

## Економіка України: Місячний Огляд

### Головне

- Прискорення інфляції до 14.9% через подорожчання пального та деяких послуг
- Зменшення цін на цукор
- Значне переважання пропозиції валюти над попитом через приток спекулятивного капіталу
- Продовження відновлення кредитування економіки ком. банками
- Уповільнення темпів розширення депозитів населення
- Стрімке зростання фондового ринку у серпні
- Стабільність ринку євробондів
- Від'ємне сальдо торгівлі товарами п'ятий місяць поспіль у липні



### Центр Соціально-Економічних Досліджень CASE Україна

Вул. Старокиївська 10, офіс 15  
04116, Україна, Київ  
Тел./Факс: (+38 044) 483 26 14,  
(+38 044) 483 24 68  
E-mail: info@case-ukraine.kiev.ua  
Web-site: www.case-ukraine.kiev.ua

Проект здійснено за фінансової  
підтримки UNDP Україна.



### Керівник проекту:

Микита Михайличенко

### Автори:

Віталій Вавришук, Микита Михайличенко

*Всі права захищено*

*Погляди, викладені у цьому виданні, є думками авторів і не обов'язково співпадають з позиціями наших спонсорів.*

### Основні ризики

Зберігаються суттєві ризик стосовно порушення цінової стабільності у коротко- та середньостроковій перспективі, що відбуватиметься за рахунок високих світових цін на нафту та суттєвого зростання доходів населення.

У другій половині року збільшується небезпека того, що проведення жорсткої монетарної політики та зростання відсоткових ставок може завадити відновленню реальних темпів зростання економіки.

У середині третього кварталу проявився ризик збільшення доларизації економіки. Це відображує недостатню довіру до національної грошової одиниці та може завадити проведенню ефективної монетарної політики.

В умовах політичної нестабільності та погіршення макроекономічних показників посилюється ризик відтоку спекулятивного капіталу на фоні від'ємного торгового балансу. Відповідно, це може загрожувати девальвацією гривні.

За результатами 2005 року сальдо торгівлі товарами сягне від'ємних значень, найгірших за останні 7 років.

При цьому відбудеться скорочення реальних обсягів поставок товарів за кордон. До кінця року динаміка зовнішньої торгівлі буде визначатися кон'юктурою на світових ринках та валютною політикою НБУ.

## Ціни (серпень 2005)

У серпні споживчі ціни в Україні залишилися незмінними (0%) порівняно із їх скороченням на 0.1% у серпні 2004 р. Таким

чином, у річному вимірі інфляції прискорилося із 14.8% у липні до 14.9% у серпні 2005 року. Основними чинниками високої інфляції було подорожчання бензину та цін на деякі послуги.

Графік 1. ІСЦ та його складові у 2003-2005 рр. (р/р, місячні дані)



Джерело: Держкомстат

Цього року ціни на послуги зростають найшвидшими темпами за останні п'ять років. Так, за вісім місяців вони подорожчали на 7% (в т.ч. на 1.7% у серпні), що є максимальним із 2001 року<sup>1</sup>. Найбільшого прискорення зазнали ціни на аренду нерухомості: +5.7% у серпні та +25.5% всього із початку року. Очевидно, що це відбувається на фоні зменшення обсягів будівництва порівняно із минулим роком (-7.7% за перші вісім місяців) та суттєвого збільшення номінальних та реальних доходів населення.

Також, на фоні зростання цін на пальне, продовжують дорожчати транспортні послуги (+1.8% у серпні та +17% з початку року).

Із початком третього кварталу почали дорожчати і комунальні послуги. Так, у серпні їх ціна виросла на 1.5% порівняно із 0% у серпні 2004. Це відбувається як за рахунок дорогих енергоносіїв, так і за рахунок планового збільшення цін з метою їх доведення до собівартості.

Деякий вклад у сукупне зростання ІСЦ мали і ціни на індивідуальні послуги (+0.9% у серпні). Очевидно, це також пов'язано із збільшення тиску на ціни зі сторони попиту.

Після тривалої перерви у серпні виросли ціни на непродовольчі товари (+0.7%). Основним фактором такого збільшення стали ціни на пальне, яке подорожчало на 11.8% порівняно із попереднім місяцем (+23.7% з початку року). З іншої сторони, не дивлячись на посилення внутрішнього споживчого попиту залишаються стабільними ціни на одягу та побутові

<sup>1</sup> У річному вимірі в січні інфляція послуг склала 11.4% після 9.9% у липні

електротовари. Очевидно, це пов'язано із зростанням імпорту цих товарів.

У серпні, вперше у цьому році було зафіксовано скорочення цін на продовольчі продукти (-0.6%). Це пов'язано із подальшим уповільненням росту цін на м'ясо та стабілізацією ситуації на ринку цукру.

Ціни на м'ясо продовжують уповільнюватися. Так, у серпні 2005 року вони виросли на 1.8% порівняно із +2.6% за аналогічний період минулого року. Річні ж темпи скоротилися із 57.5% у березні до 35.7% у серпні. Варто відмітити, що це відбувається на фоні скорочення поголів'я худоби<sup>2</sup>. Тобто, поточне помірне зростання цін на м'ясо може бути тимчасом і в коротко- середньостроковій перспективі імовірно слід очікувати їх деякого пришвидшення.

Також у серпні на 6.2% скоротилися ціни на цукор після їх подорожчання на 60% протягом квітня-липня. Очевидно, що це пов'язано із активізацією імпорту цієї продукції на внутрішній ринок.

### **Обмінний курс та Монетарна політика (серпень 2005)**

У серпні на валютному ринку знову пропозиція суттєво переважала попит. В результаті, з метою підтримання стабільності курсу, Нацбанк на валютному викупив надлишкової пропозиції на загальну суму 736 млн. дол. США, що є менше, ніж 638 млн. у серпні 2004.

Проте, Нацбанк не повністю задовольняв попит на гривню, що призвело до ревальвації ринкового курсу та зростання міжбанківських гривневих відсоткових ставок (див. Графік), а також накопичення валюти на депозитах юридичними особами.

На фоні суттєвого погіршення торгового балансу, очевидно, що надлишкова валютна

пропозиція на внутрішньому ринку може бути пов'язана із притоком портфельних інвестицій через відновлення ревальваційних очікувань. В цілому, така тенденція є досить негативною, оскільки збільшує ризики відтоку цього ж спекулятивного капіталу в разі несприятливого розвитку подій та, відповідно, створити значний тиск на гривню в бік її девальвації. Такий сценарій стає більш вірогідним у зв'язку із нестабільною політичною ситуацією всередині країни, продовженням погіршення макроекономічних показників (уповільнення росту реального ВВП, прискорення інфляції та ін.) та невизначеністю щодо майбутньої валютно-курсової політики НБУ.

Із ослабленням позицій долара на світових ринках, у серпні гривня також девальвувала до євро (на 0.7%) та до російського рубля (на 0.5%).

В середині третього кварталу НБУ почав впроваджувати більш жорстку грошово-кредитну політику. Так, у серпні Нацбанк активізував дії, спрямовані на боротьбу з високою інфляцією за рахунок таких заходів:

1. Підвищення облікової ставки із 9% до 9.5%.
2. Збільшення норми обов'язкових резервів із 7% до 8% для поточних депозитів.
3. Збільшення норми обов'язкових нормативів, що мають щоденно знаходитися на рахунках в НБУ з 80% до 100% від обов'язкових резервів за попередній місяць.
4. Отримання НБУ можливості обмежувати кількість звернень банків за кредитами рефінансування овернайт протягом місяця.

<sup>2</sup> На кінець липня загальне поголів'я великої рогатої худоби скоротилося на 7.8% порівняно із аналогічним періодом попереднього року

Раніше, у квітні було вилучено із обов'язкових резервів готівку в касах банків

Проте, ці заходи можуть мати обмежений вплив на інфляцію. Це пояснюється тим, що зростання цін цього року обумовлене в першу чергу експансіоністською соціальною політикою уряду на фоні суттєвого уповільнення реальних темпів зростання економіки, а також підвищенням світових цін на нафту.

З іншої сторони, проведення жорсткої монетарної політики може ускладнити задачу відновлення реального зростання економіки.

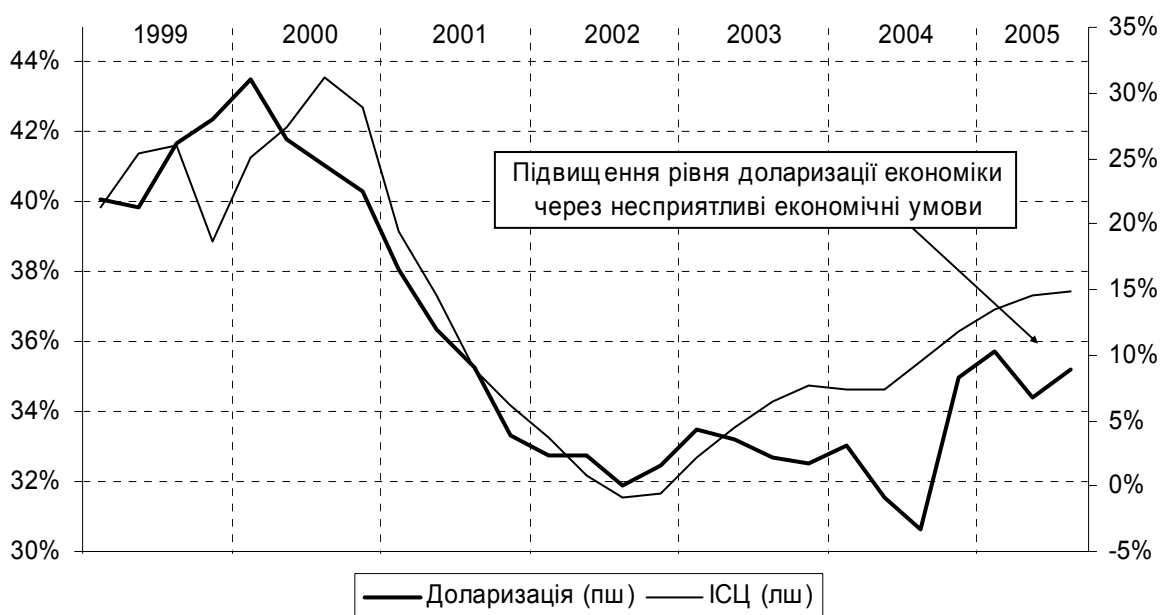
У серпні продовжився процес відновлення темпів кредитування реального сектору. Кредитні портфелі банків за підсумками місяця розширилися на 5% порівняно із +2.6% роком раніше. При цьому, кредитування фізичних осіб розширилося на 10.6%, а юридичних – на 3.8%.

Темпи зростання депозитних вкладів у банках також пришвидшилися із 4% у серпні 2004 до 5.2% у серпні 2005 року. Це

відбулося за рахунок вкладів юридичних осіб, які розширилися на 8.3% (+5.1% роком раніше). Натомість, вклади фізичних осіб збільшилися всього на 2.9% після +3.1% у серпні 2004. В цілому, така тенденція є негативною, оскільки вклади фізичних осіб є менш вола тильними і можуть слугувати більш-менш надійною базою для активних операцій банків.

Іншою негативною рисою серпня стало зростання доларизації економіки. По-перше, депозити як юридичних, так і фізичних осіб зростали, в основному, за рахунок доларових вкладень. По-друге, у серпні на готівковому валютному ринку вперше за останні декілька років попит на валюту переважав пропозицію (на 0.6 млн. дол.). Це свідчить проте, що в умовах високої інфляції, а також невизначеності щодо майбутньої валютно-курсової політики НБУ поки не вдається відновити довіру до національної валюти хоча б до рівня середини минулого року.

**Графік 2. Доля депозитів в іноземній валюті у їх загальній кількості (доларизація) та інфляція (ІСЦ, р/р) (середньоквартальні дані)**



Джерело: НБУ, Держкомстат

## Фінансові ринки (серпень 2005)

Вже другий місяць поспіль фондовий ринок України зростає. У серпні індекс ПФТС збільшився на 12.5% (+7.1% у липні) і досяг історичного максимуму 358.1 в кінці місяця<sup>3</sup>. При цьому, обсяги торгів склали рекордні 1.7 млрд. грн.. Очевидно, що частково, збільшення попиту обумовлено притоком спекулятивного капіталу з-за кордону<sup>4</sup>. Це є негативним чинником, оскільки із поточною дестабілізацією політичної ситуації збільшуються ризики різкого відтоку цього капіталу і, відповідно, девальвації гривні.

У серпні 2004 року лідерами зростання на фондовому ринку були акції металургійних комбінатів: Азовсталь (+23.9%) та Запоріжсталь (+18%). Також суттєво подорожчали акції підприємства хімічної галузі „Стірол” (+14.6%).

Проте, як і раніше, найбільшим попитом на вторинному ринку користуються облігації українського уряду. У серпні 47% загального обсягу торгів на біржі ПФТС були саме угоди з купівлі/продажу ОВДП. 35% обсягу всіх торгів припало на корпоративні облігації і лише 12% - на акції.

Одночасно, після досить активних дій протягом першої половини року (за перші сім місяців було розміщено ОВДП на загальну суму 7.2 млрд. грн.), у серпні уряд не проводив аукціонів із первинного розміщення ОВДП. Досить імовірно, що в кінці року уряд може знову активізуватися на борговому ринку з метою покриття дефіциту бюджету.

На ринку євробондів ситуація у серпні залишалася стабільною. Середні спреди для перехідних економік коливалися в межах 2.7-2.9 в.п. і за результатами місяці

збільшилися на 2.1%<sup>5</sup>. При цьому, спреди для облігацій українських емітентів мали менш сприятливу динаміку і розширилися на 5.5% і зараз складають близько 1.7-1.9 в.п.. Поки не можна остаточно стверджувати про погіршення ситуації для українських компаній на ринку євробондів. Проте, із подальшим погіршенням економічних показників та поглиблення політичної кризи, досить імовірно, що іноземні інвестори будуть асоціювати з Україною все більше ризиків.

Варто відмітити, що поточний рівень індексу EMBI+ для перехідних економік є значно нижчим, ніж на початку року, коли його значення сягали в середньому 3.7-3.8 в.п. (в т.ч. 2.2-2.3 в.п. для України).

У серпні жодна українська компанія не розмішувала свої цінні папери на ринку євробондів. Всього, за перші сім місяців року українські корпоративні та муніципальні емітенти розмістили єврооблігацій на загальну 0.6 суму млрд. дол. США порівняно із 0.7 млрд. дол. США за аналогічний період 2004 року<sup>6</sup>.

У другій половині року український уряд має намір розмістити єврооблігації на 600 млн. євро. Проте, несприятливі внутрішні економічні та політичні умови можуть завадити Міністерству фінансів залучити кошти на вигідних умовах.

<sup>3</sup> Попередній максимум було зафіксовано ще на початку лютого 2005, коли значення індексу склало 346.64 (11.02.2005)

<sup>4</sup> На фоні погіршення торгового балансу на валютному ринку України спостерігається суттєве переважання пропозиції над попитом (див. Обмінний курс та Монетарна політика)

<sup>5</sup> Індекс JP Morgan EMBI+ відображує середню різницю доходності облігацій емітентів перехідних економік порівняно із доходністю без ризикових казначейських бондів американського уряду

<sup>6</sup> Крім цього, в першій половині 2004 року уряд України розмістив єврооблігації на загальну суму 1.1 млрд. грн..

**Графік 3. Фондовий індекс ПФТС (щоденні дані)**


Джерело: ПФТС

### Зовнішня торгівля (липень 2005)

За результатами 7 місяців 2005 року сальдо зовнішньої торгівлі товарами України зменшилося до 118 млн. дол. США у порівнянні із 2.56 млрд. дол. США за цей же період 2004 року. Номінальні обсяги експорту товарів становили 19.7 млрд. дол. США (18.3 млрд. дол. у січні-липні 2004 р.), а імпорту товарів 19.5 млрд. дол. (15.7 млрд. дол. у січні-липні 2005 р.). Таким чином темпи приросту експорту становили 7.6 % р/р, в той час як імпорт зріс на 24% р/р. Водночас, за інформацією голови НБУ статистики торговельних партнерів свідчить, що насправді в Україну було імпортовано на 2 млрд. дол. більше товарів, ніж зафіксовано вітчизняною митною статистикою.

Місячне сальдо зовнішньої торгівлі товарів у липні 2005р. становило – 263 млн. дол., що значно більше у порівнянні із – 413 млн. дол. у червні (для порівняння місячне сальдо торгівлі у січні 2005 р. становило 682 млн. дол.).

Падіння обсягів експорту у січні-липні пов'язане, перш за все, із скороченням поставок за кордон приладів та апаратів (- 454 млн. дол. р/р), продукції машинобудування (- 273 млн. дол. р/р), транспортних засобів (- 264 млн. дол. р/р), жирів та олії (- 78 млн. дол.) та виробів зі скла (- 77 млн. дол.). В результаті, частки продукції машинобудування у загальному обсязі експорту за 7 місяців року зменшилися з 10% до 8%, транспортних засобів – з 6% до 4%, апаратів та приладів з 3% до 0.3%. Одним із найбільш важливих факторів падіння обсягів експорту високотехнологічних галузей стало зростання реального обмінного курсу гривні на (11.5%<sup>7</sup>) з початку року (у січні-липні 2004 р. реальний курс гривні зменшився на 1.2%). У січні-липні 2005 року також спостерігалось скорочення експорту металобрухту чорних металів на 38.5%.

Водночас, найбільший приріст експортних показників було забезпечено за рахунок зростання поставок продукції

<sup>7</sup> За попередніми оцінками CASE Україна

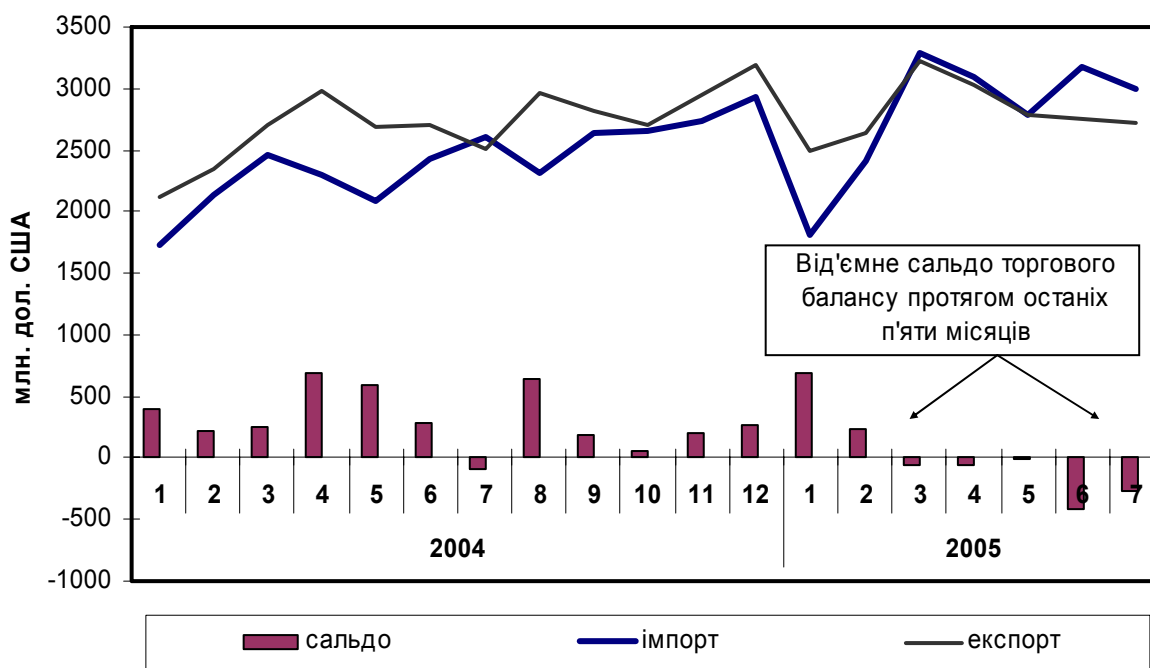
металургії (+ 1.32 млрд. дол.), мінеральних продуктів (+ 536 млн. дол.), хімічної промисловості (+ 210 млн. дол.). У січні-липні в 2.62 рази зросли обсяги експорту зернових з України в порівнянні із цим же періодом минулого року до рівня 585 млн. дол.

Приріст номінальних обсягів експорту продукції металургії за перші 7 місяців року було забезпечено, в першу чергу, завдяки вищим світовим цінам. У січні-травні світові ціни на метал перевищували рівень 2004 року. Однак, починаючи із червня рівень цін був менший ніж у відповідні місяці попереднього року. Тому подальше

зростання номінальних обсягів експорту чорних металів можливе лише за умови збільшення фізичних обсягів поставок.

Активізація експортної діяльності підприємств у 2005 р. значною мірою стримується через незадовільний рівень відшкодування ПДВ експортерам. Однак, згідно із заявами керівників ДПА, починаючи із липня ПДВ повертається із перевиконанням плану. До кінця року планується повною мірою відшкодувати ПДВ і частково повернути заборгованість за попередні періоди.

**Графік 4. Експорт, імпорт та торговий баланс у 2004-2005 рр. (місячні дані)**



*Джерело: Держкомстат*

Найбільш динамічно протягом перших 7 місяців року зростав імпорт кінцевих товарів: продукції тваринного походження (52% р/р), жирів та олій (60% р/р), виробів із шкіри (52% р/р), текстилю та виробів із нього (44% р/р). Очевидно, що зростання доходів населення сприяло збільшенню попиту на імпортовані споживчі товари. Окрім того, лібералізація торговельного режиму через спрощення процедур імпорту та зменшення ставок ввізного мита на деякі

групи товарів призвела до активізації імпортованих операцій.

За результатами року варто очікувати збереження номінального експорту на рівні 2004 року на фоні зменшення реальних показників на 7-12%. Сальдо торгівлі товарами сягне найбільшого від'ємного значення за останні 7 років (-500-700 млн. дол. США), однак буде компенсовано позитивним сальдо торгівлі послугами. Принаймні протягом



---

першої половини 2006 року тенденція до зменшення фізичних обсягів експорту буде зберігатися. У середньостроковій перспективі динаміка зовнішньої торгівлі буде визначатися кон'юнктурою на світових ринках та валютною політикою НБУ.