

ЗАТВЕРДЖЕНО
Рішення Правління
Національного банку України
15 травня 2018 року №273-рч

Звіт Правління Національного банку України щодо проведення
грошово-кредитної політики
(станом на 15 травня 2018 року)

Зміст

| | |
|--|----|
| Головне: стан виконання цілей і завдань грошово-кредитної політики | 2 |
| I. Аналіз економічного і соціального розвитку України | 7 |
| Інфляційний розвиток | 7 |
| Економічна активність | 9 |
| Ринок робочої сили та доходи домогосподарств | 10 |
| Фіскальний сектор | 11 |
| Платіжний баланс | 12 |
| Монетарний сектор та фінансові ринки | 14 |
| II. Проведення грошово-кредитної політики | 15 |
| Мотивація рішень щодо облікової ставки..... | 15 |
| Інтервенції на валютному ринку | 17 |
| Пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку | 19 |

Головне: стан виконання цілей і завдань грошово-кредитної політики

У січні – квітні 2018 року діяльність Правління Національного банку України спрямовувалася на виконання цілей і завдань, передбачених статтею 6 Закону України “Про Національний банк України” та Основними засадами грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу, схваленими рішенням Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року (далі – Основні засади).

Зокрема грошово-кредитна політика спрямовувалася на виконання цілей щодо досягнення та підтримки цінової стабільності, сприяння фінансовій стабільності, дотриманню стійких темпів економічного зростання та підтримки економічної політики Уряду України, а також окремих завдань, визначених Основними засадами.

Досягнення та підтримка цінової стабільності

На початку 2018 року споживча інфляція залишалася вище цільових показників, установлених Основними засадами.

За збереження інфляційного тиску, у тому числі фундаментального характеру, посилювалися середньострокові інфляційні ризики, зумовлені:

відтермінуванням отримання чергового траншу за програмою співпраці з МВФ;

підвищенням інфляційних очікувань економічних агентів;

суттєвими темпами зростання споживчого попиту.

За таких умов Національний банк України (далі – Національний банк) продовжив цикл підвищення облікової ставки – на 150 б.п. у січні та на 100 б.п. у березні. Після досягнення обліковою ставкою рівня 17% жорсткість монетарних умов, за оцінками Національного банку, є достатньою, щоб забезпечити зниження інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі. Ураховуючи це, Національний банк у квітні 2018 року залишив облікову ставку на незмінному рівні.

Проведення жорсткої монетарної політики вже дало результати в протидії інфляційному тиску. Як і очікувалося, це збільшило привабливість фінансових інструментів у гривні, що також сприяло припливу іноземного капіталу. Завдяки підвищенню зацікавленості іноземних інвесторів у гривневих цінних паперах та зростанню надходжень валютної виручки від експортерів відбувся злам девальваційного тренду гривні наприкінці січня 2018 року. Посилення гривні як відносно долара США, так і кошика валют країн – торговельних партнерів насамперед відображалось на цінах на паливо та інші імпортні товари, а в перспективі має вплинути на інфляційні очікування.

Збереження жорсткої монетарної політики забезпечуватиме поступове зниження інфляції і її повернення до цільового діапазону.

Національний банк очікує, що у 2018 році інфляція поступово уповільнюватиметься та досягне 8.9% на кінець року, проте залишатиметься вищою, ніж цільові орієнтири ($6\% \pm 2$ в. п.). На ціни й надалі тиснутимуть:

швидке зростання споживчого попиту, підтримане збільшенням доходів населення. Стимулюватимуть зростання доходів населення підвищення соціальних стандартів та збільшення заробітної плати в умовах продовження активної трудової міграції;

подальше підвищення адміністративно регульованих цін під впливом збільшення витрат на заробітну плату у сфері ЖКГ, поступового підвищення світових цін на енергоресурси з відповідним перенесенням на внутрішні ціни та гармонізації ставок тютюнових акцизів з відповідними ставками в ЄС;

процес наближення українських цін на продовольство до цін у країнах – торговельних партнерах, адже внутрішні ціни залишаються переважно нижчими порівняно з цінами на аналогічні продукти харчування в сусідніх країнах. Крім того, очікується подальше зростання експорту продовольства на тлі активного освоєння українськими виробниками нових ринків.

Подальше зниження інфляції забезпечуватиметься збереженням жорсткої монетарної політики, збільшенням пропозиції продуктів харчування та нижчими темпами зростання цін на імпортовані товари. У результаті інфляція повернеться до цільового діапазону в середині наступного року і становитиме 5.8% на кінець 2019 року. У 2020 році інфляція уповільниться до 5.0%, що відповідатиме центральному значенню цільового діапазону ($5.0\% \pm 1$ в.п.).

Сприяння фінансовій стабільності

Упродовж року Національний банк забезпечував виконання другої за пріоритетністю цілі щодо фінансової стабільності.

У I кварталі 2018 року банківський сектор працював у сприятливих макроекономічних умовах. Темп припливу коштів населення до банків був стабільно високим та може прискоритися з огляду на динаміку номінальних доходів домогосподарств. Чисті (за вирахуванням резервів) кредити фізичним особам у гривні продовжили зростати темпом близько 35% р/р. Обсяги корпоративного кредитного портфеля практично не змінилися, банки досі зосереджені на підвищенні його якості, ніж на збільшенні частки ринку. Деякі банки провели успішні реструктуризації проблемних кредитів, що дало змогу розформувати резерви за ними та збільшити прибутковість. Більшість банків очікує зростання кредитування бізнесу.

Вартість фондування перестала знижуватися, до кінця року її суттєвих змін не очікується. Прибутковість банківського сектору зростає завдяки

поліпшенню операційного результату та скороченню відрахувань до резервів. Протягом I кварталу основним викликом для банків був перехід на стандарт МСФЗ 9: необхідно було змінити класифікацію активів та впровадити підхід до формування резервів на основі концепції очікуваних збитків. Проте заявлені оцінки впливу переходу на МСФЗ 9 на балансові показники та прибутковість банків слід уважати попередніми – окремі банки протягом II – III кварталів ще продовжуватимуть перехід на новий стандарт.

У червні банки розпочнуть розраховувати новий коефіцієнт ліквідності LCR у тестовому режимі. Він стане обов'язковим до виконання від грудня поточного року.

У травні Національний банк розпочав стрес-тестування 25 банків, на які сукупно припадає близько 95% активів банківського сектору. Банки, для яких буде виявлено потребу в капіталі, до 10 серпня отримають вимогу про розроблення програм капіталізації.

Сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримки економічної політики Уряду України

Національний банк урахував необхідність підтримки економічного зростання під час прийняття монетарних рішень, якщо це не перешкоджало досягненню пріоритетної цілі щодо цінової стабільності.

У звітному періоді Національний банк двічі підвищив облікову ставку (у січні та березні) загалом на 250 б. п. до 17% річних з огляду на необхідність забезпечити поступове повернення інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі. Поступе зниження інфляції дає змогу мінімізувати короткострокові втрати від жорстких монетарних умов. Виходячи з цього Національний банк утримався від підвищення облікової ставки у квітні, зважаючи, що жорсткість монетарної політики є достатньою, щоб знизити інфляцію до цільового рівня на запланованому часовому горизонті.

Послідовність монетарної політики, спрямованої на досягнення незмінних інфляційних цілей, дасть змогу забезпечити довгострокові переваги для сталого економічного зростання. Це досягатиметься за рахунок “заякорення” інфляційних очікувань та зниження довгострокових номінальних та реальних відсоткових ставок, створення умов для прийняття довгострокових інвестиційних рішень, збереження реальної вартості заощаджень і доходів населення.

Упродовж звітної періоду Національний банк послідовно продовжував лібералізацію валютного регулювання шляхом пом'якшення тимчасових адміністративних обмежень, послаблення яких не створювало ризиків дестабілізації валютного ринку. Це сприяло поліпшенню інвестиційного клімату, полегшенню діяльності підприємств, які здійснюють

зовнішньоторговельну діяльність і відповідно підтримувало подальше відновлення економіки України.

За прогнозами Національного банку, зростання реального ВВП за 2018 рік відбуватиметься на рівні 3.4%.

Дотримання режиму плаваючого валютного курсу

Національний банк дотримувався режиму плаваючого обмінного курсу, динаміка якого залежить від співвідношення попиту та пропозиції на валютному ринку.

Сприятлива кон'юнктура світових ринків для товарів українського експорту разом із підвищенням привабливості фінансових інструментів у гривні сприяли збільшенню надходжень іноземної валюти та посиленню обмінного курсу гривні щодо долара США. На кінець квітня 2018 року офіційний обмінний курс гривні щодо долара США посилювався на 6.5% порівняно з початком року.

Національний банк, дотримуючись режиму плаваючого курсоутворення, не протидіяв зміні курсових трендів і проводив валютні інтервенції для згладжування функціонування ринку за його розбалансування під впливом ситуативних факторів і з метою поповнення міжнародних резервів.

Нарощення міжнародних резервів

Упродовж січня – квітня 2018 року основним джерелом поповнення міжнародних резервів були інтервенції Національного банку з купівлі іноземної валюти. Перевищення на внутрішньому ринку пропозиції іноземної валюти над попитом на неї надало Національному банку змогу проводити інтервенції з купівлі іноземної валюти, не перешкоджаючи зміцненню гривні. Протягом січня – квітня 2018 року додатне сальдо валютних інтервенцій Національного банку становило 1,1 млрд дол. США.

Міжнародні резерви України становили 18 421 млн дол. США (в еквіваленті). Їх обсяг покриває 3,3 місяця майбутнього імпорту і є достатнім для виконання зобов'язань України та поточних операцій Уряду України і Національного банку.

Національний банк за сприятливих умов на міжбанківському валютному ринку продовжуватиме проведення операцій з купівлі іноземної валюти. З метою підвищення прозорості монетарної політики в частині проведення інтервенцій на валютному ринку Національний банк розпочав щоквартальне оголошення обсягу інтервенцій з купівлі іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів. На II квартал 2018 року такий обсяг встановлено в розмірі 10 млн дол. США на день.

Національний банк також осучаснив підхід до проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку.

Поступова лібералізація валютного ринку

Приймаючи рішення про скасування обмежень, Національний банк зважав на збалансованість валютних та інфляційних ризиків. Упродовж січня – квітня 2018 року Національний банк продовжив послаблення адміністративних обмежень на валютному ринку, зокрема:

дозволив іноземним інвесторам репатріювати дивіденди за корпоративними правами та акціями, нараховані за 2017 рік;

розширив можливості банків для проведення власних операцій з іноземною валютою на міжбанківському ринку;

надав право клієнтам подавати заяву про продаж іноземної валюти до будь-якого уповноваженого банку;

розширив для уповноважених банків можливість залучати від нерезидентів так звані синтетичні кредити та позики в національній валюті;

удосконалив порядок ліцензування валютних операцій.

Детальнішу інформацію щодо змін у підходах до проведення інтервенцій і заходів з лібералізації валютного ринку у січні – квітні 2018 року, а також див. у відповідних розділах: “Інтервенції на валютному ринку” та “Пом’якшення адміністративних обмежень на валютному ринку”.

Підзвітність і прозорість грошово-кредитної політики

Протягом звітного періоду Національний банк послідовно та регулярно інформував громадськість щодо мотивації прийнятих монетарних рішень виходячи з необхідності досягнення його цілей.

Правління Національного банку приймало рішення щодо облікової ставки на засіданнях з питань монетарної політики, які проводилися відповідно до заздалегідь оголошеного графіка. Після кожного засідання Правління Національного банку з монетарних питань проводилися прес-брифінги за участю членів Правління Національного банку, публікувалися прес-релізи щодо зміни ключової ставки.

Щокварталу публікувався Інфляційний звіт, який містить комплексний аналіз економічної ситуації, макроекономічний прогноз з оцінкою ризиків для його основного сценарію та обґрунтування прийнятих Національним банком монетарних рішень.

Крім того, із лютого 2018 року Національний банк розпочав оприлюднення документа “Підсумки дискусії членів Комітету з монетарної політики Національного банку щодо рівня облікової ставки”. Публікація цього документа спрямована на підвищення спроможності учасників ринку передбачати подальші зміни в монетарній політиці Національного банку і як результат сприятиме посиленню дії процентного каналу трансмісійного механізму та ефективнішому управлінню інфляційними очікуваннями.

У січні – квітні Національний банк продовжував проводити зустрічі з ключовими аудиторіями, зокрема з експертами та представниками бізнесу.

Зазначені заходи сприяли підвищенню прозорості монетарної політики Національного банку, поліпшенню розуміння рішень регулятора з боку учасників ринку та передбачуваності його дій, зокрема щодо зміни облікової ставки.

I. Аналіз економічного і соціального розвитку України

Інфляційний розвиток¹

У квітні 2018 року споживча інфляція уповільнилася до 13.1% р/р (з 13.7% р/р у грудні 2017 року).

Усе ще високі показники інфляції були зумовлені дією деяких факторів, на окремі з яких вплив інструментів грошово-кредитної політики є обмеженим. Зокрема тривало звуження пропозиції певних видів сільськогосподарської продукції на внутрішньому ринку як через зменшення обсягів їх виробництва, так і значних обсягів експорту. На зростанні цін також відобразилося подальше збільшення виробничих витрат, зокрема на оплату праці, а також швидке розширення споживчого попиту, у тому числі через подальше підвищення МЗП з початку року, а також підвищення Урядом України інших соціальних стандартів, у тому числі пенсій у IV кварталі 2017 року.

Натомість стримували посилення інфляційного тиску жорстка монетарна політика, послаблення впливу від підвищення цін і тарифів, що регулюються адміністративно, корекція цін на нафту, уповільнення інфляції у країнах – ОТП України та уповільнення зростання світових цін на продукти харчування. Вплив від жорсткої монетарної політики найвідчутніше проявився через канал обмінного курсу гривні, сприяючи його зміцненню з кінця січня 2018 року.

Фундаментальний інфляційний тиск також залишився значним – базова інфляція в річному вимірі в квітні 2018 року утрималася практично на рівні грудня 2017 року (відповідно 9.4% р/р та 9.5% р/р).

¹ Усі зміни цін наведено в річному вимірі (грудень порівняно з груднем попереднього року), скорочено – р/р.

Високі показники базової інфляції все ще підтримувалися значними темпами зростання вартості ринкових послуг, що в квітні становили 14.5% р/р (14.6% р/р у грудні 2017 року). Значний внесок у базову інфляцію також мало зростання цін на продукти харчування з високим ступенем оброблення (11.7% р/р). Це пов'язано зі збільшенням виробничих витрат, у тому числі через вторинні ефекти від підвищення цін на відповідні сирі продукти, зростання витрат на оплату праці, а також збільшення цін на паливо в попередні періоди. Крім того, вагомий внесок мав і споживчий попит. Зростання споживчого попиту разом з суттєвим послабленням курсу гривні наприкінці 2017 – початку 2018 року також зумовили прискорення зростання цін на непродовольчі товари, однак у цілому темпи їх зростання залишилися помірними (4.2% р/р).

Додатковим чинником стало поступове погіршення інфляційних очікувань з вересня 2017 року. Крім високих поточних показників зростання цін, на очікуваннях також позначилися коливання на валютному ринку, підвищення соціальних стандартів, а також збільшення виробничих витрат. Однак в останні місяці під впливом жорсткішої монетарної політики з'явилися ознаки поліпшення інфляційних очікувань.

Небазова інфляція уповільнилася до 17.9% р/р (19.4% р/р у грудні 2017 року) за рахунок усіх своїх компонентів.

Очікувано зменшився внесок зростання адміністративно регульованих цін (зростання уповільнилося до 13.7% р/р), зокрема через помірніші темпи підвищення тарифів на ЖКП після їх стрімкого збільшення в попередні роки. Також уповільнилося зростання цін на тютюнові вироби, алкогольні напої.

Зростання цін на паливо в квітні також уповільнилося (до 16.7% р/р) після прискорення в попередні місяці. Це відбулося завдяки корекції світових цін на нафту на початку 2018 року та сприятливій ситуації на валютному ринку з кінця січня.

Темпи зростання цін на сирі продукти харчування дещо знизилися (до 22.6% р/р), але залишалися високими. Вагомий вплив на збереження високих цін на сирі продукти мали фактори пропозиції, а саме скорочення виробництва окремих видів сільськогосподарської продукції. Також високими темпами продовжував зростати експорт окремих продуктів харчування. Додатковим чинником стала низька база порівняння для окремих продуктів (зокрема яєць).

Після стрімкого зростання індексу цін виробників на початку 2018 року ціновий тиск у квітні послабився. Зниження виробничої інфляції до 14.1% р/р (з 16.5% р/р у грудні 2017 року) насамперед було спричинено послабленням тиску з боку зовнішніх цін. Зокрема знизилися темпи зростання цін у добувній промисловості (до 8.3% р/р). Це сприяло сповільненню зростання цін у металургії та у виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення. Також уповільнилося зростання цін у хімічній промисловості в умовах нижчих, ніж у минулому році, світових цін на добрива.

Зростання цін у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів також уповільнилося (до 10.7% р/р), чому сприяло розширення імпортової пропозиції, низхідна динаміка світових цін, а також зниження цін на окремі види сільськогосподарської продукції. Зокрема нижчими темпами зростали ціни у виробництві м'ясних, молочних продуктів та хліба і борошняних виробів.

Водночас основним чинником збереження високих показників інфляції виробників було стрімке зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря внаслідок підвищення НКРЕКП тарифів на електроенергію для непобутових споживачів на 5 – 11% у січні 2018 року. Також прискорилося зростання цін у деревообробній промисловості та поліграфічній діяльності. Високі темпи приросту інвестицій у будівництво, коливання на валютному ринку, збільшення виробничих витрат, а також несприятливі погодні умови призвели до суттєвого прискорення зростання цін на будівельно-монтажні роботи. Додатковий тиск на зростання цін у промисловості був зумовлений підвищенням на 15% тарифів на вантажні перевезення залізничним транспортом у IV кварталі 2017 року.

У IV кварталі 2017 року показник дефлятора ВВП залишився майже незмінним (20.9% р/р). Зокрема зниження промислової інфляції компенсувалося прискоренням зростання цін у будівництві та сільському господарстві. Загалом значення дефлятора ВВП залишилося високим насамперед через зростання виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, та прискорення зростання експортних цін унаслідок високого зовнішнього попиту.

Економічна активність

За даними ДССУ, зростання реального ВВП у 2017 році становило 2.5% р/р (порівняно з 2.4% р/р у 2016 році). Відновлення економіки України підтримувалося високим внутрішнім попитом як споживчим, так і інвестиційним. Споживчий попит, на відміну від попереднього року, став основним рушієм зростання. Кінцеві споживчі витрати домогосподарств зросли на 7.8% р/р, відчутно прискорившись порівняно з 2.1% р/р у 2016 році. Таке зростання було підтримане високими темпами зростання реальної заробітної плати (на 18.9% р/р у грудні 2017 року), а також підвищенням середнього розміру пенсійних виплат наприкінці року. Споживчі витрати сектору загалом державного управління також збільшилися (на 3.3% р/р).

У 2017 році збереглися високі темпи зростання інвестицій: валове нагромадження основного капіталу зросло на 18.2% р/р. Високій інвестиційній активності сприяли подальше поліпшення ділових очікувань та фінансових результатів підприємств, а також збільшення обсягів фінансування Урядом України інфраструктурних проектів. Внесок чистого експорту в зростання реального ВВП залишився від'ємним (5 в. п.), у тому числі з огляду на

розірвання виробничо-торговельних зв'язків з НКТ та захоплення підприємств на тих територіях. А втім, втрати економіки України від розриву зв'язків з НКТ за результатами року виявилися дещо меншими, ніж прогноз Національного банку, оприлюднений у квітні 2017 року (за підсумками року оцінені в 0.9 в.п. порівняно з 1.3 в.п у прогнозі), за рахунок швидшої переорієнтації металургійних підприємств на альтернативні джерела постачання сировини, а також на тлі поліпшення зовнішньої цінової кон'юнктури.

У I кварталі 2018 року тривало економічне зростання на тлі збереження сприятливої зовнішньої кон'юнктури, високих ділових очікувань підприємств та подальшого підвищення соціальних стандартів. У розрізі видів діяльності у січні – березні 2018 року порівняно з відповідним періодом минулого року найбільшими темпами зростала торгівля (оптова – на 8.2% р/р, роздрібна – на 7.6% р/р), а також пасажирооборот (на 3.3% р/р), у тому числі завдяки високому споживчому попиту. Зростання обсягів промислового виробництва прискорилося на 2.4% р/р насамперед завдяки подальшому нарощенню випуску хімічного виробництва (на 47% р/р), машинобудування (на 7.3% р/р), деревообробної галузі (7.3% р/р). Також у січні – березні 2018 року зростало виробництво в металургії (на 2.6% р/р) та добувній промисловості (на 2.3% р/р) на тлі сприятливої зовнішньої кон'юнктури та зниження бази порівняння минулого року внаслідок початку торговельної блокади з НКТ (з кінця січня 2017 року). Складні погодні умови обмежували розвиток будівництва (обсяги виробництва знизилися на 0.3% р/р), вантажообороту (-3.8% р/р), проте позитивно вплинули на обсяги виробництва в енергетиці (зростання на 2.1% р/р). Обсяги сільськогосподарського виробництва в січні – березні 2018 року зменшилися (на 0.5% р/р), відображаючи все ще складну ситуацію у тваринництві.

За оперативною оцінкою ДССУ зростання реального ВВП у I кварталі 2018 року становило 3.1% р/р.

Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

У 2017 році на ринку праці попит на робочу силу залишався на високому рівні та підтримувався економічним зростанням, поліпшенням ділових очікувань підприємств (у тому числі щодо зайнятості) та інтенсивними міграційними процесами.

Попри високий попит на робочу силу, кількість економічно активного населення та кількість зайнятих у 2017 році скоротилися (на 0.6% р/р та 0.7% р/р відповідно), що частково пояснюється демографічними процесами – зменшенням загальної кількості населення України. Водночас в умовах зростання витрат на оплату праці (насамперед унаслідок підвищення МЗП з початку 2017 року удвічі до 3 200 грн) підприємства обережно ставилися до нарощування зайнятості (про це, зокрема, свідчить суттєве зменшення

штатних одиниць, які працювали в умовах вимушеної неповної зайнятості на 63.1% р/р), а також зберігалися диспропорції між попитом та пропозицією (регіональні, за професійним групами та видами діяльності). Як наслідок, рівень безробіття за методологією МОП (у відсотках до економічно активного населення у віці 15 – 70 років) у 2017 році зріс порівняно з минулим роком на 0.2 в. п. та становив 9.5%.

Зростання заробітних плат, потужний імпульс якому було надано на початку 2017 року в результаті двократного підвищення МЗП, стало основною причиною прискорення зростання номінальних доходів населення (у 2017 році – до 24.4% р/р). Додатковим фактором зростання номінальних доходів населення було підвищення пенсій відповідно до пенсійної реформи у IV кварталі (загалом соціальні допомоги зросли у 2017 році на 16.4% р/р). Незважаючи на прискорення інфляції, реальні наявні доходи населення у 2017 році зросли на 6% р/р, що сприяло активізації споживчого попиту.

На початку 2018 року зберігся високий попит на робочу силу. Подальше підвищення МЗП (з початку 2018 року – на 16.3%), а також наближення заробітних плат до зарплат у країнах-сусідах на тлі інтенсивної міграції підтримали високі темпи зростання заробітних плат і в I кварталі 2018 року. У свою чергу підвищення пенсій у рамках пенсійної реформи наприкінці минулого року зумовило збереження високих темпів зростання соціальних допомог (середня місячна пенсія станом на 01 квітня 2018 року перевищувала відповідний рівень попереднього року на 37.4%).

Фіскальний сектор

Після значного фіскального імпульсу наприкінці минулого року, на початку 2018 року фіскальна політика була традиційно стриманою. За підсумками I кварталу 2018 року зберігся суттєвий первинний профіцит зведеного бюджету (сальдо бюджету за вирахуванням витрат на обслуговування боргу). Порівняно з попередніми роками, коли саме в I кварталі фіксувався профіцит зведеного бюджету, у I кварталі 2018 року зведений бюджет виконано із дефіцитом (3.0 млрд грн). Від'ємне сальдо зведеного бюджету утворилося внаслідок дефіциту державного бюджету, який цього року в I кварталі вирізнявся значним розміром (20.6 млрд грн).

У I кварталі 2018 року доходи зведеного бюджету зросли помірно (на 12.9% р/р). Такі темпи зростання пов'язані з дією тимчасового чинника – законодавчих змін у податковій сфері, що вимагало налагодження відповідних процедур, та додатково – зі слабкими результатами в окремих видах економічної діяльності. Податкові надходження зросли на 11.9% р/р. Завдяки поліпшенню стану підприємств і домогосподарств значно збільшилися надходження від податків на доходи фізичних осіб і прибуток підприємств. Натомість падіння виробництва тютюнових виробів та уповільнення зростання імпорту на тлі нижчих, ніж минулого року, обсягів імпорту

природного газу та складних погодних умов у березні мали негативний вплив на ключові податки (ПДВ та акцизний податок) і доходи в цілому. Неподаткові надходження зростали відносно високими темпами (26.5% р/р).

Видатки зведеного бюджету в I кварталі 2017 року зросли на 16.4% р/р. Головним чином видатки збільшилися за рахунок соціально спрямованих витрат – оплати праці та перерахувань Пенсійному фонду України, зокрема під впливом “осучаснення пенсій”. Також значно зростали витрати на використання товарів і послуг та капітальні видатки. Натомість незначно зросли поточні трансферти, а видатки на обслуговування боргових зобов’язань загалом скоротилися під впливом посилення національної валюти та проведеного у 2017 році правочину з ОВДП, що були в портфелі Національного банку.

Основним джерелом фінансування дефіциту залишалися кошти, залучені за борговими операціями. Уряд України продовжив випуск короткострокових і середньострокових ОВДП з метою фінансування дефіциту державного бюджету та погашення емітованих раніше державних цінних паперів. З огляду на суттєві обсяги погашення як за внутрішніми, так і зовнішніми зобов’язаннями, державний і гарантований державою борг на кінець I кварталу 2018 року скоротився на 4.1% порівняно з початком 2018 року – до 2 054 млрд грн.

Платіжний баланс

Дефіцит поточного рахунку в січні – березні 2018 року становив 0.6 млрд дол. США, або 2.3% ВВП² (порівняно з 0.4 млрд дол. США, або 1.6% від ВВП у січні – березні 2017 року). Збільшення дефіциту відбулося внаслідок розширення від’ємного сальдо торгівлі товарами, зокрема через зростання внутрішнього попиту, який значною мірою задовольняється імпортом. Водночас збільшення дефіциту торгівлі товарами було частково компенсоване подальшим нарощенням експорту послуг та стійким зростанням грошових переказів.

Попри сприятливу зовнішню цінову кон’юнктуру, зростання експорту товарів (8.6% р/р у I кварталі 2018 року) стримували нижчий урожай сільськогосподарських культур 2017 року порівняно з попереднім роком та збільшення частки дешевших металів у структурі експорту металургії. Зокрема падіння експорту продовольчих товарів прискорилося до 4.7% р/р насамперед через скорочення поставок олійних культур (на 8% р/р). Крім того, вартісні обсяги експорту зернових культур зменшилися на 5.7% р/р, олії та жирів – на 10.3% р/р за рахунок зниження фізичних обсягів поставок. Зростання експорту металургійної продукції сповільнилося до 23.9% р/р передусім через збільшення в структурі експорту частки дешевого чавуну.

² За оцінками Національного банку.

Водночас високий попит з боку країн ЄС сприяв суттєвому нарощенню експорту м'яса птиці та продукції деревообробної промисловості (33.2% р/р та 39.9% р/р відповідно).

Імпорт товарів у січні – березні 2018 року зростав вищими темпами (11.9% р/р) порівняно з експортом через поживлення внутрішнього попиту та зміцнення гривні. Так, імпорт товарів споживчого призначення (продовольчі та промислові товари) збільшився на 19.7% р/р. Високими темпами зростав імпорт риби та морепродуктів, овочів і цитрусових, окремих промислових виробів. Зростання імпорту продукції машинобудування сповільнилося до 15.2% р/р, однак його обсяги залишалися значними. Водночас імпорт енергоносіїв скоротився на 2.6% р/р насамперед за рахунок природного газу, фізичні обсяги закупівель якого зменшилися в 2.3 раза р/р на тлі значних запасів у підземних сховищах.

Зростання експорту послуг прискорилося до 11.5% р/р насамперед завдяки нарощенню експорту ІТ-послуг (на 27.7% р/р). Водночас, як і в ІV кварталі 2017 року, зростання експорту послуг стримувалося зниженням обсягів транзиту природного газу до європейських країн (на 13.3% р/р) через переорієнтацію Росії на альтернативні напрями транспортування та помірну зиму в Європі. Як наслідок, обсяги експорту послуг трубопровідного транспорту зменшилися на 10.1% р/р. Зростання імпорту послуг сповільнилося до 7% р/р за рахунок імпорту транспортних послуг та за статтею “подорожі”, що також було зумовлено несприятливими погодними умовами в лютому-березні. Профіцит торгівлі послугами збільшився до 245 млн дол. США (103 млн дол. США у січні – березні 2017 року).

У січні – березні 2018 року тривало зростання обсягу грошових переказів, що компенсувало дещо вищі, ніж минулого року, виплати дивідендів, зумовлені подальшим пом'якшенням Національним банком обмежень на їх репатріацію³. Профіцит рахунку первинних доходів залишився практично на рівні минулого року (0.2 млрд дол. США), тоді як профіцит рахунку вторинних доходів збільшився до 0.9 млрд дол. США (0.8 млрд у січні – березні 2017 року).

У січні – березні 2018 року чистий приплив коштів за фінансовим рахунком становив 0.3 млрд дол. США (порівняно з чистим відпливом в аналогічному періоді 2017 року в розмірі 0.2 млрд дол. США). Як і в другому півріччі 2017 року, на початку 2018 року операції Уряду України з ОВДП відігравали ключову роль у потоках капіталу за фінансовим рахунком. Збільшення нерезидентами інвестицій у гривневій ОВДП (на 0.3 млрд дол. США) призвело до зростання чистих залучень державного сектору, а погашення Урядом України валютних ОВДП зумовило зростання чистих зовнішніх активів банків.

³ У листопаді 2017 року Національний банк розширив дозвіл на репатріацію дивідендів за період до 2013 року включно.

Приплив коштів до реального сектору (0.7 млрд дол. США) був забезпечений переважно зростанням чистої заборгованості за торговими кредитами та надходженнями ПШ (по 0.3 млрд дол. США). ПШ спрямовувалися до реального сектору переважно у формі акціонерного капіталу.

Платіжний баланс у I кварталі 2018 року було зведено з незначним дефіцитом (0.3 млрд дол. США). Разом із здійсненням платежів Урядом України та Національним банком за кредитами МВФ це призвело до зменшення обсягу міжнародних резервів станом на кінець квітня до 18.4 млрд дол. США, або 3.3 місяця імпорту майбутнього періоду.

Монетарний сектор та фінансові ринки

З початку циклу здійснення жорсткішої монетарної політики (з кінця жовтня 2017 року) підвищення облікової ставки ефективно трансливалися в зміни процентних ставок у національній валюті. Як і в попередні періоди, тісний зв'язок з обліковою ставкою мали міжбанківські ставки та дохідність гривневих ОВДП. Водночас попередні рішення з підвищення облікової ставки ще не повною мірою відобразилися в ринкових ставках, зокрема в ставках банків за депозитами домогосподарств.

Зростання дохідності гривневих ОВДП стимулювало приплив капіталу, у тому числі іноземного, у державні цінні папери. Крім трансмісії від підвищення облікової ставки, зростання процентних ставок за кредитами відображало також збільшення попиту на кредитні ресурси, зокрема на середньострокові споживчі потреби населення та обігові цілі підприємств. Помірніший відгук ставок за депозитами домогосподарств може пояснюватися збереженням значного профіциту ліквідності банківської системи та збільшенням привабливості депозитів у національній валюті на тлі зміцнення гривні.

Приплив іноземних портфельних інвестицій і збереження сприятливої зовнішньої кон'юнктури сприяли зростанню припливу іноземної валюти та розгортанню ревальваційного тренду з кінця січня 2018 року, у тому числі і на готівковому валютному ринку.

Домінуючий ревальваційний тренд дав змогу Національному банку купувати іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів. Сальдо операцій з купівлі Національним банком іноземної валюти в січні – квітні 2018 року було додатним і становило 1.1 млрд дол. США (порівняно з 533 млн дол. США у відповідному періоді 2017 року). Проведення інтервенцій Національним банком не протидіяло ревальваційній тенденції на ринку – офіційний обмінний курс гривні до долара на кінець квітня 2018 року порівняно з початком року посилювався на 6.5%.

Більше того, посилення гривні до долара було суттєвішим порівняно з більшістю валют країн – ОТП України. Це зумовило суттєве зміцнення НЕОК гривні в лютому-березні 2018 року, проте він залишився слабшим, ніж рік тому (у березні 2018 року – знизився на 4.7% р/р). Однак, урахувавши перевищення інфляції в Україні порівняно з країнами – ОТП, РЕОК гривні зміцнився як до початку року, так і в річному вимірі (у березні 2018 року – на 4.8% р/р).

У січні – квітні 2018 року в банківській системі зберігався значний профіцит ліквідності. Надходила ліквідність до банківської системи головним чином за рахунок купівлі Національним банком іноземної валюти (27.9 млрд грн). Натомість традиційно для цього періоду ліквідність вилучалася через операції Уряду України, вплив яких оцінено на рівні 12.0 млрд грн, а також погашення банками раніше отриманих кредитів рефінансування (6.9 млрд грн) та операції ліквідаторів банків і ФГВФО (у цілому 5.2 млрд грн).

Зростання коррахунків банків станом на кінець квітня 2018 року суттєво перевищило зниження обсягу готівки, що зумовило підвищення грошової бази в квітні 2018 року на 3.3% порівняно з груднем попереднього року, а в річному вимірі її зростання прискорилося до 11.9%.

Зміцнення гривні та певне збільшення процентних ставок за гривневими депозитами сприяли підвищенню їх привабливості передусім для населення, номінальні доходи якого продовжували зростати високими темпами. Це забезпечило подальший приплив гривневих депозитів у банківську систему та приріст грошової маси – відповідно до 14.1% р/р та 9.3% р/р у квітні 2018 року.

Також банки продовжили поступово нарощувати гривнєве кредитування (за чотири місяці залишки збільшилися на 15.5% р/р). Найбільш активно зростало кредитування домогосподарств передусім завдяки споживчому кредитуванню. Зростання попиту на кредити з боку нефінансових корпорацій, може пояснюватися збільшенням потреби в обіговому капіталі та інвестиціях.

Залишки за кредитами в іноземній валюті (у доларовому еквіваленті) також продемонстрували суттєве зростання. Це відбулося насамперед через методологічні зміни в розрахунку цього показника. А саме – особливостей ведення бухгалтерського обліку під час поступового переходу на МСФЗ 9, зокрема за рахунок сум коригування процентних доходів за знеціненими фінансовими активами, які належать до операцій 2017 року.

II. Проведення грошово-кредитної політики

Мотивація рішень щодо облікової ставки

На початку 2018 року споживча інфляція залишалася вище цілі Національного банку, установлені Основними засадами.

Основною причиною високої інфляції було продовження стрімкого зростання цін на продукти харчування. Це відбувалося внаслідок зменшення обсягів виробництва окремих видів сільськогосподарської продукції та інтенсивного експорту продовольства, який зумовлює наближення цін в Україні до цін у сусідніх країнах. Також підтримувало високий інфляційний тиск подальше зростання виробничих витрат, зокрема через збільшення оплати праці. Вагомий вплив мало й швидке відновлення споживчого попиту завдяки подальшому зростанню доходів домогосподарств. Останньому сприяло стійке зростання заробітних плат унаслідок як чергового підвищення МЗП з початку поточного року, так і звуження ринку праці, у тому числі через міграційні процеси, а також підвищення інших соціальних стандартів, зокрема пенсій у IV кварталі 2017 року.

За збереження значного інфляційного тиску, у тому числі фундаментального характеру, посилювалися середньострокові інфляційні ризики, зумовлені:

- відтермінуванням отримання чергового траншу за програмою співпраці з МВФ;

- підвищенням інфляційних очікувань економічних агентів;

- суттєвими темпами зростання споживчого попиту.

За таких умов Національний банк продовжив цикл підвищення облікової ставки – на 150 б. п. у січні та на 100 б. п. у березні. Після досягнення обліковою ставкою 17% жорсткість монетарних умов, за оцінками Національного банку, є достатньою, щоб забезпечити зниження інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі. Ураховуючи це, Національний банк у квітні 2018 року залишив облікову ставку на незмінному рівні.

Проведення жорсткої монетарної політики вже дало результати в протидії інфляційному тиску. Як і очікувалося, це збільшило привабливість фінансових інструментів у гривні, що сприяло припливу іноземного капіталу. Зовнішні умови також залишалися сприятливими: економіки країн – ОТП України впевнено зростали, а ціни на світових товарних ринках залишалися високими. Завдяки збільшенню зацікавленості іноземних інвесторів у гривневих цінних паперах та зростанню надходжень валютної виручки від експортерів відбувся злам девальваційного тренду гривні наприкінці січня 2018 року. Посилення гривні як відносно долара США, так і кошика валют країн – ОТП України насамперед відображалось на цінах на паливо та імпортні товари, а в перспективі має вплинути на інфляційні очікування.

У той самий час попередні підвищення облікової ставки сприяли зростанню процентних ставок за операціями банків на більшості сегментів ринку, але поки лише частково відобразилися на процентних ставках за депозитами фізичних осіб. Це пов'язане зі суттєвими обсягами припливу коштів населення у банки. Однак, за очікуваннями Національного банку, надалі процентні ставки банків ще продовжать підвищуватися. Зокрема з

огляду на те, що наразі виник значний розрив між процентними ставками за депозитами банків і доходністю державних цінних паперів, які є альтернативними активами для інвестування фізичними особами. Такий розрив імовірно звужуватиметься. Крім того, ознаки пожвавлення конкуренції між банками за кошти фізичних осіб спостерігаються вже зараз. Підвищення процентних ставок за депозитами матиме надалі стримуючий ефект на інфляційні процеси.

Збереження жорсткої монетарної політики забезпечуватиме поступове повернення інфляції до цільового діапазону в середині 2019 року. У 2020 році інфляція уповільниться до 5.0%, що відповідатиме центральному значенню середньострокового цільового діапазону (5.0% ± 1 в. п.).

Водночас залишається ймовірність реалізації ризиків, що можуть стримати зниження інфляції, зокрема:

немає прогресу в проведенні структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності та подальшої співпраці з МВФ на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у наступних роках;

проведення Урядом України більш м'якої фіскальної політики. Зокрема подальше збільшення соціальних видатків вищими темпами, ніж загальне зростання продуктивності праці в економіці, може посилити інфляційний тиск.

У зовнішньому середовищі суттєво посилюються ризики широкомасштабних торговельних війн, що можуть зумовити різкі коливання цін на світових товарних ринках, погіршити умови доступу українського експорту на зовнішні ринки та зменшити валютні надходження. Розворот сприятливих тенденцій, що спостерігались у світовій економіці та на товарних ринках з початку 2016 року, може призвести до значних негативних наслідків для економічної активності та стану валютного ринку в Україні, економіка якої залишається дуже вразливою до зміни світової кон'юнктури.

У разі подальшого посилення фундаментальних інфляційних ризиків Національний банк може продовжити підвищення облікової ставки для повернення інфляції до встановлених середньострокових цілей.

Інтервенції на валютному ринку

Відповідно до Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України на 2016 – 2020 роки протягом січня – квітня 2018 року Національний банк, здійснюючи інтервенції на міжбанківському валютному ринку України, мав на меті виконання таких завдань:

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку.

Протягом січня – квітня 2018 року Національний банк здійснив 86 валютних інтервенцій: 66 з купівлі іноземної валюти, 20 – з її продажу, у тому числі одну інтервенцію одночасно з купівлі та продажу. Під час цих інтервенцій регулятором було куплено 1 514.5 млн дол. США, продано – 454.8 млн дол. США. Додатне сальдо валютних інтервенцій Національного банку за січень-квітень 2018 року становило 1 059.7 млн дол. США.

Валютні інтервенції здійснювались у трьох формах: валютного аукціону, інтервенції у формі запиту щодо найкращого курсу (з 02 квітня 2018 року – інтервенція за найкращим курсом) та інтервенції за єдиним курсом.

Під час проведення валютних аукціонів у січні – квітні 2018 року Національний банк купив 589.5 млн дол. США, продав – 97.8 млн дол. США, під час здійснення валютних інтервенцій у формі запиту щодо найкращого курсу/інтервенцій за найкращим курсом регулятором було куплено 845 млн дол. США, продано – 357 млн дол. США, під час здійснення інтервенцій за єдиним курсом було куплено 80 млн дол. США.

У I кварталі 2018 року Національний банк осучаснив стратегію проведення валютних інтервенцій, зокрема одним з принципів їх проведення оголошено надання пріоритету тим формам валютних інтервенцій, за якими Національний банк не пропонує, а приймає запропоновану іншими учасниками валютного ринку ціну. Одночасно Національний банк відмовився від пріоритизації конкретних форм інтервенцій – доцільність використання тих чи інших форм інтервенцій зараз визначається залежно від ситуації на міжбанківському валютному ринку.

Крім того, Національний банк визначив нові шляхи проведення інтервенцій за єдиним курсом та за найкращим курсом, окреслив коло їх учасників.

Починаючи з квітня 2018 року під час проведення інтервенцій за єдиним курсом та інтервенцій за найкращим курсом Національний банк розпочав використання функціонала Matching торговельно-інформаційної системи BLOOMBERG. За квітень через цей функціонал було здійснено 15 валютних інтервенцій: 13 із купівлі іноземної валюти, 2 – із її продажу.

Основною перевагою проведення валютних інтервенцій через функціонал Matching є анонімність. Котирування всіх учасників функціонала, у тому числі Національного банку, виставляються анонімно, і учасники угоди з купівлі-продажу валюти отримують інформацію про контрагента лише після укладення угоди.

Це означає, з одного боку, що учасники ринку не мають попереднього оголошення про проведення валютної інтервенції та не можуть ідентифікувати Національний банк серед інших учасників функціонала. А відтак, нівелюється вплив від самого факту проведення Національним банком інтервенції на курсоутворення на міжбанківському валютному ринку.

З іншого боку, новий функціонал мінімізує ризик суб'єктивності у проведенні Національним банком інтервенцій, оскільки в Matching Національний банк обирає не контрагента, а котирування, що відповідає критеріям інтервенції.

Друга перевага нового функціонала – необмежена кількість учасників. Так, досі з огляду на технічні особливості інших функціоналів в інтервенції у формі запиту щодо найкращого курсу могли брати участь лише 20 установ, що за підсумками попереднього кварталу мали найкращий загальний рейтинг серед банків – учасників міжбанківського ринку. Натомість, у разі проведення інтервенції за найкращим курсом через Matching узяти в ній участь зможуть усі банки, що користуються новим функціоналом. Як наслідок, на курсоутворення на ринку впливатимуть усі банки, а не лише обмежене коло найбільших учасників міжбанківського ринку.

Третя перевага нового функціонала – оперативність. Він забезпечує більш швидко укладання угод за найкращими курсовими параметрами.

Вищезазначене дало змогу розширити можливості у визначенні умов та форм проведення валютних інтервенцій, а отже, гнучкіше реагувати на зміни, що відбуваються на міжбанківському валютному ринку, та враховувати всі нагальні потреби з його регулювання, а також створило умови для більш ринкового, прозорого та точного визначення обмінного курсу гривні до іноземних валют на міжбанківському валютному ринку.

Пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку

На початку 2018 року Національний банк продовжив поетапне скасування тимчасових валютних обмежень та поступову лібералізацію валютного ринку. Це стало можливим з огляду на стабілізацію макроекономічного становища та загалом сприятливу ситуацію на валютному ринку. Заходи, що вживав Національний банк, не мали деструктивного впливу на функціонування валютного ринку, оскільки їх імплементація здійснювалася на основі постійного моніторингу стану валютного ринку України та економіки країни в цілому, а також регулярного діалогу з банківською спільнотою та представниками бізнесу. Зокрема пом'якшення адміністративних обмежень стосувалося:

- [дозволу іноземним інвесторам репатріювати дивіденди за корпоративними правами та акціями, нараховані за 2017 рік;](#)

- розширення можливостей банків для проведення власних операцій з іноземною валютою на міжбанківському ринку, скасування обмежень на розмір дозволеного сальдо купівлі-продажу іноземних валют і банківських металів; збільшення ліміту загальної довгої відкритої валютної позиції банку; послаблення обмеження на дострокове погашення зовнішніх кредитів і позик в іноземній валюті та перерахування іноземної валюти за кордон для

здійснення платежів, пов'язаних із процесами судочинства; розширення переліку операцій, на надходження за якими не поширюється вимога щодо обов'язкового продажу ([постанова Правління Національного банку України від 29 березня 2018 року № 31](#));

- [надання права клієнтам подавати заяву про продаж іноземної валюти до будь-якого уповноваженого банку](#) (незалежно від наявності поточного рахунку в іноземній валюті в цьому банку);

- [розширення для уповноважених банків можливості залучати від нерезидентів так звані синтетичні кредити та позики в національній валюті](#);

- [удосконалення порядку ліцензування валютних операцій](#) шляхом спрощення порядку видачі електронних ліцензій на здійснення фізичними особами валютних операцій та дозволу банкам здійснювати операції з розміщення за кордоном валютних цінностей без індивідуальної ліцензії на будь-яких власних рахунках, а не лише на кореспондентських. Крім того, встановлено виключення із загального порядку контролю за дотриманням максимальної процентної ставки за окремими зовнішніми кредитами/позиками в іноземній валюті.