

ЗАТВЕРДЖЕНО
Рішення Правління
Національного банку України
12 лютого 2019 року № 138-рш

Звіт Правління Національного банку України щодо проведення грошово-кредитної політики в 2018 році

Зміст

Головне: стан виконання цілей і завдань грошово-кредитної політики	2
I. Аналіз економічного і соціального розвитку України	9
Інфляційний розвиток	9
Економічна активність	10
Ринок робочої сили та доходи домогосподарств	11
Фіскальний сектор	12
Платіжний баланс	13
Монетарний сектор та фінансові ринки	14
II. Проведення грошово-кредитної політики	15
Мотивація рішень щодо облікової ставки.....	15
Інтервенції на валютному ринку.....	18
Пом'якшення адміністративних обмежень на валютному ринку	19

Головне: стан виконання цілей і завдань грошово-кредитної політики

У 2018 році діяльність Правління Національного банку України (далі – Національний банк) 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

Споживча інфляція в 2018 році сповільнилася до 9.8% (з 13.7% у 2017 році) – найнижчого рівня за підсумками року за останні п’ять років. Розворот тренду зростання інфляції, який спостерігався в 2017 році, є результатом насамперед жорсткої монетарної політики, якої дотримувався Національний банк.

Монетарна політика Національного банку спрямовувалася на досягнення інфляційної цілі в середньостроковій перспективі. З жовтня 2017 року до вересня 2018 року Національний банк підвищував облікову ставку шість разів – загалом на 5.5 в. п. до поточних 18.0% річних. Посилення жорсткості монетарної політики було реакцією Національного банку на збереження високого інфляційного тиску та зростаючі ризики для зниження інфляції до цілі на запланованому горизонті. Зокрема протягом року стійко розширювався споживчий попит внаслідок зростання доходів населення. Це відбувалося за рахунок підвищення заробітних плат, осучаснення пенсій та зростання приватних переказів трудових мігрантів.

На показниках інфляції також суттєво позначилося підвищення цін на паливо, зумовлене тенденціями на світовому ринку нафти, що вплинуло на зростання цін і на інші товари та послуги.

Водночас протягом більшої частини 2018 року невизначеність щодо відновлення співпраці з МВФ погіршувала ринкові очікування. Разом з іншими чинниками це визначило стійке перевищення інфляційними очікуваннями цілей Національного банку.

Монетарна політика протидіяла зростаючому інфляційному тиску шляхом підвищення ставок.

Підвищення облікової ставки поступово відобразилося у процентних ставках за інструментами в гривні, що створювало стимули для заощаджень та інвестування.

Жорсткі монетарні умови також були однією з причин зміцнення обмінного курсу гривні. За підсумками року офіційний курс гривні до долара США зміцнився на 1.4%. Гривня також посилилася відносно кошика валют країн – ОТП України як у номінальному, так і в реальному вимірі. Станом на кінець 2018 року (грудень до грудня попереднього року) НЕОК та РЕОК гривні зміцнилися на 6.8% та 13.2% р/р відповідно.

Як наслідок, споживча інфляція за підсумками року була близькою до прогнозного показника Національного банку (Інфляційний звіт, січень 2018 року), проте перевищила інфляційну ціль у $6\% \pm 2$ в. п.

Отриманий результат не був несподіванкою, оскільки ще у січні 2018 року Національний банк свідомо обрав більш тривалий період досягнення середньострокової цілі, використовуючи гнучкість режиму інфляційного таргетування. Приймаючи таке рішення, Національний банк зважав на:

необхідність підтримки економічного зростання, що є однією з цілей відповідно до Закону України “Про Національний банк України”. Оскільки більшість інфляційних чинників були поза межами впливу монетарної політики, Національний банк не вважав за доцільне застосовувати облікову ставку для повернення інфляції до цілі у найкоротший строк. Вибір на користь тривалішого досягнення цілі дав змогу запобігти необґрунтованим втратам економічного зростання;

реалістичність строків повернення інфляції до цілі. Звуження горизонту повернення інфляції до цілі потребувало би від Національного банку суттєвішого підвищення облікової ставки, ніж це фактично відбулося в 2018 році;

прийнятність жорсткості монетарної політики. Занадто високі процентні ставки могли посилити ревальваційний тиск на гривню та негативно вплинути на поточний рахунок платіжного балансу.

Сприяння фінансовій стабільності

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

У 2018 році банківський сектор працював без суттєвих внутрішніх чи зовнішніх шоків: банки активно залучали фондування та надавали кредити.

Споживче кредитування продовжило зростати високими темпами і залишається одним із найприбутковіших сегментів для банків. Приріст чистих гривневих кредитів фізичним особам на кінець 2018 року становив 34.1% р/р¹,

¹ У банках, що були платоспроможними станом на 01.01.2019.

понад 90% цього приросту припадало на кредити на поточне споживання. Вперше від початку кризи збільшилися обсяги іпотечних кредитів, на кінець 2018 року їх приріст становив 6.1% р/р.

Незважаючи на високі темпи зростання споживчого кредитування, ризики, пов'язані з кредитуванням фізичних осіб, є помірними для банківської системи. Чиста вартість банківських кредитів фізичним особам становить лише 3.5% від ВВП. Тому поки що Національний банк не планує застосовувати макропруденційні інструменти для обмеження темпів цього зростання. Натомість кредитний ризик та ризик дохідності вже накопичуються в окремих банках. З метою підвищення якості оцінки ризиків споживчого кредитування Національний банк посилив вимоги до визначення кредитного ризику банками і продовжує ретельно стежити за розвитком цього напрямку кредитування.

У 2018 році також спостерігалось зростання кредитування надійних корпоративних позичальників. Кредити сумлінним корпоративним клієнтам, що не мали дефолтів у 2014–2018 роках, зростали високими темпами: кредити у національній валюті зросли на 25% р/р², в іноземній валюті – на 32% р/р. Натомість частка непрацюючих кредитів скорочувалася досить повільно – приблизно на 0.2 в. п. щомісяця, переважно внаслідок нарощення нових якісних кредитів фізичним особам.

Кошти, залучені на внутрішньому ринку, залишаються основним джерелом фондування для банків, водночас кошти клієнтів становлять 80% зобов'язань банківського сектору. Найслабшим місцем поточної структури фондування банківського сектору є його коротка строковість. Зокрема частка коштів на вимогу в депозитах населення в національній валюті становить 45%, частка коштів на поточних рахунках у загальних коштах суб'єктів господарювання – понад 70%.

Через те, що у фондуванні банків домінують короткострокові кошти населення та бізнесу, що наражає банки на процентний ризик та ризик ліквідності, з 01 грудня 2018 року Національний банк запровадив новий норматив ліквідності LCR. Від грудня 2018 року мінімальне значення цього нормативу становить 80%, передбачається його поетапне збільшення до 100% протягом 2019 року. Норматив розраховується для всіх валют разом, а також окремо для групи іноземних валют. Впровадження нормативу спонукатиме банки тримати на балансі високоліквідні активи, щоб мати змогу покрити відпливи коштів клієнтів у стресові періоди.

У 2018 році, після чотирьох збиткових років, банківський сектор отримав прибуток – 21.7 млрд грн, переважно за рахунок значного зниження відрахувань до резервів. Збитки було зафіксовано у 13 з 77 банків, 87% збитків сформували банки з державним російським капіталом через необхідність доформовувати резерви під кредиті операції.

² Звіт про фінансову стабільність, грудень 2018 року.

У 2018 році банки України перейшли на новий стандарт МСФЗ 9, тому погіршили оцінку активів, що були в їхніх портфелях на початок року. У підсумку власний капітал сектору знизився на 5 млрд грн³, що було компенсовано отриманим протягом року чистим прибутком. Водночас регулятивний капітал зріс на 13% протягом року. Як наслідок, достатність капіталу банківського сектору на сьогодні перевищує мінімально необхідний рівень.

Результати стрес-тестування найбільших банків України, проведеного Національним банком у 2018 році, показали, що за умови реалізації базового сценарію розвитку економіки вісім банків потребуватимуть залучення додаткового капіталу у розмірі 6 млрд грн, у цілому в банківській системі прогнозується зростання прибутку та підвищення за його рахунок рівня достатності основного капіталу. Натомість у разі настання кризи 12 банків потребуватимуть залучення додаткового капіталу в розмірі 42 млрд грн. Ці банки отримали вимогу від Національного банку збільшити запас капіталу або ж провести реструктуризацію балансів та операційної діяльності для підвищення стійкості.

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

Під час прийняття монетарних рішень Національний банк урахував необхідність підтримки економічного зростання, якщо це не перешкоджало досягненню пріоритетної цілі щодо цінової стабільності. З метою мінімізації втрат для економічного зростання Національний банк свідомо обирав триваліший шлях повернення інфляції до цілі.

Зважаючи на те, що більшість проінфляційних факторів були поза межами безпосереднього впливу монетарної політики, принаймні в перспективі одного року, Національний банк утримувався від швидкого та стрімкого посилення жорсткості монетарної політики. Національний банк не намагався повністю компенсувати дію інфляційних чинників, оскільки це призвело б до пригнічення споживчого та інвестиційного попиту та, у свою чергу, завдало б значних втрат економіці, що відновлюється після глибокої кризи.

Крім того, у зв'язку з тим, що більшість факторів, які впливали на зростання цін протягом року, реалізувалися саме у 2018 році, Національний банк свідомо не ставив на меті зниження інфляції в стислі строки. Звуження горизонту досягнення інфляційної цілі є можливим лише за рахунок проведення дуже жорсткої монетарної політики, що може спровокувати розвиток рецесії. Відповідно рішення Національного банку щодо підвищення облікової ставки

³ У банках, що були платоспроможними станом на 01.01.2019.

спрямовувалися на злам інфляційної тенденції, але водночас давали змогу короткостроковим інфляційним факторам вичерпатися самостійно.

Приймаючи монетарні рішення, Національний банк також враховував, що в 2018 році реальні відсоткові ставки в Україні були одними з найбільших серед країн з ринком, що розвивається. Вони також значно перевищували нейтральний рівень. За таких умов занадто жорстка монетарна політика може продукувати ризики для фінансового сектору та платіжного балансу. В тривалішій перспективі – і для цінової стабільності.

Застосування підходу балансування між необхідністю приведення інфляції до цілі та підтримкою економічного зростання, що є відображенням гнучкості режиму інфляційного таргетування, дало змогу Національному банку сприяти формуванню стійкого дезінфляційного тренду і водночас не перешкодити економічному зростанню.

За оцінками Національного банку, зростання економіки України у 2018 році прискорилося до 3.3%, що є найвищим показником за останні сім років.

Дотримання режиму плаваючого валютного курсу

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

Протягом більшої частини 2018 року світова цінова кон'юнктура для українських експортерів була сприятливою. Також у 2018 році знизилася інтенсивність впливу сезонних факторів, що свідчить про зростаючу зрілість у поведінці учасників валютного ринку, у тому числі його готівкового сегмента. Провідну роль відігравали поведінкові фактори, оскільки в окремі періоди вони були тригерами зміни традиційних трендів.

Рішення Національного банку щодо ключової ставки вплинули на зростання дохідності гривневих ОВДП та приплив іноземного капіталу на початку року, що сприяло зміцненню обмінного курсу гривні наприкінці січня 2018 року. Це також посилило ефект трансмісії більш жорсткої монетарної політики через канал валютного ринку, а пізніше дало змогу пом'якшити вплив капіталу з портфельних інвестицій на тлі зниження зацікавленості іноземних інвесторів у активах країн, ринки яких розвиваються. Експорт рекордного вражаю кукурудзи, позитивні новини щодо нової програми співпраці з МВФ, стримана фіскальна політика та збереження жорсткої монетарної політики зумовили нетипову поведінку учасників валютного ринку в грудні 2018 року.

Водночас в окремі періоди 2018 року турбулентність на валютному ринку зростала. Так, у липні-серпні посилювався тиск на обмінний курс гривні. Це,

зокрема, було спричинено поведінковими чинниками: підвищеним попитом на іноземну валюту з боку імпортерів (передусім енергоносіїв та споживчих товарів), корпоративного сектору (для перерахування дивідендів) та нерезидентів (гравців на ринку ОВДП) на тлі очікувань осінньої девальвації та негативних подій на зовнішніх ринках. Ескалація конфлікту з Росією в Азовському морі та запровадження воєнного стану в кількох областях також спричинили тимчасовий ажіотажний попит на іноземну валюту наприкінці листопада.

Офіційний обмінний курс гривні в 2018 зміцнився як до долара США, так і до євро (на 1.4% та 5.3% відповідно). Це, на противагу послабленню валют більшості країн – ОТП України, зумовило зміцнення курсу гривні до кошика їх валют як у номінальному, так і в реальному вимірах (за 2018 рік – на 6.8% та 13.2% відповідно).

Національний банк, дотримуючись режиму плаваючого курсу, не протидіяв зміні курсових трендів і здійснював валютні інтервенції для згладжування функціонування ринку та поповнення міжнародних резервів.

Нарощення міжнародних резервів

Національний банк використовував сприятливу ситуацію на валютному ринку, що спостерігалась впродовж більшої частини 2018 року, для поповнення міжнародних резервів. Додатне сальдо валютних інтервенцій Національного банку в 2018 році становило 1.4 млрд дол. США. Разом з надходженням коштів від міжнародних фінансових установ та від розміщення державних цінних паперів, номінованих в іноземній валюті, це дало змогу збільшити обсяг міжнародних резервів до 20.8 млрд дол. США.

За підсумками 2018 року міжнародні резерви зросли на 10.7% і покривали 3.4 місяця майбутнього імпорту. Цей обсяг резервів є достатнім для виконання зобов'язань України та поточних операцій уряду і Національного банку.

Поступова лібералізація валютного ринку

Протягом 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.

Приймаючи рішення про скасування валютних обмежень, Національний банк зважав на збалансованість валютних та інфляційних ризиків. Детальнішу інформацію про заходи з лібералізації валютного ринку з початку року див. у розділі “Пом’якшення адміністративних обмежень на валютному ринку”.

Підзвітність і прозорість грошово-кредитної політики

Протягом 2018 року Національний банк послідовно та регулярно інформував громадськість щодо мотивації прийнятих монетарних рішень.

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 публікується 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”. Документ оприлюднюється на 11 день після прийняття Правлінням Національного банку рішення щодо облікової ставки і містить знеособлену позицію всіх членів Комітету з монетарної політики Національного банку щодо необхідного монетарного рішення та відповідну аргументацію, причому не лише більшості членів, а й альтернативні думки. Публікація документа спрямована на підвищення спроможності учасників ринку передбачати подальші зміни в монетарній політиці Національного банку і в результаті сприяє посиленню дії процентного каналу трансмісійного механізму та ефективнішому управлінню інфляційними очікуваннями.

У 2018 році Національний банк продовжував проводити зустрічі з ключовими аудиторіями, зокрема з експертами, представниками бізнесу.

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

I. Аналіз економічного і соціального розвитку України

Інфляційний розвиток

У 2018 році споживча інфляція сповільнилася до 9.8% (із 13.7% у 2017 році) – найнижчого рівня за підсумками року за останні п'ять років. Розворот тренду зростання інфляції, який спостерігався в 2017 році, є результатом насамперед жорсткої монетарної політики, якої дотримувався Національний банк. Це, зокрема, проявилось в зміцненні обмінного курсу гривні.

Додатковими чинниками були розширення внутрішньої пропозиції окремих продуктів харчування та зниження світових цін на продукти харчування.

Водночас, попри зниження, за підсумками року інфляція очікувано перевищила ціль Національного банку в $6\% \pm 2$ в. п. на кінець 2018 року, встановлену Основними засадами. Інфляція відхилилася від цілі головним чином через дію чинників, на які монетарна політика має обмежений вплив: підвищення адміністративно регульованих цін і тарифів та стрімке зростання світових цін на нафту протягом більшої частини року.

Базова інфляція за підсумками 2018 року уповільнилася до 8.7% порівняно з 9.5% у 2017 році, однак фундаментальний інфляційний тиск залишився значним. Унаслідок підвищення виробничих витрат, у тому числі на оплату праці, а також стійкого споживчого попиту прискорилося зростання цін на послуги, що входять до базової інфляції (до 14.9%). Натомість темпи зростання цін на непродовольчі товари, які переважно імпортуються, залишилися невисокими (4.1%), а на продукти харчування з високим ступенем обробки знизилися (до 9.6%). Уповільнення базової інфляції стримувало помірне зниження інфляційних очікувань. Так, інфляційні очікування домогосподарств залишалися високими протягом року та поліпшилися лише в IV кварталі 2018 року.

У 2018 році небазова інфляція сповільнилася (до 10.7% порівняно з 19.4% у 2017 році) передусім завдяки суттєвому сповільненню зростання цін на сирі продукти харчування та паливо (до 3.3% порівняно з 23.5% у 2017 році та 9.1% з 20.0% відповідно). Зокрема знизилися ціни на фрукти внаслідок розширення внутрішньої та імпоротної пропозиції. Крім того, порівняно з попереднім роком подешевшали курячі яйця, а темпи зростання цін на молоко та м'ясо були значно нижчими, ніж у попередньому році. Вагомим чинником зниження інфляції продуктів харчування стало послаблення впливу від конвергенції роздрібних цін на продукти харчування в Україні до цін країн-сусідів, що був одним із рушіїв інфляційного тиску в Україні в попередні роки. Тиск на продукти харчування з боку цін виробників також знизився у 2018 році – ціни

у виробництві харчових продуктів, напоїв і тютюнових виробів зросли на 7.0% р/р, що менше, ніж у попередньому році.

Зростання цін на паливо сповільнилося внаслідок розвороту тренду світових цін на нафту з жовтня 2018 року (протягом більшої частини 2018 року ціни зростали), а також зміцнення гривні.

Водночас внесок адміністративно регульованих цін і тарифів (зросли на 18.0% порівняно з 16.1% у 2017 році) у небазову інфляцію залишився практично на рівні попереднього року. Зокрема протягом року було підвищено тарифи на природний газ, поштові послуги, послуги місцевого телефонного зв'язку, водопостачання та водовідведення. Також прискорилося зростання вартості транспортних послуг, а темпи зростання цін на тютюнові вироби внаслідок значного підвищення акцизів залишилися високими (на 24.5% р/р).

У 2018 році темпи зростання індексу цін виробників знизилися – до 14.2% порівняно з 16.5% у 2017 році. Цьому сприяло уповільнення зростання цін в добувній та переробній промисловості на тлі відповідних зовнішніх тенденцій. Так, через зниження світових цін на залізну руду та сталь уповільнилося зростання цін у вітчизняному добуванні металевих руд та металургії. Зниження світових цін на нафту наприкінці року спричинило падіння цін у виробництві коксу і продуктів нафтоперероблення та уповільнення зростання цін у хімічній промисловості. Однак цей фактор ще не позначився на цінах у добуванні сирової нафти та природного газу. Це пояснюється передусім усе ще високими річними темпами зростання цін на природний газ у світі. Крім того, разом із підвищенням тарифів на природний газ для населення з листопада 2018 року була збільшена вартість реалізації газу державними добувними підприємствами для НАК “Нафтогаз України”.

Основним чинником, що стримував уповільнення промислової інфляції, було підвищення темпів зростання цін у постачанні електроенергії, газу, пари та кондиційованого повітря (на 29.8%). Вторинні ефекти від зростання цін у постачанні електроенергії відобразилися також у цінах на інші товари та послуги, передусім з високою часткою електроенергії в собівартості.

Економічна активність

Реальний ВВП за дев'ять місяців 2018 року⁴ зріс на 3.2% р/р порівняно з 2.6% р/р за аналогічний період попереднього року.

Зростання підтримував стійкий споживчий попит (кінцеві споживчі витрати домогосподарств зросли на 6.6% р/р за дев'ять місяців 2018 року) завдяки значним темпам приросту реальних наявних доходів населення. Це підтримувало зростання секторів, спрямованих на внутрішній попит, зокрема, роздрібною торгівлі, пасажирообороту та секторів послуг. Також одним з

⁴ Тут і далі показники національних рахунків за дев'ять місяців 2018 року – розрахунки Національного банку на основі квартальних даних ДССУ.

основних рушіїв зростання реального ВВП було сільське господарство завдяки рекордному врожаю зернових та олійних культур.

Ефект бази порівняння – припинення торгівлі та захоплення підприємств на тимчасово окупованих територіях у 2017 році – зумовив відновлення зростання енергетичного сектору та добувної промисловості. Натомість зростання переробної промисловості було помірним через ускладнення вантажних перевезень у Азовському морі в другому півріччі, а також ремонтні роботи на кількох металургійних підприємствах. Крім того, у другій половині 2018 року зростання світової економіки та світової торгівлі уповільнилося в умовах поширення протекціоністських заходів та в цілому погіршилася цінова кон'юнктура на світових товарних ринках. Відповідно це стримувало зростання експорту та погіршувало фінансові результати підприємств, що разом із невизначеністю щодо відновлення співпраці з МВФ та на тлі розгортання виборчого циклу зумовило уповільнення інвестиційної активності. Так, за результатами 9 місяців 2018 року темпи зростання валового нагромадження основного капіталу становили 13.1% р/р. Фізичні обсяги експорту товарів та послуг за 9 місяців 2018 року скоротилися (на 5% р/р). Натомість імпорт товарів та послуг зріс (на 1.2% р/р). У результаті зберігався від'ємний внесок чистого експорту.

За оцінками Національного банку, у 2018 році реальний ВВП збільшився на 3.3% р/р, що є найвищим показником за останні сім років.

Ринок робочої сили та доходи домогосподарств

У 2018 році зростання економіки сприяло поліпшенню показників економічної активності населення, які практично відновилися до докризового рівня. Кількість вакансій, зареєстрованих у Державній службі зайнятості України, протягом року зросла на 10.1%, а рівень безробіття (за методологією МОП) зменшився до 8.0% у III кварталі 2018 року.

Попри поліпшення показників зайнятості на ринку праці зберігався тиск з боку трудової міграції та диспропорцій між попитом і пропозицією робочої сили. Це зокрема підтримувало високі темпи зростання заробітної плати: у номінальному та реальному вимірах на 24.8% р/р та 12.5% р/р відповідно. Високі темпи зростання заробітної плати – найбільшого компоненту в структурі доходів – підтримували збільшення номінальних доходів населення (на 18% р/р у III кварталі 2018 року). Також збільшення доходів забезпечувалося триваючим ефектом осучаснення пенсій та зростанням переказів від трудових мігрантів. Разом зі зниженням інфляції це підтримувало стійкі темпи зростання реального наявного доходу (10.0% р/р у III кварталі 2018 року).

Фіскальний сектор

За підсумками 2018 року зведений бюджет виконано з суттєвим дефіцитом (67.8 млрд грн, або 1.9% від ВВП⁵), однак первинне сальдо залишилося додатним. Від'ємне сальдо державного бюджету було істотно меншим, ніж затверджений Законом України “Про Державний бюджет України на 2018 рік” показник (59.2 млрд грн та 80.6 млрд грн відповідно), та як співвідношення до ВВП практично не змінилося порівняно з 2017 роком (1.6% від ВВП). Натомість уперше з 2010 року місцеві бюджети виконано з дефіцитом (8.5 млрд грн, або 0.2% від ВВП).

Зростання доходів зведеного бюджету на 16.5% порівняно з 2017 роком визначалося загальноекономічними факторами, у тому числі збільшенням прибутку прибуткових підприємств та номінальних заробітних плат. Вагомим був внесок тимчасових факторів, насамперед це разові надходження від податку на прибуток підприємств та ПДВ, а також збільшені обсяги дивідендів, сплачені НАК “Нафтогаз України”, що з'явилися в результаті ефектів відображення рішень Стокгольмського арбітражу. Водночас зростання доходів бюджету стримували зниження виробництва окремих підакцизних товарів (зокрема тютюнових виробів), уповільнення імпорту в гривневому еквіваленті та авансові платежі з рентної плати наприкінці 2017 року.

Видатки зросли на 18.3% порівняно з 2017 роком. Так, стримано збільшилися витрати на соціальне забезпечення та обслуговування боргу. Перші під впливом зменшення кількості субсидіантів, другі – завдяки міцнішій гривні та уповільненню інфляції, а також більш пізньому, ніж планувалося, розміщенню цінних паперів на зовнішньому ринку та надходженню коштів від МФО. Водночас інші напрями поточних видатків, такі як витрати на оплату праці та використання товарів і послуг продовжили зростати високими темпами. Також за підсумками 2018 року прискорилося зростання капітальних видатків, а їх частка в структурі видатків зведеного бюджету збільшилася.

Дефіцит зведеного бюджету профінансовано переважно за рахунок боргових джерел. Це пов'язано як з невиконанням плану надходжень від приватизації, так і щільним графіком погашення боргу. Наприкінці року отримано значні кошти від розміщень ОЗДП та співпраці з міжнародними партнерами, однак ключовим джерелом залишилися запозичення на внутрішньому ринку номіновані і в національній, і в іноземній валюті. Левову частку запозичень на внутрішньому ринку становили короткострокові інструменти.

За результатами року державний та гарантований державою борг збільшився з початку року на 1.3% – до 2 169 млрд грн станом на кінець грудня

⁵ ВВП 2018 року – оцінка Національного банку.

2018 року. Співвідношення боргу до ВВП упродовж року поступово знижувалося (до 61% з майже 72% наприкінці 2017 року).

Платіжний баланс

За підсумками 2018 року дефіцит поточного рахунку становив 4.7 млрд дол., або 3.6% від ВВП (порівняно з 2.4 млрд дол., або 2.2% від ВВП у 2017 році). Розширення дефіциту зумовлене насамперед збільшенням від'ємного сальдо торгівлі товарами (до 13 млрд дол. порівняно з 9.7 млрд дол. у 2017 році), яке частково компенсоване стійким зростанням грошових переказів та подальшим нарощенням експорту послуг.

Експорт товарів у 2018 році збільшився на 9.2% на тлі сприятливої зовнішньоекономічної кон'юнктури упродовж більшої частини року та високого врожаю окремих сільськогосподарських культур поточного року. Так, вартісні обсяги експорту металургійної продукції збільшилися на 15.3% попри стримані темпи зростання фізичних обсягів поставок через проведення планових ремонтних робіт на окремих металургійних комбінатах та ускладнення вантажних перевезень Азовським морем. Експорт продовольчих товарів збільшився на 4.8% насамперед за рахунок нарощення поставок зернових культур (на 11.4%) завдяки рекордному врожаю кукурудзи поточного року. Крім того, подальше опанування українськими експортерами ринку країн ЄС сприяло нарощенню обсягу експорту м'яса (21.6%). Водночас зменшився експорт олії та жирів, а також насіння олійних культур, серед іншого через зниження світових цін.

Імпорт товарів зростав швидше порівняно з експортом (14%) на тлі стійкого внутрішнього попиту та високих цін на енергоносії. Так, импорт продукції машинобудування зріс на 17.8%. Зокрема импорт електричного устаткування збільшився в 1.4 раза за рахунок нарощення закупівель обладнання для побудови об'єктів альтернативної енергетики. Споживчий попит зумовлював збереження високих темпів зростання імпорту продовольчих товарів (17.6%) та промислових виробів (21.0%). Протягом року зростання енергетичного імпорту (15%) визначалося високими світовими цінами на енергоносії. Водночас певне його сповільнення порівняно з 2017 роком зумовлене зменшенням обсягів закачування природного газу наприкінці року на тлі значних запасів у підземних сховищах, а також істотним скороченням закупівель вугілля в другому півріччі завдяки переорієнтації окремих енергогенеруючих компаній на українське газове вугілля.

Зростання експорту послуг (на 10%) забезпечено насамперед збільшенням обсягу наданих нерезидентам ІТ-послуг (на 25.8%), що компенсувало зниження обсягів експорту трубопровідного транспорту (на 1.8%) через зменшення обсягів транзиту газу Росією до європейських країн. Зростання імпорту послуг (8%) було більш помірним порівняно з експортом передусім через уповільнення зростання імпорту за статтею "подорожі" у

другому півріччі. Як результат профіцит торгівлі послугами збільшився до 1.5 млрд дол. (1 млрд дол. у 2017 році).

У 2018 році тривало зростання грошових переказів (на 18.7% – до 11 млрд дол.), що забезпечувало розширення профіциту рахунку первинних та вторинних доходів. Водночас нарощення профіциту рахунку первинних доходів дещо стримувалося істотним зростанням виплат дивідендів (у 1.8 раза – до 3.4 млрд дол. за 2018 рік).

Приплив капіталу за фінансовим рахунком у 2018 році збільшився до 7.5 млрд дол. (5 млрд дол. – у 2017 році). Надходження забезпечені як державним, так і приватним сектором. Роль державного сектору у формуванні потоків капіталу значно зросла наприкінці року завдяки розміщенню єврооблігацій та отриманню офіційного фінансування.

Приплив капіталу до приватного сектору був забезпечений надходженням прямих іноземних інвестицій та зростанням чистої заборгованості реального сектору. Так надходження прямих іноземних інвестицій у 2018 році становили 2.5 млрд дол., 60% з яких спрямовані до реального сектору. Більшість інвестицій в акціонерний капітал спрямовані до підприємств сільського господарства та оптової й роздрібною торгівлі.

Приплив боргового капіталу у 2018 році був майже повністю спрямований до реального сектору. Роловер реального сектору за підсумками року становив 105%, перевищивши відповідний показник 2017 року (68%). Через незначні обсяги операції банківського сектору не мали значного впливу на загальний роловер приватного сектору (106%).

У цілому за 2018 рік платіжний баланс зведено з профіцитом (2.9 млрд дол.). Це дало змогу збільшити міжнародні резерви до 20.8 млрд дол. станом на кінець року, або 3.4 місяця імпорту майбутнього періоду.

Монетарний сектор та фінансові ринки

У 2018 році Національний банк проводив жорстку монетарну політику – облікову ставку підвищено чотири рази, загалом на 350 б. п. – до 18.0% річних. Утримання облікової ставки упродовж жовтня – грудня 2018 року незмінною зумовлювалося очікуваннями подальшого перенесення попередніх її підвищень на вартість ринкових ресурсів, певним послабленням проінфляційних ризиків та зниженням ризиків для макрофінансової стабільності завдяки продовженню співпраці України з МВФ у рамках нової програми та отримання фінансової підтримки від інших міжнародних організацій.

Підвищення облікової ставки вплинуло на зростання вартості міжбанківських ресурсів та дохідності ОВДП, що свідчить про дієвість першої ланки трансмісійного механізму монетарної політики через канал процентних ставок. Український індекс міжбанківських ставок, який визначено індикатором рівня гривневих міжбанківських процентних ставок для цілей

процентної політики, у другій половині року впритул наблизився до облікової ставки.

Роздрібні гривневі процентні ставки банків також зросли. Крім трансмісії від підвищення облікової ставки, їх зростання відображало й вплив кон'юнктурних чинників. Підвищення процентних ставок за кредитами відображало збереження значного попиту на кредитні ресурси як з боку підприємств, так і населення. Зростаюча конкуренція між банками за корпоративних клієнтів призвела до підвищення дохідності депозитів нефінансових корпорацій. Помірний відгук ставок за депозитами домогосподарств може пояснюватися збереженням значного профіциту ліквідності банківської системи та високими темпами зростання гривневих вкладів населення.

У 2018 році в банківській системі зберігався профіцит ліквідності, який у другому півріччі зменшився. Головним каналом зменшення ліквідності у 2018 році було значне зростання обсягів готівки (на 38.6 млрд грн). Також ліквідність абсорбувалася через погашення банками раніше отриманих кредитів рефінансування (4.2 млрд грн) та операціями ліквідаторів банків і Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (8.9 млрд грн). Це частково компенсувалося операціями Національного банку з купівлі іноземної валюти (36.5 млрд грн).

Зростання обсягу готівки перевищило зниження коррахунків банків станом на кінець 2018 року та сприяло збільшенню грошової бази (на 9.2%).

Збільшення процентних ставок за гривневими депозитами та високі темпи зростання заробітної плати забезпечили подальший приплив гривневих депозитів у банківську систему у 2018 році. Однак у цілому зростання депозитів у річному вимірі уповільнилося насамперед унаслідок зниження залишків коштів нефінансових корпорацій в іноземній валюті. У результаті сповільнилося й зростання грошової маси (до 5.6%).

У 2018 року банки продовжили активно кредитувати. Найактивніше й надалі зростали залишки за споживчими кредитами домогосподарств. Попит на кредити з боку нефінансових корпорацій генерувався потребою в обіговому капіталі та інвестиційними цілями.

II. Проведення грошово-кредитної політики

Мотивація рішень щодо облікової ставки

Високий інфляційний тиск, у тому числі фундаментального характеру, зберігався впродовж 2018 року. Для нівелювання впливу проінфляційних чинників та забезпечення зниження інфляції до цільового рівня Національний банк проводив жорстку монетарну політику. Послідовна монетарна політика Національного банку дала змогу за підсумками року знизити інфляцію до однознакового рівня – 9.8% р/р (проти 13.7% р/р у 2017 році).

Приймаючи рішення щодо підвищення облікової ставки, Національний банк зважав на збереження інфляційного тиску, у тому числі фундаментального характеру, а також на ймовірність реалізації інфляційних ризиків. Свідомо обираючи більш тривалий шлях повернення інфляції до цілі, Національний банк прагнув мінімізувати втрати для економічного зростання. Таке балансування між необхідністю приведення інфляції до цілі та підтримкою економічного зростання є відображенням гнучкості режиму інфляційного таргетування.

У I кварталі 2018 року за відсутності ознак послаблення інфляційного тиску Національний банк продовжив цикл підвищення облікової ставки, розпочатий восени 2017 року. Облікову ставку було підвищено на 150 б. п. у січні та на 100 б. п. у березні – до 17.0% річних.

Підвищення облікової ставки було реакцією на суттєві інфляційні ризики, серед яких:

- зростання вразливості економіки України у зв'язку з відтермінуванням отримання чергового траншу за програмою співпраці з МВФ;
- підвищені інфляційні очікування економічних агентів;
- суттєві темпи зростання споживчого попиту.

Після досягнення обліковою ставкою 17% жорсткість монетарних умов, за оцінками Національного банку, була достатньою, щоб забезпечити зниження інфляції до середньострокової цілі 5% у 2020 році.

Проведення Національним банком жорсткої монетарної політики стало чинником зміцнення курсу гривні відносно валют країн торговельних партнерів, що сприяло зниженню імпортованої інфляції та заклало підґрунтя для поліпшення інфляційних очікувань. Крім того, високі ставки за інструментами в гривні сприяли збереженню інтересу інвесторів до ринку України в умовах посилення турбулентності на фінансових ринках країн, що розвиваються, та подальшого відтермінування отримання Україною фінансування за програмою МВФ.

Зважаючи на ці чинники, Національний банк упродовж II кварталу 2018 року утримував облікову ставку на незмінному рівні.

Однак, починаючи з липня, на прогностичному горизонті почали спостерігатися додаткові фактори тиску на інфляцію, ефекти яких мали бути компенсовані за допомогою інструментів монетарної політики. Серед них:

- збереження вищого, ніж очікувалося, внутрішнього попиту, у тому числі за рахунок зростання заробітних плат і переказів від трудових мігрантів;
- спад інтересу інвесторів до українських суверенних зобов'язань унаслідок глобальної тенденції виходу інвесторів з активів країн, що розвиваються, та відтермінування отримання фінансування за програмою співпраці з МВФ;

погіршення кон'юнктури на світових товарних ринках через ескалацію широкомасштабних торговельних конфліктів;

погіршення інфляційних очікувань.

За таких умов проведення більш жорсткої монетарної політики було одним із ключових факторів, що мав забезпечити продовження дезінфляційного процесу. Відповідно у III кварталі Національний банк двічі підвищив облікову ставку – на 50 б. п. у липні та вересні – до 18% річних.

Протягом IV кварталу спостерігалось помірне зниження інфляції, що було наслідком проведення жорсткої монетарної політики з жовтня 2017 року. Крім того, за рахунок низки нових сприятливих як внутрішніх, так і зовнішніх факторів послабилися проінфляційні ризики. Так, стримана фіскальна політика в другому півріччі сприяла зниженню тиску з боку споживчого попиту, а сприятлива ситуація на валютному ринку характеризувалася ревальваційним тиском на гривню. Одночасно значно послабшали ризики для макроекономічної стабільності завдяки досягнутому прогресу в продовженні співпраці України з МВФ у рамках нової програми SBA.

Відповідно, беручи до уваги, з одного боку, послаблення проінфляційних ризиків, та збереження суттєвого фундаментального інфляційного тиску – з іншого, у IV кварталі 2018 року Національний банк двічі (у жовтні та грудні) залишав облікову ставку незмінною – на рівні 18.0% річних.

Подальша динаміка облікової ставки буде залежати від розвитку інфляційних процесів та реалізації ризиків для цінової стабільності у 2019 році.

Відповідно до актуалізованого в січні 2019 року макроекономічного прогнозу збереження жорсткої монетарної політики на прогнозному горизонті дасть змогу знизити інфляцію до 6.3% на кінець 2019 року та до 5.0% на кінець 2020 року.

Наразі основним ризиком, що може перешкодити зниженню інфляції до рівнів, передбачених прогнозом, є традиційне посилення невизначеності в рік президентських та парламентських виборів. Це, зі свого боку, може позначитися і на інфляційних очікуваннях. Актуальними також залишаються ризики зовнішнього походження, серед яких:

- охолодження світової економіки;
- падіння світових цін на сировинні товари українського експорту;
- збереження інтенсивної трудової міграції та геополітичні ризики.

З огляду на окреслені ризики Національний банк утримується від зниження облікової ставки в січні 2019 року і залишив облікову ставку на рівні 18% річних. Збереження досить жорстких монетарних умов забезпечить впевнене зниження інфляції та її повернення до цільового діапазону в I кварталі 2020 року.

Перехід до пом'якшення монетарної політики Національний банк вважає можливим у разі стійкого послаблення інфляційних ризиків і прямування інфляції до цілі за тією траєкторією, що передбачена в новому макроекономічному прогнозі (Інфляційний звіт, січень 2019 року).

Однак у разі посилення фундаментального інфляційного тиску та реалізації ризиків для зниження інфляції до цілі Національний банк може вдаватися до підвищення облікової ставки.

Інтервенції на валютному ринку

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

- накопичення міжнародних резервів;
- згладжування функціонування валютного ринку;
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики.

У 2018 році Національний банк здійснив 259 валютних інтервенцій: 177 – з купівлі іноземної валюти, 82 – з її продажу, у тому числі одну інтервенцію одночасно з купівлі та продажу. Під час цих інтервенцій регулятором куплено 3 173.8 млн дол. США, продано – 1 801.8 млн дол. США. Сальдо валютних інтервенцій Національного банку за 2018 рік становило 1 372 млн дол. США, у тому числі в I кварталі – 757 млн дол. США, у II кварталі – 507.9 млн дол. США, у III кварталі – “-” 662.7 млн дол. США, IV кварталі – 769.8 млн. дол. США.

Через формування в другій половині липня-серпні 2018 року девальваційного тиску на обмінний курс гривні внаслідок дії внутрішніх факторів (сезонність, відтермінування траншу МВФ) та посилення турбулентності на валютних ринках країн, що розвиваються, Національний банк у III кварталі 2018 року був вимушений більше продавати валюту для згладжування надмірних коливань валютного курсу.

З початку року валютні інтервенції здійснювалися в 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 2018 році Національний банк купив 646.9 млн дол. США, продав – 522.1 млн. дол. США; під час здійснення валютних інтервенцій у формі запиту щодо найкращого курсу/інтервенцій за найкращим курсом регулятором куплено 1 649.4 млн дол. США, продано – 903.8 млн дол. США; під час здійснення інтервенцій за єдиним курсом куплено 877.5 млн дол. США, продано – 375.9 млн дол. США.

На початку 2018 року Національний банк осучаснив свою 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

пріоритезації конкретних форм інтервенцій – доцільність використання тих чи інших форм інтервенцій зараз визначається залежно від ситуації на міжбанківському валютному ринку.

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

Також, 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 2018 рік через цей функціонал здійснено 179 валютних інтервенцій: 123 – з купівлі іноземної валюти, 56 – з 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 укладання угоди. Крім того, перевагами нового функціонала є оперативність та необмежена кількість учасників.

Вищезазначене дало змогу розширити можливості у визначенні умов та форм проведення валютних інтервенцій, а отже, більш гнучко 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

Однією із знакових подій на валютному ринку стало набрання чинності (07 липня 2018 року, уведено в дію з 07 лютого 2019 року) Закону України “Про валюту і валютні операції”, який має забезпечити перехід до нової сучасної моделі валютного регулювання, що ґрунтується на принципі “дозволено все, що прямо не заборонено законом”. Це сприятиме поліпшенню інвестиційного клімату України. Водночас передбачається, що скасування валютних обмежень відбуватиметься поступово за наявності сприятливих макроекономічних умов. Крім того, закон залишає Національному банку можливості вчасно та ефективно реагувати на ознаки кризи.

Водночас Національний банк продовжив поетапне скасування тимчасових валютних обмежень та поступову лібералізацію валютного ринку. Імплементация заходів із лібералізації 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;

спрощення умов купівлі іноземної валюти для клієнтів-позичальників з метою підвищення економічної конкуренції на міжбанківському валютному ринку;

спрощення банками та іншими фінансовими установами проведення операцій з обміну валют, зокрема оформлення та можливості застосування платіжних пристроїв;

пом'якшення вимог до банків стосовно підтвердження та реєстрації угод, які вони укладають на міжбанківському валютному ринку, що надасть банкам більше гнучкості щодо часу укладання угод і зменшить навантаження на них щодо інформування Національного банку.

Крім того, Національний банк змінив методикау обрахунку та оприлюднення курсу гривні до долара США, зокрема осучаснив джерела даних, що використовуються для його розрахунку, та наблизив час його оприлюднення. Механізм обрахунку офіційного курсу гривні до інших валют залишився без змін.