



Рада Національного банку України  
**Р І Ш Е Н Н Я**

25 лютого 2020 року

м. Київ

№ 4-рр

**Про діяльність Правління Національного банку України  
щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в  
2019 році**

Розглянувши інформацію Правління Національного банку України щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році, Рада Національного банку України **вирішила:**

1. Узяти до відома інформацію Правління Національного банку України щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році.
2. Визнати діяльність Правління Національного банку України щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році такою, що хоча й сприяла досягненню затвердженої Основними засадами інфляційної цілі станом на кінець 2019 року, але не повною мірою врахувала ефект перенесення укріплення курсу гривні на споживчі ціни та вплив на економічне зростання в останньому кварталі 2019 року.
3. Акцентувати увагу на тому, що монетарні умови впродовж 2019 року виявилися більш жорсткими ніж прогнозувалось Національним банком України, а фактичне пом'якшення монетарної політики, що відбувалось у другій половині 2019 року, не буде мати суттєвого впливу на динаміку ІСЦ в першій половині 2020 року. При цьому за інших рівних умов зберігаються інфляційні ризики в другій половині 2020 року.
4. Схвалити доопрацьовану з урахуванням результатів обговорення Оцінку Радою Національного банку України діяльності Правління Національного банку України щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році, що додається.
5. Схвалити доопрацьовані з урахуванням результатів обговорення Рекомендації Правлінню Національного банку України та Кабінету Міністрів України, що додаються.
6. Рішення набирає чинності з дня його прийняття.

Голова Ради

Богдан ДАНИЛИШИН

Інд. 10

СХВАЛЕНО

Рішення Ради

Національного банку України

від 25 лютого 2020 року № 4-рш

**Оцінка Радою Національного банку України  
діяльності Правління Національного банку України щодо виконання  
Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році**

Відповідно до Конституції України Рада Національного банку України (далі – Рада) розробляє Основні засади грошово-кредитної політики та здійснює контроль за проведенням грошово-кредитної політики. Згідно зі статтею 9 Закону України “Про Національний банк України” Рада здійснює також аналіз впливу грошово-кредитної політики на стан соціально-економічного розвитку України та розробляє пропозиції щодо внесення відповідних змін до неї, оцінює діяльність Правління Національного банку України (далі – Правління Національного банку) щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики та з інших питань, рішення щодо яких є обов’язковими для Правління Національного банку, а також надає Правлінню Національного банку рекомендації.

З метою забезпечення виконання вищезазначених функцій і завдань, у відповідності до Порядку розроблення основних засад грошово-кредитної політики та здійснення контролю за її проведенням<sup>1</sup> та на основі Звіту Правління Національного банку щодо проведення грошово-кредитної політики в 2019 році<sup>2</sup> (далі – Звіт Правління) Рада розглянула та схвалила наступні результати моніторингу та оцінки проведення грошово-кредитної (монетарної) політики Правлінням Національного банку щодо виконання Основних засад грошово-кредитної політики в 2019 році.

**Щодо відповідності спрямованості рішень з монетарної політики цілям,  
встановленим Основними засадами грошово-кредитної політики**

**Відповідність прийнятих монетарних рішень досягненню цілі з інфляції на горизонті монетарної політики.**

Основні засади грошово кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу передбачали таку орієнтовну поквартальну траєкторію приросту індексу споживчих цін у річному вимірі для досягнення цілі з інфляції:

| Період | Орієнтовне значення | Цільовий діапазон | Фактичне значення |
|--------|---------------------|-------------------|-------------------|
|--------|---------------------|-------------------|-------------------|

<sup>1</sup> Затверджено рішенням Ради Національного банку України від 26.06.2019 року № 27-рд

<sup>2</sup> Затверджено рішенням Правління Національного банку України від 13 лютого 2020 року №123-рш

|                             |      |           |     |
|-----------------------------|------|-----------|-----|
| березень 2019 р.            | 5.75 | ± 2 п. п. | 8.6 |
| червень 2019 р.             | 5.5  | ± 2 п. п. | 9.0 |
| вересень 2019 р.            | 5.25 | ± 2 п. п. | 7.5 |
| 3 кінця грудня<br>2019 року | 5.0  | ± 1 п. п. | 4.1 |

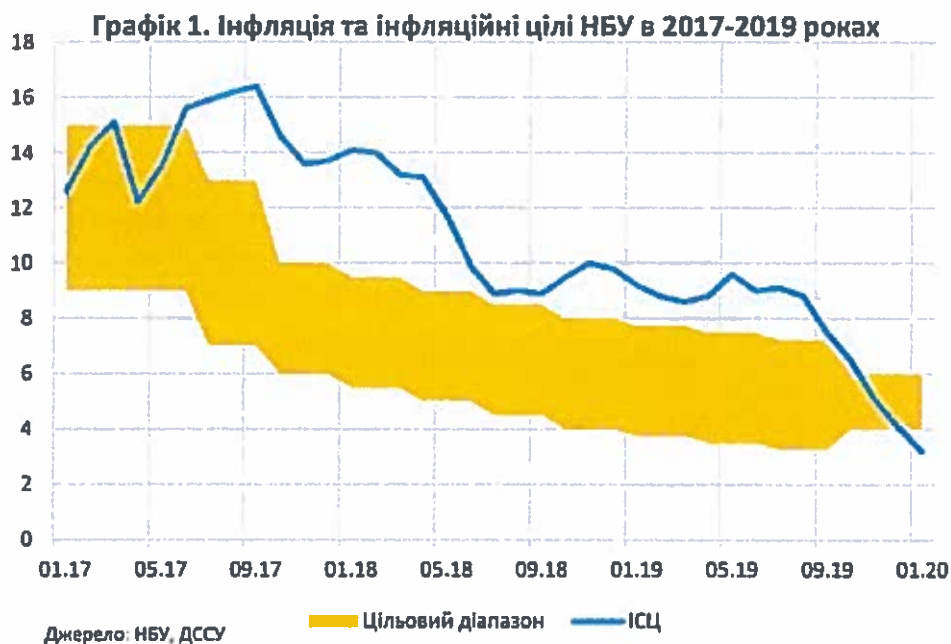
Впродовж більшої частини 2019 року траєкторія приросту індексу споживчих цін перевищувала цільовий діапазон, що був визначений Основними засадами грошово кредитної політики на 2019 рік. У другій половині року інфляція почала уповільнюватися, а в останньому кварталі 2019 року темпи її уповільнення пришвидшилися – у жовтні 2019 року значення індексу споживчих цін наблизилося до верхньої межі цільового діапазону, а за підсумками року – до його нижньої межі. Стрімке уповільнення інфляції до меж цільового діапазону стало результатом послідовного ужорсточення монетарної політики Правлінням Національного банку впродовж 2018 року та її утримання на такому рівні впродовж більшої частини 2019 року. Згідно із Звітом Правління Національний банк, крім інших об'єктивних факторів, зважав ще й на слабку довіру до його спроможності досягти інфляційних цілей. Виходячи з цього, за інших рівних умов монетарна політика була більш жорсткою для завоювання довіри до власних цілей.

У 2019 році відбулось вісім засідань Правління Національного банку з питань монетарної політики, з яких чотири засідання з розглядом нових макроекономічних прогнозів (січень, квітень, липень, жовтень) та чотири «проміжних засідання» (березень, червень, вересень, грудень) під час яких переважно аналізуються інфляційні ризики. Під час засідань з питань монетарної політики Правління Національного банку прийняло такі рішення:

- у січні та березні – залишити облікову ставку на рівні 18.0%;
- у квітні – знизити облікову ставку на 0.5 в. п. - до 17.5%;
- у червні – облікову ставку залишити незмінною.
- у липні та вересні – знизити ставку на 0.5 в. п. до 17% та 16.5% відповідно;
- у жовтні – знизити облікову ставку на 1.0 в. п. - до 15.5%;
- у грудні – знизити облікову ставку на 2.0 в. п. - до 13.5%.

Відповідно до всіх чотирьох офіційних прогнозів 2019 року інфляція мала увійти в межі цільового діапазону в I кварталі 2020 року та поступово знизитись до середньострокової інфляційної цілі до кінця 2020 року. Проте її фактичне уповільнення наприкінці 2019 року було більш стрімким (Графік 1):

Жовтень – інфляція (6.5%) повернулася до верхньої межі орієнтовної поквартальної траєкторії приросту ІСЦ, затвердженого основними засадами ГКП на 2019 рік;

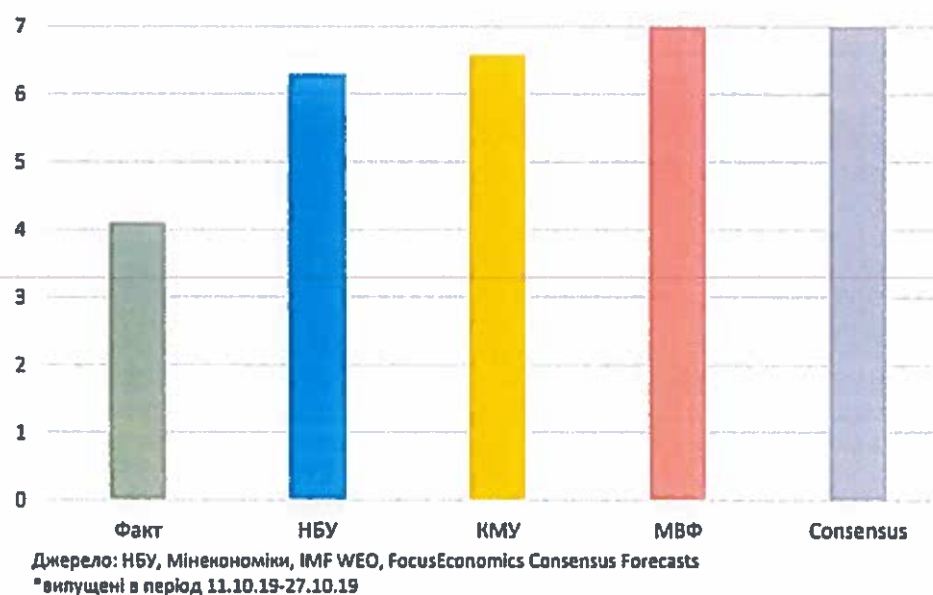


Листопад –інфляція (5.1%) досягла встановленої середньострокової інфляційної цілі;

Грудень - інфляція (4.1%) наблизилась до нижньої межі цільового діапазону.

Така динаміка інфляції наприкінці року була неочікуваною не лише для НБУ, але й для інших організацій (графік 2). Це може бути пояснене недооцінкою впливу ревальвації гривні на уповільнення інфляції та реалізацією кількох позитивних шоків (рекордний врожай зернових та олійних культур, суттєвий приплив боргового капіталу, падіння світових цін на енергоносії).

**Графік 2. Прогнози інфляції на кінець року зроблені в жовтні\* 2019 р.**



Прийняті Правлінням Національного банку у січні-жовтні рішення щодо збереження або зниження рівня облікової ставки були консистентними з

досягненням задекларованої цілі у I кварталі 2020 року (термін досягнення цілі з інфляції не відстрочувався, на горизонті монетарної політики інфляція поверталася в цільовий діапазон). Рішення з монетарної політики також ураховували суттєві проінфляційні ризики, які залишалися актуальними впродовж року. Сприйняття таких ризиків було асиметричним, ураховуючи, що інфляція протягом 2017-2019 років перебувала вище цільового діапазону. Відповідно відкладення досягнення цілі з інфляції на пізніші періоди у випадку реалізації окремих ризиків мало б з точки зору Правління негативні наслідки для довіри до Національного банку.

У грудні 2019 року, на тлі суттєвого уповільнення фактичної інфляції, Правління Національного банку на «проміжному засіданні» прийняло рішення щодо досить значного зниження облікової ставки (на 2 в. п.) за умов фактичної відсутності офіційно переглянутого прогнозу. Прийняття рішень щодо переходу до стрімкого пом'якшення/ужорсточення монетарної політики на «проміжних засіданнях» не є типовим для центральних банків-таргетерів інфляції та вимагає більш змістовної та детальної комунікації з усіма зацікавленими сторонами. Тому таке рішення без зміни прогнозу на думку Ради було недостатньо пояснено через канали комунікацій Національного банку. За оцінками Ради це рішення не буде мати суттєвого впливу на динаміку ІСЦ в першій половині 2020 року. При цьому за інших рівних умов зберігаються інфляційні ризики в другій половині 2020 року.

**Відповідність обраного Правлінням Національного банку горизонту досягнення цілі з інфляції визначенню цінової стабільності.**

Згідно із статтею 1 Закону України Про Національний банк України: цінова стабільність визначається як збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Згідно з усіма офіційними макроекономічними прогнозами Національного банку в 2019 році повернення інфляції до верхньої межі цільового діапазону прогнозувалось в першому кварталі 2020 року, а до середньострокової цілі 5% – наприкінці 2020 року, що відповідало горизонту досягнення цілі з інфляції згідно з визначенням цінової стабільності. Проте фактичне її повернення до цілі відбулось на чотири квартали раніше (в листопаді 2019 року). У 2019 році вперше за останні три роки було досягнуто кількісну ціль з приросту ІСЦ на кінець року (2017 рік –  $8 \pm 2$  п. п; 2018 рік –  $6 \pm 2$  п. п; 2019 рік –  $5 \pm 1$  п. п.), що були передбачені Основними засадами грошово-кредитної політики відповідно на 2017, 2018 та 2019 роки. Не зважаючи на номінальне пом'якшення монетарної політики впродовж всього 2019 року (облікова ставка впродовж квітня-вересня знизилась на 1.5 в. п. до 16.5%), її фактичне пом'якшення (на горизонті дії монетарної політики)<sup>3</sup> розпочалось лише в останньому кварталі 2019 року (графік 3).

<sup>3</sup> Очікуваний (ex-ante) вплив монетарної політики на горизонті дії монетарної політики розраховано як різницю між обліковою ставкою НБУ та офіційним прогнозом інфляції через 12 місяців; Фактичний (ex-post) вплив



**Враховання у прийнятих монетарних рішеннях інших цілей та завдань монетарної політики та їх пріоритетності.**

В умовах стабільного функціонування банківського сектору (за 2019 рік чистий прибуток банківського сектору зріс майже в три рази р/р до 60 млрд грн., кількість збиткових банків скоротилася з 13 у 2018 до 6 у 2019) та перебування системних ризиків у банківському секторі на історично низькому рівні, Національний банк враховував ризики для фінансової стабільності (відкладення співпраці з МВФ, внутрішньополітичні – через рік подвійних виборів, перебіг судових процесів щодо Приватбанку, тощо) під час утримання від послаблення монетарної політики в першій половині 2019 року.

Під час прийняття монетарних рішень Правління Національного банку України зважало не лише на необхідність приведення інфляції до цільового рівня, а і додаткове стримування сукупного попиту, який за оцінками Правління протидіяв зниженню інфляції до цільових параметрів. Тому це певною мірою обмежувало можливості пришвидшення економічного зростання проте відповідало пріоритетності основних функцій Національного банку. Згідно із Звітом Правління передчасне або надто швидке зниження облікової ставки могло мати короткострокові вигоди для економічного зростання, однак позбавило б економіку довгострокових переваг, які несе цінова стабільність. Як вважало Правління на початку 2019 року передчасне пом'якшення монетарної політики на початку року додало б економічному зростанню волатильності, а повернення інфляції до цілі вимагало б проведення більш жорсткої монетарної політики порівняно з базовим сценарієм у 2020 році, що негативно відобразилося б на економічному зростанні вже у 2021 році. Але як можна констатувати ex post Правління переоцінило вплив економіко-політичних ризиків на інфляцію.

монетарної політики розраховано як різницю між обліковою ставкою НБУ та фактичною інфляцією через 12 місяців.

В умовах відтермінування співпраці з МВФ та суттєвих виплат за зовнішнім боргом, жорсткі монетарні умови дозволили підтримати рівень міжнародних резервів (25.3 млрд дол США або 3.9 місяці майбутнього імпорту станом на кінець 2019 року). У грудні 2019 року Національним банком було придбано на міжбанківському валютному ринку 3 млрд дол. США, а надлишкова ліквідність була абсорбована за допомогою депозитних сертифікатів. Здійснення операцій з регулювання ліквідності в таких значних обсягах вплине на перерахування прибутку до державного бюджету у 2020 році через механізм формування загальних резервів.

Жорстка монетарна політика сприяла збереженню високої дохідності за державними цінними паперами в реальному вимірі і як наслідок припливу інвестицій нерезидентів в ОВДП (в 2019 році обсяг ОВДП у власності нерезидентів зріс на 109.4 млрд грн). Водночас зміцнення номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК) ускладнило виконання дохідної частини державного бюджету (негативний вплив близько 30 млрд. грн.), а посилення реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) стимулювало погіршення стану зовнішньоторговельного балансу.

#### **Узгодженість застосування різних інструментів монетарної політики.**

Як і передбачається режимом інфляційного таргетування облікова ставка була основним інструментом монетарної політики. Операційною ціллю проведення монетарних операцій залишалось утримання значення Українського індексу міжбанківських ставок для кредитів та депозитів овернайт у гривні (UIIR) на рівні, близькому до рівня облікової ставки та у межах коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу овернайт ( $\pm 2$  п. п. від облікової ставки).

В умовах сприятливої ситуації на валютному ринку, що була зумовлена зростанням валютних надходжень від експорту, припливом портфельних іноземних інвестицій в державні гривневі цінні папери та нижчими обсягами репатріації дивідендів за кордон, та необхідності суттєвих виплат за зовнішнім боргом політика валютних інтервенцій не протидіяла тренду укріплення обмінного курсу. Проте ефект перенесення укріплення гривні на споживчі ціни виявився значно сильнішим, ніж попередні оцінки Національного банку, що пояснюється тим, що період достатньо тривалого та фундаментального укріплення національної валюти є новим явищем в монетарній історії України. Адекватна оцінка цього ефекту на основі наявних історичних даних, що покривають переважно період фіксованого обмінного курсу або кризових явищ в економіці, була суттєво ускладненою. Укріплення гривні сприяло різкому зниженню імпортованої інфляції, поліпшенню інфляційних очікувань та досягненню раніше задекларованої цілі вже у 2019 році.

Під час домінування ревальваційного тиску на гривню упродовж більшої частини 2019 року Національний банк мав змогу одночасно сприяти досягненню цілі з інфляції та виконанню завдання з накопичення міжнародних резервів. Так, поступове укріплення НЕОК гривні слугувало дезінфляційним фактором. За

підсумками року чиста купівля валюти Національним банком сягнула 7.9 млрд дол. США, що є найвищим показником за останні 14 років. Приплив коштів від нерезидентів для інвестицій у гривневі ОВДП пояснював лише близько половини обсягу інтервенцій Національного банку за 2019 рік.

На початку 2019 року Національний банк затвердив вісім нормативно-правових актів, які стали основою нової системи валютного регулювання та привели її у відповідність до Закону України «Про валюту і валютні операції». Нове валютне законодавство набрало чинності 07 лютого 2019 року та замінило попередню законодавчу базу з понад 50 документів, запровадивши послаблення на валютному ринку, перелік яких згодом було розширено та доповнено. Загалом протягом 2019 року Національний банк скасував понад 30 валютних обмежень, що стосувалися як фізичних так і юридичних осіб. Приймаючи рішення про скасування валютних обмежень, Національний банк зважав на мінімальну ймовірність дестабілізації валютного ринку від здійснення таких кроків з огляду на рівень його розвитку та домінуванням на ньому ревальваційного тиску.

**Належна реалізація прийнятих монетарних рішень, зокрема реакція процентних ставок міжбанківського кредитного ринку та подальша трансмісія в показники фінансових ринків.**

Динаміка процентних ставок впродовж першої половини 2019 року визначалась переважно рівнем ліквідності банківської системи. Рішення Правління Національного банку щодо зниження рівня облікової ставки на 0.5 п. п. в квітні, липні та вересні до 17.5%, 17% та 16.5% річних відповідно відобразилося в пропорційному зниженні Українського індексу міжбанківських ставок для кредитів та депозитів овернайт у гривні (UIIR, що є індикатором рівня процентних ставок для цілей монетарної політики), проте практично не вплинуло на процентні ставки за новими кредитами та депозитами для домашніх господарств. Подальше зниження облікової ставки до 15.5% та 13.5% річних в жовтні та грудні додатково вплинуло на зниження процентних ставок за новими кредитами та депозитами для суб'єктів господарювання, у той час як сегмент домогосподарств залишався інертним до змін облікової ставки через вплив кон'юнктурних та структурних чинників. Зокрема, слабший відгук ставок за депозитами на зменшення інших ринкових ставок пояснюється конкуренцією банків з приватним українським капіталом за ресурси та відносно негнучкими ціновими стратегіями державних банків порівняно з іншими банками. Додатковим чинником залишались все ще високі інфляційні очікування. Переважання в структурі наданих домогосподарствам кредитів споживчого кредитування залишалось ключовим фактором слабкої реакції цього сегменту на зміну облікової ставки, а збереження високого попиту на такі кредити призвело навіть до незначного збільшення їх вартості. Також подальша трансмісія більш стрімкого зниження облікової ставки в жовтні та грудні (сумарно на 3.0 в. п.) в показники процентних ставок за кредитами та депозитами суб'єктів господарювання та домашніх господарств була обмеженою через горизонт дії монетарної політики (9-18 місяців).



Динаміка дохідності за державними цінними паперами значною мірою обумовлювалась потребами уряду в рефінансуванні та можливостями його доступу до зовнішніх ринків. Так в першій половині року Мінфін продовжував утримувати ставки за ОВДП на високому рівні навіть в умовах початку циклу пом'якшення монетарної політики проте у другій половині 2019 року, в умовах суттєвого покращення очікувань, зниження дохідності за державними цінними паперами відбувалось навіть швидше ніж зменшення облікової ставки.

**Враховання можливих альтернатив для прийнятих монетарних рішень з аналізом їх переваг і недоліків для досягнення цілей монетарної політики.**

Під час прийняття рішень з монетарної політики в січні та березні Правління аналізувало такий спектр можливих рішень щодо рівня облікової ставки – зниження, утримання на поточному рівні або підвищення облікової ставки; в квітні, червні та липні розглядались рішення щодо зниження облікової ставки або утримання її на поточному рівні; в вересні, жовтні та грудні розглядалися лише рішення щодо зниження облікової ставки. На відміну від попередніх рішень, в грудні 2019 року Правління прийняло рішення знизити облікову ставку навіть швидшими темпами ніж рекомендувала більшість членів КМП (за зниження облікової ставки на 150 б.п. до 14.0% та на 200 б.п. до 13.5% висловились шість та чотири члени КМП відповідно).

**Щодо належного врахування в макроекономічному прогнозі наявної інформації та ризиків**

**Узгодженість прийнятих рішень щодо облікової ставки та базового сценарію макроекономічного прогнозу.**

Впродовж 2019 року Правління Національного банку чотири рази (в січні, квітні, липні та жовтні) приймало рішення на основі оновленого макроекономічного прогнозу. Прийняті рішення щодо облікової ставки залишались узгодженими з базовим сценарієм макроекономічного прогнозу та раніше оголошеним поверненням інфляції до верхньої межі цільового діапазону в першому кварталі 2020 року. Згідно із офіційними прогнозами динаміка ІСЦ в межах 2019 року залишалась практично незмінною. Відповідно до всіх чотирьох офіційних прогнозів 2019 року інфляція мала увійти в межі цільового діапазону в I кварталі 2020 року та поступово знизитись до середньострокової інфляційної цілі до кінця 2020 року. Проте її фактичне уповільнення наприкінці 2019 року було більш стрімким та значно відхилилося від прогнозної траєкторії.

Прийняті рішення щодо розміру облікової ставки також відхилялися від траєкторії базового сценарію, якщо після затвердження макроекономічного прогнозу з'являлися нові невраховані в ньому ризики або відбувалася зміна макроекономічних умов. Відповідно до звіту Правління впродовж 2019 року прийняті рішення відхилялися від базового сценарію двічі – у червні та грудні. У червні монетарна політика була жорсткішою, ніж передбачалося базовим

сценарієм квітневого макроекономічного прогнозу. Це відхилення було обґрунтоване посиленням низки ризиків (зокрема стрімким розширенням внутрішнього попиту та посиленням волатильності на фінансових ринках). У грудні монетарна політика була м'якшою, ніж передбачалося жовтневим макропрогнозом. На тлі суттєвого уповільнення фактичної інфляції, Правління Національного банку на «проміжному засіданні» прийняло рішення щодо досить значного зниження облікової ставки (на 2 в. п.) за умов фактичної відсутності офіційно переглянутого прогнозу. Прийняття рішень щодо переходу до стрімкого пом'якшення/ужорсточення монетарної політики на «проміжних засіданнях» не є типовим для центральних банків-таргетерів інфляції та вимагає більш змістовної та детальної комунікації з усіма зацікавленими сторонами.

**Врахування відомих на момент підготовки фактів у припущеннях макроекономічного прогнозу, які насамперед важливі для цінової динаміки.**

У макроекономічних прогнозах ураховувалася найбільш вірогідна на момент затвердження прогнозів інформація. Серед припущень, які переглядалися виділяються такі: ціни на залізну руду; ціни на імпортований природний газ; урожай зернових в Україні; зростання світової економіки; апетит міжнародних інвесторів до ризикових активів; адміністративно регульовані тарифи та акцизи. Ключовими припущеннями всіх прогнозів було продовження співпраці України з МВФ та виконання взятих на себе зобов'язань за новою програмою SBA.

Частина припущень, що лежали в основі прогнозів не матеріалізувалась (слабший приплив капіталу в країни, ринки яких розвиваються; зниження врожаю зернових після рекорду в попередньому році; перехід банківської системи до стану дефіциту ліквідності наприкінці 2020 року) та були поступово переглянуті. Однак згідно із Звітом Правління, станом на початок 2019 року оцінка Національного банку щодо врожаю зернових у 2019 році були однією з найближчих до факту серед інших організацій. На початку року більшість прогнозних організацій не очікували рекордного врожаю зернових в Україні два роки поспіль.

За оцінкою Правління з огляду на суттєві ризики зниження ставки у першому півріччі 2019 року відбувалося дещо повільніше, ніж закладалося в січневому прогнозі. В разі посилення несприятливих тенденцій інфляція зазнала б суттєвого зростання. Також прогнози Правлінням Національного банку мають враховуватися в альтернативних сценаріях той факт, що хоча в грудні 2019 року було досягнуто принципової домовленості щодо нової програми співпраці з фондом, запланованого схвалення Верховною Радою України необхідних законопроектів не відбулось.

**Наявність/відсутність систематичних похибок у макроекономічному прогнозі, особливо у порівнянні з іншими організаціями.**

Національний банк запровадив практику щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів, зокрема щодо перевірки систематичної наявності

помилку в один бік, спроможності передбачати розворот тенденцій, порівняння точності прогнозів у часі та з іншими організаціями. В першій половині 2019 року<sup>4</sup> Національний банк, в межах практики щорічного оцінювання своїх макроекономічних прогнозів, опублікував ключові висновки щодо оцінювання точності прогнозів ІСЦ, реального ВВП та сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Точність прогнозів Національного банку щодо інфляції та реального ВВП є середньою, а сальдо поточного рахунку платіжного балансу – вищою з-поміж прогнозів таких організацій: МВФ, Міністерство економічного розвитку і торгівлі, Dragon Capital, ICU, Альфа-Банк Україна, Райффайзен Банк Аваль, J.P. Morgan, ОТП Банк, Goldman Sachs, консенсусні прогнози Focus Economics та Consensus Economics, опитування Національним банком фінансових аналітиків.

Рейтинг прогнозів будувався на основі середніх абсолютних помилок прогнозу (точність прогнозу окремої організації була визначена як різниця між середньою помилкою її прогнозу та середньою помилкою за всіма організаціями) та скоригованих (на «ефект часу») середніх абсолютних помилок (чим пізніше зроблений прогноз, тим більшою стає вага його помилки). Без врахування «ефекту часу» (збільшення вагових коефіцієнтів помилок при зменшенні проміжку часу від прогнозу до появи фактичних даних) прогнози Національного банку щодо інфляції є одними з найбільш близьких до фактичних значень-поміж охоплених прогнозів, але з урахуванням вищезазначеного ефекту мають дещо вищу середню помилку прогнозу серед обраних організацій. Вплив часового ефекту на точність прогнозу реального ВВП практично відсутній, а точність прогнозу дефіциту поточного рахунку платіжного балансу під його впливом хоча і погіршується але залишається краще ніж в більшості інших організацій.

Офіційні прогнози Національного банку щодо інфляції впродовж 2019 виявилися точнішими в порівнянні з іншими організаціями як на початку так і наприкінці 2019 року (графік 2).

У цілому прогнози Національного банку та консенсусні прогнози (які, як правило, точніші, ніж прогнози окремих організацій) здебільшого є дуже близькими. Порівняння точності прогнозів Національного банку (інфляції, ВВП, сальдо поточного рахунку) з результатами інших центральних банків регіону (Чехії, Сербії, Польщі, Угорщини) показали, що в середньому точність прогнозів Національного банку є співставною<sup>5</sup>.

#### **Повнота відображення у макроекономічному прогнозі ризиків.**

Основним внутрішнім ризиком як січневого так і квітневого макроекономічних прогнозів було розгортання нового політичного циклу та посилення невизначеності в рік президентських та парламентських виборів. Цей ризик матеріалізувався вже в травні 2019 року через оголошення дострокових виборів до парламенту. Проте на відміну від попередніх періодів зростання політичної турбулентності не призвело до збільшення попиту на іноземну валюту та погіршення інфляційних очікувань. Це може бути свідченням не лише

<sup>4</sup> Інфляційний звіт, Квітень 2019 року.

<sup>5</sup> Для порівняння помилок прогнозу по ІСЦ та ВВП вони були нормалізовані відповідно до середнього значення цих показників у відповідній країні.

сприятливої зовнішньої кон'юнктури (зростання цін на основні товари українського експорту, сприятлива ситуація на зовнішніх фінансових ринках) але й додатковим підтвердженням ефективності режиму інфляційного таргетування та виваженої монетарної політики.

Ключовими зовнішніми ризиками січневого макроекономічного прогнозу були охолодження світової економіки, падіння світових цін на товари українського експорту, ескалація конфлікту з Росією та невизначеність щодо транзиту газу через Україну після 2019 року. Під час квітневого перегляду макроекономічного прогнозу частина ризиків матеріалізувалась (ризик охолодження світової економіки), а частина не втратила своєї актуальності (падіння світових цін на товари українського експорту, геополітичні ризики та невизначеність щодо транзиту газу через Україну після 2020 року). Також перелік ризиків було доповнено зміною настрою нерезидентів щодо інвестицій в ОВДП. В липневому макроекономічному прогнозі головними внутрішніми ризиками були: затримка у проведенні ключових реформ або кроки з нівелювання попередніх досягнень, зокрема через судові та законодавчі рішення, що могли суттєво посилити вразливість економіки України та стати на заваді продовженню співпраці з МВФ. Можливим ризиком також було збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП та відповідне зміцнення обмінного курсу. В жовтні 2019 року було підтверджено актуальність попередньо озвучених ризиків: відтермінування укладання нової програми співпраці з МВФ та посилення загроз для макрофінансової стабільності, насамперед внаслідок рішень українських судів.

Зазначений перелік ризиків був достатньо повним та дозволяв побудувати адекватні альтернативні сценарії макроекономічних прогнозів та відповідної реакції з боку монетарної політики, зокрема більш швидке зниження облікової ставки в умовах збільшення попиту нерезидентів на гривневі ОВДП.

**Підготовка альтернативних сценаріїв прогнозу, які відповідають найбільш значущим ризикам.**

Згідно із Звітом Правління під час засідань комітету з питань монетарної політики розглядається як базовий сценарій прогнозу так і альтернативні варіанти, що відповідають найбільш значущим ризикам. Розгляд прогнозів супроводжується наданням пропозицій щодо можливих варіантів реакції монетарної політики (зміни облікової ставки) у випадку матеріалізації альтернативних сценаріїв. Зокрема під час засідання Правління з питань монетарної політики в квітні були розглянуті три альтернативних сценарії та можливі варіанти реакції на них облікової ставки Національного банку. Як альтернативні розглядалися також сценарії макроекономічного прогнозу, які передбачали суттєвіший інфляційний тиск. Це сценарії тривалої затримки отримання траншів за програмою МВФ та стрімкого підвищення мінімальної заробітної плати в 2020 році. В липні 2019 року серед альтернативних сценаріїв розглядалися приплив гарячого капіталу та зупинка транзиту газу у 2020 році. Національний банк у разі реалізації таких сценаріїв мав реагувати як швидшим пом'якшенням монетарної політики (у разі припливу гарячого капіталу) так і

жорсткішою монетарною політикою за рахунок відтермінування зниження облікової ставки та повільнішого пом'якшення монетарної політики (наприклад у разі зупинки транзиту газу).

Водночас декларування новим урядом прискорення реалізації ключових реформ окреслило позитивний ризик прискорення економічного зростання. Для оцінки макроекономічних ефектів такого розвитку ситуації був розроблений макроекономічний сценарій та оцінені наслідки для економічної політики. Ефект на інфляцію в цілому було оцінено як нейтральний через взаємну компенсацію окремих каналів впливу (зміцнення гривні компенсуватиме високий споживчий та інвестиційний попит). Облікова ставка може знизитись суттєвіше через зниження нейтрального рівня процентної ставки з огляду на зниження премії за ризик інвестування в українські активи та більш швидку ревальвацію рівноважного реального обмінного курсу гривні.

Під час прийняття рішень з монетарної політики з-поміж наявних варіантів Правління надавало перевагу консервативнішому оскільки ризики зниження інфляції нижче цільового рівня є менш значущими порівняно з перевищенням нею цілі, враховуючи тривалий час перебування інфляції вище цільового діапазону та необхідність мінімізації ризиків зниження довіри до монетарної політики Національного банку.

#### **Щодо належного спрямування комунікацій на пояснення цілей і рішень з монетарної політики**

Загально визнаними результатами ефективних комунікацій є можливість впливати на очікування економічних агентів (в тому числі щодо збільшення передбачуваності майбутніх рішень з монетарної політики) та майбутню вартість фінансових активів (принаймні в короткостроковій перспективі).

Загалом за минулий рік Національний банк провів вісім прес-брифінгів для ЗМІ щодо рішень з монетарної політики та оприлюднив понад 30 прес-релізів на теми монетарної політики й рівня інфляції. Окремо надано близько 100 письмових відповідей та коментарів на запити ЗМІ щодо інфляції та монетарної політики.

Початок публікації прогнозу облікової ставки з липня 2019 року став важливим кроком у покращенні очікувань щодо змін у політиці. Проведенні фахівцями НБУ розрахунки<sup>6</sup> свідчать, що протягом 2019 року очікування учасників ринку щодо процентних ставок були достатньо інерційними – фактично реагували лише на поточну зміну облікової ставки НБУ. Ситуація змінилася після публікації НБУ свого прогнозу облікової ставки. Пов'язане з цим зменшення невизначеності сприяло зниженню очікувань учасників ринку, особливо на середньострокову перспективу.

Фактична динаміка ІСЦ в останньому кварталі 2019 року суттєво відрізнялась від оголошених офіційних прогнозів не лише Національного банку, але й інших організацій (графік 2). За таких обставин, на проміжному засіданні з питань монетарної політики, Правління прийняло рішення щодо

<sup>6</sup> Більш детально див. Інфляційний звіт НБУ, Січень 2020 р., ст. 31-32

пришвидшеного переходу до пом'якшення монетарної політики (облікову ставку було знижено одразу на 200 б. п.) за умов фактичної відсутності офіційно переглянутого прогнозу. Пояснення причин суттєвої розбіжності між прогнозом та фактичним стрімким уповільненням інфляції та рішення щодо переходу до стрімкого пом'якшення монетарної політики на «проміжних засіданнях» вимагає більш змістовної та детальної комунікації з усіма зацікавленими сторонами.

### Висновки

Впродовж більшої частини 2019 року траєкторія приросту індексу споживчих цін перевищувала цільовий діапазон, що був визначений Основними засадами грошово кредитної політики на 2019 рік. У другій половині року інфляція почала уповільнюватися, а в останньому кварталі 2019 року темпи її уповільнення пришвидшились – у жовтні 2019 року значення індексу споживчих цін наблизилося до верхньої межі цільового діапазону, а за підсумками року – до його нижньої межі. Стрімке уповільнення інфляції до меж цільового діапазону стало результатом послідовного ужорсточення монетарної політики Правлінням Національного банку впродовж 2018 року та її утримання на такому рівні впродовж більшої частини 2019 року.

Згідно з усіма офіційними макроекономічними прогнозами Національного банку в 2019 році повернення інфляції до верхньої межі цільового діапазону прогнозувалось в першому кварталі 2020 року, а до середньострокової цілі 5% – наприкінці 2020 року, що відповідало горизонту досягнення цілі з інфляції згідно з визначенням цінової стабільності. Проте фактичне її повернення до цілі відбулось на чотири квартали раніше (в листопаді 2019 року). Це може бути пояснене недооцінкою Правлінням *ex ante* впливу ревальвації гривні на уповільнення інфляції та реалізацією кількох позитивних шоків (рекордний врожай зернових та олійних культур, суттєвий приплив боргового капіталу, падіння світових цін на енергоносії). Вплив ефекту перенесення укріплення гривні на споживчі ціни виявився значно сильнішим ніж попередні оцінки Національного банку, що пояснюється тим, що період достатньо тривалого та фундаментального укріплення національної валюти є новим явищем в монетарній історії України. Адекватна оцінка цього ефекту на основі наявних історичних даних, що покривають переважно період фіксованого обмінного курсу або кризових явищ в економіці, була суттєво ускладненою. Укріплення гривні сприяло зниженню імпортованої інфляції, поліпшенню інфляційних очікувань та досягненню раніше задекларованої цілі вже у 2019 році. Таким чином вперше за останні три роки було досягнуто кількісну ціль з приросту ІСЦ на кінець року, що була передбачена Основними засадами грошово-кредитної політики на 2019 рік.

У грудні 2019 року, на тлі суттєвого уповільнення фактичної інфляції, Правління Національного банку на «проміжному засіданні» прийняло рішення щодо досить значного зниження облікової ставки (на 2 в. п.) за умов фактичної відсутності офіційно переглянутого прогнозу. Прийняття рішень щодо переходу до стрімкого пом'якшення/ужорсточення монетарної політики на «проміжних засіданнях» не є типовим для центральних банків-таргетерів інфляції та вимагає

більш змістовної та детальної комунікації з усіма зацікавленими сторонами. Грудневе рішення Правління щодо різкого зниження ставки на 2 в. п. не буде мати суттєвого впливу на динаміку ІСЦ в першій половині 2020 року. При цьому за інших рівних умов зберігаються інфляційні ризики в другій половині 2020 року.

Динаміка процентних ставок впродовж першої половини 2019 року визначалась переважно рівнем ліквідності банківської системи. Подальше зниження облікової ставки до 15.5% та 13.5% річних в жовтні та грудні додатково вплинуло на зниження процентних ставок за новими кредитами та депозитами для суб'єктів господарювання, сегмент домогосподарств залишався не чутливим до змін облікової ставки, що може бути пояснене все ще високими інфляційними очікуваннями та переважанням в структурі наданих домогосподарствам кредитів споживчого кредитування. Також подальша трансмісія більш стрімкого зниження облікової ставки в жовтні та грудні (сумарно на 3.0 в. п.) в показники процентних ставок за кредитами та депозитами суб'єктів господарювання та домашніх господарств була обмеженою через горизонт дії монетарної політики (9-18 місяців). Дохідність за державними цінними паперами значною мірою обумовлювалась потребами уряду в рефінансуванні та можливостями його доступу до зовнішніх ринків.

Дії Національного банку в 2019 р. не достатньою мірою спрямовувалися на посилення стимулів для кредитування банківською системою корпоративного сектору економіки і призводили до поглиблення деформацій фінансового ринку України, де державні цінні папери та депозитні сертифікати НБУ продовжують відігравати домінуючу роль. Частка депозитних сертифікатів НБУ та вимог банків до центрального уряду в структурі внутрішніх активів банків за 2019 р. підвищилась на 3 в. п. і становила 32.3%.

Початок публікації прогнозу облікової ставки з липня 2019 року став важливим кроком у покращенні очікувань щодо змін у монетарній політиці Національного банку. Проведенні фахівцями Національного банку розрахунки свідчать, що протягом 2019 року очікування учасників ринку щодо процентних ставок були достатньо інерційними – фактично реагували лише на поточну зміну облікової ставки НБУ. Ситуація змінилася після публікації Національним банком свого прогнозу облікової ставки. Пов'язане з цим зменшення невизначеності сприяло зниженню очікувань учасників ринку, особливо на середньострокову перспективу.

**СХВАЛЕНО**  
Рішення Ради  
Національного банку України  
від 25 лютого 2020 року № *4-рр*

### **Рекомендації Правлінню Національного банку України**

Відповідно до пункту 13 статті 9 Закону України “Про Національний банк України” Рада Національного банку надає Правлінню наступні рекомендації:

1. До кінця другого кварталу 2020 року актуалізувати дослідження та оцінки щодо ефекту перенесення укріплення обмінного курсу на індекси цін в Україні.
2. Провести дослідження щодо наявності систематичних відхилень в прогностичних моделях Національного банку України, зокрема по блоку ринок праці.
3. Удосконалити аналітичну роботу НБУ з ідентифікації фундаментальних трендів зміцнення обмінного курсу, оцінки рівноважного сальдо поточного рахунку платіжного балансу та оцінки рівноважного обмінного курсу.
4. Переглянути тактику досягнення інфляційної цілі та підтримки низького та стабільного рівня інфляції у середньостроковій перспективі (3-5 років) з урахуванням ризиків, які можуть негативно впливати на інфляцію.

### **Рекомендації Кабінету Міністрів України**

1. Вжити заходів для усунення структурних деформацій на внутрішньому фінансовому ринку, пов'язаних з домінуванням запозичень держави.
2. Розглянути можливість розробки дієвих заходів, що повинні сприяти зниженню залежності надходжень до державного бюджету від коливань обмінного курсу.