



РАДА НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

**ОСНОВНІ ЗАСАДИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ
ПОЛІТИКИ НА 2019 РІК
ТА СЕРЕДНЬОСТРОКОВУ ПЕРСПЕКТИВУ**

Схвалено рішенням Ради Національного банку України
від 11 вересня 2018 року

Київ – 2018

Вступ

Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу (далі – Основні засади) розроблено Радою Національного банку України (далі – Рада Національного банку) відповідно до статті 100 Конституції України і статей 8, 9 та 24 Закону України “Про Національний банк України”.

Основні сутнісні характеристики, цілі, принципи та інструменти монетарної політики Національного банку України (далі – Національний банк) та напрями їх еволюції визначаються Стратегією монетарної політики Національного банку України, яка розроблена та затверджена Радою Національного банку (далі – Стратегія).

Основні засади розроблені на підґрунті Стратегії та деталізують особливості проведення грошово-кредитної (монетарної) політики, у тому числі макроекономічний контекст, у конкретному році та в середньостроковій перспективі.

Основні засади містять деталізацію особливостей проведення грошово-кредитної (монетарної) політики в 2019 році та на наступні два роки.

Ураховуючи статтю 99 Конституції України та статтю 6 Закону України “Про Національний банк України”, на виконання основної функції Національного банку – забезпечення стабільності грошової одиниці України пріоритетною ціллю грошово-кредитної (монетарної) політики залишатиметься досягнення та підтримка цінової стабільності в державі. Другою за пріоритетністю ціллю є сприяння фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи, якщо це не перешкоджає досягненню і підтримці цінової стабільності. Третьою – сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає першим двом цілям. Відповідно до статті 1 Закону України “Про Національний банк України” цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання в середньостроковій перспективі (від трьох до п’яти років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Для досягнення та забезпечення цінової стабільності Національний банк використовує монетарний режим інфляційного таргетування, оскільки досягнення цінової стабільності найкраще кореспондує із забезпеченням стійких темпів приросту ВВП й усуває передумови для непередбачуваних та суб’єктивно вмотивованих рішень щодо змін у монетарній політиці.

Стратегія грошово-кредитної (монетарної) політики визначає кількісну ціль щодо інфляції – 5% у середньостроковій перспективі.

Ключова (облікова) ставка є основним інструментом грошово-кредитної (монетарної) політики.

Національний банк продовжуватиме дотримуватися плаваючого курсоутворення, маючи на увазі, що монетарна політика не спрямовуватиметься на досягнення певного рівня або діапазону обмінного курсу. Зазначене не виключає можливості проведення Національним банком валютних інтервенцій з метою:

накопичення міжнародних резервів;

згладжування різких змін обмінного курсу гривні, які не ґрунтуються на змінах фундаментальних чинників в економіці;

підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту монетарної політики.

Оскільки забезпечення сталого економічного розвитку в Україні неможливе без поступу в здійсненні реформ, Національний банк разом з Урядом України докладатиме всіх зусиль для продовження виконання заходів із реформування економіки та фінансової системи, у тому числі передбачених співпрацею з МВФ та іншими міжнародними фінансовими організаціями.

Рада Національного банку на виконання Конституції України та Закону України “Про Національний банк України” здійснює контроль за проведенням монетарної політики та здійснює аналіз її впливу на стан соціально-економічного розвитку. Сутність контролю полягає в аналізі відповідності прийнятих рішень з монетарної політики необхідності досягнення визначених цілей та наявним на момент ухвалення рішень ризикам, а також якості припущень та прогнозу макроекономічного розвитку, зокрема інфляції. На підставі цього аналізу Рада Національного банку розробляє пропозиції щодо внесення, у разі потреби, відповідних змін до здійснення монетарної політики.

1. Проведення грошово-кредитної політики у 2019 році та середньостроковій перспективі

1.1. Зовнішнє макроекономічне середовище

У 2018 році світова економіка демонструє високі темпи економічного зростання – на рівні середніх до глобальної фінансової кризи. Такі темпи спостерігаються в усіх основних регіонах – як у розвинених країнах, так і країнах, що розвиваються. Відповідно спостерігається значне зниження рівня безробіття в багатьох країнах, зокрема в найбільшій економіці світу, США. Зростаючі темпи світової торгівлі та інвестицій продовжують підживлювати високі темпи світового зростання. Інфляція в розвинених країнах поступово починає зростати від своїх мінімальних рівнів, хоча залишається ще нижче від показників, які визначені їх центральними банками як цільові.

Утім середньострокові перспективи світової економіки порівняно із поточним станом є менш оптимістичні, у тому числі як для розвинених економік, так і для більшості країн – експортерів сировинних і промислових товарів. Для розвинених економік це пов'язано із швидким зростанням частки населення пенсійного віку та низьким рівнем зростання загального фактору продуктивності.

Також очікується пришвидшення інфляційних процесів і відповідна нормалізація монетарної політики в розвинених країнах, що полягає, головним чином, у згортанні політики кількісного пом'якшення в умовах відсоткових ставок, близьких до нульових. Зокрема, очікується як подальше підвищення процентної ставки ФРС, так і поступове скорочення обсягу активів на її балансі. ЄЦБ до кінця 2018 року також планує згорнути програму кількісного пом'якшення та підвищувати відсоткові ставки.

Такий розвиток подій зменшуватиме попит на ризикові фінансові активи серед інвесторів і відповідно зумовлюватиме більш жорсткі фінансові умови для країн, що розвиваються. Уже в першому півріччі 2018 року на тлі зміцнення долара США посилюється тиск на фінансові ринки цих країн, особливо тих, що мали найбільший рівень зовнішньої вразливості, зокрема Аргентини, Туреччини та низки інших країн. Однак загалом країни, що розвиваються, наразі більш підготовлені до протидії фінансовому тиску, ніж, наприклад, напередодні азійської кризи кінця 90-х років чи глобальної фінансової кризи 2007 – 2008 років. Зокрема, ці країни мають більші міжнародні резерви, нижчі дефіцити поточного рахунку, використовують режими більш гнучкого обмінного курсу та мають у своєму арсеналі системніші макропруденційні інструменти. До цих країн можна віднести й Україну, яка перейшла до режиму із плаваючим курсом, а у якості номінального якоря вибрала цінову стабільність. На жаль, повільне просування структурних реформ в Україні не дало змоги суттєво підвищити економічне зростання після кризи 2014 – 2015 років і Україна все ще потребує суттєвої фінансової підтримки з боку міжнародних інвесторів, зокрема МВФ, для подолання фінансових розривів та скорочення зовнішнього боргу по відношенню до розміру економіки у наступних роках.

Глобальне піднесення світової економіки підтримуватиме ціни на світових товарних ринках, що може сприяти українському експорту. Тому очікується, що ціни на чорні метали залишатимуться високими через зростання попиту, у тому числі з боку машинобудівної галузі, у той час як світові ціни на зернові поволі підвищуватимуться на тлі прискорення зростання світового споживання. Також очікується, що попри стабільне зростання попиту, ціни на нафту коливатимуться близько поточного рівня через нарощення обсягів її видобутку країнами – членами угоди ОПЕК+ та збільшення виробництва сланцевої нафти в США. Разом з тим країни з ринками, що формуються, зіткнулися з проблемою значної корпоративної заборгованості, сформованої в період низьких

процентних ставок, тому створення більш жорстких фінансових умов може суттєво загальмувати економіки країн-боржників.

Однак останнім часом у світовій економіці зростають ризики, реалізація яких може зумовити відхилення від наведеного вище сценарію стійкого зростання в середньостроковій перспективі. Зокрема, це стосується:

посилення протекціоністських заходів окремими країнами та відповідного скорочення світової торгівлі з відкладенням інвестиційних проектів;

більш швидкого зростання процентних ставок у розвинених країнах, зокрема через прискорення інфляції, що, у тому числі може спричинити перехід до жорсткіших фінансових умов для країн, що розвиваються та відповідно більш значних і неочікуваних коливань цін на сировинні товари;

геополітичних конфліктів та торговельних воєн тощо.

У разі реалізації цих ризиків на глобальний попит корекція фінансових умов та цін на сировину може посилюватись. Така корекція може мати нерівномірний у часі характер, підживлюючи додаткові курсові коливання в країнах з ринками, що формуються.

1.2. Внутрішнє макроекономічне середовище

Очікується, що протягом наступних трьох років темп зростання економіки України може прискоритися до 3 – 4 відсотків у реальному вимірі. Профіль зростання в основному визначатиметься ситуацією на зовнішніх сировинних ринках та швидкістю втілення структурних реформ в Україні. Основною складовою зростання економіки залишатиметься приватне споживання, а також очікується активізація інвестиційної діяльності підприємств. Суттєвим стимулом до підвищення інвестиційної активності залишатиметься необхідність модернізації виробництва та сертифікації продукції для розширення доступу до європейського ринку, а також поступове зниження відсоткових ставок.

Ще одним важливим фактором розвитку вітчизняної економіки буде зміна інтенсивності трудової міграції. З одного боку, збільшення працевлаштування українців за кордоном збільшує їх доходи та поточні надходження валюти в країну, що наразі позитивно відображається на стані поточного рахунку платіжного балансу та динаміці обмінного курсу. З іншого – посилення міграційних процесів обмежуватиме пропозицію робочої сили всередині країни та створюватиме тиск на зарплати, що, у свою чергу, знижуватиме цінову конкурентоспроможність вітчизняних підприємств. Відплив висококваліфікованих фахівців за кордон буде послаблювати продуктивність

праці як в окремих, зокрема високотехнологічних галузях економіки, так і в інших сферах, таких як освіта, охорона здоров'я, сфера послуг та інші.

Макроекономічний прогноз Національного банку ґрунтується на достатньо консервативних припущеннях щодо темпів реалізації структурних реформ. Тим не менш проведення більш рішучих заходів у проведенні структурних реформ, які визначені як структурні маяки в програмі співробітництва з МВФ, дасть змогу суттєво збільшити обсяги інвестицій і потенціал економічного зростання в Україні. З іншого боку, гальмування структурних реформ негативно впливатиме на бізнес-середовище в Україні та зменшуватиме приплив інвестицій в Україну.

Одночасно пікові навантаження на державний бюджет з погашення державного боргу в наступні роки стримуватимуть економічне зростання.

Відновлення економічної активності з огляду на зростаючий споживчий попит та інтенсивну інвестиційну діяльність за активізації структурних реформ має визначати дефіцит поточного рахунку платіжного балансу на рівні близько 2 – 3 відсотки ВВП у 2019 – 2021 роках. Розширення дефіциту зовнішньої торгівлі може компенсуватися подальшим зростанням трансфертів. У свою чергу, приплив коштів за фінансовим рахунком перекриватиме дефіцит поточного рахунку. Зокрема, передбачається активізація активних залучень боргових ресурсів Урядом України як від офіційних кредиторів, так і на міжнародних ринках капіталу. У результаті обсяг міжнародних резервів залишатиметься на рівні, достатньому для покриття трьох місяців майбутнього імпорту і виконання зобов'язань України та поточних операцій Уряду України і Національного банку.

Поточний прогноз демонструє поступове уповільнення інфляції з нинішніх високих значень до рівня середньострокової інфляційної цілі в 5% до кінця 2019 року. Припущення цього прогнозу базуються на подальшій виваженій монетарній та фіскальній політиці, збільшенні пропозиції харчових товарів за гальмування зростання цін імпорту.

2. Ризики

Існують окремі ризики, які суттєво можуть змінити наведений макроекономічний сценарій. Найсуттєвіші серед них такі.

Ескалація конфлікту на сході України. Найбільш вагомим фактором невизначеності є розвиток ситуації на сході України. Ескалація бойових дій може призвести до погіршення очікувань і негативних соціально-економічних наслідків.

Погіршення ситуації із судноплавством в Чорному та Азовському морях. Це може суттєво зменшити експорт чорних металів та сільськогосподарської продукції зі східного та південного регіонів України.

Гальмування структурних реформ. Суттєвим фактором невизначеності залишаються темпи проведення структурних реформ, необхідних для збереження макрофінансової стабільності. Зокрема, на них негативно впливатиме відсутність імплементації законодавчих змін щодо антикорупційного суду та активного процесу приватизації, створення ринку землі та ринкового механізму визначення вартості газу. Гальмування структурних реформ може призвести до ускладнення доступу України до міжнародних ринків капіталу на тлі високих обсягів погашення зовнішніх боргів у 2019–2020 роках. Особливо цей ризик загострюється на тлі проведення президентських і парламентських виборів у 2019 році.

Трудова міграція. Одним з основних внутрішніх ризиків базового прогнозного сценарію є процеси трудової міграції. Продовження відпливу робочої сили з України високими темпами створюватиме подальше підвищення диспропорцій між попитом та пропозицією на ринку праці, що може призводити до збільшення витрат на оплату праці та відповідно прискорення інфляції разом зі зниженням потенціалу зростання економіки.

Перехід світової економіки у фазу спаду. Ураховуючи те, що темпи зростання в багатьох країнах залишатимуться вище тренду в 2018–2019 роках, існує імовірність “перегріву” глобальної економіки та поступового її переходу у фазу спаду. Серед інших можливих причин рецесії варто виділити ризики ескалації торгових війн, які можуть суттєво стримувати ділову активність на основних ринках сировинних товарів. Уповільнення темпів зростання світової торгівлі через численні торгові протистояння може суттєво вплинути на загальну динаміку глобальної економіки. Зазначене також підвищує ризик падіння цін на світових товарних ринках, зменшення обсягів українського експорту та валютних надходжень.

Відплив капіталу з країн, що розвиваються. Одним із тригерів таких подій може бути надто швидкий перехід центральними банками країн, що формують міжнародну монетарну політику, до більш жорсткої монетарної політики. Зазначене може спричинити відплив капіталу з країн, ринки яких розвиваються, у тому числі з України. У такому разі центральні банки цих країн будуть змушені відреагувати підвищенням своїх відсоткових ставок.

Зниження обсягів транзиту газу через територію України. Суттєвим фактором невизначеності залишаються обсяги транзиту газу через територію України внаслідок будівництва обхідних газопроводів в Європу та Західну Азію. У зв'язку з цим починаючи з 2020 року можливим є суттєве зниження транзиту газу через українську газотранспортну систему, що погіршуватиме стан поточного рахунку платіжного балансу та посилюватиме тиск на обмінний курс гривні.

Негативні демографічні тенденції зумовлюватимуть збільшення бюджетних видатків, що вимагатиме заходів щодо підвищення доходів бюджету та перегляду фіскальної політики.

3. Особливості проведення грошово-кредитної політики у 2019 році

Наразі Національний банк перебуває на першій стадії реалізації режиму інфляційного таргетування. Для цієї стадії характерним є проходження процесу дезінфляції – поступового зниження інфляції до оптимального цільового рівня. У рамках цієї стадії Національний банк значні зусилля спрямовує на досягнення визначених Основними засадами інфляційних цілей та забезпечення необхідних умов для успішного функціонування цього монетарного режиму.

Зокрема, дії Національного банку скеровуватимуться на:

підвищення підтримки суспільством і Урядом України цілі Національного банку щодо досягнення цінової стабільності на засадах режиму інфляційного таргетування;

посилення ролі цілі по інфляції як “номінального якоря” монетарної політики;

подальший розвиток монетарних інструментів;

посилення аналітичної підтримки прийняття рішень з монетарної політики, зокрема в частині вдосконалення модельного інструментарію та проведення досліджень;

удосконалення роботи та розвитку фінансових ринків і післякризове відновлення банківської системи для поглиблення механізму монетарної трансмісії;

створення умов у межах власної компетенції для зниження кредитних ризиків та посилення інших стимулів для кредитування банківською системою реального сектору економіки;

підвищення прозорості монетарної політики та вдосконалення комунікацій із суспільством для ефективного управління очікуваннями економічних агентів.

Водночас передбачається орієнтовна поквартальна траєкторія приросту індексу споживчих цін у річному вимірі для досягнення відповідних кількісних цілей з інфляції:

- березень 2019 року – 5,75% ± 2 п. п.;
 - червень 2019 року – 5,5% ± 2 п. п.;
 - вересень 2019 року – 5,25% ± 2 п. п.
- З кінця грудня 2019 року – 5% ± 1 п. п.

Необхідність зниження інфляції до цільових рівнів зумовлюватиме проведення Національним банком відповідної грошово-кредитної (монетарної) політики у 2019 році. Національний банк поступово пом'якшуватиме монетарну політику, знижуючи облікову ставку, у разі стійкого зниження базової інфляції, сприяючи таким чином економічному зростанню. Водночас підвищення вартості запозичень на міжнародних ринках капіталу через підвищення процентних ставок провідними світовими центральними банками може знижувати можливості Національного банку в пом'якшенні власної монетарної політики.

Національний банк у разі реалізації ризиків, які підсилюватимуть інфляційний тиск і погіршуватимуть очікування економічних агентів, застосовуватиме насамперед облікову ставку для повернення інфляції до цілі в середньостроковій перспективі та поліпшення очікувань. Вплив облікової ставки на фінансовий ринок та економіку забезпечуватиметься завдяки проведенню за нею (або близькою до неї процентною ставкою в разі проведення операцій аукціонного типу) основних операцій з регулювання ліквідності, які мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку.

Досягнення поставлених інфляційних цілей має сприяти забезпеченню стійких темпів економічного зростання. Також політика цінової стабільності сприяє посиленню ринкової конкуренції, що є поштовхом до інвестиційної та інноваційної активності. Цінова стабільність є фундаментальною передумовою зниження довгострокових процентних ставок, що сприятиме розширенню кредитування реального сектору економіки, зменшенню вартості капіталу в економіці, яке має знизити сукупні витрати економічних агентів, унаслідок чого зменшиться тиск на ціни.

Прискорення структурних реформ і краща координація монетарної та фіскальної політики будуть вагомими чинниками підтримки економічного зростання та зниження інфляції до цільових рівнів.

Спрямованість операцій Національного банку з регулювання ліквідності (переважно її надання або стерилізація) у 2019 році визначатиметься структурним дефіцитом чи профіцитом останньої та забезпечуватиме збереження впливу ключової ставки на вартість ресурсів в економіці. Національний банк підтримуватиме ліквідність на достатньому рівні для ефективного функціонування банківської системи та створення умов для кредитної підтримки економічного зростання. Основними чинниками насичення ліквідністю будуть купівля Національним банком іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів та перерахування прибутку до державного бюджету. Вплив цих чинників обмежуватиме погашення Урядом України ОВДП, що знаходяться у портфелі Національного банку.

За збереження профіциту ліквідності основними операціями з її регулювання залишатимуться переважно стерилізаційні операції. У разі суттєвого зростання попиту на готівку та/або купівлі Урядом України іноземної

валюти для погашення зовнішніх боргів банківська система може перейти в стан структурного дефіциту. За таких умов основними операціями Національного банку стануть операції з надання ліквідності.

Національний банк продовжуватиме дотримуватися свого зобов'язання уникати будь-яких форм фіскального домінування над монетарною політикою, у тому числі прямої або непрямой підтримки бюджетних видатків. Унаслідок цього очікується, зокрема, зниження обсягу державних цінних паперів у портфелі Національного банку з огляду на їх поступове планове погашення. Разом з тим координація монетарної політики і фіскальної політики Уряду України, зокрема з питань рівномірності витрачання коштів єдиного казначейського рахунку, здійснення запозичень, визначення адміністративних цін і тарифів, дасть змогу забезпечити ефективне виконання основних функцій Національного банку, визначених Законом України “Про Національний банк України”.

Як додатковий інструмент Національний банк матиме змогу застосовувати інтервенції для згладжування курсових коливань гривні та врівноваження ситуації на валютному ринку. Водночас Національний банк продовжить дотримуватися режиму плаваючого обмінного курсу і не протидіятиме фундаментальним тенденціям обмінного курсу гривні. У міру розвитку валютного ринку Національний банк поступово зменшуватиме свою присутність на ньому, але докладатиме зусиль щодо упередження або швидкого реагування на можливу дестабілізацію на валютному ринку.

Національний банк також у 2018 – 2019 роках упроваджуватиме вимоги нещодавно прийнятого Закону України “Про валюту і валютні операції”. Передбачається, що введення в дію положень цього закону дасть змогу для поступової валютної лібералізації. Разом з тим Національний банк уживатиме всіх можливих заходів та інструментів для упередження ризиків щодо цінової та фінансової стабільності. Тому для забезпечення стійкого економічного зростання та підвищення добробуту населення необхідно вирішити суттєві внутрішні структурні питання та знизити залежність вітчизняної економіки від впливу зовнішніх чинників.

Національний банк продовжуватиме вживати також заходів у напрямі посилення координації монетарної та бюджетної політики.

Рада Національного банку відповідно до Закону України “Про Національний банк України” здійснює контроль за проведенням грошово-кредитної політики та оцінює діяльність Правління Національного банку щодо виконання Основних засад.