



Національний
банк України

Щодо проведення грошово-кредитної політики у 2019 році

Презентація Звіту щодо проведення грошово-кредитної політики у 2019 році Раді НБУ

Київ, 25 лютого 2020 року



Зміст

- Звіт щодо проведення грошово-кредитної політики у 2019 році підготовлено відповідно до Порядку розроблення Основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням
- Звіт концентрується на таких аспектах проведення ГКП:
 - спрямованості рішень з монетарної політики на досягнення її встановлених цілей
 - належному врахуванні в макроекономічному прогнозі наявної інформації та ризиків
 - наявності / відсутності систематичних похибок у макроекономічному прогнозі
 - належному спрямуванні комунікацій на пояснення цілей і рішень з монетарної політики

Головне

- У 2019 році НБУ досяг середньострокової інфляційної цілі $5\% \pm 1$ в. п. – споживча інфляція сповільнилася до 4.1% р/р. Такий результат є наочною демонстрацією результативності послідовної монетарної політики НБУ
- Низька і стабільна інфляція уможливорює подальше зниження відсоткових ставок, поживлення кредитування та прискорення економічного зростання
- Рішення щодо облікової ставки у 2019 році ґрунтувалися на макроекономічному прогнозі і оцінці балансу ризиків
- Як наслідок, НБУ проактивно почав цикл зниження облікової ставки у квітні 2019 року, незважаючи на високу фактичну інфляцію та підвищені інфляційні очікування
- У 2019 році облікову ставку було знижено з 18% до 13,5%. Пом'якшення монетарної політик сприятиме стійкому економічному зростанню
- Втім, пом'якшення монетарної політики мало бути обережним, враховуючи значний інфляційний тиск, суттєві ризики та слабку довіру до спроможності НБУ знизити інфляцію
- НБУ приділяв особливу увагу прозорій та доступній комунікації прийнятих рішень. У липні 2019 році НБУ став 8-м центральним банком – інфляційним таргетером, який публікує прогноз ключової ставки. Таке підвищення прозорості сприяло зниженню вартості боргових залучень

Рішення НБУ з монетарної політики базуються на макроекономічному прогнозі з врахуванням ризиків



Макроекономічні прогнози – основа рішень з монетарної політики за режиму ІТ

Вплив монетарних інструментів на інфляцію та інші макропоказники відбувається з **часовим лагом (9-18 місяців)**



У припущеннях макропрогнозу враховується наявна на час його **підготовки інформація щодо зовнішніх та внутрішніх факторів**, які впливатимуть на динаміку інфляції та інших макропоказників на прогнозному горизонті

Ймовірність реалізації фактору **> 50%**

Включається до **базового сценарію** прогнозу

Ймовірність реалізації фактору **< 50%**

Визначається як **ризик** і враховується при ухваленні монетарних рішень



Зміна прогнозних припущень, поява нових чинників або посилення/послаблення наявних ризиків

Аналіз їх впливу на економіку з акцентом на інфляційну динаміку

Перегляд макроекономічного прогнозу, включаючи траєкторію облікової ставки для приведення інфляції до цілі на горизонті монетарної політики

Прогнозні припущення актуалізувались упродовж року з огляду на появу нової інформації

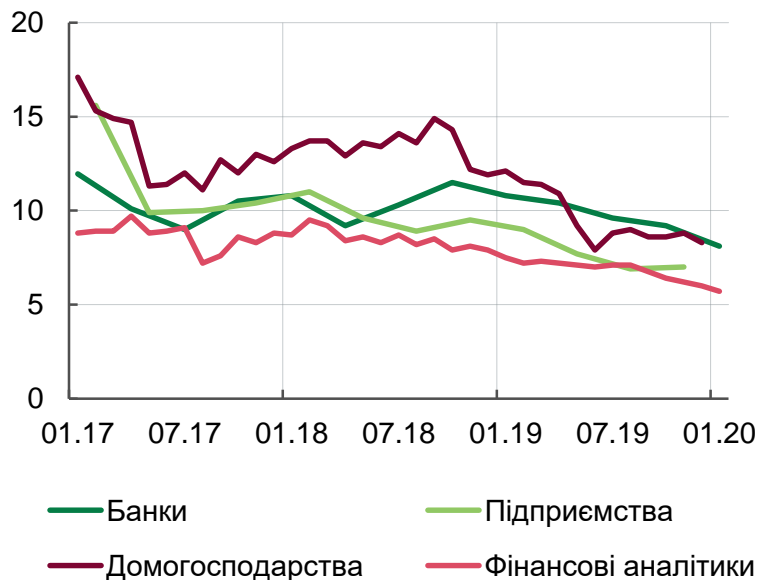
Показник	Прогноз				Факт
	Січень	Квітень	Липень	Жовтень	
Ціни на чорні метали, дол. / т. у середньому	436.8	441.5	440.1	414.5	410.9
Ціни на зерно, дол. / т. у середньому	181.9	181.4	173.8	164.1	164.3
Ціни на нафту Brent, дол. / бар. у середньому	66.8	65.8	66.6	63.6	64.2
Ціна імпортованого природного газу, дол./1000 м3 у середньому	287	250.8	211.9	205.4	195
ІСЦ в Єврозоні, % р/р	1.7	1.3	1.3	1.1	1.3
Врожай зернових, млн т	66	66	73	78	75.1
Врожай соняшника, млн т	13	13	13	14	15.3

У своїх рішеннях НБУ також враховував ризики, які в разі реалізації потребували відповідної реакції з боку МП

Ризик		Січ	Бер	Квіт	Черв	Лип	Вер	Жовт	Груд
ВНУТРІШНІ	Погіршення девальваційних та інфляційних очікувань на тлі посилення невизначеності в рік проведення виборів	+	+	+					
	Відтермінування укладення нової програми з МВФ				+	+		+	
	Посилення загроз для фінансової стабільності (рішення судів)					+	+		+
	Прискорення реалізації ключових внутрішніх реформ							+	
ЗОВНІШНІ	Стрімкіше уповільнення світової економіки через посилення геополітичних конфліктів та протекціоністських заходів	+	+	+	+	+	+	+	+
	Ескалація військового конфлікту та нові обмеження з боку Росії	+	+	+	+	+	+	+	+
	Невизначеність щодо обсягів транзиту газу через Україну з 2020 року внаслідок будівництва обхідних газопроводів	+	+	+	+	+	+	+	+

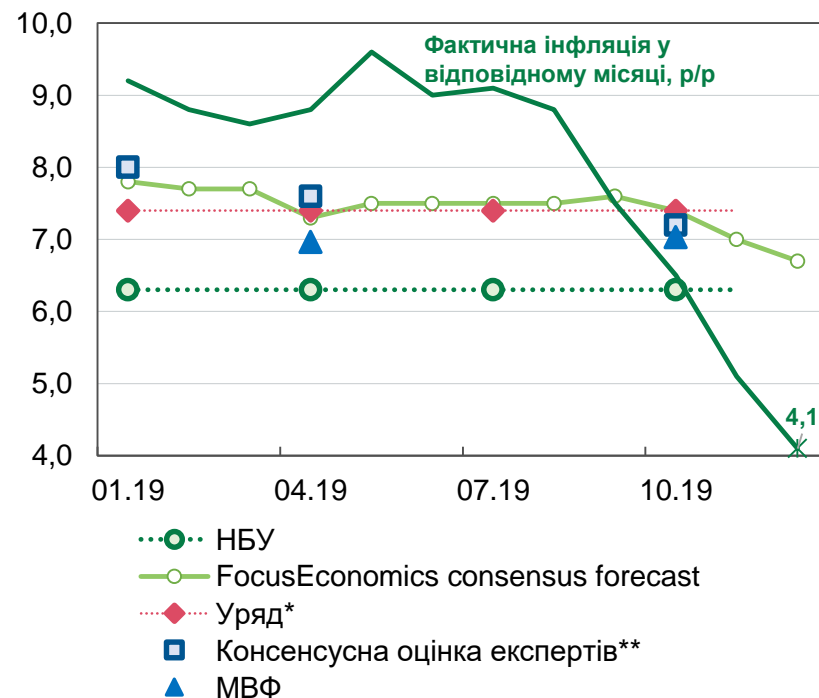
Під час проведення монетарної політики НБУ мав зважати на слабку довіру до спроможності досягати власних цілей з інфляції

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

Прогноз інфляції на кінець 2019 року, %



* - Прогноз економічного і соціального розвитку України
 ** - Україна: Перспективи розвитку Консенсус-прогноз

- НБУ мав зважати на слабку довіру до його спроможності досягти інфляційних цілей. За інших рівних умов, монетарна політика має бути більш жорсткою для завоювання довіри до власних цілей

Рішення щодо облікової ставки узгоджувались з базовим сценарієм макроекономічного прогнозу

Фактична траєкторія облікової ставки відповідала траєкторії базового сценарію оновленого макроекономічного прогнозу

Прогнозна траєкторія облікової ставки змінювалась з урахуванням нових припущень

У жовтні вона була переглянута в бік стрімкішого пом'якшення монетарної політики з урахуванням:

- чергового рекордного врожаю зернових та олійних культур
- істотного зниження світових цін на енергоносії
- суттєвого перегляду зовнішніми інвесторами сприйняття ризиків інвестування в українські папери

У зв'язку зі зміною макроекономічних умов та балансу ризиків рішення щодо розміру облікової ставки **двічі** відхилялися від траєкторії базового сценарію

У червні

- монетарна політика була **жорсткішою**, ніж передбачалося

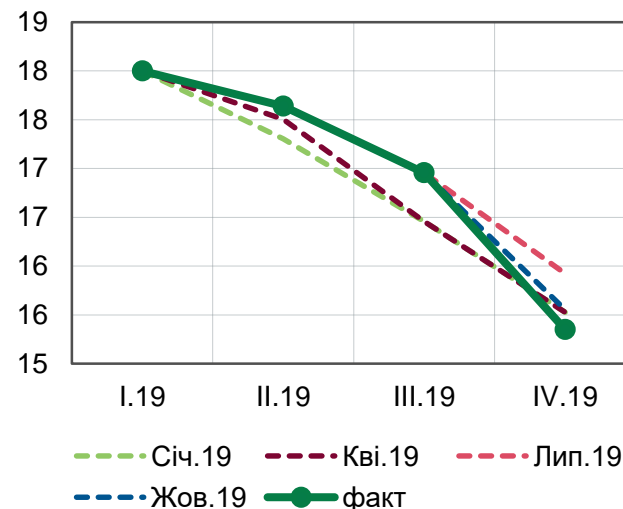
Обґрунтування: посилення після затвердження квітневого прогнозу **низки ризиків**

У грудні

- монетарна політика була **м'якшою**, ніж передбачалося

Обґрунтування: стрімкіше, ніж очікувалось, **вичерпання інфляційного тиску** та покращення інфляційних очікувань усіх груп респондентів

Прогноз облікової ставки НБУ, %, середня



Джерело: розрахунки НБУ.

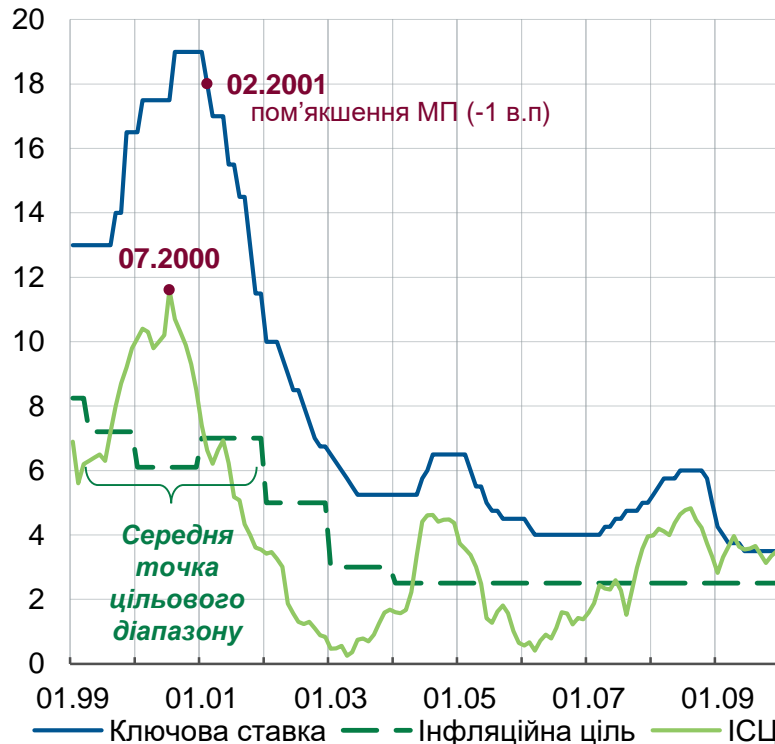
НБУ діяв проактивно: цикл пом'якшення монетарної політики розпочався значно раніше фактичного зниження інфляції ...

Облікова ставка, %



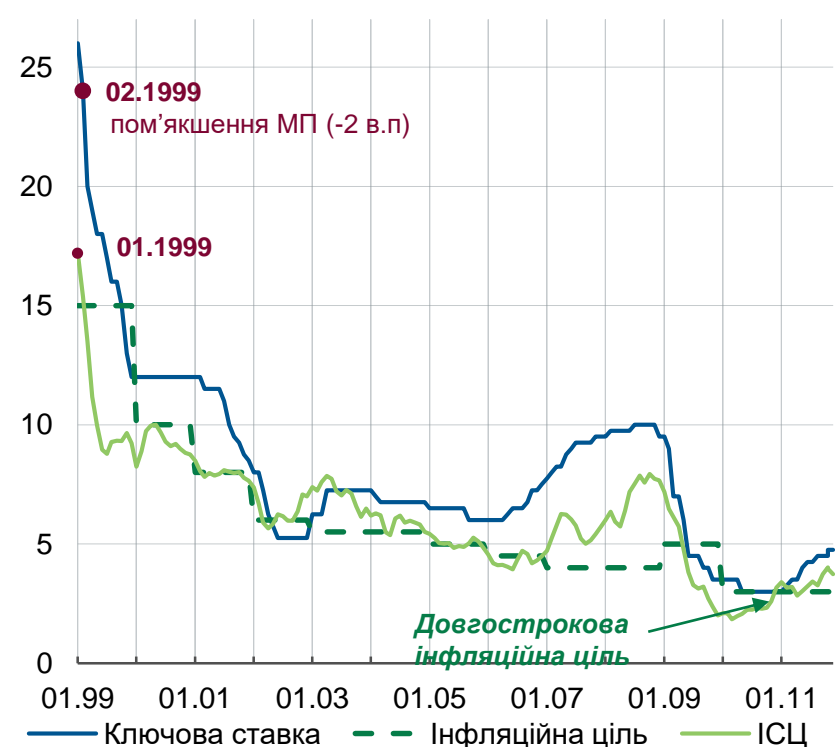
... на що наважуються не всі центральні банки на початкових етапах інфляційного таргетування

Інфляційні цілі*, ІСЦ та ключова ставка ЦБ Польщі, %



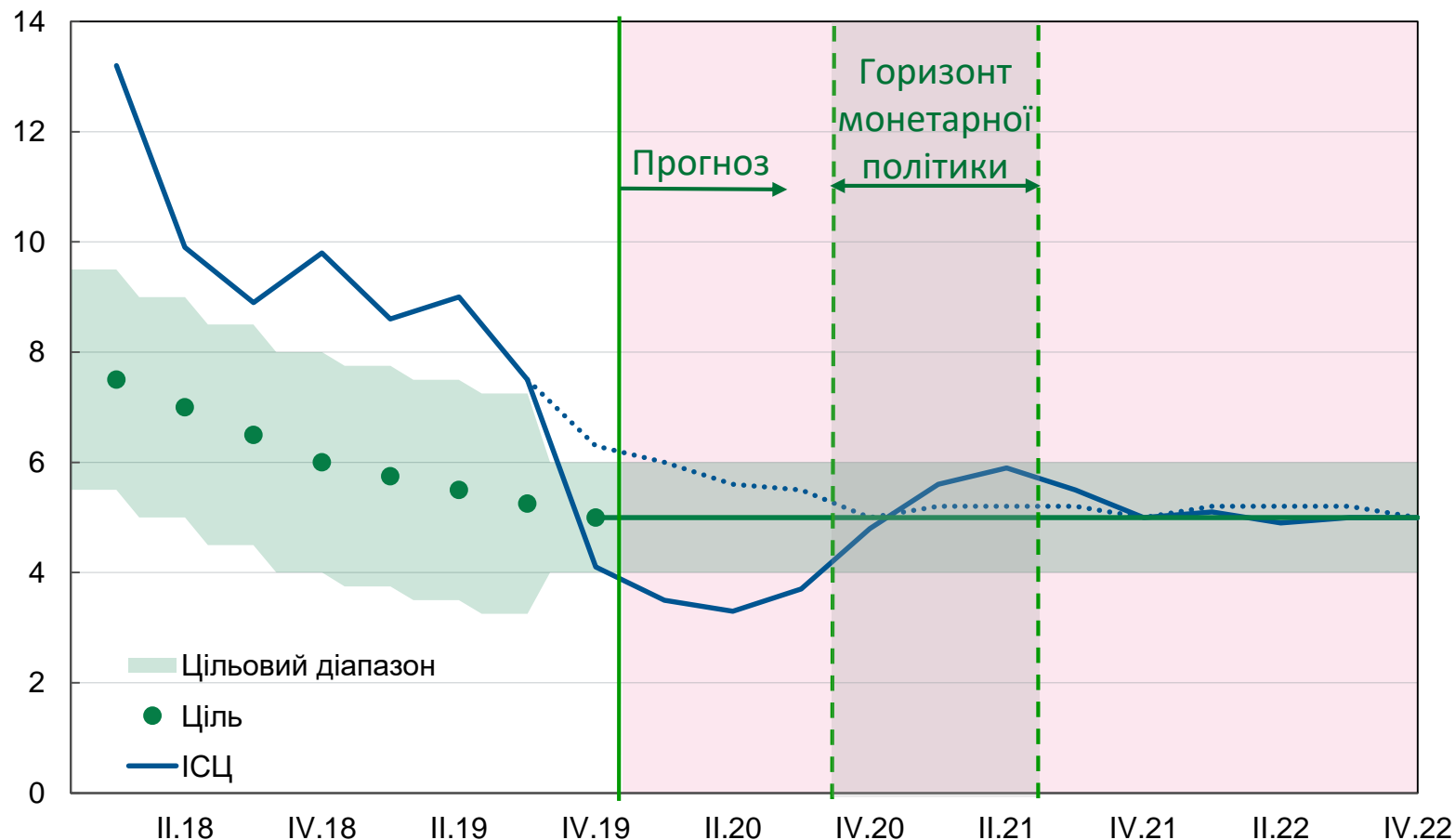
*- інфляційні цілі вказані без допустимого діапазону відхилень

Інфляційні цілі*, ІСЦ та ключова ставка ЦБ Колумбії, %



- Зниження інфляції нижче цілі є притаманним явищем для центральних банків за стрімкої дезінфляції на початкових етапах ІТ через її волатильність
- Проте, на відміну від інших ЦБ, які починали зниження ключової ставки лише після зниження інфляції нижче цілі, НБУ почав діяти проактивно, знижуючи облікову ставку ще за високої фактичної інфляції

У 2019 році НБУ досягнув середньострокової інфляційної цілі $5\% \pm 1$ в. п. – споживча інфляція сповільнилася до 4.1% р/р



Джерело: Інфляційний звіт, Січень 2020.

- Низька і передбачувана інфляція уможливитиме у середньостроковій перспективі зниження відсоткових ставок та поживлення кредитування економіки

Альтернативи для проведення монетарної політики у 2019 році: передчасне пом'якшення = втрата довіри до НБУ

Проведення НБУ більш м'якої монетарної політики порівняно з реалізованим сценарієм

Недовіра до дій НБУ (у т.ч. інвесторів) на тлі високого інфляційного тиску та підвищених очікувань

Суттєве зростання інфляційних очікувань

Слабкіша гривня

Проблеми із залученням боргового капіталу Міністерством фінансів України

Інфляція вище цільового діапазону у 2019 та 2020 роках

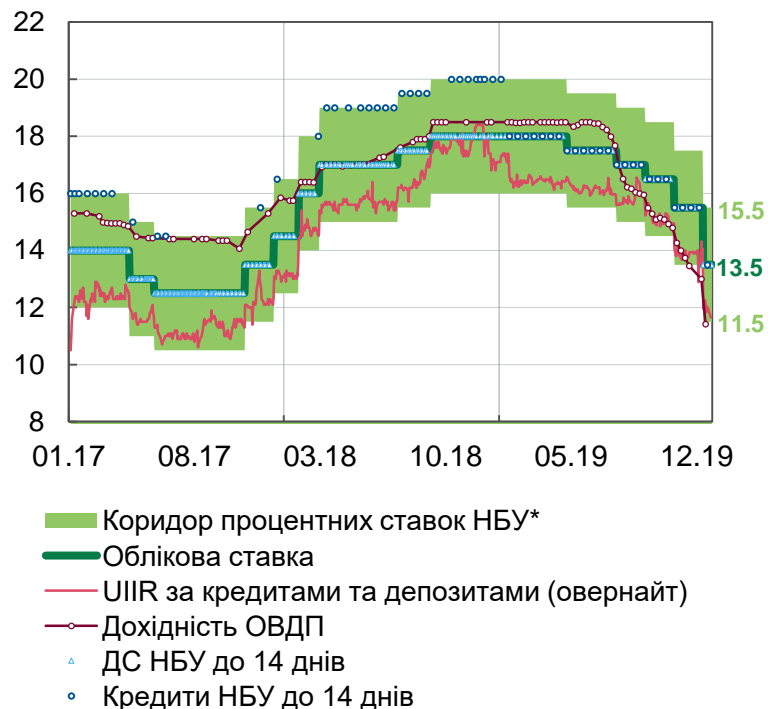
Збільшення волатильності ВВП



Результати монетарної політики для економіки

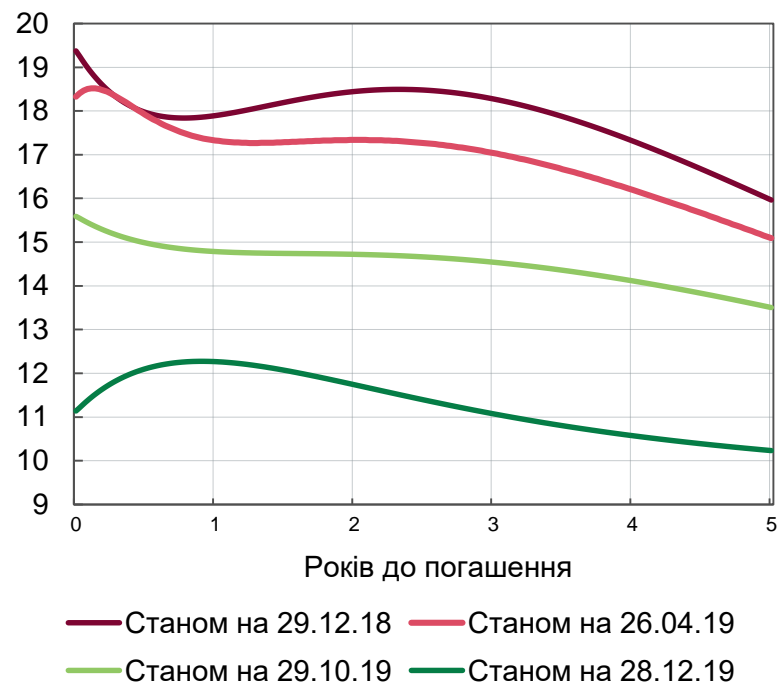
Вартість позичкових ресурсів на ринку зменшувалася, відображаючи послідовне пом'якшення монетарної політики

Процентні ставки НБУ, UIIR та дохідність однорічних ОВДП на первинному ринку, % річних



* Верхня межа коридору – процентні ставки за кредитами овернайт, нижня – за депозитними сертифікатами овернайт
 Джерело: НБУ.

Криві безкупонної дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку*, % річних



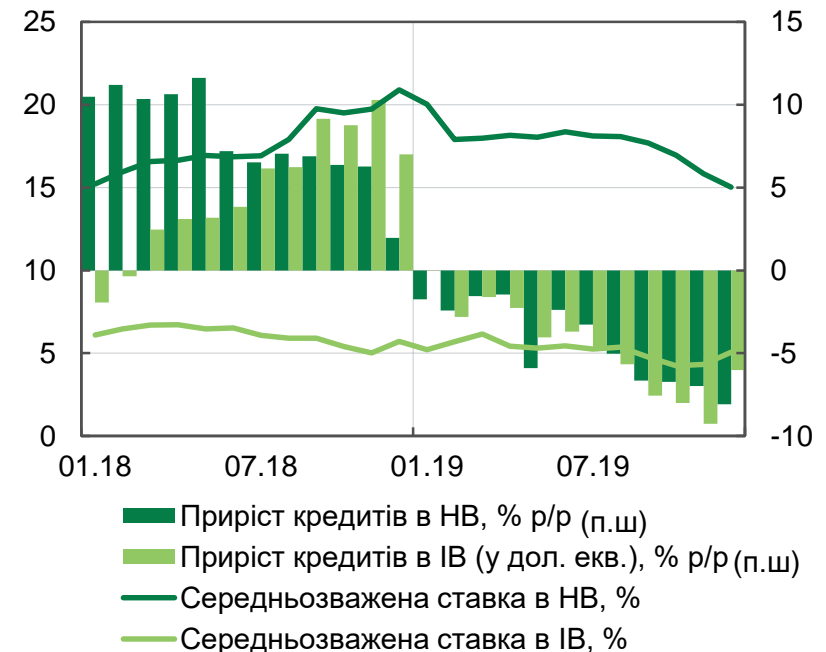
*спот-ставки з безперервним нарахуванням доходу, побудовані з використанням параметричної моделі Свенссона)
 Джерело: розрахунки НБУ.

Зниження процентних ставок є не єдиною умовою активізації кредитування

Вартість нових гривневих кредитів суб'єктам господарювання, % річних



Кредити НФК та їх вартість



Джерело: НБУ, усі банки, що подають звітність, тільки нові кредити, з урахуванням операцій з нерезидентами.

- Упродовж 2019 року вартість гривневих кредитів поступово знижувалась. Її зниження прогнозується і надалі
- Однак це не є гарантією поживлення кредитування. Процентні ставки за валютними кредитами для корпоративних позичальників досягли свого історичного мінімуму, проте це поки що не сприяє зростанню валютного кредитного портфелю банків

Створення умов для зниження процентних ставок та відновлення кредитування

1

Виконання Меморандуму між КМУ та НБУ про взаємодію з метою досягнення стійкого економічного зростання та цінової стабільності

Спільні зусилля для забезпечення цінової стабільності як необхідної передумови для стійкого економічного зростання в Україні, що сприятиме поліпшенню очікувань населення і бізнесу, та підвищенню довіри інвесторів до української економіки

2

Реалізація Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року

Заходи, направлені на забезпечення подальшого реформування та розвитку фінансового сектору України, у т.ч. і сприяння кредитуванню економіки:

- Покращення доступності, достовірності, прозорості інформації для ухвалення кредитних рішень та відкриття державних реєстрів для банків
- Захист прав кредиторів та інвесторів
- Запуск іпотечного кредитування
- Відновлення корпоративного кредитування
- Стимулювання кредитування підприємств АПК
- Підтримка кредитування МСП

!

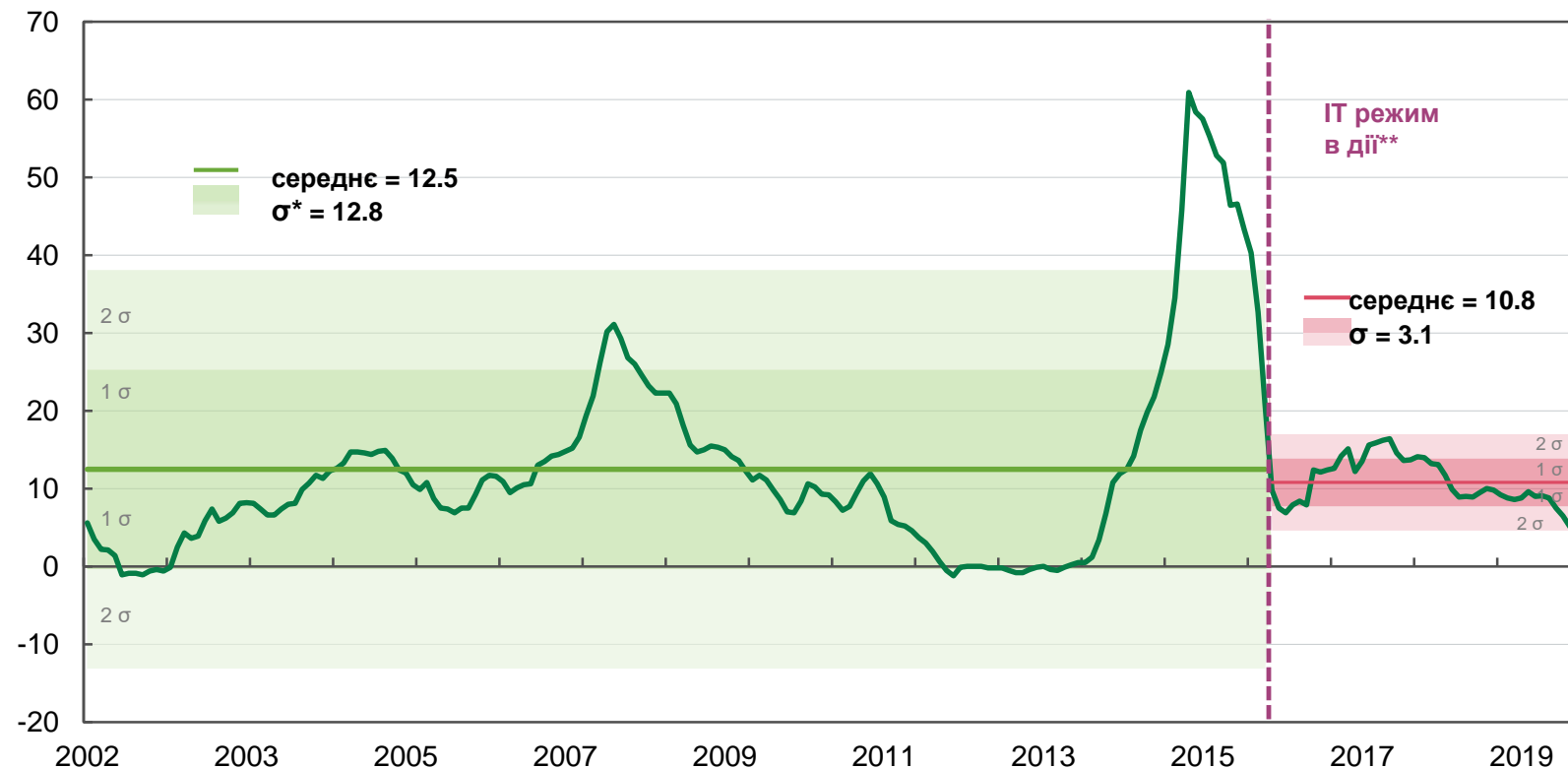
Забезпечення верховенства права в усіх відносинах учасників фінансового ринку

Реформа судової системи



Політика НБУ не тільки сприяла зниженню інфляції, але й зменшенню її волатильності, що важливо для заякорення очікувань

Споживча інфляція, % р/р



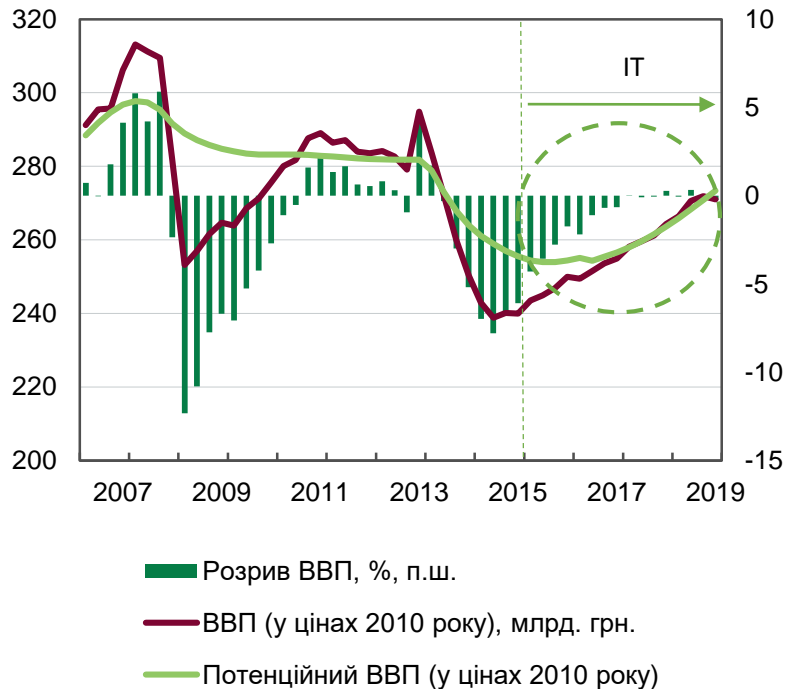
* σ – стандартне відхилення. Для даних з нормальним розподілом, 68% та 95% усіх значень лежать в межах одного стандартного (темніший колір) та двох (світліший колір) відхилень від середнього відповідно.

** Де-факто режим ІТ запроваджено в середині 2015 шляхом оголошення цілей на кінець 2016 року. За оцінками НБУ горизонт дії монетарної політики становить 9-18 місяців.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

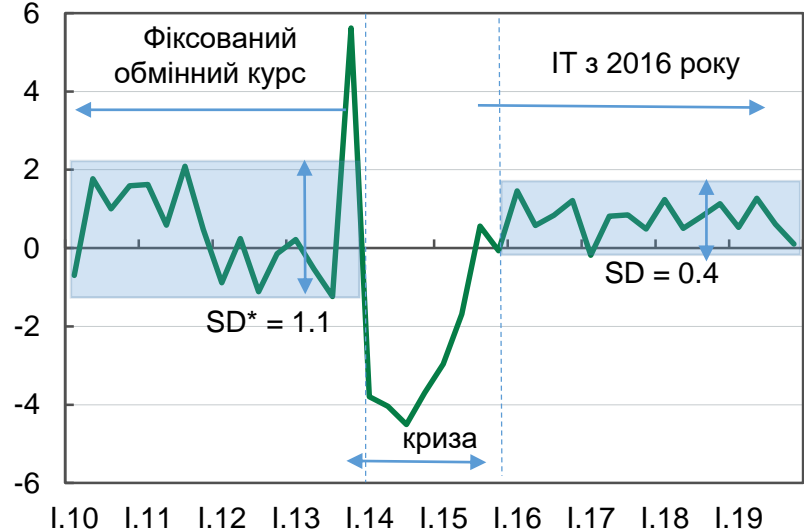
За запровадження інфляційного таргетування економічне зростання в Україні набуло ознак стійкого

Потенційний ВВП та розрив ВВП



Джерело: розрахунки НБУ.

ВВП, у кварталному вимірі, % (сезонно скоригований)



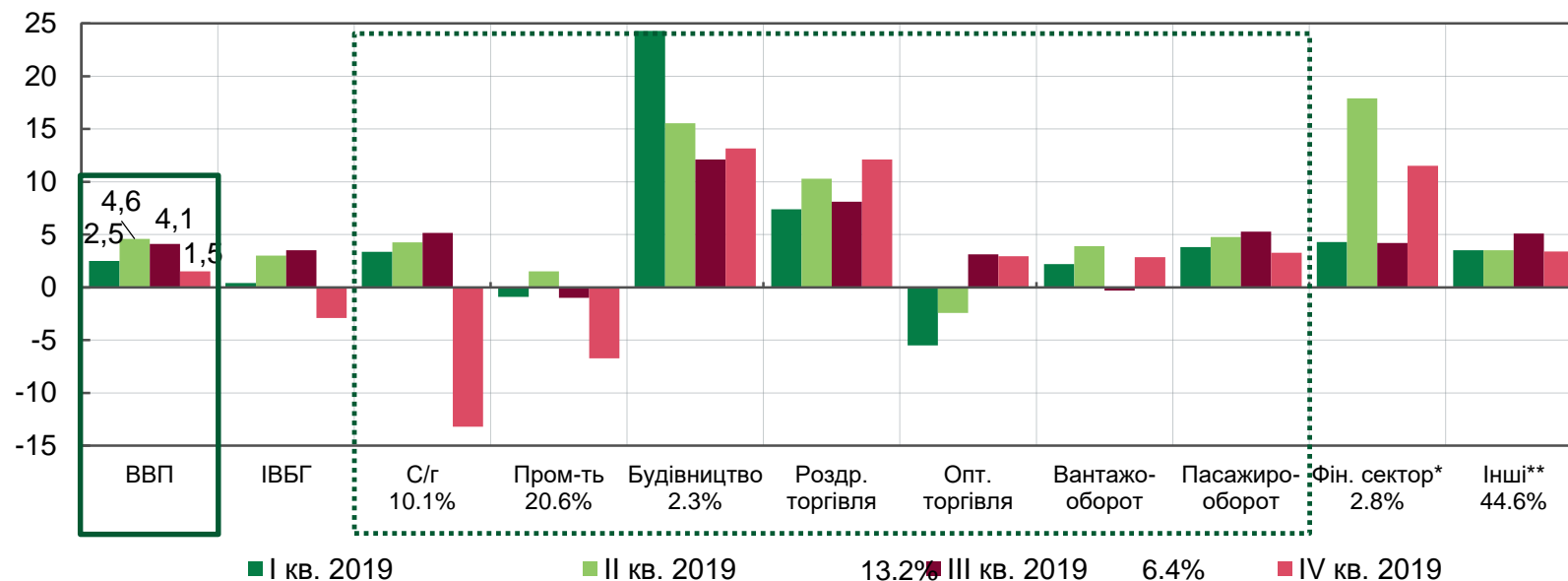
* SD - середнє квадратичне відхилення

Джерело: розрахунки НБУ.

- Згладжування бізнес-циклу (розриву ВВП) є однією з цілей функції реакції ЦБ за ІТ
- В Україні волатильність ВВП за режиму ІТ є нижчою, що кореспондується із ціллю щодо «... підтримки **стійкого** економічного зростання»

У 2019 році зростання було стійким, але нерівномірним за галузями

Випуск в окремих видах діяльності (частка у ВВП у 2018 році, %) у 2019 році, % р/р



* ВДВ фінансового сектору, у IV кварталі – оцінка НБУ.

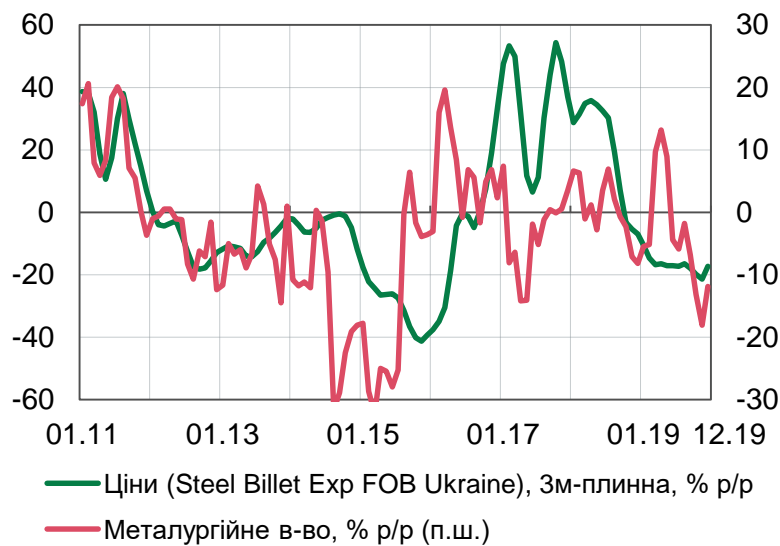
** ВДВ інших видів діяльності (тимчасове розміщування й організація харчування; інформація та телекомунікації; операції з нерухомим майном; професійна, наукова та технічна діяльність; діяльність у сфері адміністративного та допоміжного обслуговування; державне управління й оборона; освіта; охорона здоров'я та надання соціальної допомоги; мистецтво, спорт, розваги та відпочинок; надання інших видів послуг; податки на продукти; субсидії на продукти).

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Реальний ВВП зріс у 2019 році на 3.2% (за розрахунками НБУ) - практично такими ж темпами як у 2018 році
- Високими темпами зростали торгівля, транспорт, будівництво, сектори послуг, відображаючи стійкі темпи зростання внутрішнього попиту
- Зростання у с/г впродовж I-III кварталів, забезпечене черговим рекордним врожаєм зернових та олійних культур, змінилося спадом у IV кварталі через зсув у строках збирання врожаю

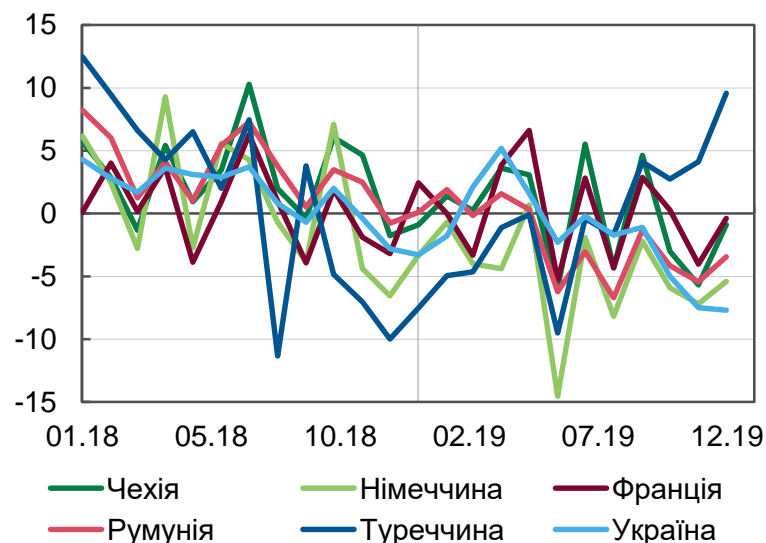
Падіння в промисловості стало наслідком погіршення зовнішньої кон'юнктури, що спостерігалось й в інших країнах

Металургійне виробництво в Україні та світові ціни на сталеві напівфабрикати українського виробництва



Джерело: ДССУ, Refinitiv Datastream.

Промислове виробництво в Україні та інших країнах, % р/р



Джерело: Євростат, ДССУ.

- У 2019 році промислове виробництво в багатьох інших країнах знижувалося через падіння світового попиту та цін на товарних ринках унаслідок активізації торговельних війн
- Через сировинну орієнтованість українська промисловість є більш чутливою до шоків зовнішніх цін – у 2019 році світові ціни на сталеві напівфабрикати знизилися на 15-20%
- Іншими чинниками були теплі погодні умови, що вплинуло на показники енергетичного сектору, та запроваджені РФ наприкінці 2018 року обмеження на експорт продукції машинобудування
- Однак, у грудні 2019 року українське металургійне виробництво демонструвало ознаки відновлення, які посилися у січні



Узгодженість застосування монетарних інструментів

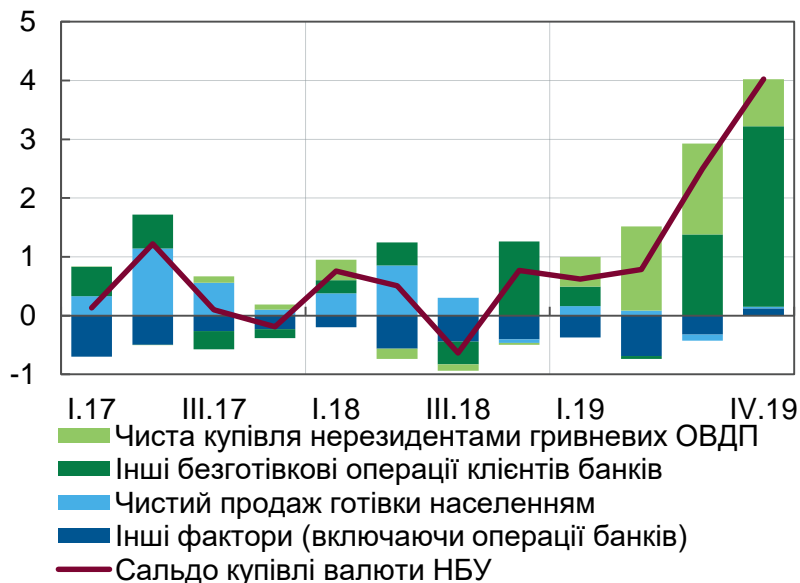
Узгодженість застосування облікової ставки в якості основного монетарного інструменту та валютних інтервенцій

Узгодженість досягається за рахунок дотримання принципів Основних засад ГКП на 2019 рік та Стратегії валютних інтервенцій на 2016-2020 роки

- Валютні інтервенції не призводили до фіксації курсу на певному рівні та толерували прийнятну курсову волатильність
 - середньомісячна волатильність обмінного курсу гривні в 2019 року зросла до 4-12% (з 2–8% у 2018 році) та залишалася в діапазоні, типовому для країн, центральні банки яких дотримуються ІТ
- Роль, масштаби та частота валютних інтервенцій зменшувались
 - поступове збільшення чистої пропозиції валюти у 2019 році дало змогу НБУ без істотного втручання в механізм ціноутворення на валютному ринку підвищити обсяги щоденної купівлі валюти для поповнення міжнародних резервів
- НБУ не протидіяв фундаментальним тенденціям, що формувалися на ринку, а лише згладжував ефекти від їх реалізації
- Критерії участі суб'єктів ринку у валютних інтервенціях є відкритими та прозорими і визначаються в нормативно-правових актах

НБУ одночасно сприяв досягненню цілі з інфляції та виконанню завдання з накопичення міжнародних резервів

Фактори формування інтервенцій
Національного банку, млрд дол.США



Джерело: НБУ.

Реакція на тиск на валютному ринку: резерви vs обмінний курс

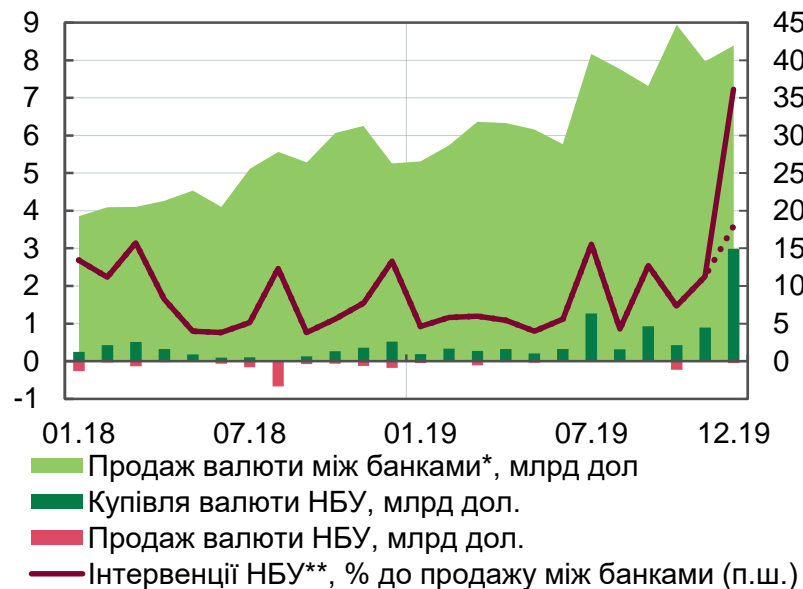


Джерело: НБУ.

- Ревальваційний тиск на гривню мав фундаментальні причини – поліпшення сприйняття інвесторів України та зростання продуктивності економіки, зокрема с/г
- Вкладення нерезидентів у гривневі цінні папери пояснювали лише третину інтервенцій у II півріччі і близько половини – у цілому за рік
- Завдяки збільшенню чистої пропозиції валюти Національний банк поступово підвищував й обсяги щоденної купівлі валюти для поповнення міжнародних резервів: з 10 до 15 млн дол. США у I кварталі та до 30 млн дол. США – у IV кварталі 2019 року з подальшим розширенням обсягу купівлі до 50 млн дол. США з середини грудня

НБУ мінімізував втручання у механізм ціноутворення на валютному ринку

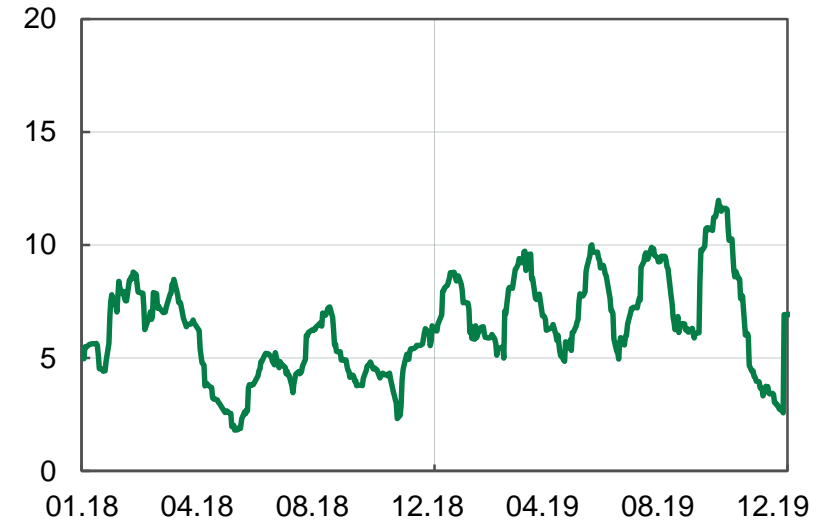
Обсяг продажу валюти між банками та інтервенції НБУ



* Без операцій НБУ. ** Пунктирна лінія – за виключенням продажу валюти Нафтогазом у грудні 2019 року.

Джерело: НБУ.

Місячна волатильність офіційного обмінного курсу гривні до долара США*, %



*розраховується як середньоквадратичне відхилення щоденної зміни обмінного курсу UAH/USD протягом місяця в річному вимірі)

Джерело: НБУ.

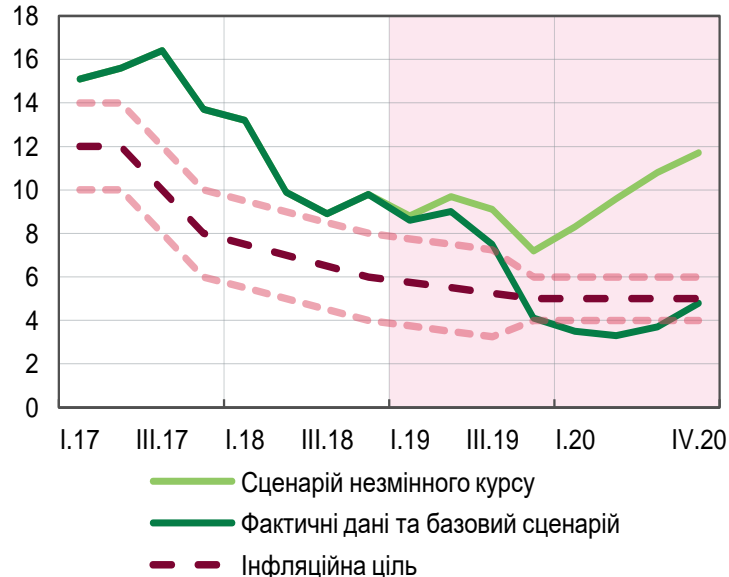
- Валютні інтервенції не призводили до фіксації курсу на певному рівні та толерували прийнятну курсову волатильність
 - відношення операцій НБУ до операцій між банками становило помірні 8,9% (без урахування суми продажу валюти Нафтогазом у грудні)
 - місячна волатильність гривні дещо зросла (з 2-8% у 2018 до 4-12% у 2019), однак знаходилася в діапазоні, типовому для країн, що дотримуються ІТ (2-15%)

Більш активний викуп НБУ іноземної валюти для обмеження зміцнення гривні був неможливим

Оскільки це означало б:

- Відмову від задекларованого плаваючого обмінного курсу
- Де-факто перехід до встановлення певного "рівня захисту" обмінного курсу
- Підрив довіри до пріоритетної цілі – досягнення та підтримки цінової стабільності, що суперечить Основним засадам грошово-кредитної політики

Симуляція динаміки інфляції у 2019–2020 роках за умови фіксації курсу гривні з квітня 2019 року на рівні 27 грн/дол., %



Джерело: розрахунки НБУ.

Наслідки для економіки у результаті фіксації обмінного курсу гривні з квітня 2019 року на рівні 27 грн за дол.:

- суттєве перевищення інфляції цільового діапазону наприкінці 2019 року та у 2020 році
- зміцнення РЕОК за рахунок вищої інфляції
- незаякорені інфляційні очікування у зв'язку з вищою за цільові показники інфляцією та зміною поведінки НБУ
- високі процентні ставки
- швидше зростання реального ВВП (на 0.1 в. п. та 0.3 в. п. у 2019 та 2020 роках) через тимчасові переваги для експортного сектору, **але**



Втрати для економіки у довгостроковому періоді



Комунікації з монетарної політики

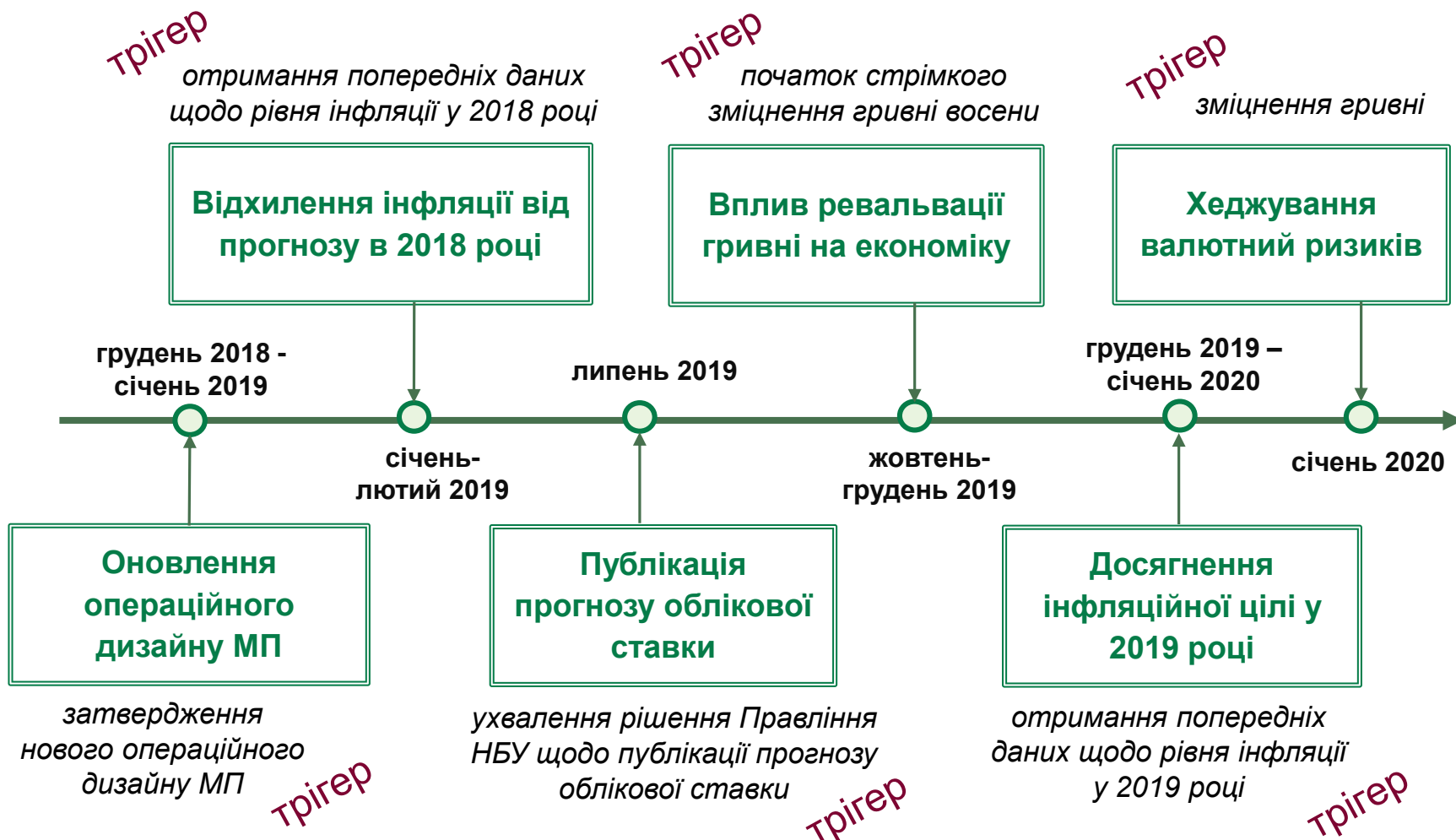
Комунікації НБУ спрямовувалися на пояснення цілей і наслідків рішень з монетарної політики

У 2019 році комунікації з монетарної політики спрямовувалися на досягнення трьох комунікаційних цілей:

- **Зміцнити довіру** населення, бізнесу, фінансового сектору та експертної спільноти до НБУ як регулятора
 - монетарна політика спрямована на досягнення інфляційної цілі у 5% як необхідного фундаменту для стійкого економічного зростання
- Посилити **дієвість трансмісійного механізму** монетарної політики
 - пояснення цілей та наслідків рішення з монетарної політики, макроекономічних прогнозів та іншої інформації, що береться до уваги при ухваленні рішення
- Посилити **вплив на інфляцію** рішень щодо облікової ставки
 - наближення інфляційних очікувань домогосподарств, підприємств, банків та фінансових аналітиків до інфляційної цілі

Комунікація рішень з монетарної політики здійснювалася шляхом регулярних прес-брифінгів для засобів масової інформації, трансляції яких відбувалися і в соціальних мережах Facebook та Youtube. Також використовувалися стандартні інструменти комунікацій – публікації пресрелізів та промов

Для посилення ефективності режиму ІТ НБУ проводить тематичні комунікаційні кампанії

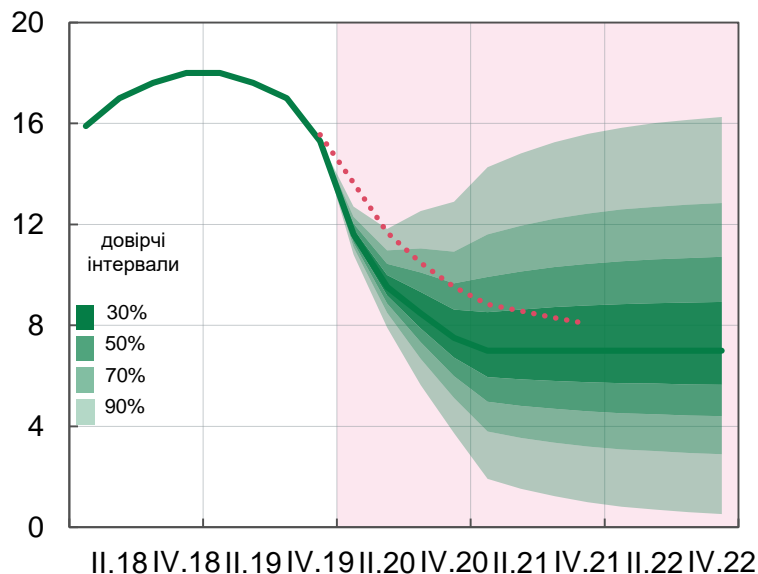


З метою підвищення прозорості та передбачуваності монетарної політики НБУ розпочав публікацію прогнозу облікової ставки

Публікація прогнозу облікової ставки сприяє:

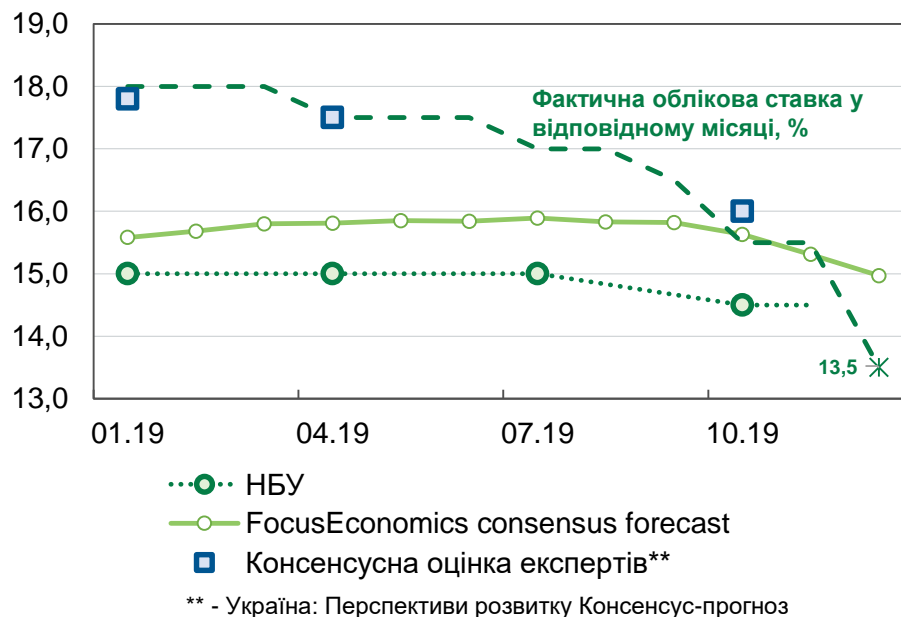
- посиленню дієвості впливу ключової ставки на ринкові процентні ставки, вартість фінансових ресурсів та інфляцію
- зменшенню премії за ризик у зв'язку з підвищенням рівня зрозумілості та передбачуваності монетарної політики
- підвищенню якості процесу прийняття рішень у НБУ
- *поліпшенню розуміння економічними агентами майбутньої монетарної політики НБУ та його макроекономічних прогнозів*

Середня облікова ставка НБУ, %



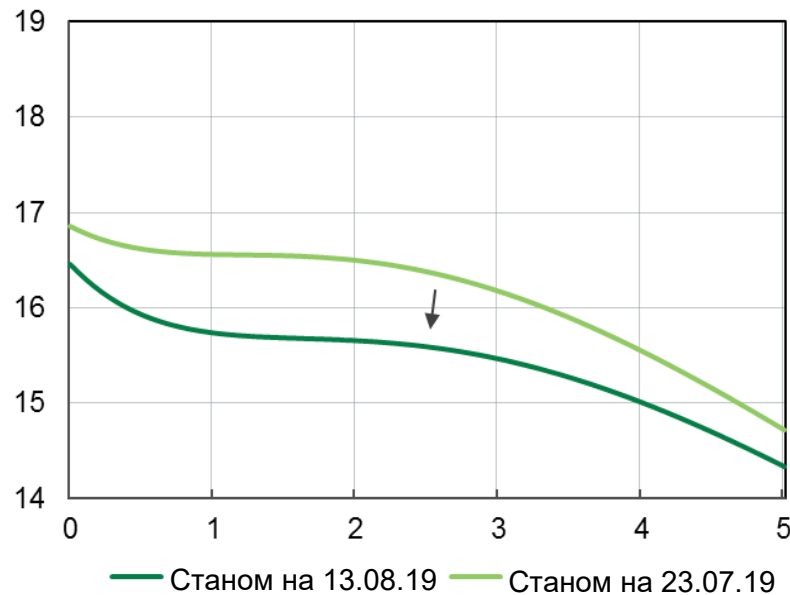
Джерело: НБУ.

Очікування щодо рівня облікової ставки на кінець 2019 року, %



Публікація прогнозу облікової ставки та пов'язане з цим зменшення невизначеності сприяло зниженню вартості строкових залучень

Криві безкупонної дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку*, %

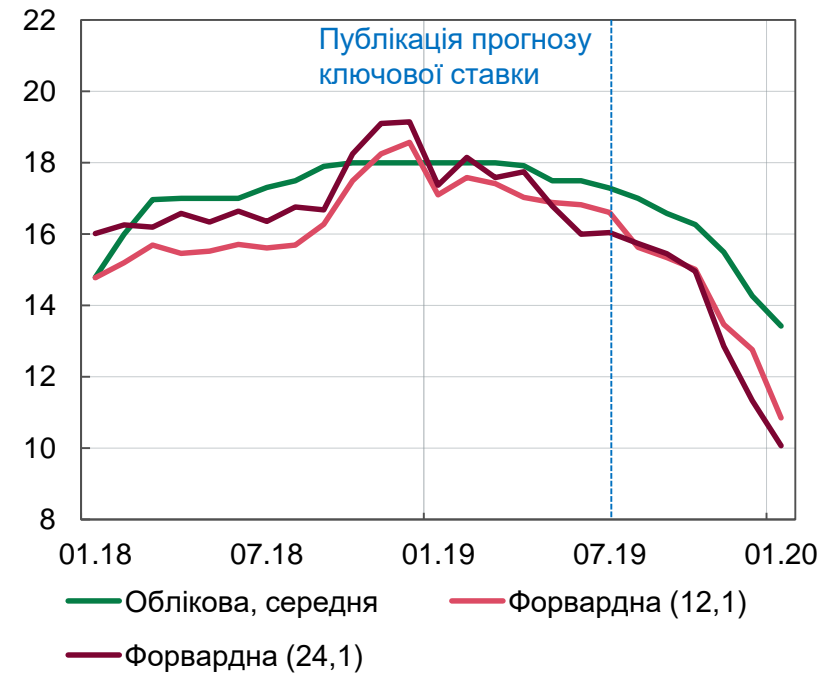


*Спот-ставки з безперервним нарахуванням доходу, побудовані з використанням параметричної моделі Свенссона

Джерело: НБУ.

- У відповідь на зниження облікової ставки (-50 б.п.) та на публікацію її прогнозу гривня дохідності ДЦП одразу змістилася донизу

Облікова ставка НБУ та форвардні ставки, %



Джерело: розрахунки НБУ.

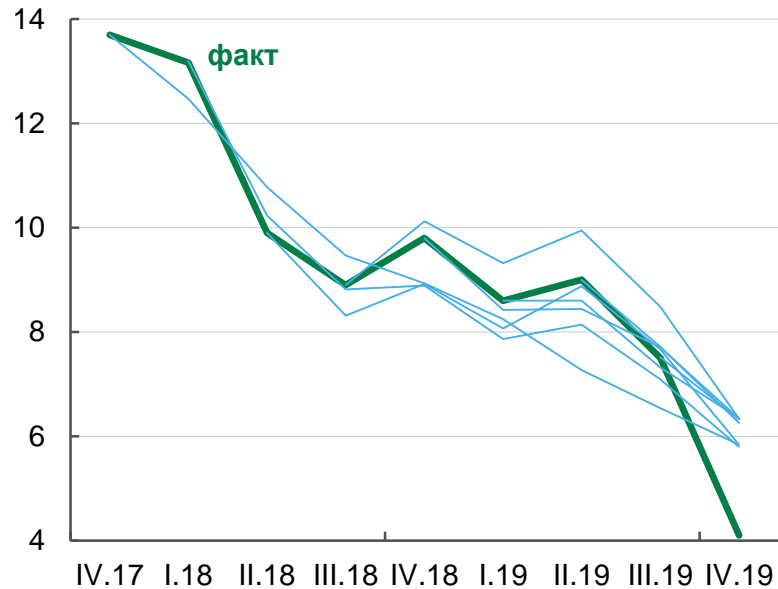
- Розрахункові форвардні ставки свідчать, що протягом 2019 року очікування учасників ринку були достатньо інерційними – реагували лише на поточну зміну облікової ставки НБУ. Публікація прогнозу облікової ставки сприяло зниженню очікувань учасників ринку



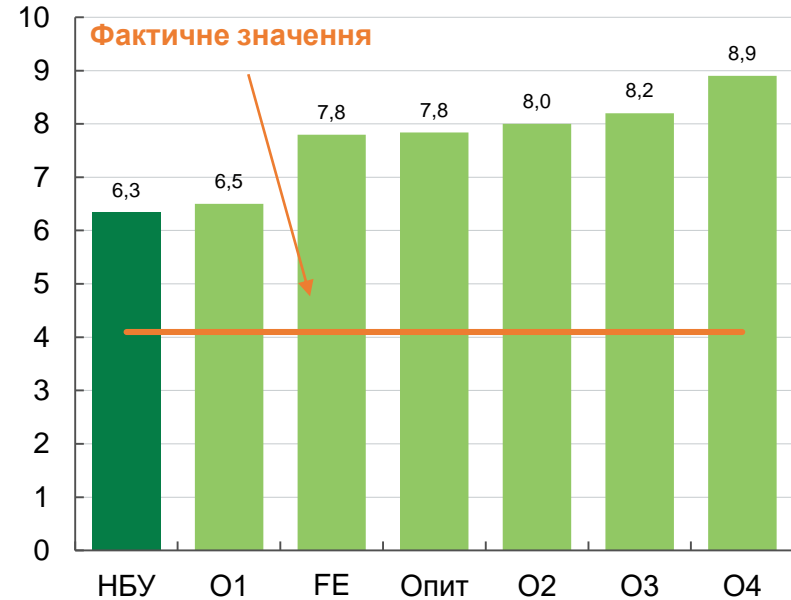
Якість макроекономічного прогнозу НБУ

Прогнози НБУ щодо інфляції характеризуються досить високою точністю

Історія прогнозів: ІСЦ (2017–2019 рр.), % р/р



Порівняння прогнозів інфляції на 2019 рік, що були зроблені на початку 2019 року, річна зміна на кінець року, %

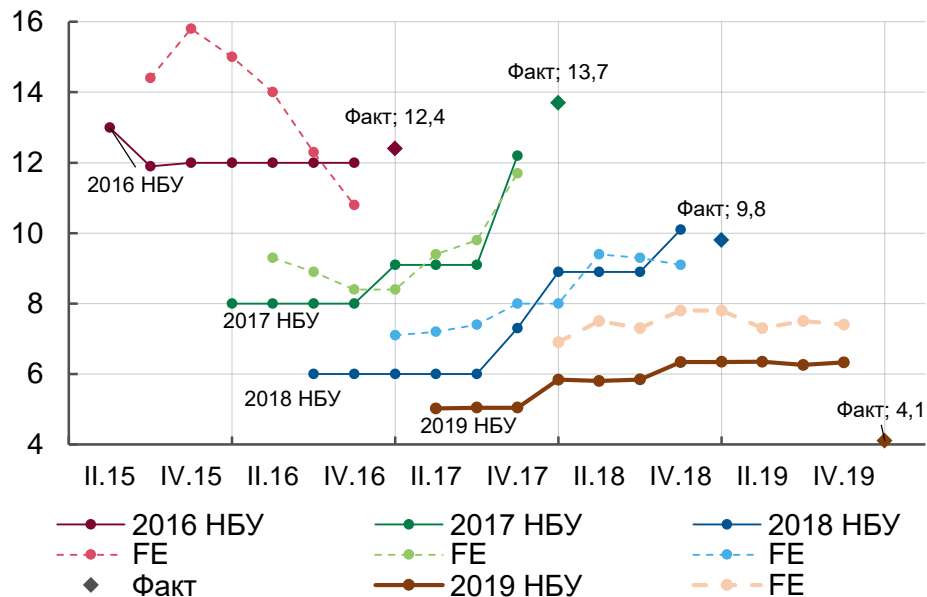


Назви організацій окрім МВФ знеособлені та замінені на O1-O8 (Мінекономіки, Альфа-Банк Україна, ICU, Dragon Capital, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs), також представлені консенсусні прогнози (Focus Economics (FE, Фокус), Consensus Economics (CE)) та опитування НБУ фінансових аналітиків (Опит).

- Незважаючи на те, що фактична інфляція на кінець 2019 року була нижчою від прогнозів НБУ, інші організації прогнозували більш значне підвищення цін

Профіль прогнозів досить влучно повторював фактичну динаміку інфляції

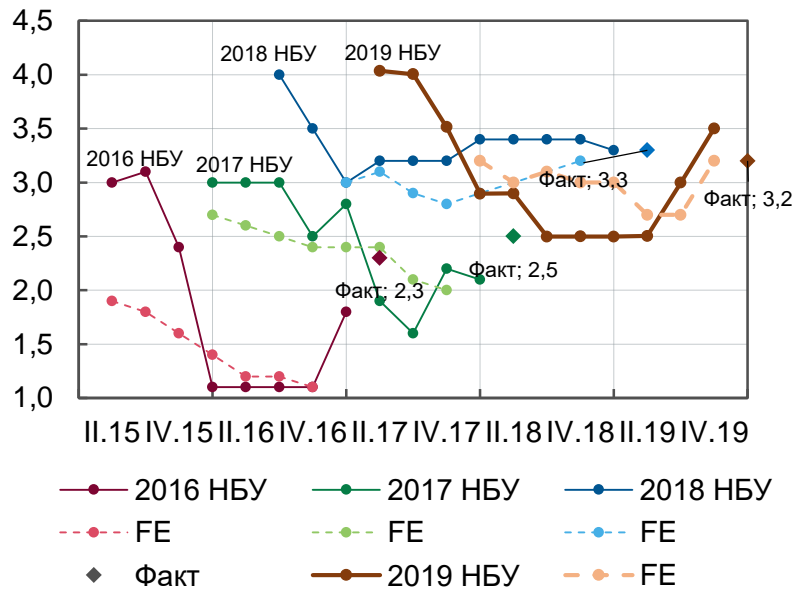
Історія прогнозів: ІСЦ (на 2016–2019 рр.) на кінець року, р/р %



- Профіль прогнозів, зроблених в 2018-2019 роках у розрізі кварталів, досить влучно повторював фактичну динаміку ІСЦ, окрім різкого зниження у IV кв. 2019 через низку екзогенних факторів
- Черговий рекордний урожай зернових та олійних, поглиблення падіння світових цін на енергоносії, суттєвий приплив боргового капіталу до державного та приватного секторів позначились на уповільненні інфляції як напряму, так і через канал обмінного курсу
- Водночас, незважаючи на те, що фактична інфляція на кінець 2019 року була нижче прогнозів НБУ, інші організації прогнозували ще більш значне підвищення цін, ніж НБУ

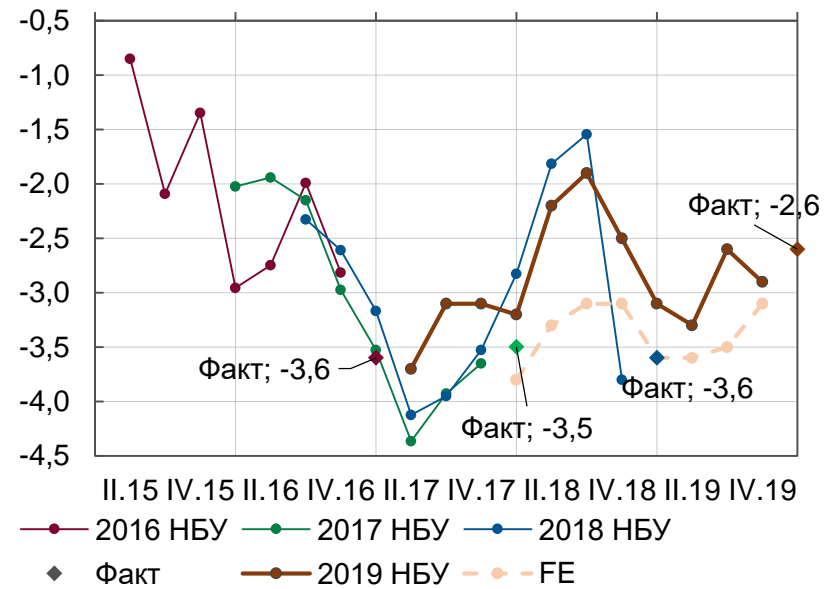
Історія прогнозів НБУ: ВВП та сальдо поточного рахунку

Історія прогнозів: реальний ВВП (2016–2019 рр.), % р/р



- Прогнози НБУ щодо реального ВВП були близькими до консенсусних
- Консервативна оцінка ВВП на 2019 рік визначалася очікуваннями зниження врожаю зернових. Також у прогноз закладалася жорстка монетарна політика, яка була необхідна для повернення інфляції до цільового діапазону на тлі досить високої премії за ризик для України (в рік подвійних виборів)

Історія прогнозів: сальдо поточного рахунку (2015–2019 рр.), % ВВП



- Точність прогнозу НБУ щодо сальдо поточного рахунку на 2016-2019 роки є однією з найвищих порівняно з прогнозами інших організацій



Додатки

НБУ переглядав прогноз врожаю зернових так само як і інші організації

Еволюція прогнозів врожаю зернових на 2019 рік

	НБУ	Мін-економіки	Мінагрополітики**	USDA	Консенсус-Прогноз		
					Інтегральна оцінка	Min	Max
Гру.18		62.1#			63.3	60.0	66.6
Січ.19	66						
Кві.19	66				63.2	60.0	67.0
Тра.19***		67.4*	70.8	72.1			
Чер.19				73.1			
Лип.19	73		67.4**	72.6			
Сер.19			71.1	75.4			
Вер.19				74.9			
Жов.19	78	72.6**	71-72**	74.9	67.4	57.0	85.0

* Згідно з постановою КМУ від 15.05.2019 №555 [“Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2020-2022 роки”](#); # попередній прогноз згідно з постановою КМУ від 11.07.2018 № 546 [“Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2019-2021 роки”](#).

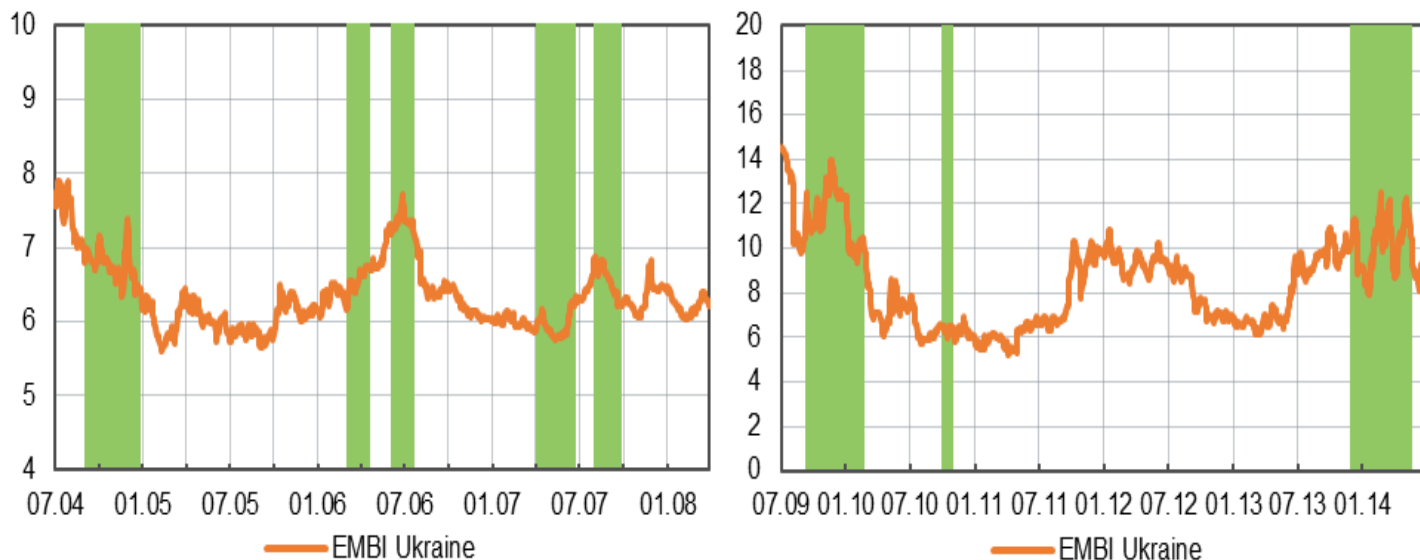
** Дані, озвучені представником Мінагрополітики на зустрічі з міністерствами щодо обговорення прогнозів НБУ; інші дані – оцінки Мінагрополітики з відкритих джерел.

*** Прогнози станом на травень – оприлюднюються переважно в другій половині місяця, коли є інформація не лише щодо стану озимих, а й стосовно площі посівів ярових культур. Фактично ці оцінки вже враховували інформацію про збільшення площ посівів під кукурудзу (майже на 8.5% порівняно з 2019 роком).

Джерело: Мінекономіки, Мінагрополітики, USDA, консенсус-прогноз "Україна- перспективи розвитку" (квітень, жовтень 2019 року).

Припущення макропрогнозу НБУ в першій половині 2019 року: висока премія за ризик у зв'язку з політичною нестабільністю

Індекс EMBI+ Ukraine у періоди політичної нестабільності



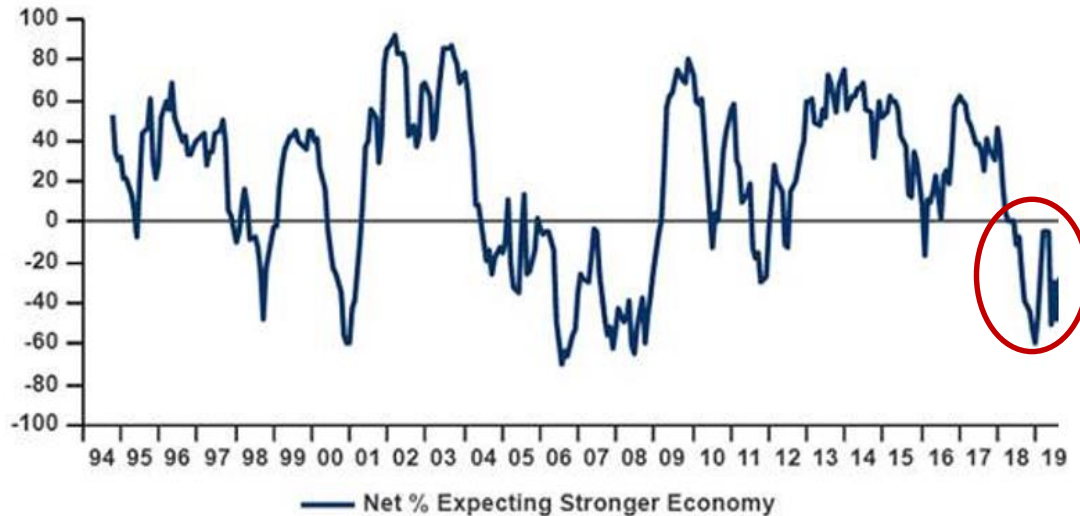
Індекс відображає ступінь довіри зовнішніх інвесторів до відповідної держави-позичальника. Світло-зеленим кольором позначено періоди політичної невизначеності чи нестабільності (вибори Президента, парламенту, формування чи різку зміну коаліції тощо).

Джерело: Bloomberg, оцінки НБУ.

- У першій половині 2019 року у припущення макропрогнозу закладалася порівняно висока премія за ризик на тлі політичної невизначеності в рік подвійних виборів, що пояснюється традиційним її підвищенням у подібні періоди в минулому

Ризик уповільнення економічного зростання країн – ОТП України залишався актуальним у 2019 році

Оцінки розвитку світової економіки на наступні 12 місяців

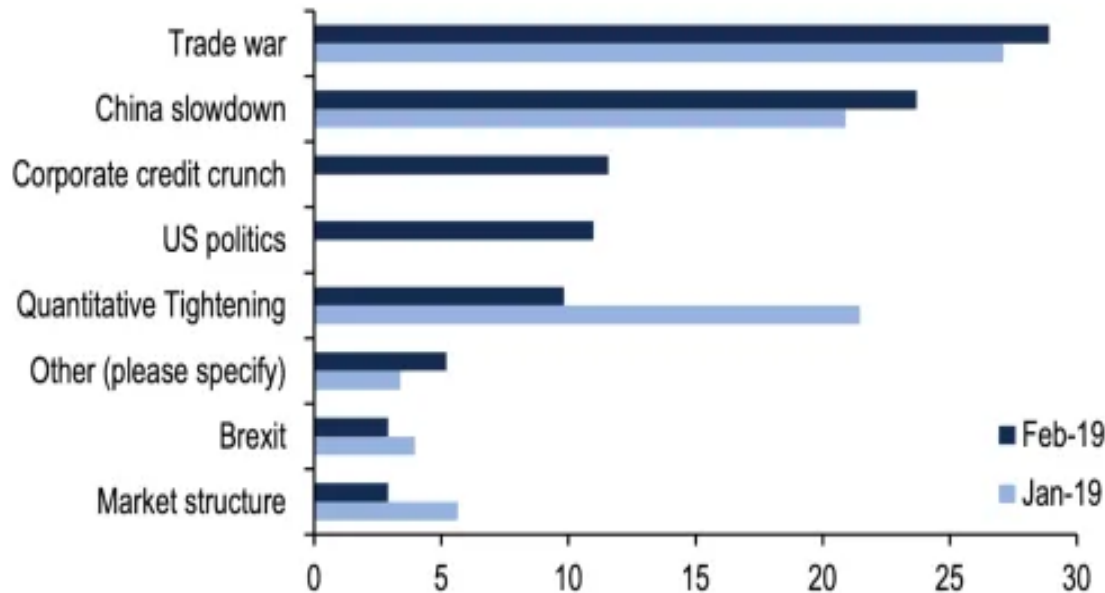


Джерело: BoA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

- На початку та в першій половині 2019 року за даними опитувань, проведених Bank of America Merrill Lynch Global Fund Manager Survey, інвестори песимістично оцінювали перспективи економічного зростання світової економіки. Основна причина - наростання геополітичних конфліктів та дія протекціоністських заходів, що призвели до звуження попиту та скорочення темпів зростання світової торгівлі
- У тому числі з огляду на це зниження ставки у першому півріччі відбувалося дещо повільніше, ніж закладалося в січневому прогнозі
- У квітні та липні НБУ переглянув припущення прогнозу щодо темпів економічного зростання країн – ОТП України в бік зниження в 2019 році

Центральні банки, інвестиційні банки та корпорації у своїх рішеннях враховували такі самі зовнішні ризики, що й НБУ

Очікування інвесторів щодо найбільших ризиків, які можуть негативно вплинути на вартість фінансових активів, % відповідей

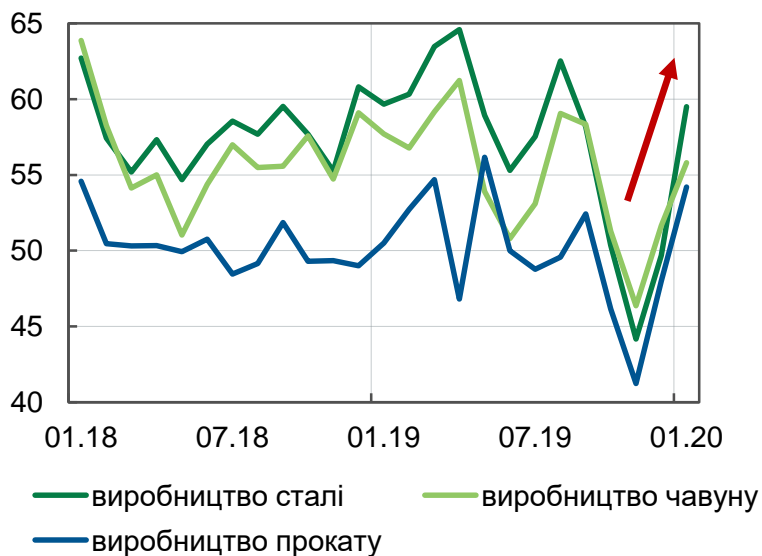


Джерело: BoA Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

- Серед найбільших ризиків, які можуть негативно вплинути на вартість фінансових активів, інвестори виділяли торговельні війни та уповільнення економіки Китаю

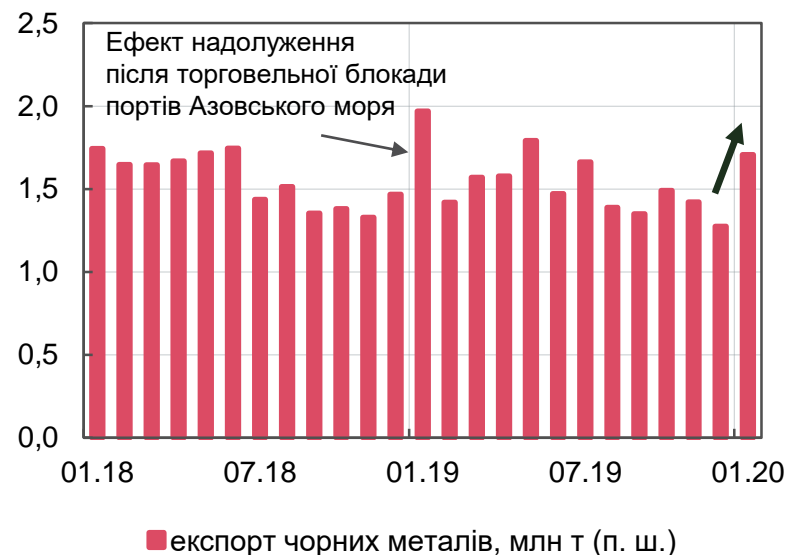
Українська промисловість демонструє ознаки відновлення

Середньодобове виробництво металургійної продукції в Україні, тис. т



Джерело: Укрметалургпром, ДМС, власні розрахунки НБУ.

Експорт чорних металів



Джерело: Укрметалургпром, ДМС, власні розрахунки НБУ.

- Ще в грудні 2019 року українське металургійне виробництво демонструвало ознаки відновлення, які посилилися у січні
- Зростанню серед іншого сприяло поступове поліпшення динаміки світових цін на сталеві напівфабрикати (ціни пройшли дно у вересні-жовтні 2019 року)
- Поставки експорту чорних металів у січні також збільшилися порівняно з груднем, а в річному вимірі подальше падіння значною мірою зумовлене високою базою порівняння (ефектом надолуження після торговельної блокади портів Азовського моря)

Чому більш активний викуп НБУ іноземної валюти для обмеження зміцнення гривні був неможливим?

Це означало б:

- Відмову від задекларованого плаваючого обмінного курсу
- Де-факто перехід до визначення рівня "підтримки" обмінного курсу, що суперечить принципам монетарної політики визначеної в Основних засадах
- Підрив довіри до пріоритетної цілі – досягнення та підтримки цінової стабільності



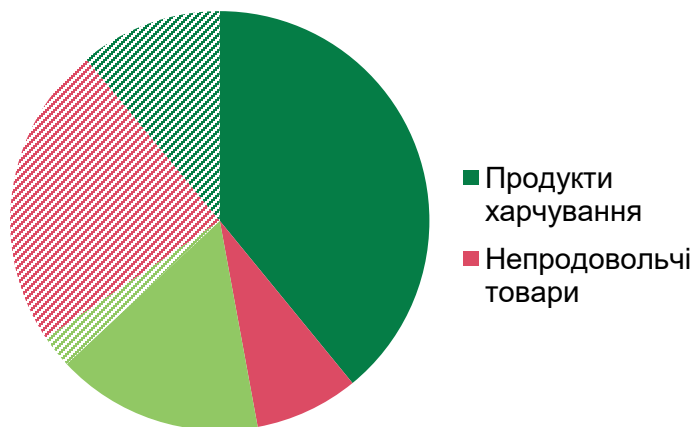
Втрата довіри до монетарної політики НБУ

Крім того, така політика матиме ряд інших негативних наслідків:

- ✓ За активного скуповування валюти → зростання середньоденної волатильності обмінного курсу (оскільки ринок все ще «мілкий»)
- ✓ Зростання спекулятивних настроїв – гра на «розгойдуванні» обмінного курсу, ринок «прощупуватиме» рівень зміцнення, який допускатиме НБУ
- ✓ Підвищення волатильності ринкових ставок
- ✓ Зростання обсягів стерилізації

Ревальвація гривні сприяла стрімкому сповільненню інфляції, попри суттєвий тиск з боку споживчого попиту

Частка імпортованих товарів* в структурі споживчого набору ІСЦ за 9 місяців 2019 року**, %

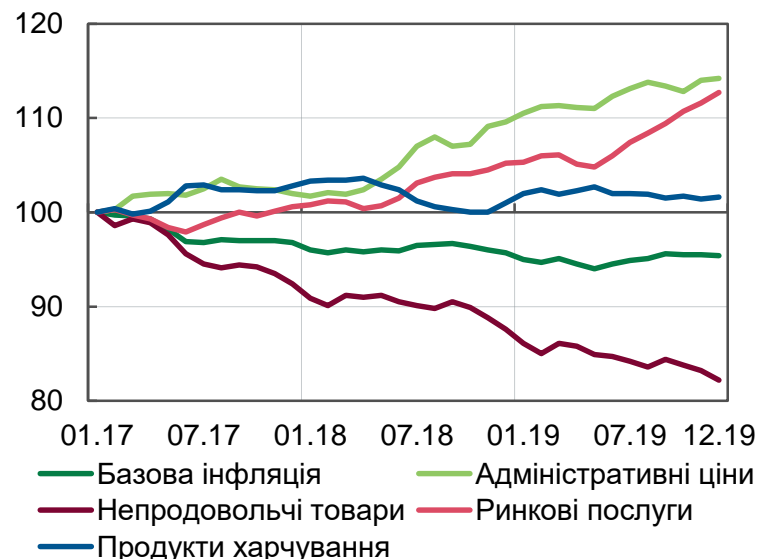


* Заштриховані області відповідають частці імпортованих товарів і послуг.

** Для продовольчих та непродовольчих товарів використано дані ДССУ щодо товарної структури роздрібного товарообороту підприємств і дані ДФС щодо імпорту окремих товарів у I півріччі 2019 року, а для послуг – дані таблиць "Витрати – випуск" щодо частки імпорту в кінцевих споживчих витратах за видами економічної діяльності за 2017 рік.

Джерело: ДССУ, ДФС, розрахунки НБУ

Зміна цін на окремі непродовольчі товари, % р/р (у дужках – частки їх імпорту в обсягах реалізації на внутрішньому ринку в I півріччі 2019 року, %)

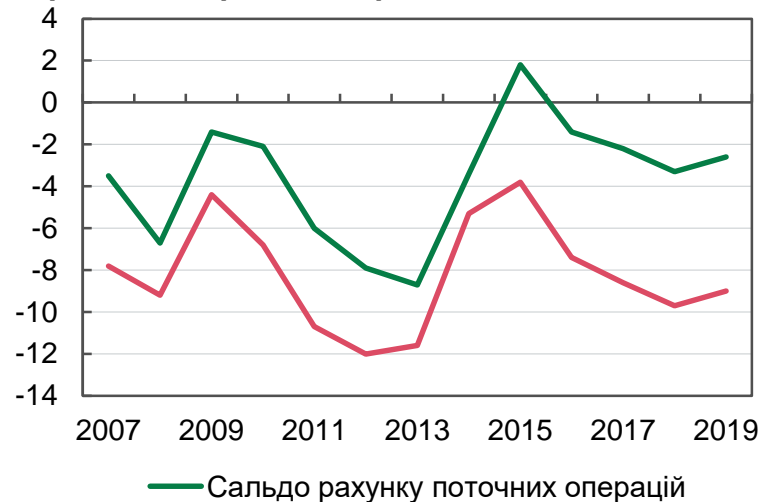


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Найбільший вплив зміна обмінного курсу має на імпортовані товари або на вітчизняні товари та послуги, для яких використовується імпортована сировина чи комплектуючі. Зміцнення гривні також посилило ефекти від падіння світових цін на енергоносії, у результаті чого знизилися ціни на паливо та природний газ
- Через визначальну дію внутрішніх чинників ревальвація гривні меншою мірою впливає на ціни продуктів харчування та вартість послуг

Ревальвація не призвела до прискорення зростання імпорту, дефіцит торгівлі товарами збузився відносно ВВП

Сальдо рахунку поточних операцій та зовнішньої торгівлі товарами*, млрд дол.

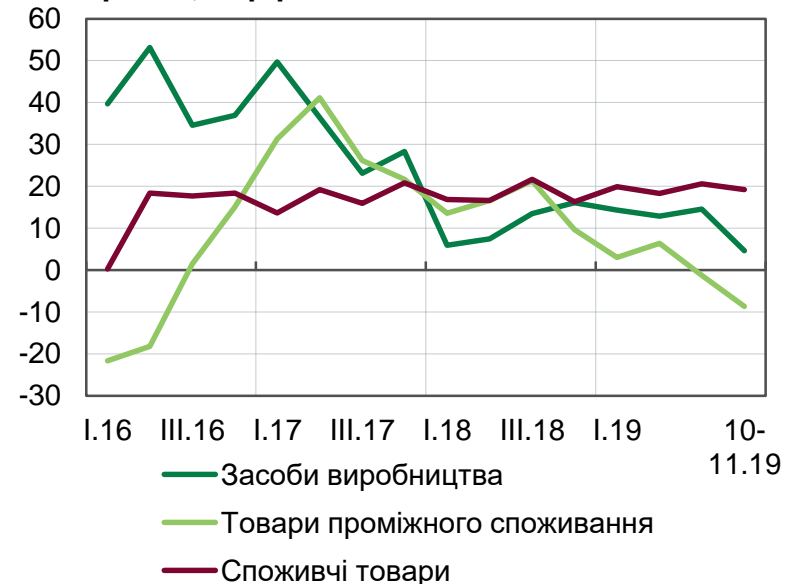


— Сальдо рахунку поточних операцій

— Сальдо торгівлі товарами

* до 2009 року – дані за КПБ5, у 2019 році – без урахування надходження компенсації від ПАТ "Газпром".
Джерело: НБУ, ДССУ.

Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, % р/р



— Засоби виробництва

— Товари проміжного споживання

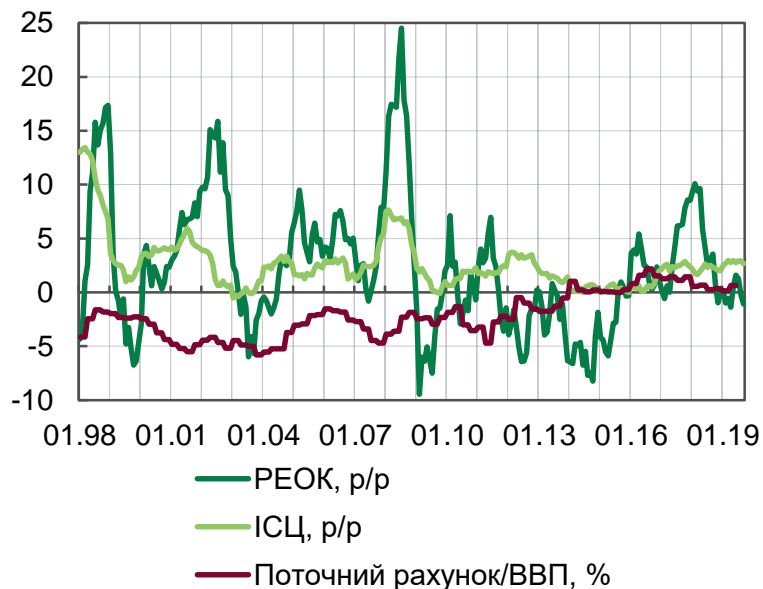
— Споживчі товари

Джерело: розрахунки НБУ.

- Попри зміцнення гривні зростання імпорту товарів за категоріями було збалансованим – споживчий та інвестиційний імпорт зростали співставними темпами (15-20%)
- Водночас істотне падіння світових цін на енергоносії призвело до зниження вартісних обсягів енергетичного імпорту
- У результаті дефіцит зовнішньої торгівлі товарами збузився відносно ВВП, що спостерігалось вперше в післякризові роки

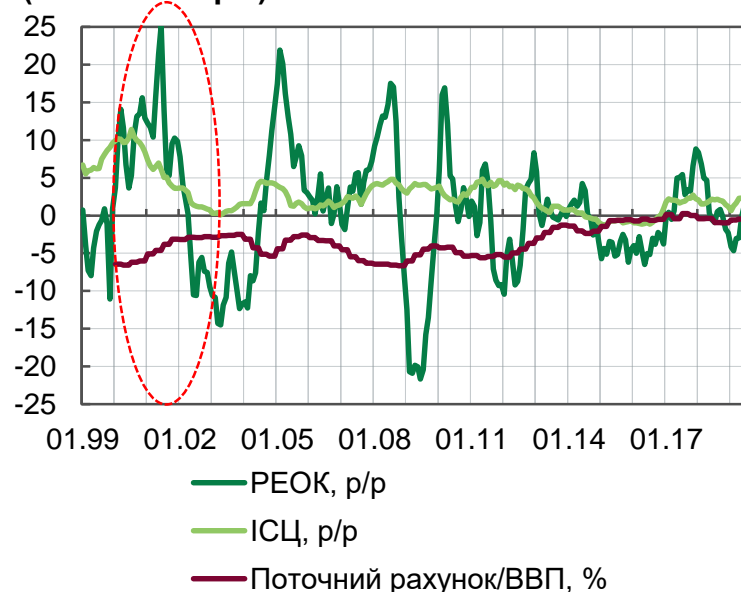
Після впровадження ІТ у окремих країнах спостерігалися епізоди зміцнення РЕОК, однак це не вплинуло на розширення поточного рахунку

Чехія: РЕОК, ІСЦ та поточний рахунок до ВВП (за ковзний рік)



Джерело: IFS МВФ.

Польща: РЕОК, ІСЦ та поточний рахунок до ВВП (за ковзний рік)

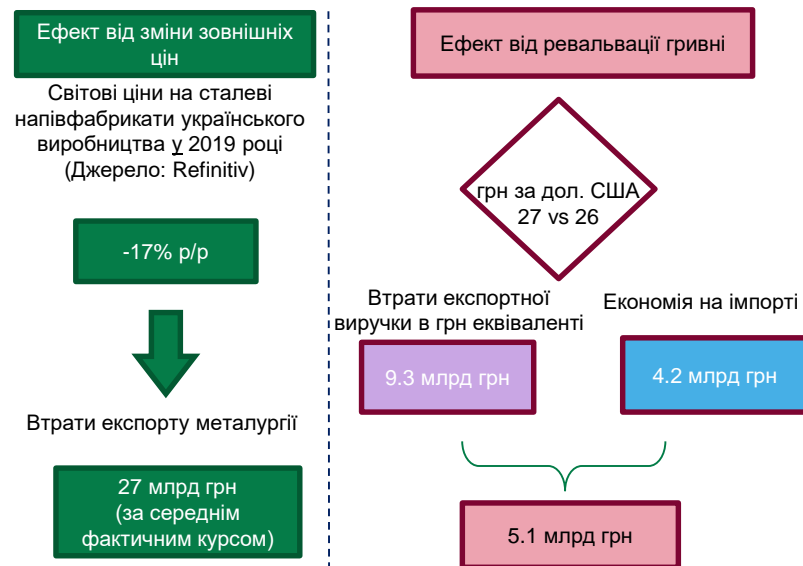


Джерело: IFS МВФ.

- Зрозуміло, що необхідно враховувати й інші фактори, які впливали на їх економіки протягом цих епізодів, зокрема до- та післякризовий період, структурні реформи тощо
- Однак це підтверджує ідею, що зміцнення РЕОК без впливу на розширення поточного рахунку навряд чи можна назвати унікальним явищем

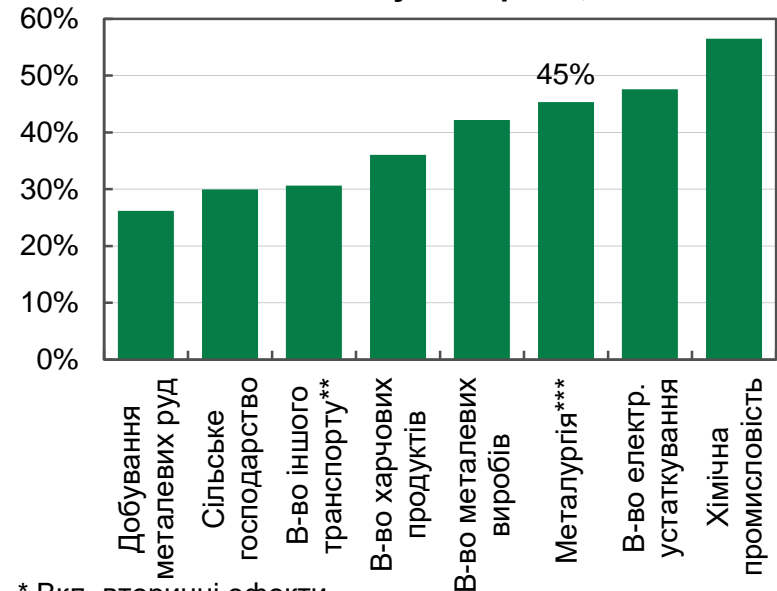
Вплив низьких світових цін значно переважив ефект ревальвації гривні для експортерів металургійної продукції

Втрати експорту металургійної продукції



Джерело: розрахунки НБУ.

Імпортна складова експорту окремих видів економічної діяльності у 2017 році*, %



* Вкл. вторинні ефекти.

** У т.ч. виробництво вагонів та комплектуючих до них.

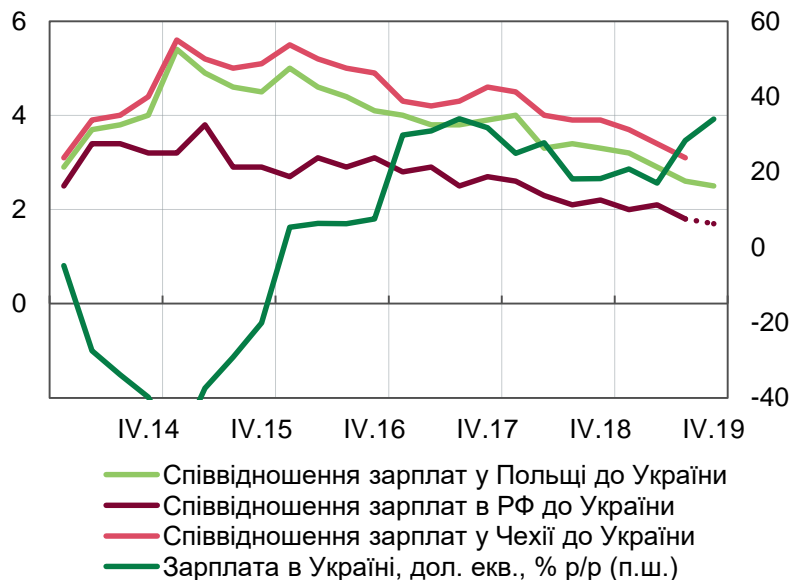
*** Вкл. виробництво базових чорних та кольорових металів.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

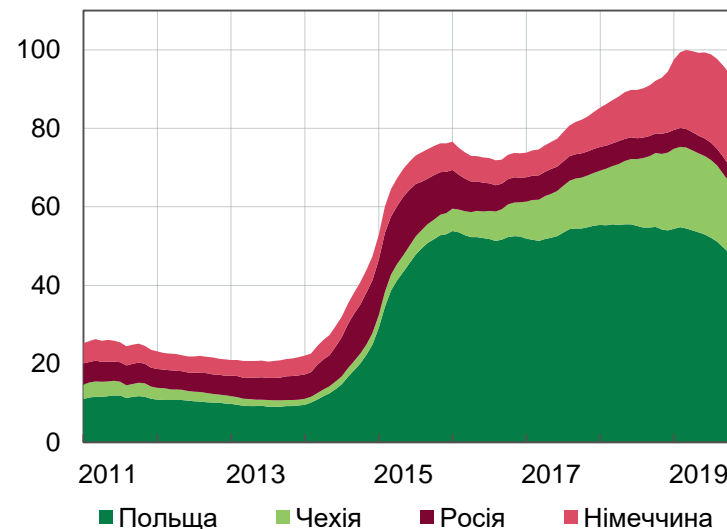
- У 2019 році погіршення зовнішньої цінової кон'юнктури мало визначальний вплив на скорочення обсягів виробництва металургійної продукції
- Зміцнення гривні також посилило цей ефект, однак не було його основною причиною
- Більше того, ревальвація дозволила зменшити вартість імпортних товарів проміжного споживання

Наслідки ревальвації: позитивний вплив на конкурентоздатність українських компаній у залученні робочої сили

Динаміка зарплат в Україні та в Польщі*



Індекс міграційних настроїв, 12-місячна плинна*



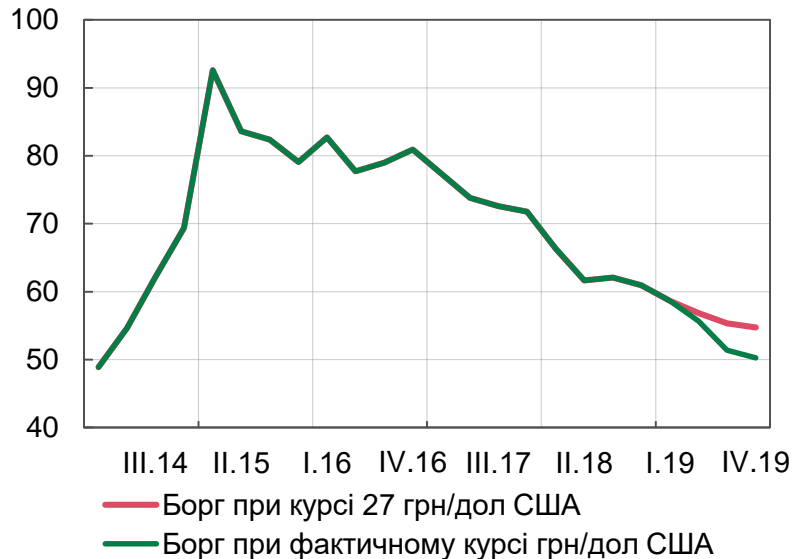
Пунктиром зазначене середнє за жовтень-листопад. Індекс міграційних настроїв розраховано на основі даних Google Trends із запитів про пошук роботи з території України. Запити вводяться українською, російською та відповідними мовами країн (наприклад, польською "praca w Polsce"). За 100 пунктів встановлено останній максимум запитів (березень 2019 року).

Джерело: Національний банк Польщі, центральна статистична агенція Польщі, ДССУ, Google Trends, розрахунки НБУ.

- Можливість заробити більше за кордоном – головна причина виїзду українських трудових мігрантів [згідно з опитуваннями](#)
- У останні два роки середня номінальна заробітна плата в Україні зросла майже на **60%** у доларовому еквіваленті. Таким чином співвідношення середньої зарплати в Польщі та Україні знизилось
- Через стійке зростання зарплат в Україні та зміцнення гривні зацікавленість у трудовій міграції послаблюється

Вплив ревальвації гривні на фінансову сферу – різноплановий

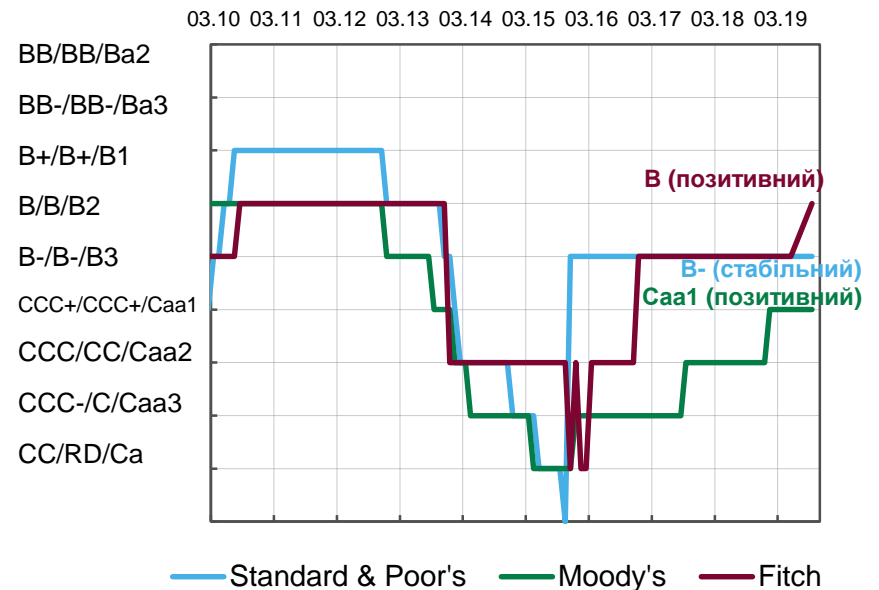
Відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП за різними сценаріями курсу гривні до долара США



Джерело: МФУ, ДССУ, розрахунки НБУ.

- Від ревальвації гривні недоотримано надходження в бюджет від податків з імпорту. Однак цей чинник пояснював лише дещо більше половини недовиконання плану податкових надходжень
- Однак виникла економія на валютних витратах, зокрема на обслуговуванні валютного боргу. Внесок зміцнення гривні у зниження показника відношення боргу до ВВП становив більше половини
- Швидше зниження цього показника та тривала макрофінансова стабільність впливали на сприйняття інвесторів, що відобразилось у підвищенні рейтингів та зниженні вартості залучень

Суверенні кредитні рейтинги України



Джерело: відповідні рейтингові агентства.