокрема, за січень – серпень Україна експортувала рекордні за останні 10 років обсяги вершкового масла (18 тис. т).

Збільшення попиту з боку Росії стимулювало зростання експорту продукції машинобудування (14.6% р/р), зокрема поставок турбореактивних двигунів та вантажних вагонів і запчастин до них.

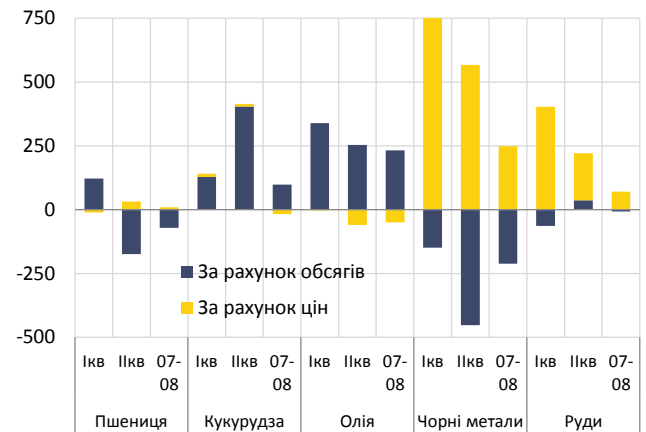
Зростання експорту за товарними групами у липні-серпні суттєво відрізнялося в розрізі регіонів. Так зростання за основними товарними групами відбулося лише в експорті до країн Європи, найсуттєвіше – в олії та залізних рудах. При загальному зниженні експорту зернових культур відбулося його нарощення до країн Європи. Зростання експорту молокопродуктів було забезпечено високим попитом з боку країн Азії, зокрема на вершкове масло в Туреччині. Знизився попит з боку країн Африки на українське зерно та чорні метали внаслідок зростання експортного потенціалу Росії. У цілому за липень-серпень 2017 року частка країн ЄС в експорті товарів збільшилася до 35%, частки інших регіонів знизилися – країн СНД до 19%, Азії та Африки – до 32% та 8% відповідно.

Імпорт товарів також продовжував зростати значними темпами (15.8% р/р у липні - серпні), що зумовлено:

- збереженням високого попиту з боку аграріїв на техніку сільськогосподарського призначення, нафтопродукти, добрива;
- дефіцитом вугілля на внутрішньому ринку;
- підвищенням внутрішнього споживчого та інвестиційного попиту.

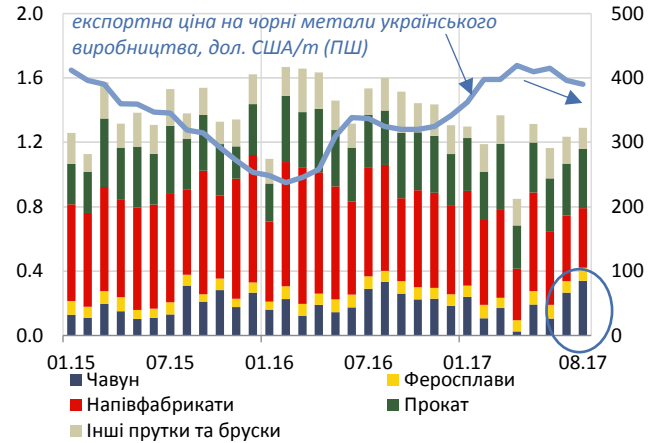
Як і в попередні періоди, лівову частку (більше 50%) у загальному імпорті товарів займали енергоносії та продукція машинобудування. Найбільшою товарною підгрупою залишалися нафтопродукти, зростання імпорту яких прискорилося до 19% р/р насамперед за рахунок фізичних обсягів в умовах високого попиту з боку аграріїв. Водночас на тлі зниження цін закупівлі природного газу в липні-серпні зросли.

Річна зміна експорту окремих товарів у 2017 році, млн. дол. США



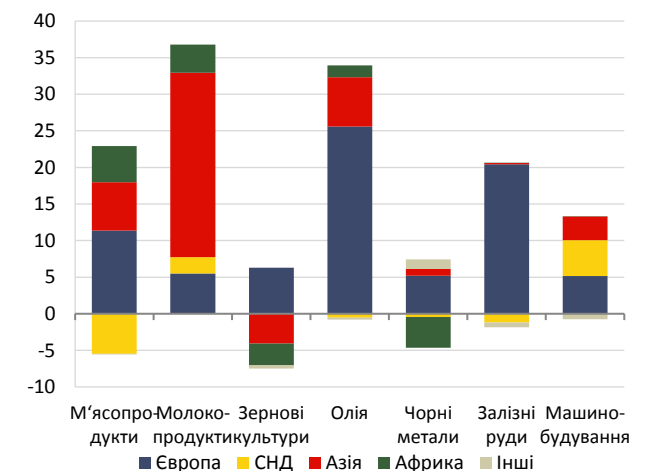
Джерело: розрахунки НБУ.

Експорт чорних металів, млн. т



Джерело: НБУ.

Внески в річну зміну експорту окремих товарних груп (70% від експорту товарів) за регіонами в липні-серпні, в. п.



Джерело: розрахунки НБУ.

⁴¹ Маркетинговий рік по соняшнику – з 1 вересня до 31 серпня

Імпорт вугілля також зростає високими темпами (у 2 рази). Однак через активізацію закупівель газу у відповідному періоді минулого року темпи зростання енергетичного імпорту в річному вимірі сповільнилися до 42.1% (84.6% у II кварталі).

Попри сповільнення імпорту продукції машинобудування в липні-серпні продовжив зростати високими темпами (20.6% р/р). Як і минулого року, близько 15% становила техніка сільськогосподарського призначення, закупівлі якої забезпечувалися високою експортною виручкою аграріїв.

Найбільші зміни в структурі імпорту в липні-серпні поточного року за регіонами відбулися в торгівлі з країнами Європи, звідки відбулося зростання імпорту за основними товарними групами, найбільше – природного газу, продукції машинобудування та фармацевтики. Водночас зростання імпорту вугілля було забезпечено з боку Америки та Австралії, нафтопродуктів та добрив – з країн СНД, зокрема Росії. У результаті за липень-серпень 2017 року структура імпорту товарів не зазнала значних змін – частка країн Європи незначно збільшилася (до 41%) при скороченні частки Азії (до 20%). Частки країн СНД та Африки залишилися на рівні відповідного періоду минулого року (26% та 1% відповідно).

Зовнішня торгівля послугами, як і раніше, була профіцитною та формувала вагомий додатний внесок у сальдо поточного рахунку. У липні-серпні зростання експорту послуг прискорилося до 18.8% р/р насамперед завдяки подальшому нарощенню обсягів транзиту газу. Попри збільшення завантаження Росією газопроводу OPAL у серпні, зростання експорту послуг трубопровідного транспорту в липні-серпні прискорилося до 28.8% р/р (у II кварталі обсяг транзиту газу був найбільшим за останні шість років).

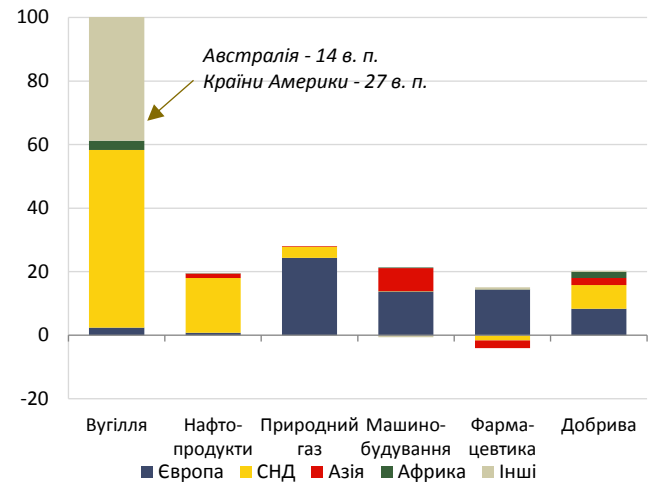
В імпорті послуг найбільшою статтею залишалися “подорожі” – близько 50%. У липні-серпні завдяки подальшому поживленню економічної активності зростання їх обсягу становило 7.2% р/р. Водночас зростання транспортних послуг сповільнилося до 7.1% р/р. Як наслідок зростання імпорту послуг у цілому в липні-серпні сповільнилося до 0.3% р/р.

У липні-серпні тривало зростання грошових переказів (16.7% р/р) за рахунок збільшення в 1.5 рази приватних трансфертів. У II кварталі 2017 року вперше за історію спостережень найбільшою країною походження грошових переказів стали США, що серед інших причин пояснюється зростанням надання ІТ-послуг. Збільшення грошових переказів компенсувало вищі, ніж минулого року, виплати за дивідендами через початок репатріації дивідендів, нарахованих за 2016 рік. Як наслідок, профіцит рахунку первинних та вторинних рахунків у липні-серпні збільшився до 41 млн. дол. США та 611 млн. дол. США відповідно, а дефіцит поточного рахунку незначно звужився порівняно з відповідним періодом минулого року та становив 0.8 млрд. дол. США.

Фінансовий рахунок

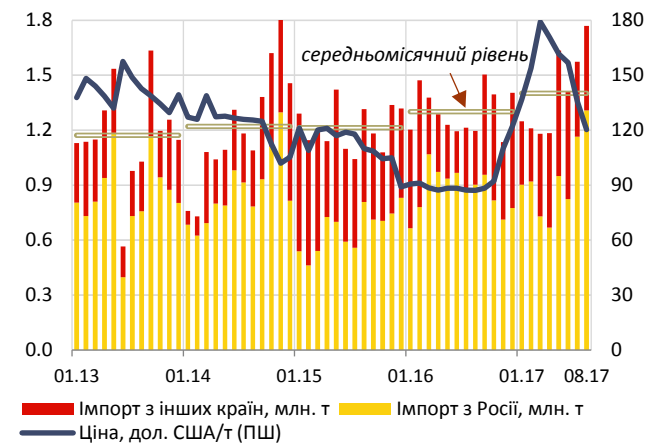
У липні-серпні 2017 року чисті надходження за фінансовим рахунком залишилися на рівні минулого року та становили 1 млрд. дол. США. Як і в попередні періоди вони були забезпечені реальним сектором, що насамперед було зумовлено подальшим скороченням готівкової валюти поза банками (0.9 млрд. дол. США). Водночас банківський сектор

Внески в річну зміну імпорту окремих товарних груп за регіонами в липні-серпні, в. п. (55% імпорту товарів)



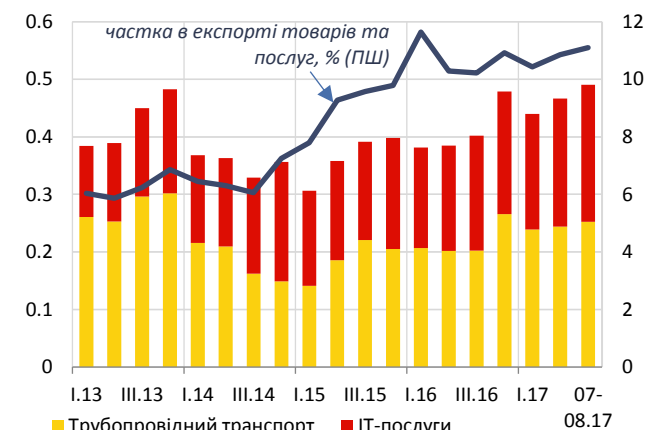
Джерело: розрахунки НБУ.

Імпорт вугілля



Джерело: НБУ; ДФС.

Експорт окремих видів послуг, середньомісячні значення, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

залишався чистим кредитором щодо решти світу (на суму 0.4 млрд. дол. США).

У липні-серпні в Україну надійшло 330 млн. дол. США прямих іноземних інвестицій, 90% з яких було спрямовано до реального сектору. Без урахування операцій банків з конвертації боргу в статутний капітал такий приплив співставний з липнем-серпнем 2016 року, а за січень – серпень 2017 року перевищував відповідний показник попереднього року на 60%.

Скорочення обсягів готівкової валюти поза банками залишилося одним з ключових факторів формування залучень за фінансовим рахунком приватного сектору. Середньомісячні обсяги скорочення готівки в липні-серпні дещо збільшилися, проте були меншими, ніж у відповідному періоді минулого року.

Продовжився чистий приплив боргового капіталу до приватного сектору (0.3 млрд. дол. США). Роловер приватного сектору продовжував зростати (до 92% в липні-серпні), а роловер реального сектору вперше з початку 2014 року перевищив 100%. Це відбулося за рахунок як збільшення чистих залучень реального сектору за довгостроковими кредитами, так і скорочення виплат банківського сектору за міжбанківськими кредитами.

Роловер приватного сектору за зовнішніми довгостроковими зобов'язаннями⁴² (%)

	I.16	II.16	III.16	IV.16	2016	I.17	II.17	07-08.17
Банки	31	74	66	73	58	21	45	51
Реальний сектор	67	53	62	58	60	45	90	102
У цілому	55	56	64	62	59	39	86	92

Резервні активи

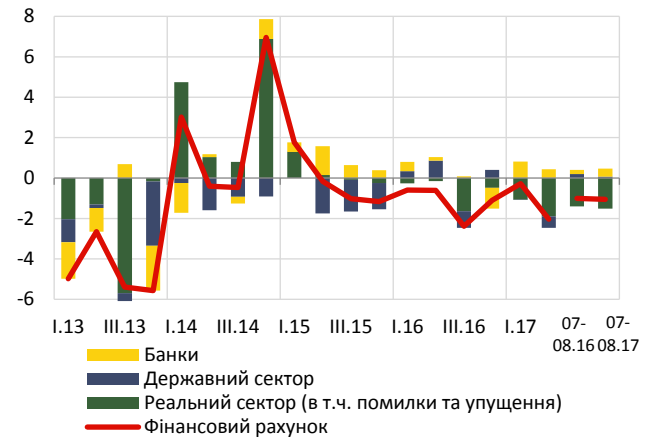
Завдяки профіциту зведеного платіжного балансу в липні-серпні (233 млн. дол. США) та повернення уряду на ринок єврооблігацій у вересні міжнародні резерви збільшилися до 18.6 млрд. дол. США, або 3.7 місяця імпорту майбутнього періоду станом на кінець вересня 2017 року.

Зовнішня стійкість

Помірне зростання зовнішньої заборгованості в умовах поступового відновлення економічної активності зумовлювало подальше поліпшення показників зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів. Отримання міжнародної фінансової допомоги в II кварталі призвело до зростання валового зовнішнього боргу (на 1.2 млрд. дол. США до 114.8 млрд. дол. США). Водночас його співвідношення до ВВП зменшилося до 114% через високі темпи зростання номінального ВВП. Незважаючи на поточне поліпшення, Україна залишається вразливою до зовнішніх шоків, зокрема через значну відкритість економіки та подальше збільшення короткострокового боргу за залишковим терміном погашення.

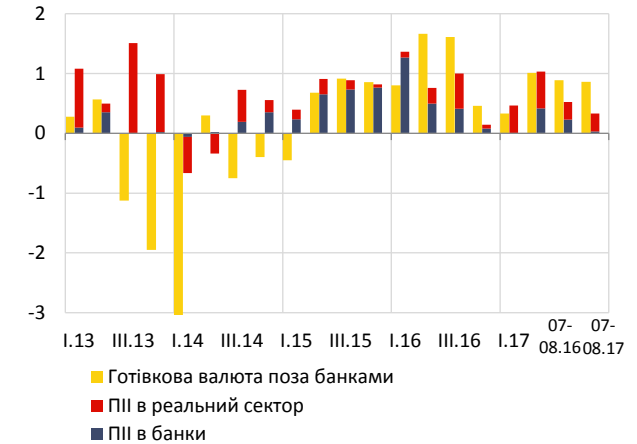
У розрізі секторів зростання зовнішнього боргу було майже рівною мірою розподілено між сектором загальнодержавного управління та реальним сектором (0.9 та 0.8 млрд. дол. США відповідно).

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



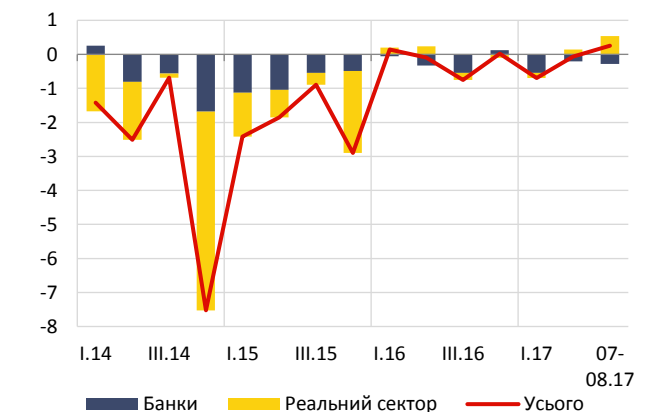
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Потоки боргового капіталу*, млрд. дол. США



* Додатні значення – приплив капіталу

Джерело: НБУ.

⁴² Дані без урахування операцій з переформування боргу в статутний капітал.

Заборгованість сектору ЗДУ за II квартал збільшилася до 37.3 млрд. дол. США насамперед через отримання урядом чергового траншу кредиту макрофінансової допомоги від Європейської Комісії на суму 0.6 млрд. євро в травні поточного року. Водночас заборгованість за борговими цінними паперами скоротилася на 0.2 млрд. дол. США через конфісковані за рішенням суду кошти осіб з оточення експрезидента Януковича. Зовнішні зобов'язання НБУ зросли на 1.2 млрд. дол. США до 7.6 млрд. дол. США через отримання третього траншу кредиту від МВФ.

Зовнішній борг реального сектору зріс за рахунок розміщення єврооблігацій (0.3 млрд. дол. США) та зростання заборгованості за торговими кредитами (0.7 млрд. дол. США).

Водночас за II квартал поточного року зовнішня заборгованість банківського сектору скоротилася на 1.7 млрд. дол. США (19.8%) та становила 6.8 млрд. дол. США за рахунок зменшення заборгованості українських банків за міжбанківськими кредитами та депозитами.

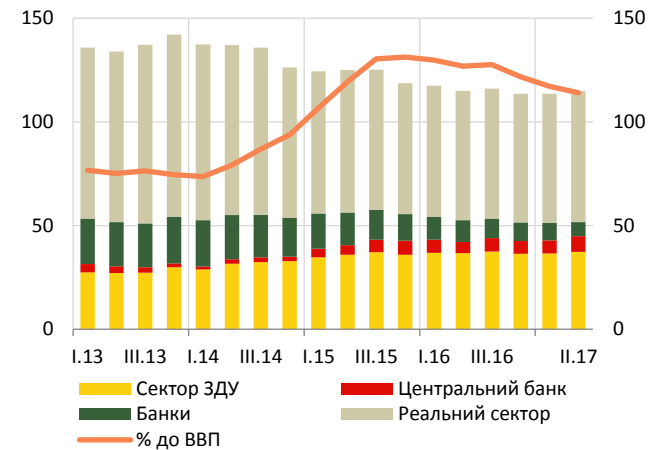
Зростання короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення за II квартал (на 0.5 млрд. дол. США до 46.7 млрд. дол. США) відбулося через збільшення на 1 млрд. дол. США зобов'язань державного сектору, що мають бути погашені впродовж наступних 12 місяців. Їх розмір становив 3.4 млрд. дол. США, 1.9 млрд. з яких – майбутні виплати за кредитами МВФ. Заборгованість банківського сектору впродовж кварталу скоротилася на 1.2 млрд. дол. США, або 25.5% за рахунок міжбанківських кредитів та депозитів. Зобов'язання реального сектору за короткостроковим боргом за залишковим терміном погашення зросли на 0.6 млрд. дол. США до 35.9 млрд. дол. США за рахунок збільшення майбутніх виплат за торговими кредитами та авансами.

Показники зовнішньої стійкості та адекватності міжнародних резервів

%	II.2015	III.2015	IV.2015	I.2016	II.2016	III.2016	IV.2016	I.2017	II.2017
Зовнішній борг / ВВП	119.3	130.5	131.3	129.7	126.9	127.7	121.8	117.1	114.0↑
Зовнішній борг / експорт товарів і послуг	229.8	248.3	248.1	255.8	252.6	257.6	246.7	232.7	227.4↑
Короткостроковий борг / валовий борг	43.6	41.0	43.1	40.6	39.8	39.1	41.4	40.6	40.7 ↓
Короткостроковий борг / ВВП	52.0	53.5	56.6	52.6	50.5	49.9	50.4	47.6	46.4 ↑
Короткостроковий борг / експорт товарів і послуг	100.1	101.7	107.0	103.7	100.4	100.7	102.2	94.6	92.5 ↑
Відкритість економіки ⁴³	106.9	107.9	107.7	104.5	103.8	104.3	104.6	105.6	105.9↓
Резерви / короткостроковий борг	18.8	24.9	26.0	26.7	30.6	34.4	33.0	32.8	38.5 ↑
Резерви, композитний критерій МВФ	32.9	41.9	45.2	44.8	50.1	55.8	55.8	54.3	63.9 ↑
Покриття резервами майбутнього імпорту (3 міс.)	84.5	102.6	102.8	94.5	100.0	107.5	105.2	101.1	119.5↑
Покриття резервами широкої грошової маси	22.1	29.4	32.1	33.1	33.5	38.3	38.3	38.0	42.9 ↑

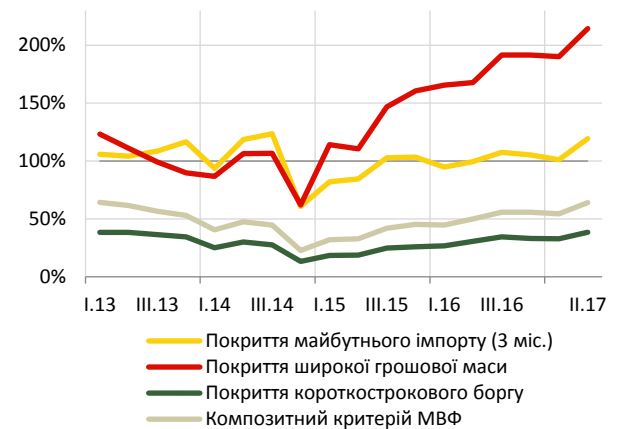
На тлі істотного збільшення розміру міжнародних резервів (до 18 млрд. дол. США на кінець червня) показники їх адекватності суттєво поліпшилися. Критерій покриття широкої грошової маси та покриття майбутнього імпорту зріс на 4.9 в. п. та 0.6 місяця майбутнього імпорту відповідно. Співвідношення резервів до композитного критерію МВФ (ARA metrics) поліпшилося на 9.6 в.п. та становило 63.9%. Попри збільшення короткострокового боргу за залишковим терміном погашення в абсолютному вимірі співвідношення резервів до короткострокового боргу (критерій Гвідотті – Грінспена) зросло на 5.7 в.п. до 38.5%.

Валовий зовнішній борг, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Критерії достатності міжнародних резервів, %



Джерело: розрахунки НБУ.

⁴³ Розраховано як співвідношення 12-місячної плинної суми експорту та імпорту до ВВП за відповідний період.

Вставка: Суверенні єврооблігації України: відновлення доступу до ринку капіталу

У вересні 2017 року Україна після чотирирічної перерви повернулася на ринки зовнішніх запозичень, розмістивши 15-річні боргові цінні папери на суму 3 млрд. дол. США під 7.375% річних. Останнє ринкове розміщення було здійснене у квітні 2013 року (10-річні єврооблігації під 7.5% річних на 1.25 млрд. дол. США). Подальше накопичення зовнішніх дисбалансів на тлі стагнації економіки та відсутності структурних реформ викликали суттєве занепокоєння інвесторів щодо виконання Україною своїх зобов'язань. Дохідність до погашення українських євробондів лише протягом травня – серпня 2013 року зросла на 300 б. п. до 10% річних, що фактично унеможливило нові ринкові залучення⁴⁴. Унаслідок зтяжної кризи 2014 – 2015 років, анексії Криму та збройної агресії РФ на сході країни доступ до ринків капіталу залишався обмеженим, а подальші емісії (на загальну суму 3 млрд. дол. США) відбувалися виключно під гарантії Уряду США.

У травні 2015 Україна запровадила безстроковий мораторій⁴⁵ на виплати за зовнішнім боргом та розпочала перемовини із Спеціальним комітетом кредиторів з метою узгодження умов реструктуризації. Досягнуті в листопаді 2015 року домовленості передбачали емісію дев'яти серій нових облігацій (була завершена у квітні 2016 року), списання 20% номінальної вартості “старих” облігацій, ставку купона на рівні 7.75%, погашення в 2019 – 2027 рр. та випуск похідних цінних паперів (VRI⁴⁶).

Попри операцію з реструктуризації свого зовнішнього боргу Україна повернулася на міжнародні ринки капіталу менше, ніж за два роки. Цьому сприяли макроекономічна стабілізація в Україні з середини 2015 року, поступове впровадження структурних реформ, виважена фіскальна та монетарна політика. Зв'язок між макроекономічними показниками країн та спредами на їх єврооблігації доводять й численні дослідження ([Eichengreen and Mody, 1998](#); [Min, 1998](#); [McGuire and Schrijvers, 2003](#); [Sahayet al., 2015](#)). Наприклад, згідно з дослідженням МВФ ([IMF, WP/16/100](#)) зменшення дефіциту бюджету на 1 в. п., за інших рівних умов, призводить до скорочення спредів на 38 б. п. Більш того, вагомість макропоказників при формуванні спредів за облігаціями зросла після світової фінансової кризи 2008 року ([Ghosh et al., 2013](#)). Водночас у низці досліджень відзначено суттєве скорочення середнього строку відсутності доступу до міжнародного ринку капіталу країн, що оголошували дефолт. Так якщо в 1980-х роках такий термін становив близько п'яти років ([Gelos et al., 2004](#)), то в 1990-х роках він зменшився до 4.1 року, а в 2000-х – до 2.5 років ([Richmond and Dias, 2008](#)).

Поверненню України на ринок капіталу сприяли також і достатньо сприятливі умови загалом для країн, ринки яких розвиваються, упродовж 2017 року. Зокрема, індекс MSCI EM з початку 2017 року підвищився на 29.2% (станом на 25.10.2017), прямуючи до максимальних рівнів з 2011 року, а низка країн, ринки яких розвиваються, скористалися сприятливими умовами для залучення боргового капіталу. Серед країн, що розмістили суверенні єврооблігації, з червня 2017 року були як нові, так і неактивні в останні кілька років емітенти. Так уперше за 25 років незалежності свої євробонди розмістив Таджикистан (10-річні облігації під 7.1% на 0.5 млрд. дол. США). Аргентина, що з моменту оголошення незалежності оголошувала дефолт 8 разів, випустила 100-річні облігації під 7.9% річних. Також розмістили суверенні єврооблігації Ірак, Венесуела та Пакистан.

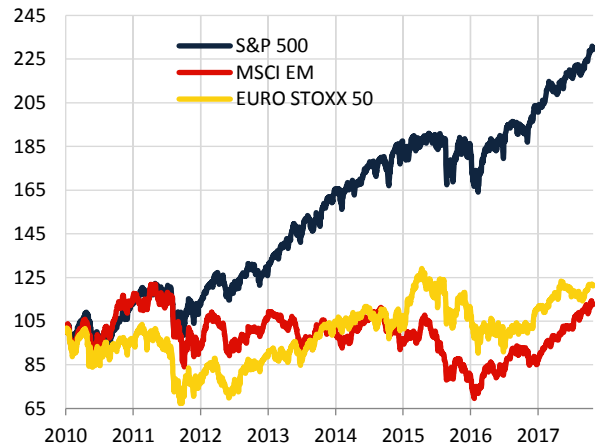
Зацікавленості інвесторів сприяли помірніше, ніж очікувалося на початку року, посилення монетарної політики провідними центральними банками, низький рівень котирувань та висока дохідність активів цих країн, покращення перспектив їх

Суверенні єврооблігації України, дохідність та ставки купона первинних емісій, %



Джерело: Cbonds.info.

Індекси світового фондового ринку, 01.01.2010=100, станом на 25.10.2017



Джерело: Thomson Reuters Datastream.

⁴⁴У грудні 2013 року Україна розмістила єврооблігації на Ірландській біржі, однак ця операція стала результатом домовленостей між тодішнім президентом України В. Януковичем та президентом РФ В. Путіним (т. з. борг Януковича). Зокрема єврооблігації були розміщені з купоном 5% річних, тоді як на момент розміщення дохідність єврооблігацій України на вторинному ринку досягала 12%. Більше того, увесь обсяг першої емісії (3 млрд. дол. США) був викуплений Фондом національного добробуту РФ.

⁴⁵Закон України “Про особливості здійснення правочинів з державним, гарантованим державою боргом та місцевим боргом” №№ 436-VIII від 19 травня 2015 року.

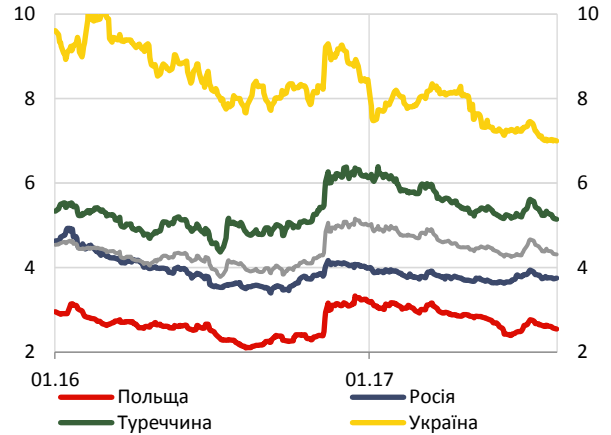
⁴⁶VRI (Value Recovery Instrument) або інструмент відновлення вартості – похідні ЦП, суми виплати за якими будуть визначатися залежно від динаміки зростання ВВП України.

економічного розвитку, у тому числі на тлі відновлення зростання цін на світових товарних ринках. Більше того, побоювання щодо суттєвого впливу капіталу з країн, що розвиваються, унаслідок більш жорсткої монетарної політики провідних ЦБ у цілому зменшилися через підвищення зовнішньої стійкості цих країн в останні кілька років.

Повернення України на ринок зовнішніх запозичень є безумовно позитивним сигналом не лише для інвесторів, що інвестують в боргові цінні папери, але й для потенційних прямих інвесторів. Це також покращує перспективи нових емісій корпоративного сектору (у т. ч. для державних компаній). Більше того, частину коштів від останнього розміщення (1.6 млрд. дол. США) було використано для викупу єврооблігацій, що мали погашатися у 2019 (на 1.2 млрд. дол. США) та 2020 роках (на 0.4 млрд. дол. США). Така операція з управління державним боргом дала змогу дещо зменшити боргове навантаження в середньостроковій перспективі.

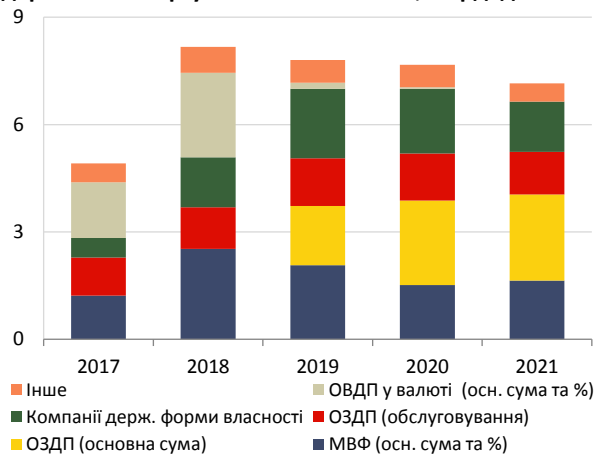
Однак графік виплат за зовнішніми зобов'язаннями в наступні кілька років залишається досить напруженим. Упродовж 2018 – 2021 років щорічні виплати з погашення та обслуговування державного та квазідержавного боргу в іноземній валюті становитимуть перевищуватимуть 7 млрд. дол. США. Тому для України критично важливим залишається подальше запровадження структурних реформ, спрямоване на поліпшення ділового середовища та умов для довгострокового економічного зростання. У цьому контексті вагомим залишається продовження співпраці з МВФ, яка може виступати не лише номінальним якорем для впровадження реформ та підтримки стійкого макроекономічного розвитку, а й сприяти успішним залученням на міжнародних фінансових ринках. Зокрема згідно з дослідженнями [Mody and Saravia \(2003\)](#) та [Presbitero et. al. \(2015\)](#) наявність програм співпраці з МВФ є детермінантою як факту розміщення, так і спредів, за якими розміщувалися суверенні єврооблігації.

Середньозважена дохідність за суверенними єврооблігаціями окремих країн, %



Джерело: Cbonds.info.

Погашення та обслуговування державного та квазі-державного боргу в іноземній валюті, млрд. дол. США



Джерело: МВФ; Cbonds.info; НБУ.

2.2.6. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

У III кварталі 2017 року НБУ утримався від пом'якшення монетарної політики, зберігаючи облікову ставку незмінною. Це було спрямовано на упередження погіршення інфляційних очікувань з огляду високі фактичні показники зростання цін. Збереження облікової ставки на незмінному рівні протягом останніх місяців зумовило більш повільне зменшення вартості фінансових ресурсів у національній валюті.

У III кварталі ситуація на валютному ринку залишалася сприятливою, що дало змогу НБУ проводити переважно операції з купівлі іноземної валюти та надалі послаблювати адміністративні валютні обмеження. Проте у вересні волатильність обмінного курсу гривні до долара США посилилася під впливом низки сезонних чинників, що змусило НБУ продавати валюту на ринку для згладжування надмірних коливань обмінного курсу, водночас не протидіючи курсовим трендам.

У III кварталі 2017 року тривало, хоча й помірними темпами, зростання депозитів у національній валюті за рахунок коштів домогосподарств. Банки продовжували нарощувати кредитування. На відміну від минулого року, коли переважно відновлювалося кредитування нефінансових корпорацій, цього року відчутно поживалося споживче кредитування. Згідно з [Опитуванням про умови кредитування за III квартал](#), очікується подальша активізація кредитування та нарощування банками свого депозитного портфеля.

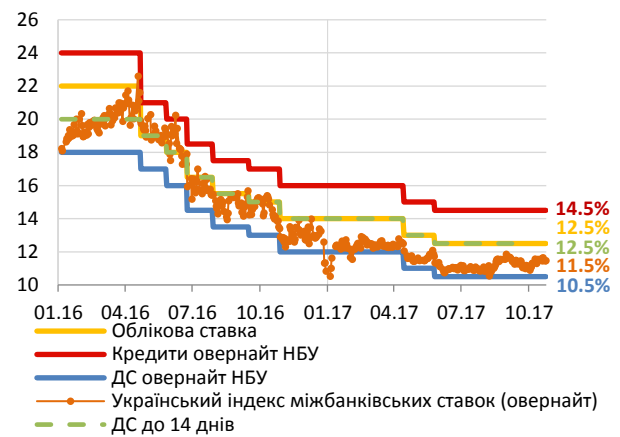
Процентні ставки

Протягом III кварталу Правління НБУ залишало облікову ставку на рівні 12.5% річних з огляду на посилення інфляційних ризиків. Це було зумовлене необхідністю повернути інфляцію до цільової траєкторії та спрямоване на упередження зростання інфляційного тиску з боку попиту, зокрема через збільшення інфляційних очікувань на тлі прискорення інфляції у річному вимірі з травня 2017 року та поживлення споживання через зростання заробітних плат та очікуваного підвищення пенсій із жовтня.

Збереження облікової ставки на незмінному рівні протягом останніх місяців, а також зростання очікувань учасників ринку (професійних фінансових аналітиків), що пом'якшення монетарної політики протягом наступних 12 місяців відбуватиметься повільнішими темпами⁴⁷, дещо пригальмувало зниження ринкових процентних ставок у національній валюті. Так середньозважена вартість гривневих міжбанківських кредитів у III кварталі 2017 року порівняно із II кварталом зменшилася на 0.4 в. п. до 11.6% річних, а через звуження ліквідності банківської системи внаслідок сплати квартальних податкових платежів, в окремі місяці навіть незначно підвищувалася.

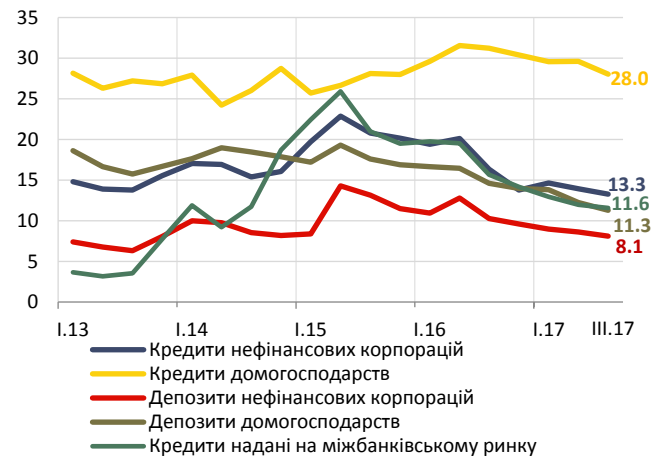
Дохідність гривневих ОВДП на первинному ринку в липні-серпні залишалася на незмінному рівні, у тому числі через досить млявий попит (обсяги залучень коштів до бюджету

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських ставок, % річних



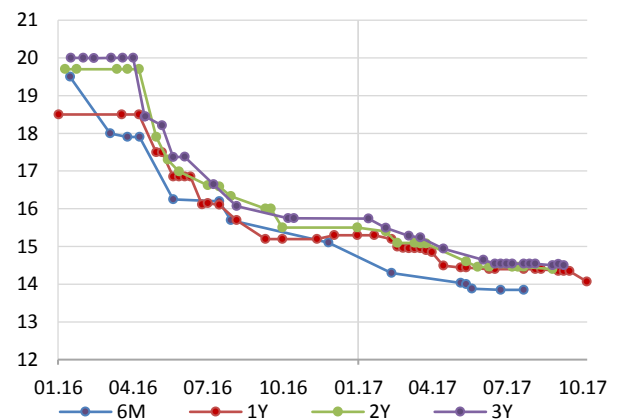
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

⁴⁷ У вересні суттєво зростає частка фінансових аналітиків, які очікують вищі значення ключової ставки НБУ через 12 місяців (до 50% респондентів з 14.3% у серпні). Натомість частка тих, хто очікує більш швидке пом'якшення монетарної політики суттєво знизилася (до 12.5% з 42.9%). Як наслідок, середні очікування щодо розміру ставки через 12 місяців зросли.

сягнули близько 3.5 млрд. грн.). Водночас завершення періоду квартальних податкових платежів сприяло певній активізації первинного ринку у вересні (залучено близько 2.9 млрд. грн.), у результаті дохідність гривневих цінних паперів помірно знизилася практично за всіма строками розміщення як цього місяця, так і в середньому за III квартал 2017 року.

Також у жовтні НБУ та МФУ завершили [здійснення правочину з державним боргом \(репрофайлінг\)](#), запровадивши новий інструмент – гривневі облігації з прив'язкою дохідності до рівня інфляції. Під репрофайлінг підпали облігації на загальну суму 219.6 млрд. грн., що становило майже 2/3 загального обсягу ОВДП у власності НБУ. У свою чергу, близько 66% ОВДП (на загальну суму 145.2 млрд. грн.), що стали об'єктом репрофайлінгу, були конвертовані в довгострокові гривневі облігації з прив'язкою дохідності до рівня інфляції, решта – у довгострокові гривневі облігації з фіксованими процентними ставками. Наявність одночасно облігацій з фіксованою та плаваючою ставками забезпечить диверсифікацію відсоткового ризику при залученні запозичень. Крім того, за рахунок прив'язки виплат за частиною облігацій до рівня інфляції, репрофайлінг буде сприяти проведенню виваженої фінансової політики, узгодженої з цілями НБУ щодо забезпечення низької та стабільної інфляції.

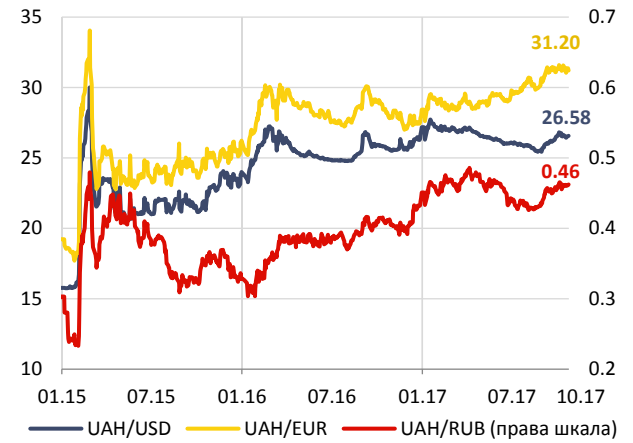
У III кварталі 2017 року тривало скорочення вартості кредитів нефінансовим корпораціям практично за всіма строками розміщення (найбільше від одного до трьох місяців). Зокрема це зумовлено посиленням конкуренції між банками. Також скоротилися ставки за кредитами домогосподарств, переважно за рахунок короткострокових кредитів населенню. Продовжували зниження і процентні ставки за залученими депозитами в національній валюті, що, поміж іншого, зумовлено достатнім рівнем ліквідності банківської системи (попри зниження у III кварталі порівняно з попереднім).

Валютний ринок

Протягом липня-серпня ситуація на валютному ринку залишалася сприятливою та характеризувалася подальшим зміцненням гривні відносно долара США. Окрім підвищення в цілому світових цін на товари українського експорту (виражених динамікою ЄСРІ, див. «Зовнішнє середовище» стор. 9), це було зумовлено збереженням значної пропозиції готівкової іноземної валюти населенням. Так у III кварталі 2017 року середньоденні обсяги продажу готівкової іноземної валюти населенням становили близько 36 млн. дол. США, що в два з половиною рази перевищило цей показник за відповідний період минулого року. Водночас зростав і попит на неї. 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. З огляду на це НБУ проводив переважно операції з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів, не перешкоджаючи ринковим тенденціям на валютному ринку.

Водночас у вересні, після тривалого ревальваційного тренду, помірно зросла волатильність обмінного курсу гривні до долара США та змінився тиск на обмінний курс гривні в бік знецінення, у тому числі і на готівковому ринку. І хоча фундаментальні фактори, насамперед зовнішня цінова

Офіційний курс гривні до іноземних валют



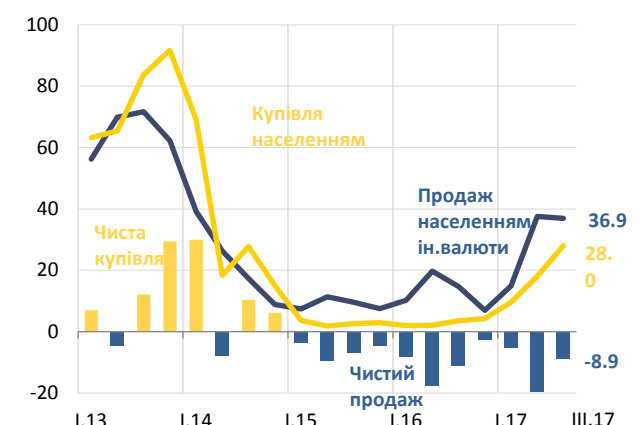
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Середньоденні показники готівкового ринку, млн. дол. США



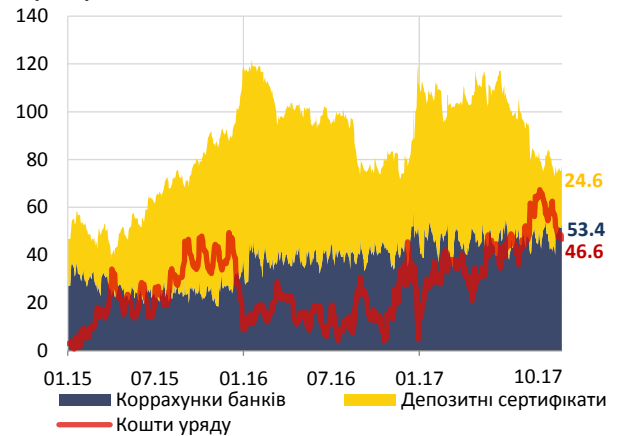
Джерело: НБУ.

кон'юнктура залишалися сприятливими, поєднання низки тимчасових, у тому числі і сезонних чинників, зумовили послаблення гривні відносно долара США. Зокрема, девальваційний тиск на гривню у вересні чинило зростання попиту на іноземну валюту з боку нафто- та газо- трейдерів, який підсилювався помірним зростанням цін на нафту на світовому ринку. Крім того, мав місце і психологічний чинник – негативний досвід осінньої девальвації гривні в минулих роках, до якого особливо чутливий ринок готівкової іноземної валюти. За таких умов у вересні НБУ збільшив свою присутність на валютному ринку, продаючи іноземну валюту для згладжування надмірних коливань обмінного курсу, не перешкоджаючи поступовій девальвації гривні під дією ринкових чинників.

Проте за результатами III кварталу 2017 року, середній офіційний обмінний курс гривні до долара США зміцнівся (на 2.1%), порівняно із кварталом раніше. Також, незважаючи на зростання у вересні обсягів продажу іноземної валюти, сальдо операцій НБУ з іноземною валютою в III кварталі 2017 року залишилося додатним (близько 98 млн. дол. США), а з початку року чиста купівля іноземної валюти становила 1.45 млрд. дол. США.

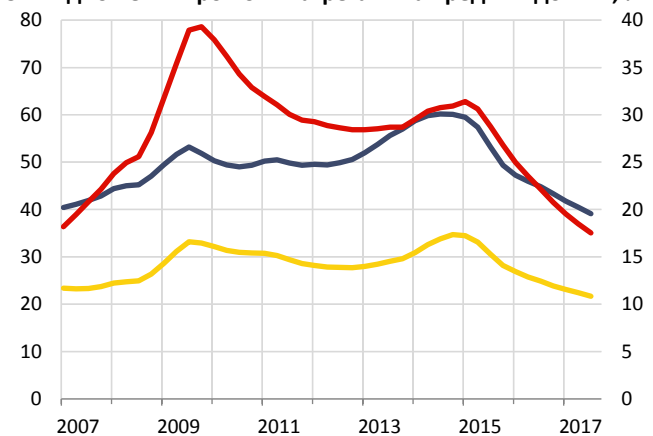
Водночас глибша ревальвація валют більшості країн ОТП до долара США (у середньому за квартал) призвела до зниження НЕОК гривні (у вересні на 3.0% порівняно з червнем). Як наслідок, РЕОК гривні також зменшився на 1.4%. У річному вимірі НЕОК гривні девальвував на 2.9%. Однак через вищу інфляцію в Україні порівняно з країнами ОТП, РЕОК гривні зміцнівся на 9.0% р/р.

Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Співвідношення грошових агрегатів та кредитів до ВВП, %



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

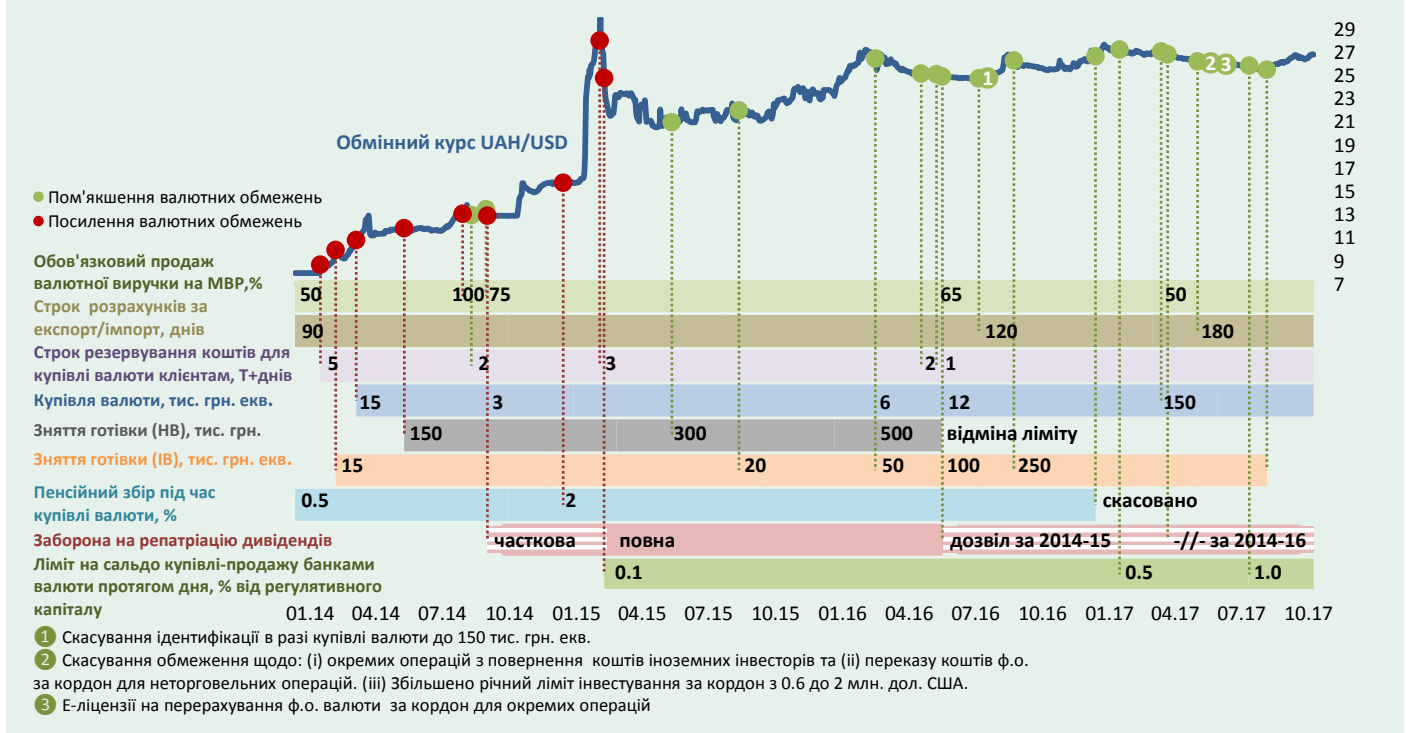
З огляду на сприятливу ситуацію на валютному ринку, яка тривала протягом більшої частини III кварталу, НБУ продовжив політику послаблення адміністративних обмежень на валютному ринку. Зокрема:

- спростив дострокове погашення кредитів від нерезидентів, розширивши перелік винятків такого погашення;
- спростив умови купівлі та перерахування валюти для низки операцій: за операціями іноземних інвесторів з ОВДП, для розрахунків зі здійснення іноземної інвестиції та її повернення через один банк, унормував випадки купівлі валюти для окремих операцій, пов'язаних з виконанням резидентом-гарантом зобов'язань в іноземній валюті;
- розширив можливості банків проводити власні операції з валютою на міжбанківському валютному ринку, підвищивши дозволений розмір сальдо купівлі-продажу банком іноземних валют та банківських металів протягом одного робочого дня з 0.5% до 1.0% від розміру регулятивного капіталу;
- дозволив банкам купувати окремі види єврооблігацій у межах генеральної ліцензії на здійснення валютних операцій у частині залучення та розміщення іноземної валюти на міжнародних ринках;
- скасував останні обмеження на видачу коштів з банківських рахунків для населення;
- лібералізував підхід до ощадних (депозитних) сертифікатів на пред'явника, зокрема знявши заборону на їх випуск та погашення лише шляхом перерахування коштів на рахунок власника сертифіката або пред'явника;
- спростив розрахунок щоденного ліміту купівлі іноземної валюти у власну позицію за окремими операціями;
- розширив перелік винятків із заборони на дострокове погашення окремих видів кредитів та позик;
- дозволив використання іноземної валюти на рахунках клієнтів як застави за гривневими кредитами;
- спростив порядок одержання резидентами кредитів від міжнародних фінансових організацій.

Крім того, з метою посилення ефективності грошово-кредитної політики, спрямованої на забезпечення низької та стабільної інфляції НБУ, з вересня змінив операційний дизайн монетарної політики. Зокрема:

- запровадив щотижневе (по середах) розміщення тримісячних депозитних сертифікатів НБУ на процентному тендері за принципом єдиної ціни. Це сприятиме формуванню гривневої кривої дохідності строком від місяця до трьох (див. вставку на стор. 49);
- припинив щоденне розміщення двотижневих депозитних сертифікатів. Їх розміщення проводитиметься два рази на тиждень (у вівторок та четвер).

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



Базові гроші та ліквідність

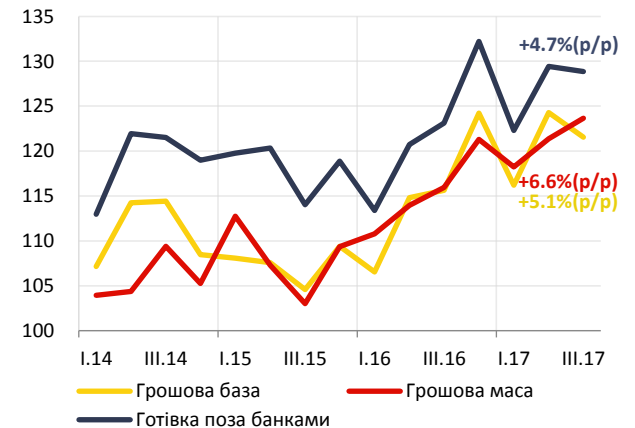
У поточному році в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності, що, як і в минулому році, забезпечувалося в основному купівлею НБУ валюти на міжбанківському валютному ринку з метою накопичення міжнародних резервів. Водночас у III кварталі 2017 року ліквідність банківської системи звузилася. Це відбулося насамперед через значні обсяги перерахувань податкових та інших платежів до бюджету (у тому числі кварталних) у серпні, на що банки відреагували скороченням залишків коштів на депозитних сертифікатах НБУ. Середньоденні залишки на коррахунках банків порівняно з II кварталом практично не змінилися.

Так, чисте вилучення ліквідності за рахунок фіскальних чинників оцінено на рівні 25.0 млрд. грн.⁴⁸. Також на зниження ліквідності банківської системи впливали операції ліквідаторів банків (2.3 млрд. грн.), погашення банками отриманих раніше від НБУ кредитів (чисті обсяги за кредитними операціями з банками становили -1.1 млрд. грн.) та операції ФГВФО (0.6 млрд. грн.).

Головним джерелом надходження ліквідності до банківської системи були операції НБУ з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (за результатами III кварталу 2017 року сальдо операцій з купівлі/продажу НБУ іноземної валюти було додатним і становило 2.4 млрд. грн.) та зниження рівня готівки (на 1 млрд. грн.).

Попри незмінні середньоденні залишки, станом на кінець III кварталу 2017 року обсяги коштів на коррахунках банків знизилися. Зниження було суттєвішим, ніж прогнозувалося в Інфляційному звіті за липень 2017 року. Це зумовлено меншою потребою в коштах для виконання банками обов'язкових

Монетарні показники, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

⁴⁸ Вплив фіскальних факторів на рівень ліквідності банківської системи розраховано на основі зміни залишків коштів на ЄКР (зростання на 14.9 млрд. грн.), платежів уряду на користь НБУ за своїми раніше взятими зобов'язаннями (19.8 млрд. грн.) та перерахування НБУ частини прибутку до бюджету (10 млрд. грн.).

резервів. Разом з нижчими темпами приросту готівки, це спричинило повільніші, ніж очікувалося, темпи зростання грошової бази (5.6%р/р та 5.1%р/р відповідно).

Грошова маса та її компоненти

За результатами III кварталу 2017 року динаміка залишків депозитів у національній валюті була різноспрямованою. Зокрема продовжилося зростання залишків на рахунках домогосподарств на тлі високих доходів населення. Також тривав приріст коштів на рахунках регіональних та місцевих органів державного управління через зростання надходжень до місцевих бюджетів. Одним із чинників цього є надання більш широких повноважень, у тому числі і фінансових, органам місцевого самоврядування в рамках децентралізації влади, та певним поліпшенням економічного середовища. Водночас знизилася залишки коштів на депозитних рахунках у банках нефінансових корпорацій, з огляду на значні обсяги перерахувань податкових та інших платежів до бюджету (у тому числі кварталних) у серпні. Таким чином загальні залишки банківських депозитів у національній валюті порівняно із кінцем II кварталу 2017 року практично не змінилися (зросли на 0.3%), проте їх річні темпи приросту незначно прискорилися (до 12.4%) через нижчу базу порівняння.

Натомість залишки на депозитних рахунках банків в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) зростали швидшими темпами. Визначальним чинником такого зростання були залишки коштів нефінансових корпорацій – головним чином завдяки значним обсягам надходження валютної виручки. Депозити домогосподарств зростали більш помірними темпами. Виконання урядом своїх зобов'язань з погашення та обслуговування державного боргу призвело до помірному зниженню залишків коштів на рахунках центральних органів державного управління.

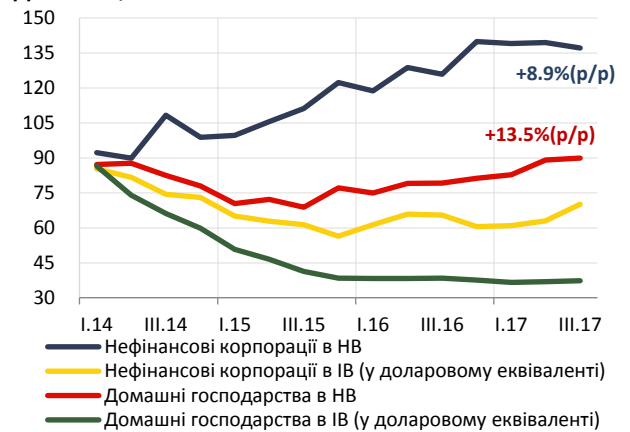
Поступове зростання загальних залишків депозитів разом із помірними темпами приросту готівки поза банками сприяли збільшенню обсягів грошової маси у III кварталі 2017 року на 1.9% (на 6.6% р/р). Водночас фактичні темпи приросту грошової маси були нижчими, ніж прогноз, опублікований у попередньому Інфляційному звіті. Це було зумовлено повільнішими, ніж очікувалося, темпами приросту депозитів та нижчим попитом на готівку.

Кредити

У III кварталі 2017 року банки продовжили поступово нарощувати кредитування в національній валюті. Загальні залишки за кредитами за цей період збільшилися на 5.2%, проте їх зростання в річному вимірі дещо уповільнилося (до 19.0%), що пояснюється зростанням бази порівняння.

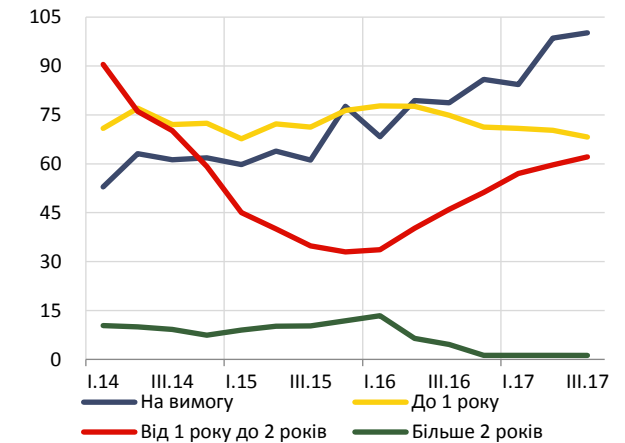
Високими темпами продовжували зростати залишки за кредитами, наданими домашнім господарствам. За цей період вони збільшилися на 9.7%, а їх річні темпи приросту значно пришвидшилися (до 19.6%) завдяки зростанню споживчого кредитування. Зокрема високими темпами збільшувалася видача кредитів на придбання транспортних засобів та інші споживчі потреби. Крім того, банки констатували [зростання попиту на іпотечні кредити](#), проте їх залишки продовжували

Депозити, IV.2013=100



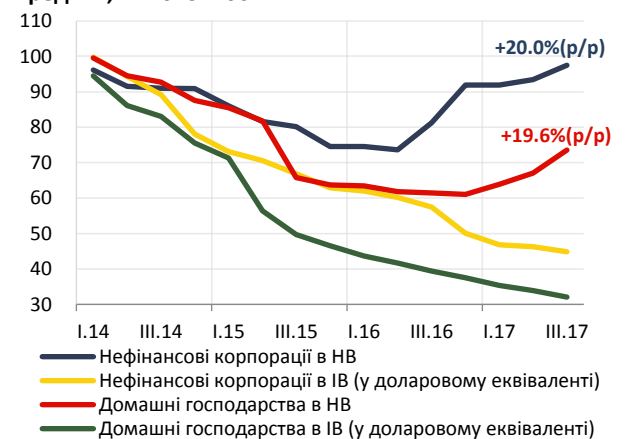
Джерело: НБУ.

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



Джерело: НБУ.

Кредити, IV.2013=100



Джерело: НБУ.

помірно знижуватися. Зростанню попиту на кредити домогосподарств сприяло зниження їх вартості та покращення споживчих настроїв. Крім того, під впливом очікувань зростання платоспроможності споживачів на тлі зростання конкуренції між банками тривало подальше пом'якшення стандартів кредитування.

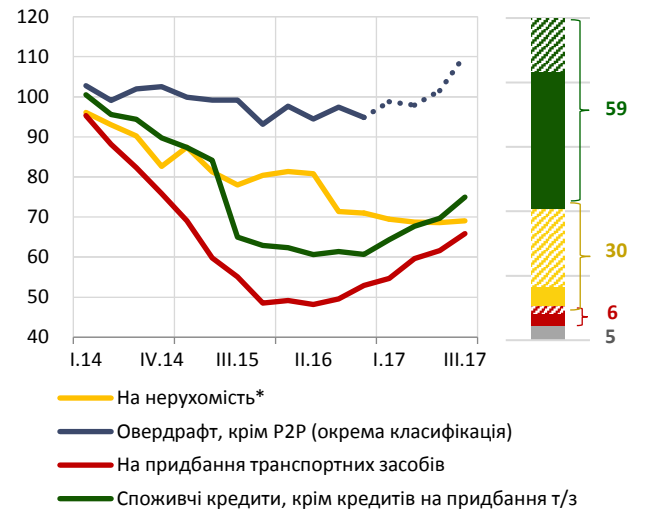
Також зростав попит на кредити і з боку корпоративного сектору, що може пояснюватися збільшенням потреби в обіговому капіталі та інвестиціях. Лідерами такого приросту були підприємства у сферах професійної, наукової та технічної діяльності, оптової та роздрібної торгівлі, постачання електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря, а також операцій з нерухомим майном. Протягом III кварталу 2017 року залишки за гривневими кредитами нефінансових корпорацій збільшилися на 4.3%, а їх уповільнення у річному вимірі (до 20.0%) пояснюється підвищенням бази порівняння.

Водночас тривала тенденція до скорочення залишків за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) як домашніх господарств, так і корпоративного сектору, що частково відображало операції з реструктуризації валютних кредитів у кредити в національній валюті.

Позитивні очікування щодо активізації кредитування зберігаються. Так, згідно з [Опитуванням про умови кредитування за III квартал](#) протягом наступних 12 місяців прогнозується зростання кредитних та депозитних портфелів банків, а також їх якості як для населення, так і бізнесу.

Попри певні ознаки поступового відновлення банківського кредитування співвідношення кредитів до ВВП починаючи з II кварталу 2015 року стрімко знижувалося, оскільки через високі темпи інфляції відбувався швидкий приріст номінального ВВП. Натомість кредитна активність банків у цей період була низькою через низьку кредитоспроможність позичальників та жорсткіші умови кредитування.

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



* До цієї категорії належать 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: Аналіз кривої дохідності за державними облігаціями України

Розвиток внутрішнього ринку цінних паперів також є запорукою ефективного функціонування трансмісійного механізму монетарної політики, оскільки є одним з каналів, який забезпечує вплив зміни облікової ставки на економічні процеси та дозволяє підвищити ефективність управління ліквідністю банківської системи.

У липні 2015 року НБУ спільно з МФУ та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку і Європейським банком реконструкції та розвитку підписали Меморандум про взаєморозуміння щодо співпраці в розвитку місцевих ринків капіталу в Україні (далі – Меморандум). Згідно з Меморандумом, серед основних напрямів співпраці було визначено розбудову кривої дохідності

В чому полягає її значення? Крива дохідності (або строкова структура процентних ставок) відображає зв'язок між дохідністю цінних паперів та строками їх погашення. З позиції МФУ вона надає можливість з високим ступенем точності оцінити вартість запозичень, що сприяє підвищенню ефективності управління державним боргом та оптимізації його обслуговування. На основі конфігурації кривих дохідності можуть прийматися рішення про зміну строків випуску державних цінних паперів та їх частоту.

Гіпотеза очікувань	Гіпотеза пріоритету ліквідності	Гіпотеза сегментації ринку
В рамках свого інвестиційного горизонту інвестори не надають переваг облігаціям з певними строками погашення. Відповідно форвардна ставка для певного періоду дорівнюватиме очікуваній майбутній ставці спот для цього ж періоду	Інвестори надають перевагу короткостроковим цінним паперам, оскільки вони є менш ризиковими, і тому готові платити за них вищу ціну. Відповідно форвардна ставка буде вищою майбутньої очікуваної ставки спот для цього ж періоду при висхідній формі кривої дохідності	Ринок поділений на сегменти, в яких діють певні учасники, які переважно не виходять за межі своєї ніші. Відповідно процентна ставка визначатиметься попитом і пропозицією в рамках кожного сегмента, а не ринку в цілому. Прямий зв'язок між рівнем коротко, середньо- та довгострокових ставок відсутній

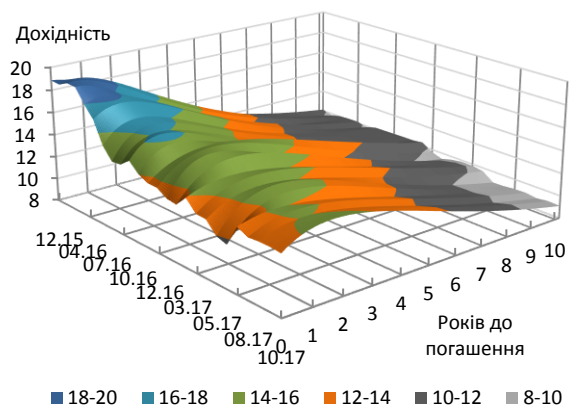
Існують три типові форми графіку кривої дохідності: довгострокові відсоткові ставки перевищують короткострокові – додатний нахил кривої дохідності – «нормальна» крива; короткострокові відсоткові ставки вищі за довгострокові – від'ємний нахил – обернена крива; довгострокові і короткострокові ставки перебувають приблизно на одному рівні – плоска крива. Проте крива дохідності рідко належить до якогось одного типу.

Рівень та форму кривої дохідності визначають гіпотези строкової структури процентних ставок. Для економічних агентів вона є важливим індикатором вартості цінних паперів, а отже й прийняття інвестиційних рішень. Так, якщо дохідності цінного папера лежить вище кривої дохідності, то такий папір є привабливим об'єктом інвестицій (його дохідність на даний момент часу є вище середньоринкового рівня, а ціна – заниженою), нижче – він є об'єктом вигідного продажу або відмови від придбання (дохідність такого інструменту занадто низька для його строку погашення, а ринкова ціна – занадто висока). Крім того, цю інформацію використовують банки для управління власною ліквідністю.

Цінні папери з однаковим терміном погашення можуть мати різну дохідність внаслідок різного рівня купонних ставок. Дохідність кожної безкупонної облігації визначається спотовою кривою ставок дохідності. Проте на практиці не існує безкупонних облігацій з терміном погашення більше одного року, а отже, спотова крива визначається за допомогою методів моделювання (НБУ використовує параметричну модель Нельсона-Сігела⁴⁹). Безкупонна крива дохідності за державними цінними паперами є необхідним інструментом для розвитку фінансового ринку, що слугує не лише індикатором його стану, а й еталоном для оцінки інших фінансових інструментів. Аналіз конфігурацій кривої дохідності є важливим аналітичним інструментом, оскільки відображає безризикові (базові, еталонні) поточні та очікувані процентні ставки для різних строків, на які орієнтуються як регулятори (емітент державних цінних паперів та центральний банк), так і учасники фінансового ринку.

Для центрального банку розбудова кривої дохідності відіграє значну роль у посиленні дії трансмісійного механізму монетарної політики. Оскільки центральний банк має вплив лише на короткий кінець кривої дохідності, прикладне

Динаміка безкупонної кривої дохідності за ОВДП* у гривнях, % річних



* Спот-ставки з неперервним нарахуванням відсотків, побудовані із застосуванням параметричної моделі Нельсона-Сігела. Джерело: НБУ.

⁴⁹ Детальніша інформація розміщена за адресою https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=8096610&cat_id=12057279.

значення при її використанні полягає у аналізі механізму трансмісії короткострокових ставок в довгострокові, що визначає споживчі та інвестиційні рішення економічних агентів.

Також крива дохідності є цінним джерелом інформації щодо очікувань суб'єктів фінансового ринку. Крива дохідності державних цінних паперів є інформаційним індикатором ринкових очікувань щодо майбутньої динаміки короткострокових процентних ставок (Berk, 2004), що залежить від ряду факторів (динаміки ВВП, збалансованості державного бюджету, показника інфляції, динаміки курсу національної валюти, тощо). Крім того, вона агрегує очікування ринкових учасників, як важливий показник фази економічного циклу (Kucera et al., 2016), та слугує індикатором довіри учасників ринку до проголошених цільових орієнтирів щодо інфляції (Goodfriend, 1993). Інтерпретація центральним банком строкової структури процентних ставок полягає в оцінці очікуваних процентних ставок (на основі розгляду короткострокового сегмента кривої) і очікуваних темпів інфляції (на основі розгляду довгострокового сегмента кривої).

Важливість та нагальність розбудови кривої дохідності зумовила вжиття НБУ заходів, спрямованих на подальший розвиток ринку державних цінних паперів. Зокрема, з 2015 року посилено роль облікової ставки в рамках переходу до режиму інфляційного таргетування, а на початку 2016 року змінено операційний дизайн монетарної політики⁵⁰. НБУ запропонував ринку короткостроковий інструмент – щотижневі аукціони з розміщення депозитних сертифікатів на термін до 14 днів. Водночас з метою посилення гнучкості регулювання ліквідності банківської системи було вдосконалено умови доступу банків до інструментів з підтримки ліквідності. Зокрема, розширено перелік цінних паперів, які приймаються як застава за кредитами овернайт та операціями прямого репо, а також дозволено банкам проводити зміну застави за кредитами рефінансування⁵¹. Також наприкінці 2015 року були змінені умови надання кредитів рефінансування шляхом проведення тендерів⁵² та започатковано практику здійснення аукціонів з продажу державних облігацій України з портфеля НБУ.

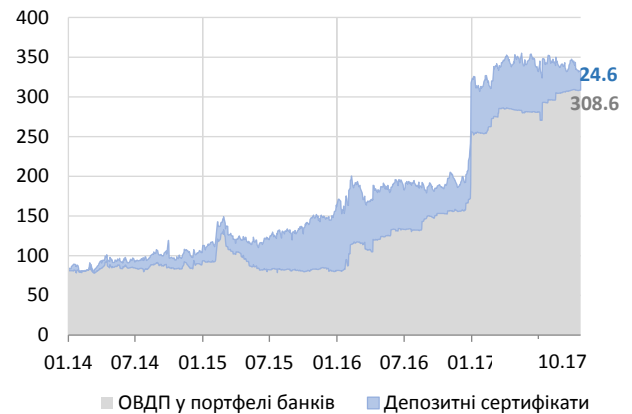
Протягом 2016-2017 років спостерігалися зростання зацікавленості інвесторів до державних облігацій, переважно середньострокових (від 2 до 3 років), та помірне підвищення попиту на облігації з довгостроковим терміном погашення. Ця тенденція є позитивним індикатором і свідчить про зростання довіри інвесторів до державних боргових інструментів, чому зокрема сприяло започаткування регулярних публікацій НБУ кривих безкупонної дохідності з кінця 2015 року.

Пом'якшення НБУ монетарної політики у 2016-2017 роках сприяло зниженню середньозваженої дохідності ОВДП у гривнях. Хоча активність на первинному ринку була помірною, дохідність гривневих ОВДП на первинному та вторинному ринках знижувалася за всіма строками розміщення. Більш того, протягом цього періоду короткий кінець кривої дохідності швидко втратив інвертованість та набув нормального вигляду.

Оскільки інструментарій НБУ має вплив лише на короткий кінець кривої дохідності, у рамках розбудови кривої дохідності надзвичайно важливе значення має координація дій НБУ та МФУ. Так з метою посилення ефективності грошово-кредитної політики, спрямованої на забезпечення низької та стабільної інфляції, у вересні 2017 року НБУ змінив операційний дизайн монетарної політики⁵³. Зокрема, відновлено розміщення тримісячних сертифікатів, оскільки протягом відносно тривалого часу не відбувалося формування гривневої кривої дохідності від місяця до трьох. З огляду на значні обсяги ліквідності органів центрального управління, упродовж 2017 року МФУ не здійснював первинне розміщення тримісячних ОВДП та нерегулярно розміщував цінні папери терміном до одного року. Натомість строки угод на міжбанківському кредитному ринку не перевищують двох тижнів. Відповідно ринок не має достатньої кількості короткострокових ОВДП, щоб ефективно вибудувати даний сегмент кривої. Метою відновлення розміщення тримісячних ОВДП є не акумуляція ліквідності на тривалий термін, а побудова достовірної точки на кривій дохідності. Також припинено щоденне розміщення двотижневих депозитних сертифікатів. Натомість, їх розміщення буде проводитися два рази на тиждень.

Подальші кроки у рамках розбудови кривої дохідності у середньо- та довгостроковому періоді згідно Стратегії управління державними фінансами на 2017-2021 роки полягають в усуненні бюрократичних та інших перешкод для інвестування в ОВДП нерезидентами, підтримці постійного діалогу учасників ринку та МФУ та підвищенні ліквідності ОВДП шляхом розвитку інституту первинних дилерів.

Залишки за ОВДП у портфелі банків та депозитними сертифікатами, млрд. грн.



Джерело: НБУ.

⁵⁰ Детальніша інформація розміщена за адресою: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=30350020>.

⁵¹ Детальніша інформація розміщена за адресою: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27809128>, <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27809129>.

⁵² Як забезпечення кредитів рефінансування приймаються державні облігації України, депозитні сертифікати НБУ та іноземна валюта (долари США, євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки, японські єни).

⁵³ Детальніша інформація розміщена за адресою: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=54615245&cat_id=55838.

3. ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ЕКОНОМІЧНОЇ СИТУАЦІЇ В УКРАЇНІ

3.1. ПРИПУЩЕННЯ ПРОГНОЗУ

У 2017 – 2019 роках очікується вперше за останні десять років синхронне зростання економічної активності в розвинених країнах та країнах, ринки яких розвиваються. Вагомими факторами такого зростання будуть прискорене відновлення споживчого попиту, зростання інвестицій завдяки все ще м'яким фінансовим умовам та поживалення світової торгівлі. Негативний вплив посилення торговельного протекціонізму в світі зменшився. Натомість геополітичні події, пов'язані насамперед із загостренням ситуації в країнах Близького Сходу, а також посилення конфлікту між США та КНДР, залишаються суттєвими стримуючими факторами.

В окремих країнах очікуються такі тенденції:

– зростання ВВП США прискориться завдяки зростанню внутрішнього попиту на тлі сталого рівня безробіття та збільшення інвестицій внаслідок сприятливих фінансових умов. Очікується, що через нестійкість інфляційних процесів у рамках визначених цілей підвищення процентної ставки ФРС буде повільним на тлі поступового зменшення активів ФРС;

– зростання економіки Єврозони продовжуватиметься темпами вищими за потенційні внаслідок циклічного відновлення у промисловості, відносно стимулюючої фіскальної політики, збільшення внутрішнього споживання завдяки зростанню зайнятості та експансивної монетарної політики ЄЦБ в умовах слабкої інфляції. Водночас, стримуватимуть зростання невизначеність, спричинена переговорним процесом щодо виходу Великобританії з ЄС, та політичні ризики в окремих країнах, зокрема в Іспанії;

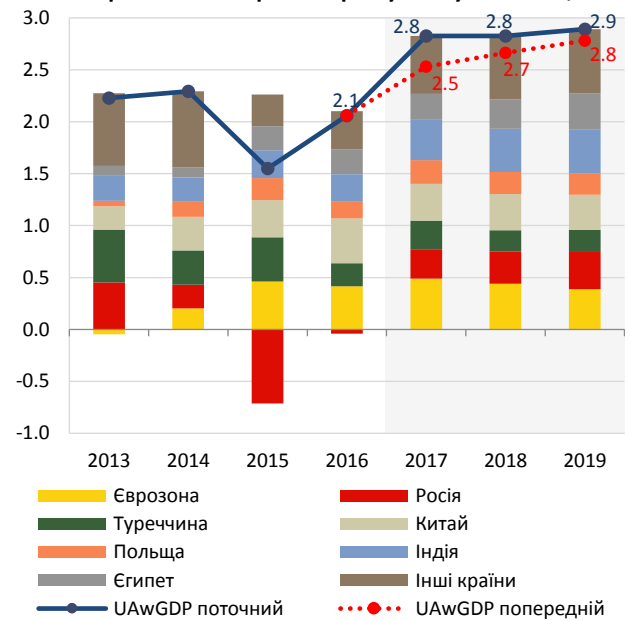
– економіка країн ЦСЄ зростатиме відносно сталими темпами завдяки подальшому розширенню внутрішнього попиту на тлі зростання зайнятості та заробітних плат, підвищенню інтересу до фінансових активів цієї групи країн через меншу залежність від ситуації в Єврозоні, а також підтримки експорту через відносно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

– темпи зростання економіки Китаю уповільняться, хоча й залишатимуться одними з найвищих у світі. Підтримку економіці Китаю надаватимуть суттєве державне фінансування інфраструктурних та виробничих проєктів, збільшення ролі сектору послуг та внутрішнього споживання. Натомість дуже високий рівень заборгованості корпоративного сектору (який досягнув 18 трлн дол. США або 170% ВВП країни) та дія антидемпінгових мит проти китайських виробників будуть головними причинами уповільнення економічного зростання;

– економічне зростання Туреччини та Єгипту підтримуватимуться поліпшенням цінової кон'юнктури на світових товарних ринках та збільшенням попиту з боку основних торговельних партнерів, зокрема Єврозони, Китаю, США та РФ;

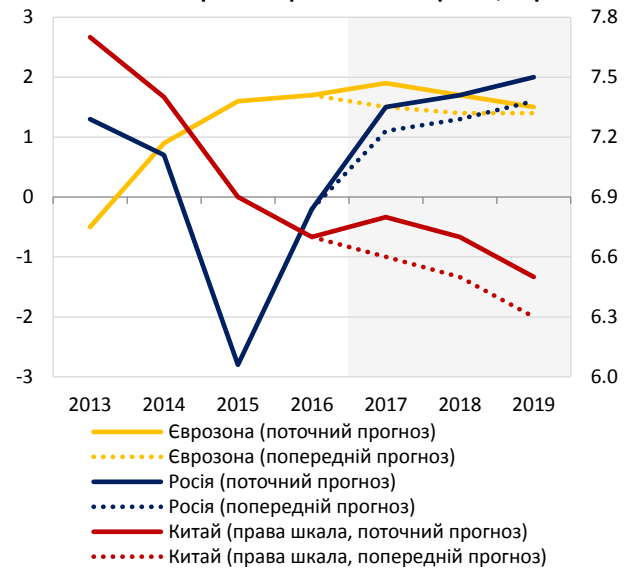
– відновлення економіки Росії прискориться за рахунок відносно стабільних цін на нафту та більш високих, порівняно з попередніми очікуваннями, цін на чорні метали. Також цьому сприятимуть поживалення внутрішнього попиту через зменшення інфляційного тиску та збільшення реальних доходів населення. Це справлятиме позитивний вплив і на сусідні країни – Казахстан та Білорусь.

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.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

Зовнішня цінова кон'юнктура для українських експортерів у 2017 році поліпшиться, насамперед завдяки суттєвому зростанню цін на чорні метали. У 2018 – 2019 роках ситуація стабілізується з подальшим слабким висхідним трендом.

Очікується, що ціни на чорні метали, попри можливу корекцію, залишатимуться високими за рахунок як збільшення попиту та дією антидемпінгових мит, запроваджених низкою країн, так і дефіцитом певних компонентів для виготовлення металів і відповідним збільшенням собівартості. Так, за оцінками інформаційного агентства S&P Global Platts, на сьогодні у світі сформувався стійкий дефіцит сталевих графітових електродів, що використовуються в електричних дугових печах і печак-ковшах у металургійному секторі та при виробництві іонно-літєвих батарей. Через це деякі заводи змушені повністю призупиняти своє виробництво або реорганізувати його. Наявність таких проблем підштовхує металургів піднімати ціни в договорах на 40-50%.

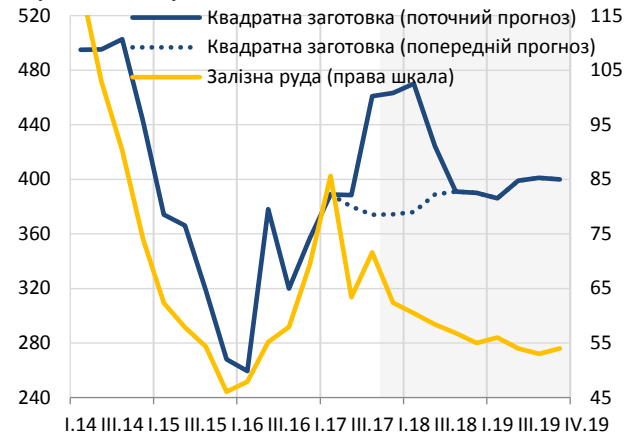
Суттєвий вплив на ціни чорних металів може спричинити також рішення китайського уряду про зниження завантаження металургійних підприємств на період з 15 листопада 2017 року до 15 березня 2018 року в боротьбі за чистоту повітря. Скорочення падіння виплавки сталі може досягати на певних підприємствах 50%. Натомість збільшення активності на світовому ринку сталі, починаючи з II кварталу 2018 року призведе до певного зниження цін на чорні метали.

Ціни на залізну руду і далі знижуватимуться під впливом зростання обсягів виробництва. Причому попри збільшення виробництва світовими лідерами – Австралією та Бразилією (компанії BHP Billiton, Rio Tinto, Vale) нарощують обсяги виробництва й інші країни, такі як Іран і Ангола.

Світові ціни на зернові поволи зростатимуть на тлі скорочення обсягів виробництва в умовах сталих обсягів споживання. Очікується, що світове виробництво зернових у 2017/2018 МР скоротиться на 3% р/р⁵⁴. При цьому скорочення виробництва пшениці становитиме лише 0.8% р/р завдяки поліпшенню прогнозу врожаю в Росії, Канаді, Індії та ЄС. Натомість скорочення врожаю кукурудзи становитиме 4.6% р/р, незважаючи на слабке поліпшення перспектив виробництва кукурудзи в США і Аргентині. Обсяг світового споживання зернових у 2017/18 МР зросте на 0.5% р/р до рекордного рівня. Тому обсяг світових кінцевих запасів зерна наприкінці сезону може знизитися вперше за останні 5 років, зокрема, запасів кукурудзи в США і Китаї.

На ринку нафти очікується тенденція до помірного зростання цін завдяки збільшенню попиту та реалізації угоди (хоча й не в повному обсязі) між основними виробниками нафти щодо скорочення обсягів видобутку (ОПЕК+). Додатковим фактором підтримки цін виступатимуть геополітичні конфлікти на Близькому Сході, що можуть призвести до перебоїв з виробництва або постачання нафти на ринок. Зниження витрат у виробництві нафти, значний потенціал зростання видобутку сланцевої нафти в США і здатність цього сегмента швидко реагувати на мінливі ринкові умови утримуватимуть ціни від істотного зростання і надалі. У 2018 році підтримку цінам надаватиме поступове зростання попиту, особливо з боку США, Китаю, Індії та Японії. За оцінками ОПЕК, загальний попит зросте у 2017 році на 1.5%, а у 2018 році - ще на 1.4%.

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

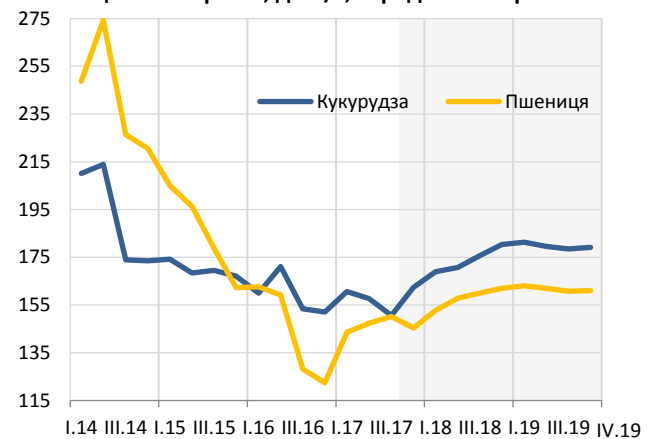


*Steel Billet Exp FOB Ukraine

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

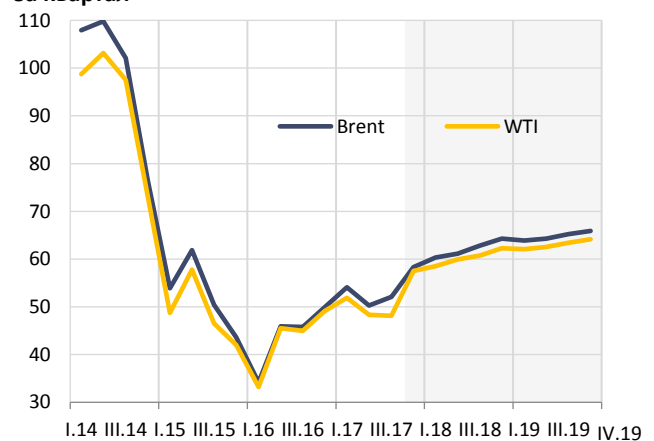
Джерело: оцінка НБУ на основі даних Метал Експерт.

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



Джерело: оцінка НБУ.

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



Джерело: оцінка НБУ.

⁵⁴ За оцінкою International Grain Council від 28.09.2017.

	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	1.9	1.5	2.3	1.13	58.3	223.5	53.7	401.3	157.0
2018	1.4	4.0	2.0	1.7	1.7	2.4	1.18	58.1	235.8	62.1	385.5	168.1
2019	1.6	4.0	2.0	1.5	2.0	2.2	1.18	58.1	260.3	64.8	376.8	172.7
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	-13.1	11.3	22.3	34.1	2.5
2018							4.4	-0.3	5.5	15.6	-4.0	7.1
2019							0.0	0.0	10.4	4.3	-2.2	2.7

* У середньому за рік.

** Середньозважені за обсягами, за винятком нафти.

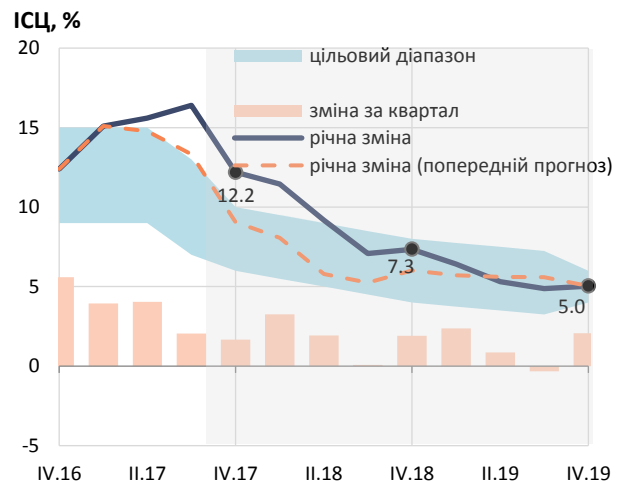
3.2. ЦІНИ

З огляду на прискорення інфляції впродовж останніх місяців та нові проінфляційні фактори (зокрема, більш активне відновлення споживчого попиту, підвищення пенсійних виплат і мінімальної заробітної плати, акцизів на тютюнові вироби тощо) Національний банк підвищив прогнози інфляції на 2017 – 2018 роки. Зокрема на кінець поточного року інфляція прогнозується на рівні 12.2%, у 2018 році знизиться до 7.3%, а у 2019 – до 5%. Після суттєвого зростання в III кварталі поточного року інфляція почне знижуватися та наблизиться до центральної точки цільового діапазону в III кварталі 2018 року. Однак унаслідок очікуваного підвищення адміністративно-регульованих цін (зокрема, вартості опалення) у IV кварталі 2018 року прогноз інфляції тимчасово відхилитиметься від цільової траєкторії.

Зниження інфляції обумовлюватиметься достатньо жорсткою монетарною політикою на прогнозованому горизонті та затуханням впливу різкого підвищення цін на продовольчі товари (світові ціни на м'ясо вже почали знижуватися). Тож уповільнюватимуться як темпи зростання цін сирих продовольчих товарів, так і базова інфляція, яка суттєво від них залежить. Також зниженню інфляції сприятимуть уповільнення імпортованої інфляції в умовах низької волатильності обмінного курсу. Загалом фундаментальний інфляційний тиск на прогнозованому горизонті залишатиметься стриманим.

Серед компонентів інфляції адміністративно регульовані ціни на прогнозованому горизонті зростатимуть найвищими темпами (10-16%) та визначатимуться поступовим підвищенням світових цін на енергоресурси з відповідним перенесенням на внутрішні ціни, а також акцизною політикою уряду.

Базова інфляція в кінці 2017 року очікується на рівні 8%. Її прискорення порівняно з початком року визначається насамперед зростанням доходів населення та виробничих витрат під впливом підвищення мінімальної заробітної плати на початку року. Відповідно найбільше зі складових БІСЦ зростуть ціни на ринкові послуги. Також таке зростання базової інфляції підтримується подорожчанням продуктів харчування з



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

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



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

високим ступенем обробки через вторинні ефекти від зростання цін сирих продовольчих товарів. Стримуючими факторами для підвищення базової інфляції залишатимуться зниження імпортованої інфляції за умов низької волатильності обмінного курсу, високий рівень безробіття, а також жорстка монетарна політика.

У середньостроковому періоді базова інфляція знижуватиметься до 5.5% у 2018 році та до 2.9% у 2019 році. Її основними чинниками будуть високі темпи зростання номінальних доходів населення, у тому числі за рахунок зростання соціальних стандартів (зокрема мінімальної зарплати та пенсії), а також наближення ВВП до свого потенційного рівня. Зниження імпортованої інфляції на прогнозованому горизонті очікується завдяки низькоінфляційному середовищу в країнах – ОТП України.

Інфляція сирих продовольчих товарів у поточному році прогнозується на рівні 20.2%. Основне зростання цін вже відбулося протягом перших трьох кварталів і визначалося значною мірою збільшенням експорту української продовольчої продукції та відповідним зменшенням пропозиції на внутрішньому ринку, несприятливими погодними умовами навесні, а з боку попиту було підтримано зростанням реальних доходів населення. Вже з IV кварталу поточного року очікується поступове уповільнення річних темпів зростання продовольчої інфляції, що продовжиться на всьому прогнозованому горизонті.

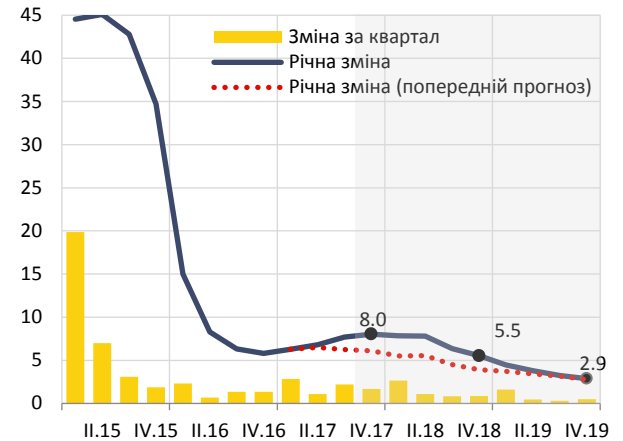
У 2018 – 2019 роках за умов відсутності суттєвих шоків пропозиції, у тому числі на світових ринках, очікується помірне зростання цін на сирих продовольчих товари (у межах 2 - 5%). Фактором стримування продовольчої інфляції будуть високі показники врожайності та випуску сільського господарства (як результат здійснених інвестицій та зростання продуктивності в галузі), проте стимулюючим фактором і надалі залишиться зростання номінальних та реальних доходів домогосподарств.

Адміністративна складова інфляції на прогнозованому горизонті хоч і уповільнюватиметься, проте залишатиметься все ще високою: у поточному році очікується в розмірі 15.8%, у 2018 – 13.8%, у 2019 – 11.6%. Основними факторами підвищення адміністративно регульованих цін буде продовження зростання витрат організацій, що надають послуги ЖКГ (через підвищення заробітних плат персоналу), а також збільшення вартості імпортованих енергоресурсів, зокрема природного газу, від якого залежать тарифи на централізоване опалення та гарячу воду для населення.

Значний внесок в інфляцію адміністративно регульованих цін обумовлюватиме удорожчання тютюнової та алкогольної продукції (відповідно на 36% і 13% у поточному році, на 18% і 10% – у наступному). Це значною мірою визначатиметься продовженням підвищення ставок акцизних зборів у наступних бюджетних періодах у рамках узятих Україною зобов'язань щодо гармонізації ставок тютюнових акцизів до рівнів акцизного навантаження в ЄС.

Ціни на паливо у 2017 році зростуть на 16% переважно внаслідок підвищення світових цін на нафту. Надалі динаміка цін на паливо також відповідатиме зміні світових цін на нафту в гривневому еквіваленті з урахуванням податкової політики.

Базовий ІСЦ, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Ціни на сирих продовольчих товари, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Адміністративно регульовані ціни, %



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

3.3. РЕАЛЬНА ЕКОНОМІКА

Прогноз зростання економіки на 2017 рік переглянуто в бік зростання через кращі результати економічної активності більшості галузей. Тож зростання реального ВВП очікується близьким до минулорічного – 2.2% та буде визначатися насамперед зростанням обсягів приватного споживання (більшою мірою завдяки прискоренню темпів зростання реальних зарплат), а також продовженням активної інвестиційної діяльності підприємств. Фактором, що стримував економічне зростання у цьому році, стало зниження обсягів виробництва в окремих галузях промисловості у зв'язку з обмеженням доступу до продукції підприємств, розташованих на НКТ. Це визначатиме вагомий негативний внесок чистого експорту в цьогорічну зміну ВВП через потребу в додатковому імпорті енергоресурсів, зокрема вугілля.

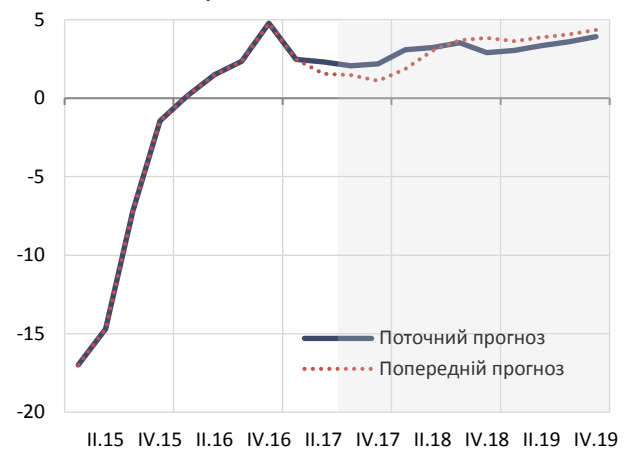
У 2018 – 2019 роках очікується прискорення темпів зростання економіки відповідно до 3.2% та 3.5%. Приватне споживання залишиться основним рушієм економічного зростання і на прогнозованому горизонті завдяки зростанню реальних заробітних плат. Відновлення кредитування, підвищення інвестиційної привабливості економіки на фоні подальшого пом'якшення фіскальної політики також сприятимуть прискоренню економічного зростання. Водночас зростання інвестицій дещо уповільнюватиметься на тлі підвищення виробничих витрат і поступового нагромадження основного капіталу. Високу інвестиційну активність, як і раніше, демонструватимуть підприємства в сільському господарстві, добувній промисловості, металургії, будівництві тощо.

Триватиме зростання обсягів експорту завдяки поліпшенню умов торгівлі, високому врожаю та повноцінному відновленню експортоорієнтованих галузей промисловості (зокрема металургії) після вирішення проблем із поставками сировини. Водночас значна частина внутрішнього попиту й інвестицій у основний капітал задовольнятиметься за рахунок імпорту, тому внесок чистого експорту на прогнозованому періоді очікується все ще від'ємним.

Приватне споживання й далі буде основною рушійною силою економічного зростання у прогнозний період, що значною мірою пов'язано зі зростанням реальної заробітної плати, в т. ч. під впливом урядової політики з підвищення соціальних стандартів. У поточному році прогнозується зростання приватного споживання на 6%, у подальшому – на рівні 4%. Стимулюючим фактором стане продовження політики поступового зниження норм субсидій на оплату послуг ЖКГ, що частково компенсуватиме зростання як заробітних плат, так і пенсійних виплат. У середньостроковій перспективі прискорення зростання приватного споживання підтримуватиметься відновленням кредитної активності.

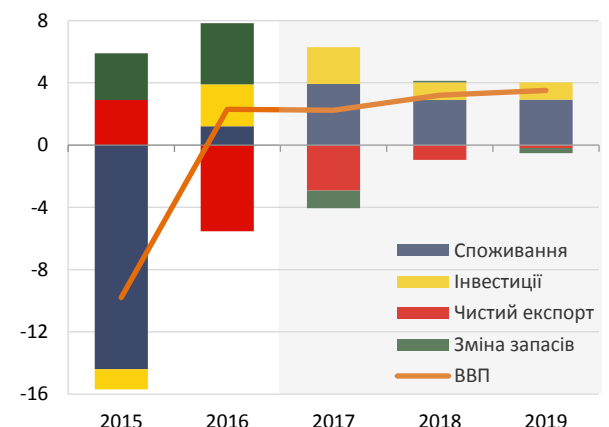
Інвестиції й далі зростатимуть найвищими темпами з усіх компонент ВВП, проте в середньостроковій перспективі нарощування їх рівня уповільниться (з 16% у 2017 році до близько 7% у 2019 році) внаслідок як зростання частки витрат бізнесу на оплату праці, так і поступового досягнення достатнього рівня інвестицій для підтримки виробничих потреб. Активна інвестиційна діяльність, як і раніше, очікується в сільському господарстві, добувній промисловості, металургії (завдяки поліпшенню фінансових результатів підприємств галузі через значне зростання світових цін на сталь). Реалізація

Реальний ВВП, % річна зміна



Джерело: ДССУ; НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

державної політики щодо оновлення дорожньої інфраструктури дасть змогу збільшити інвестиції в будівництво.

Зростання обсягів інвестицій в основний капітал і далі визначатиме аналогічну динаміку інвестиційного імпорту, зокрема машин та обладнання. Додатковий попит на імпортовану продукцію очікується також із боку домогосподарств на фоні підвищення їх реальних наявних доходів.

Загалом фізичні обсяги імпорту в поточному році зростуть на 10%. Частково це зростання викликане необхідністю забезпечити заміну окремої продукції, що поставлялася з НКТ.

Найбільше це стосується енергетичного імпорту, який зростає внаслідок переорієнтації на зовнішні джерела поставок вугілля. Обсяги імпорту газу в 2017 – 2018 роках залишаються майже незмінними, а з 2019 року почнуть поступово скорочуватися. Зростання виробництва та відповідно попиту на енергоресурси буде компенсоване підвищенням енергоефективності та обсягів внутрішнього видобутку. У подальшому зниження обсягів енергетичного імпорту визначатиметься як упровадження програм з енергозбереження, так і розвитком власного видобутку первинних енергоресурсів.

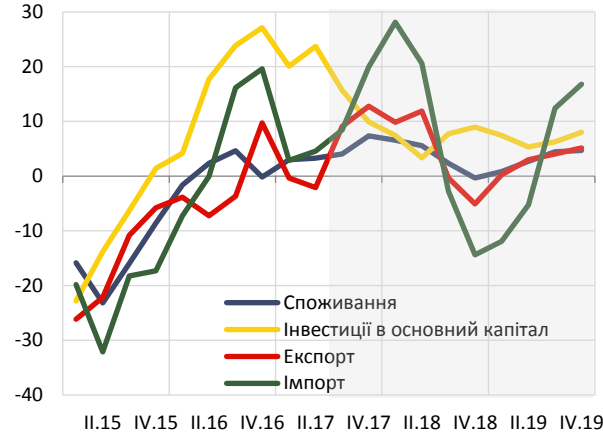
Фізичні обсяги експорту у 2017 році зростуть на 5.1% (уперше після падіння п'ять років поспіль). Відновлення визначатиметься значною мірою завдяки подальшому нарощуванню експорту сільськогосподарської продукції за рахунок як відкриття нових ринків збуту, так і підвищення попиту на світових ринках продовольства. За підсумками поточного року негативний внесок у зміну реального експорту зумовлений проблемами в металургії, пов'язаними з припиненням торгівлі та захопленням підприємств на НКТ. Проте вже з наступного року очікується повернення обсягів виробництва металургійними підприємствами до попередніх рівнів завдяки переорієнтації на інші джерела постачання ресурсів. Відповідно відновлення втрачених обсягів металургійного виробництва стимулюватиме зростання експорту. У середньостроковій перспективі зростанню обсягів експорту (3 – 4% за рік) сприятимуть також сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та високі обсяги виробництва продовольства.

Оцінка потенційного рівня ВВП та циклічної позиції економіки України

У III кварталі 2017 року триватиме зростання потенційного ВВП у річному вимірі. До кінця 2019 року таке зростання пришвидшиться до 3.2%. Головним фактором залишається приріст сукупної продуктивності виробництва, що відображає реальну конвергенцію економіки України з економіками розвинутих країн. Посилення сукупної продуктивності включає вплив інституційних та інфраструктурних чинників. За підсумками 2017 року зростання потенційного ВВП уповільниться внаслідок призупинення торгівлі з НКТ. Втрата підприємств на території НКТ і вимушена переорієнтація виробничих ланцюжків на підконтрольній території є важливим обмежуючим фактором у поточному році. Проте в 2018 році темпи зростання потенційного ВВП відновляться.

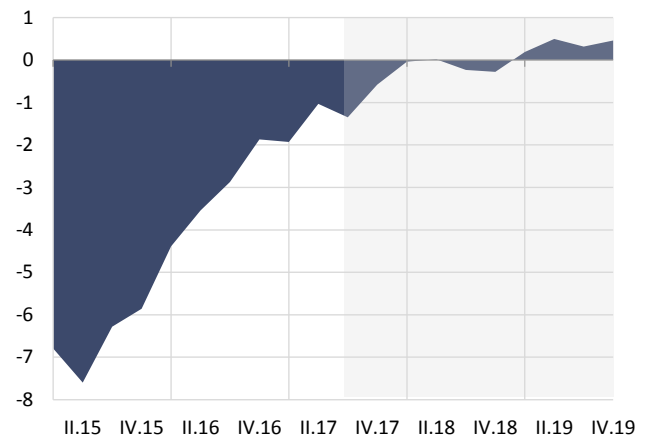
Іншим чинником, що частково стримує зростання потенційного ВВП, є несприятливий демографічний тренд, у т. ч. міграційний процес, унаслідок якого виникає скорочення пропозиції

ВВП за категоріями кінцевого споживання, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Розрив ВВП, %



Джерело: розрахунки НБУ.

робочої сили. Водночас структурні диспропорції на ринку праці визначають високий природний рівень безробіття.

Низький рівень капіталізації економіки залишається стримуючим фактором у 2017 році. Натомість, у 2018 році накопичення основного капіталу, за нашими оцінками, перевищить рівень амортизації, і наявний капітал у реальному вимірі почне зростати.

Розрив випуску залишається від'ємним у 2017 році, проте темпи його скорочення перевищують попередні очікування. Таке скорочення є результатом пошквдження споживчого та інвестиційного попиту, внаслідок чого від'ємний розрив ВВП повністю закритється у 2018 році. Загалом у 2018 – 2019 роках ВВП перебуватиме близько до свого потенційного рівня.

Фіскальна політика, як і прогнозувалося раніше, у 2017 році оцінюється нерівномірною: з відносно жорсткої в першій половині року вона стане більш м'якою в другій половині. А найбільші фіскальні стимули припадуть на IV квартал. Структурний дефіцит за підсумками року очікується вищий, ніж минулорічний, хоча загальний дефіцит зменшиться (до 1.7% ВВП).

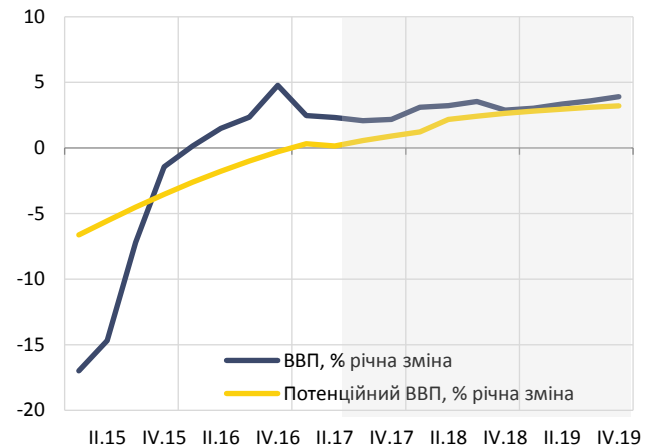
Фіскальне стимулювання сукупного попиту значною мірою буде реалізоване шляхом зростання пенсій із жовтня поточного року в рамках прийнятої пенсійної реформи, а також зростання капітальних видатків за рахунок коштів, накопичених на рахунках уряду та місцевих органів влади. У подальшому очікується продовження відносно стриманої фіскальної політики, яке, втім, обмежуватиметься необхідністю утримання дефіциту СЗДУ згідно із зобов'язаннями перед МВФ.

Пенсійна реформа стимулюватиме приватне споживання та формуватиме додатковий інфляційний тиск, як це вже спостерігалось в поточному році після значного зростання заробітних плат. Проте такий ефект буде незначним, оскільки уряд вимушено дотримуватиметься погодженого з МВФ дефіциту бюджету в рамках програми розширеного співробітництва. Таким чином, вищі видатки на пенсійне забезпечення компенсуватимуться зменшенням можливостей щодо здійснення інших видатків. Водночас зростання вимог до мінімального страхового стажу стимулюватиме детнізацію ринку праці, що позитивно позначиться на надходженнях від ЄСВ та інших податків. У результаті очікується мінімальний вплив пенсійної реформи на зміну сальдо зведеного бюджету і бюджету СЗДУ в поточному та наступному роках.

У 2017 році дефіцит бюджету СЗДУ буде меншим 2% ВВП, а в 2018 – 2019 роках дефіцит не перевищить 3% ВВП. Первинний профіцит у середньостроковій перспективі поступово скорочуватиметься у зв'язку зі зниженням частки видатків на обслуговування боргу. Темпи зростання доходів зведеного бюджету в поточному році, як і очікувалося раніше, суттєво перевищать загальний рівень інфляції. Найбільше, за нашими оцінками, зростуть надходження від податку з доходів фізичних осіб. Одночасно збільшаться і видатки на оплату праці та на інші потреби соціального спрямування (зокрема, субсидії населенню на оплату послуг ЖКГ). Політика уряду з відновлення дорожньої інфраструктури дасть змогу підвищити капітальні видатки більш як до 3% ВВП.

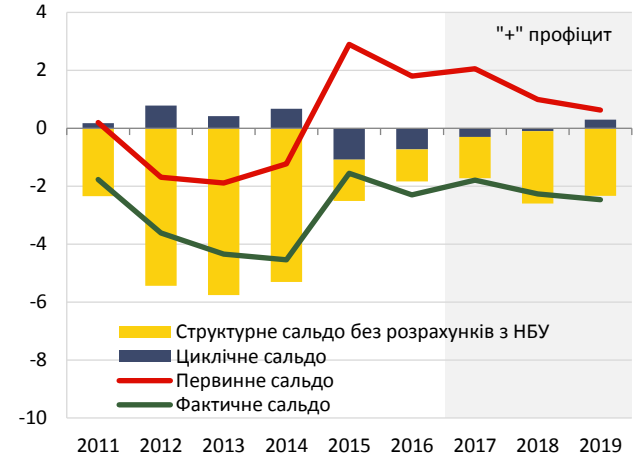
Державний та гарантований борг у відсотках до ВВП на прогнозованому періоді знижуватиметься (з досягненням рівня

Фактичний та потенційний ВВП



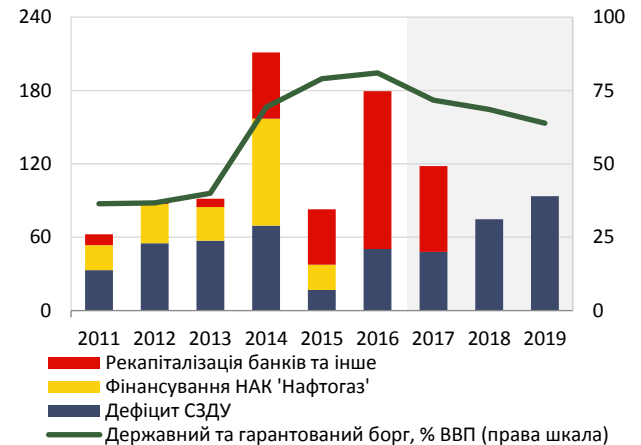
Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ.

Зведений бюджет, % ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: МФУ; ДССУ; розрахунки НБУ.

нижче 70% ВВП вже у 2018 році). Основним фактором цього є перегляд припущень прогнозу щодо зменшення кількості трансів у рамках програми EFF з МВФ. Також цьому сприятимуть низька волатильність обмінного курсу.

3.4. ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС

У 2017 – 2019 роках дефіцит поточного рахунку збережеться на рівні 4 млрд. дол. США. Високий інвестиційний попит, спрямований на подальше оновлення основних фондів насамперед в аграрному секторі, а також зростання споживчих настроїв населення й далі стимулюватимуть зростання імпорту. Водночас експорт зростатиме порівняними темпами завдяки сприятливим умовам торгівлі, підвищенню продуктивності в аграрному секторі, а також зростанню в країнах – ОТП.

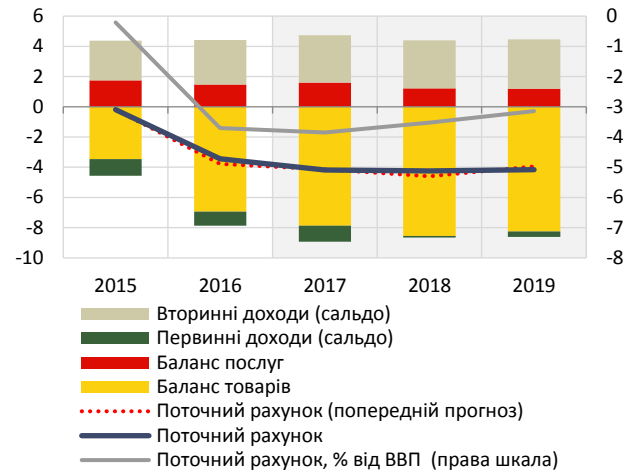
Надходження за фінансовим рахунком повністю покриватимуть дефіцит поточного рахунку, що дасть змогу надалі нарощувати міжнародні резерви. У 2017 році скорочення обсягів готівкової валюти поза банками й надалі відіграватиме провідну роль у надходженнях. Однак уже в 2018-2019 роках на тлі поліпшення інвестиційного клімату очікується збільшення обсягів надходжень прямих іноземних інвестицій у реальний сектор, а також поступове відновлення припливу боргового капіталу до приватного сектору. Після повернення в 2017 році уряду на зовнішні ринки капіталу, очікується подальше розміщення ОЗДП у 2018 -2019 роках, що дасть змогу рефінансувати частину зовнішнього державного боргу, пік виплат за яким припадає на 2019 рік.

У результаті профіцит зведеного платіжного балансу у 2017-2018 роках разом із отриманням фінансування від МВФ дасть змогу акумулювати міжнародні резерви в розмірі 22.2 млрд. дол. США (або 4.2 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2018 року. Водночас значні виплати за державним боргом у 2019 році призведуть до зниження обсягів міжнародних резервів до 21.2 млрд. дол. США (або 3.9 місяця імпорту майбутнього періоду) станом на кінець 2019 року.

Збереження дефіциту поточного рахунку у 2017 – 2019 роках на рівні 4 млрд. дол. США відбуватиметься внаслідок зростання експорту й імпорту товарів майже однаковими темпами. Стрімке зростання експорту товарів (на 17.4%) у 2017 році буде зумовлене рекордно високими обсягами експорту продовольчих товарів та поліпшенням умов торгівлі, зокрема у металургійній галузі. Подальше зростання експорту товарів у 2018-2019 роках підтримуватиметься відновленням попиту на світових сировинних ринках. Водночас це супроводжуватиметься і значним зростанням імпорту товарів у 2017 році (на 16.7%) завдяки як інвестиційному попиту, підтримуваному насамперед аграріями, так і подальшому нарощуванню обсягів імпорту вугілля. Крім збереження високого інвестиційного попиту в наступних роках, очікується активізація внутрішнього споживчого попиту в результаті зростання реальних доходів населення.

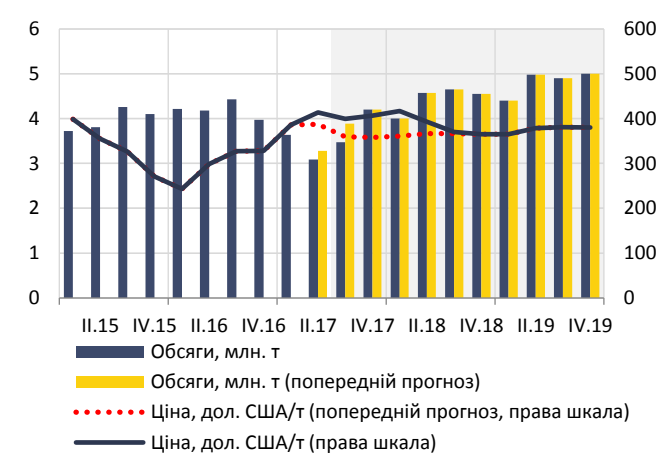
У 2017 році найвищими темпами зростатиме експорт зернових культур (15.4%) та олійних (15.8%) завдяки високим урожаєм 2016 та 2017 років. Підвищення цін внаслідок збільшення попиту з боку країн Азії забезпечить зростання експорту

Сальдо поточного рахунку, млрд. дол. США



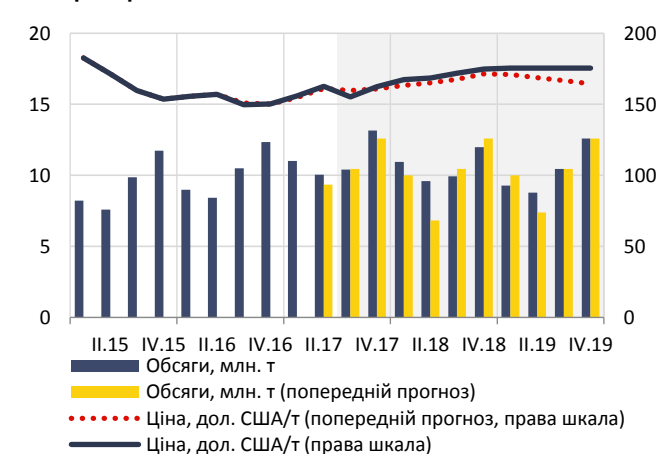
Джерело: НБУ.

Експорт чорних металів (за чотирма основними підгрупами)



Джерело: НБУ.

Експорт зернових



Джерело: НБУ.

металургійної продукції (15%) та руд (на 35.5%). Зростання у 2018-2019 роках підтримуватиметься нарощуванням поставок продовольчих товарів на нові ринки збуту і фізичних обсягів експорту металургійної продукції після відновлення виробництва на підприємствах, що постраждали від припинення торгівлі з НКТ. Також очікується зростання експорту продукції хімічної промисловості після відновлення роботи основних виробників добрив.

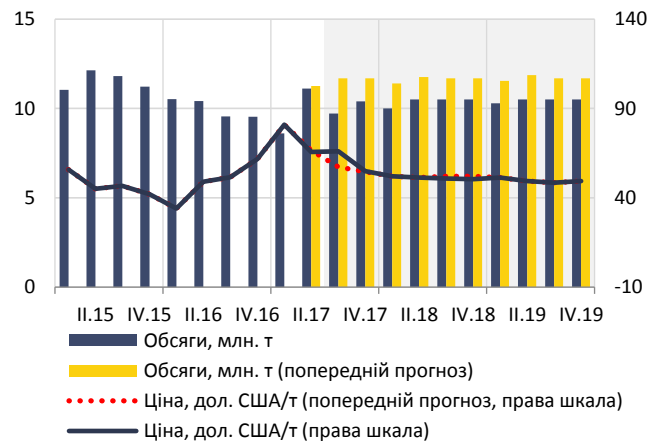
Зростання імпорту товарів у 2017 році очікується за рахунок як неенергетичної (на 12.2%), так і енергетичної складової (на 35.4%). Головним драйвером неенергетичного імпорту залишатиметься продукція машинобудування (на 26.5%) через високий попит з боку аграріїв та металургів. Крім того, очікується зростання імпорту продовольчих (на 14.1%) та промислових (на 7.5%) товарів внаслідок подальшого зростання реальних доходів населення. Крім підвищення цін на енергоносії, збільшення енергетичного імпорту підтримуватиметься нарощуванням закупівель вугілля внаслідок припинення торгівлі з НКТ. Подальше зростання імпорту товарів у 2018-2019 роках відбуватиметься внаслідок активізації споживчого попиту на тлі зростання реальних доходів населення та збереження високого інвестиційного попиту. Енергетичний імпорт і далі зростатиме у 2018 році за рахунок цін, проте з 2019 року очікується його зниження завдяки подальшому зменшенню енергоємності економіки.

У 2017 році темпи зростання експорту послуг дещо переважатимуть зростання імпорту послуг за рахунок підвищення обсягів транзиту газу, а також надання ІТ-послуг. Водночас, імпорт послуг зростатиме внаслідок збільшення витрат на подорожі, а також транспортних послуг на тлі зростання товарообороту. У 2018-2019 роках очікується, що темпи зростання імпорту послуг будуть дещо вищими, ніж експорту, передусім за рахунок активізації подорожей після запровадження безвізового режиму, проте профіцит торгівлі послугами збережеться.

У 2017 році прогнозується зростання приватних грошових переказів в Україну (на 14.6%) через збільшення кількості українських трудових мігрантів у країнах ЄС завдяки збільшенню попиту на їх послуги і спрощенню процедури працевлаштування у Польщі та Чехії. У 2018-2019 роках очікується збереження даної тенденції, що забезпечить помірне збільшення грошових переказів. Також очікується збільшення репатріації дивідендів у 2017 році (на 0.9 млрд. дол. США порівняно з попереднім роком) у результаті дозволу на виплату іноземним інвесторам дивідендів, нарахованих за 2016 рік. Очікується, що у 2018-2019 роках тенденція до збільшення виплат за нарахованими дивідендами збережеться внаслідок поступової лібералізації руху капіталу. Водночас виплати за процентними платежами дещо знизяться через скорочення як державного, так і приватного зовнішнього боргу.

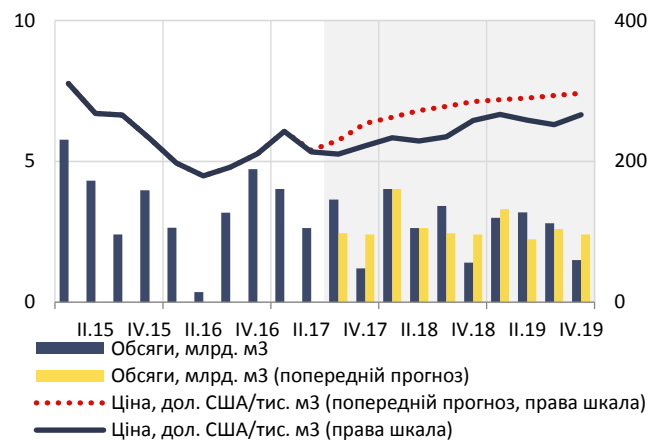
У 2017-2018 роках очікується збільшення чистих надходжень капіталу за фінансовим рахунком, яке дещо знизиться у 2019 році через значні виплати державного сектору за зовнішніми зобов'язаннями. На прогнозованому горизонті збільшення прямих іноземних інвестицій, спрямованих насамперед у реальний сектор, та відновлення припливу боргового капіталу в приватний сектор компенсують уповільнення скорочення готівкової валюти поза банками.

Експорт залізної руди



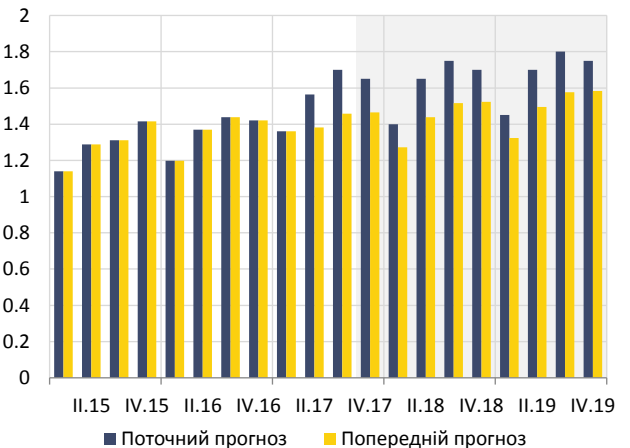
Джерело: НБУ.

Імпорт газу



Джерело: НБУ.

Грошові перекази в Україну, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

У 2017 році надходження ПІІ очікуються в розмірі 2.1 млрд. дол. США, з них у реальний сектор буде спрямовано 1.1 млрд. дол. США. У 2018-2019 роках очікується продовження зростання таких надходжень до 3 млрд. дол. США на тлі поліпшення інвестиційного клімату.

У 2017 – 2019 роках очікується сповільнення скорочення готівкової валюти поза банками. Зростання реальних доходів населення зумовить меншу необхідність використання валютних заощаджень для підтримання сталого рівня споживання та відповідно скорочення обсягів чистого продажу валюти.

Поступове відновлення доступу до зовнішніх ринків капіталу у 2017-2018 роках не зможе повністю задовольнити потреби приватного сектору в обслуговуванні та погашенні заборгованості попередніх років. Тому ролівер за довгостроковим зовнішнім боргом буде нижчим 100%, але поступово зростатиме (72% у 2017 році) і досягне 100% у 2019 році. Таким чином, із 2019 року очікуються чисті залучення боргового капіталу приватним сектором.

Значні виплати державного сектору у 2019 році зумовляють потребу в додаткових залученнях для акумулювання необхідних обсягів міжнародних резервів. У 2018 році очікується залучення чергових траншів від МВФ у розмірі 3.5 млрд. дол. США, а також отримання кредиту від Світового банку на суму 0.5 млрд. дол. США. Після успішного розміщення ОЗДП на суму 3 млрд. дол. США у 2017 році очікується продовження таких розміщень і в наступні роки (по 1.5 млрд. дол. США у 2018 та 2019 роках).

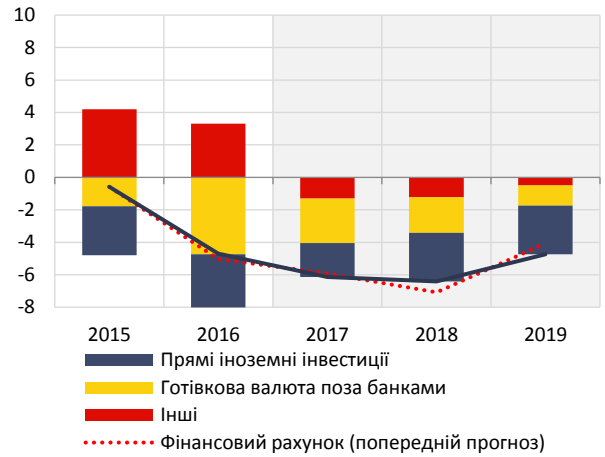
Профіцит зведеного платіжного балансу у 2017-2018 роках разом із чистим надходженням коштів від МВФ за програмою EFF дасть змогу збільшити міжнародні резерви до 22.2 млрд. дол. США на кінець 2018 року, або 4.2 місяця імпорту майбутнього періоду. Це становитиме 70% від композитного критерію МВФ щодо адекватності резервів. У 2019 році обсяги міжнародних резервів скоротяться до 21.2 млрд. дол. США (або 3.9 місяця імпорту майбутнього періоду) через значні виплати за державним боргом.

3.5. МОНЕТАРНИЙ СЕКТОР ТА ФІНАНСОВІ РИНКИ

Проведення жорсткої монетарної політики у IV кварталі 2017 року буде націлено на упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань та наближення інфляції до цільових значень. Зважаючи на посилення ризиків відхилення інфляції від цільового діапазону наступного року та затримки надходження зовнішнього офіційного фінансування за програмою співпраці з МВФ, ключова ставка утримуватиметься на високому рівні до поліпшення інфляційної динаміки та зниження ризиків досягнення цілі.

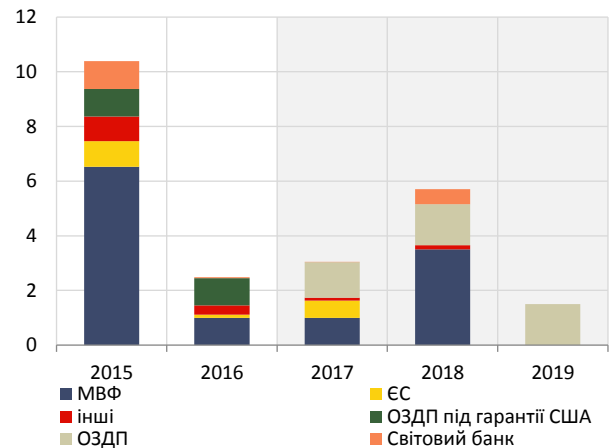
З урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку та проведення жорсткішої монетарної політики, річні показники приросту монетарних агрегатів було переглянуто в бік зменшення. Протягом наступних двох років банківська система й надалі функціонуватиме в умовах профіциту ліквідності, у тому числі внаслідок проведення операції репрофайлінгу цінних паперів уряду у портфелі НБУ.

Фінансовий рахунок, млрд. дол. США



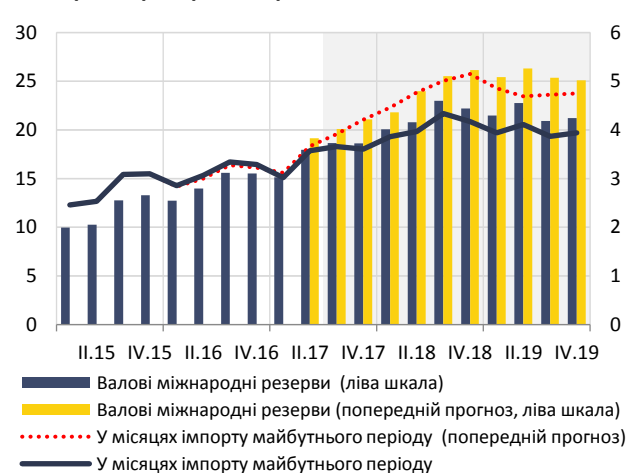
Джерело: НБУ.

Офіційне фінансування та розміщення ОЗДП, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд. дол. США



Джерело: НБУ.

Жорсткі кредитні умови та високі номінальні процентні ставки у 2017 році зумовлюватимуть низьку кредитну активність. За таких умов грошові агрегати зростатимуть повільніше від номінального ВВП. У цілому темпи зростання обсягів депозитів у поточному році (9%) перевищуватимуть темпи зростання обсягів готівки поза банками (2%). Річний приріст грошової маси прогнозується на рівні 7%. У поточному році прогнозується збільшення грошової бази на рівні близько 3% за рахунок помірною зростання попиту на готівку в обігу та резервні гроші.

Здійснення операції репрофайлінгу ОВДП у портфелі НБУ в жовтні 2017 року вплинуло на прогноз ліквідності банківської системи. Внаслідок даної операції боргове навантаження уряду протягом 2017 – 2019 років знизиться на суму близько 130 млрд. грн., в тому числі за рахунок зниження купонних платежів на 5 млрд. грн. Таким чином у результаті проведення репрофайлінгу очікується збереження структурного профіциту ліквідності банківської системи в середньостроковому періоді.

В умовах профіциту ліквідності у 2017-2019 роках операції НБУ з випуску депозитних сертифікатів залишатимуться основним інструментом регулювання процентних ставок на міжбанківському ринку. Основним джерелом насичення ліквідністю банківської системи будуть операції НБУ з перерахування прибутку в бюджет і валютні інтервенції, а найбільшим каналом вилучення ліквідності – погашення урядом цінних паперів у портфелі НБУ.

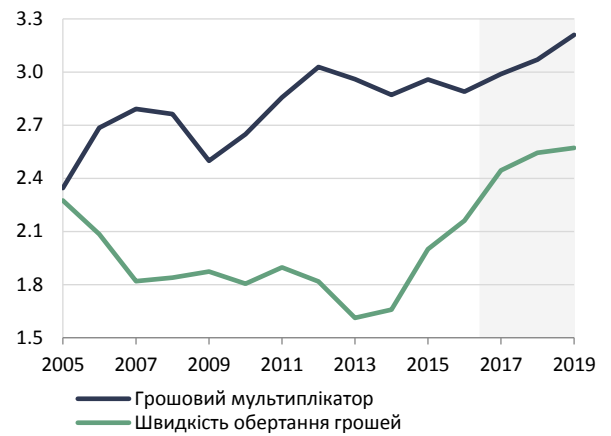
У 2018 – 2019 роках монетарна політика буде спрямована на повернення та утримання інфляції в межах цільового діапазону. Поточним компромісом між швидкістю зниження інфляції до цільового діапазону та жорсткістю монетарної політики є утримання ставки на високому рівні для повернення інфляції до цілі у третьому кварталі 2018 року та поступова нормалізація монетарних умов для стабілізації інфляційних очікувань. У разі уповільнення інфляції відповідно до прогнозного сценарію, подальшої співпраці з МВФ та проведення виваженої фіскальної політики Національний банк може повернутися до циклу пом'якшення монетарної політики наприкінці 2018 року.

Річний приріст грошової маси у 2018 – 2019 роках (9% та 10%) випереджатиме приріст грошової бази (на 6% та 5%). Помірне пом'якшення кредитних умов сприятиме відновленню кредитної активності. Відновлення кредитування, підвищення економічної активності суб'єктів господарювання та збільшення реальних доходів населення сприятимуть припливу депозитів у банки. Однак за умов тривалого утримання жорсткої монетарної політики грошова маса зростатиме повільніше, ніж номінальний ВВП. У 2018 – 2019 роках темпи зростання депозитів (10% та 12%) перевищуватимуть темпи зростання готівки поза банками (6% та 4%). Це зумовлено збільшенням питомої ваги безготівкових розрахунків та відповідно подальшим підвищення мультиплікації грошей.

3.6. РИЗИКИ ПРОГНОЗУ

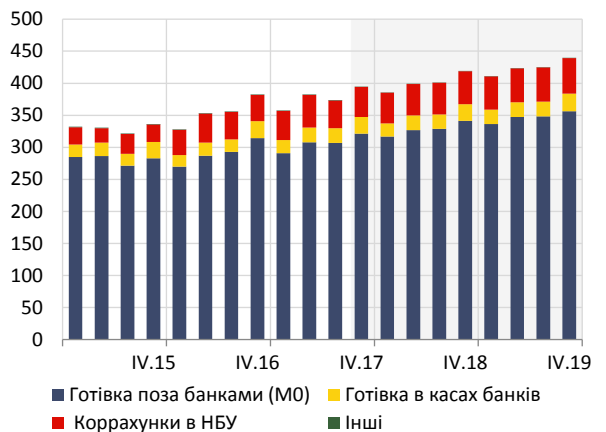
Основний економічний ризик з боку внутрішнього середовища лежить у площині проведення структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та продовження програми з МВФ на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках. Сценарій довготривалої затримки програми з МВФ передбачає суттєве підвищення премії за ризик,

Грошовий мультиплікатор та швидкість обертання грошей



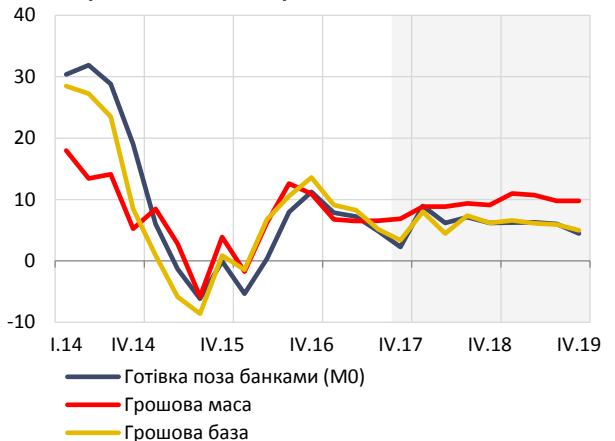
Джерело: НБУ.

Грошова база (компоненти), млрд. грн.



Джерело: НБУ.

Монетарні показники, % річних



Джерело: НБУ.

погіршення умов доступу на міжнародні фінансові ринки, що призведе до посилення девальваційних та інфляційних очікувань, а також до зростання ймовірності дефолту за зовнішніми державними зобов'язаннями, пік виплат за якими припадає на 2019 рік (додатково див. вставку «Суверенні єврооблігації України: відновлення доступу до ринку капіталу» на стор. 41). Занадто м'яка фіскальна політика в такій ситуації посилює девальваційний тиск на гривню та сформує додатковий інфляційний тиск із загрозою виходу за межі цільового діапазону. У такому випадку Національний банк буде змушений підвищити ключову ставку, сформувавши жорсткіші монетарні умови.

Фактором невизначеності залишається розвиток ситуації на сході України. За сприятливої ситуації інвестиційна привабливість країни зростатиме за рахунок зниження премії за ризик, що стимулюватиме приплив капіталу, прискорюючи економічне зростання, та формуватиме ревальваційний тиск на гривню. Натомість, ескалація бойових дій може призвести до погіршення очікувань та негативних соціально-економічних наслідків.

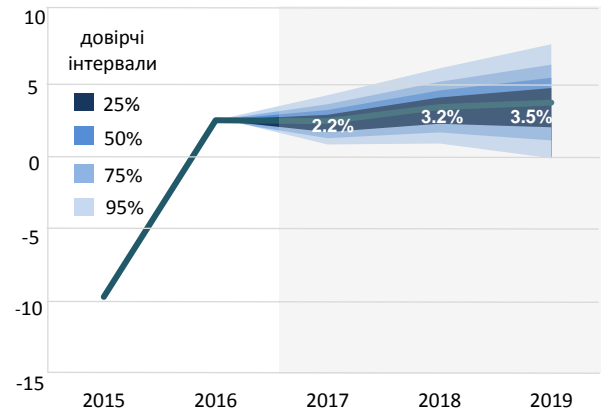
Ризики для інфляційного розвитку також пов'язані з термінами підвищення адміністративно-регульованих тарифів (зокрема цін на газ для населення), що в середньостроковій перспективі може відхиляти траєкторію інфляції від цілі в обидва боки. Крім того, на інфляційні показники впливатимуть шоки пропозиції продовольчих товарів, пов'язані з урожаєм, цінами та умовами доступу української продовольчої продукції на зовнішні ринки, проте вони є симетричними у прогностичний період.

У фіскальному секторі найбільшим ризиком для цінової динаміки є подальше підвищення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці, зокрема в передвиборчий період. Акцент на фінансуванні 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 перспективах економічного зростання.

Ризики з боку зовнішнього середовища містяться в площині динаміки світових цін на сировинні товари. У випадку їх суттєвого зниження надходження від експорту скорочуватимуться, що погіршить поточний рахунок платіжного балансу України та чинитиме тиск на ослаблення курсу гривні. Внаслідок ефекту перенесення формуватиметься й додатковий інфляційний тиск. Економічну активність пригнічуватиме зниження платоспроможного попиту вітчизняних експортоорієнтованих підприємств. У такому випадку посилюватимуться ризики виходу інфляції за межі цільового коридору, а темпи зростання ВВП будуть низькими. Національний банк в такому випадку буде змушений проводити жорсткішу монетарну політику для згладжування негативного впливу зовнішніх шоків.

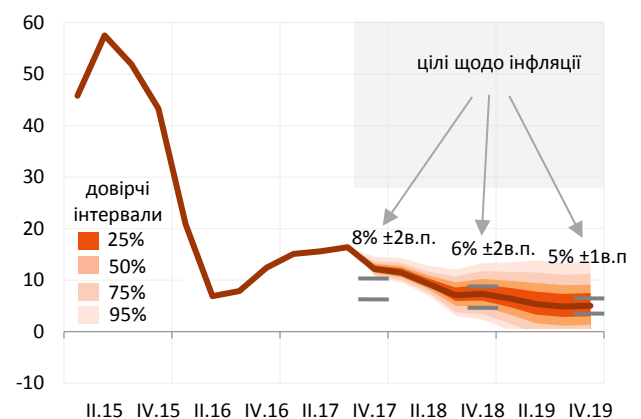
У разі підвищення зовнішнього попиту і цін на товари українського експорту спостерігатиметься імпульс до зростання ВВП, а також ревальваційний тиск на гривню та швидше зниження інфляції. Такий розвиток подій дасть змогу знижувати ставку швидше, ніж це закладається в базовому сценарії.

Прогноз реального ВВП, % річна зміна



Джерело: НБУ.

Прогноз ІСЦ та інфляційні цілі, % річна зміна



Джерело: НБУ.

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

Макроекономічний прогноз (Жовтень 2017)

Показники	2013				2014				2015				2016				2017				2018				2019			
	погноз				погноз				погноз				погноз				погноз				погноз				погноз			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР, зміна в річному вимірі (%), якщо не зазначено інше	1465	1587	1989	2383	584	657	804	835	2850	2880	2850	2850	668	749	915	936	3270	3220	3270	3220	740	830	1016	1041	3585	3628	3585	3585
Номинальний ВВП, млрд. грн.	0.0	-6.6	-9.8	2.3	2.5	2.3	2.1	2.2	1.6	2.2	1.6	1.6	3.1	3.2	3.5	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.0	3.4	3.6	3.9	3.5	3.5	3.5	4.0
Реальний ВВП	4.3	15.9	38.9	17.1	25.1	20.0	14.7	13.0	18.2	17.7	17.7	17.7	11.0	10.5	9.5	9.0	10.0	9.5	10.0	9.5	7.5	7.2	7.1	7.0	7.2	7.2	7.2	7.1
Дефлятор ВВП	-0.3	12.1	48.7	13.9	-	-	-	-	14.3	12.7	12.7	12.7	-	-	-	-	9.1	8.2	9.1	8.2	-	-	-	-	5.8	5.8	5.8	6.0
ІСЦ (середнє за період)	-0.1	17.1	36.0	20.5	-	-	-	-	25.8	25.6	25.6	25.6	-	-	-	-	12.0	10.9	12.0	10.9	-	-	-	-	8.7	8.7	8.7	8.8
ІЦВ (середнє за період)	0.5	24.9	43.3	12.4	15.1	15.6	16.4	12.2	12.2	12.2	12.2	12.2	11.4	8.7	6.6	7.3	7.3	6.0	7.3	6.0	6.4	5.8	5.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Базова інфляція	0.1	22.8	34.7	5.8	6.3	6.8	7.7	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.8	7.8	6.4	5.5	5.5	3.9	5.5	3.9	4.5	3.8	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.8
Небазова інфляція	0.9	26.8	50.9	18.3	26.8	27.3	27.9	17.7	17.7	17.7	17.7	17.7	16.2	9.9	6.9	9.8	9.8	8.8	9.8	8.8	9.0	8.4	8.1	7.9	7.9	7.9	7.9	8.0
у тому числі сирі продукти	-2.3	23.2	40.7	1.2	7.5	23.6	28.2	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2	18.4	5.8	0.9	4.2	4.2	3.6	4.2	3.6	3.2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
у тому числі адміністративно регульовані ціни	3.5	29.0	64.4	34.6	39.5	28.8	25.9	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8	14.1	12.0	10.4	13.8	13.8	12.3	13.8	12.3	13.4	12.7	12.2	11.6	11.6	11.6	11.6	11.5
ІЦВ	1.7	31.8	25.4	35.7	38.3	26.3	22.4	13.8	13.8	13.8	13.8	13.8	10.6	14.3	11.7	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	8.7	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.2
ФІСКАЛЬНИЙ СЕКТОР																												
Зведений бюджет, сальдо, млрд. грн.	-63.6	-72.0	-30.9	-54.8	-	-	-	-	-48.4	-48.4	-76.4	-76.4	-	-	-	-	-74.1	-77.4	-74.1	-77.4	-	-	-	-	-89.4	-77.8	-89.4	-77.8
% ВВП	-4.3	-4.5	-1.6	-2.3	-	-	-	-	-1.7	-1.7	-2.7	-2.7	-	-	-	-	-2.3	-2.4	-2.3	-2.4	-	-	-	-	-2.5	-2.2	-2.5	-2.2
Баланс СЗДУ (метод. МВФ), млрд. грн.	-57.5	-70.3	-17.0	-50.3	-	-	-	-	-48.0	-48.0	-79.4	-79.4	-	-	-	-	-74.8	-79.2	-74.8	-79.2	-	-	-	-	-93.5	-79.5	-93.5	-79.5
% ВВП	-3.9	-4.4	-0.9	-2.1	-	-	-	-	-1.7	-1.7	-2.8	-2.8	-	-	-	-	-2.3	-2.5	-2.3	-2.5	-	-	-	-	-2.6	-2.2	-2.6	-2.2
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", млрд. грн.	-85.0	-157.6	-37.5	-50.3	-	-	-	-	-48.0	-48.0	-79.4	-79.4	-	-	-	-	-74.8	-79.2	-74.8	-79.2	-	-	-	-	-93.5	-79.5	-93.5	-79.5
Баланс СЗДУ та НАК "Нафтогаз України", % ВВП	-5.8	-9.9	-1.9	-2.1	-	-	-	-	-1.7	-1.7	-2.8	-2.8	-	-	-	-	-2.3	-2.5	-2.3	-2.5	-	-	-	-	-2.6	-2.2	-2.6	-2.2
ПЛАТІЖНИЙ БАЛАНС (за аналітичною формою НБУ)																												
Поточний рахунок, млрд. дол. США	-16.5	-4.6	-0.2	-3.4	-0.9	-0.4	-1.8	-0.9	-4.0	-4.0	-4.1	-4.1	-1.4	0.3	-2.0	-1.2	-4.2	-4.6	-4.2	-4.6	-1.7	0.0	-1.8	-0.6	-4.2	-3.9	-4.2	-3.9
Фінансовий рахунок, млрд. дол. США	-18.6	9.1	-0.6	-4.7	-0.3	-2.0	-2.6	-1.3	-6.1	-6.1	-5.9	-5.9	-1.3	-0.9	-3.2	-0.9	-6.4	-7.1	-6.4	-7.1	-1.5	-1.8	-0.6	-0.9	-4.7	-4.1	-4.7	-4.1
Зведений баланс, млрд. дол. США	2.0	-13.3	0.8	1.3	-0.6	1.6	0.9	0.3	2.2	2.2	1.8	1.8	0.0	1.3	1.2	-0.3	2.2	2.5	2.2	2.5	-0.2	1.8	-1.3	0.3	0.6	0.1	0.6	0.1
Валові міжнародні резерви, млрд. дол. США	20.4	7.5	13.3	15.5	15.1	18.0	18.6	18.6	18.6	18.6	20.0	20.0	20.1	20.8	23.0	22.2	22.2	27.1	22.2	27.1	21.5	22.8	20.9	21.2	21.2	25.7	21.2	25.7
Місяцї імпорту майбутнього періоду	3.5	1.8	3.1	3.2	3.0	3.6	3.7	3.6	3.6	3.6	4.0	4.0	3.9	4.0	4.3	4.2	4.2	5.2	4.2	5.2	3.9	4.1	3.9	3.9	3.9	4.8	3.9	4.8
Експорт товарів, річна зміна (%)	-8.3	-14.5	-29.9	-5.3	36.2	14.8	13.5	9.4	17.4	17.4	15.1	15.1	-1.1	7.9	3.9	2.6	3.3	4.0	3.3	4.0	-1.3	1.3	6.8	7.4	3.7	5.6	3.7	5.6
Імпорт товарів, річна зміна (%)	-5.8	-29.0	-32.6	4.2	22.3	26.8	17.4	4.5	16.7	16.7	13.5	13.5	6.2	0.7	3.3	6.2	4.2	5.1	4.2	5.1	1.8	4.1	3.1	1.0	2.5	3.2	2.5	3.2
МОНЕТАРНІ РАХУНКИ (зміна з початку року, %)																												
Грошова база, %	20.3	8.5	0.8	13.6	-6.5	0.0	-2.1	3.3	3.3	3.3	6.4	6.4	-2.2	1.1	1.8	6.2	6.2	7.8	6.2	7.8	-1.9	1.1	1.6	5.0	5.0	6.0	5.0	6.0
Грошова маса (поточ. курс), %	17.6	5.3	3.9	10.9	-2.5	0.1	1.9	6.8	6.8	6.8	9.0	9.0	-0.7	1.9	4.3	9.1	9.1	13.5	9.1	13.5	1.0	3.4	5.0	9.8	9.8	12.6	9.8	12.6
Швидкість обертання (на кінець року)	1.61	1.66	2.0	2.2	-	-	-	-	2.4	2.4	2.4	2.4	-	-	-	-	2.5	2.4	2.5	2.4	-	-	-	-	2.6	2.3	2.6	2.3