



Національний
банк України

Оцінка причин перегляду макроекономічних прогнозів НБУ та їх наслідки для монетарної політики

Київ

22 грудня 2023 року



Особливості макроекономічного прогнозу центрального банку

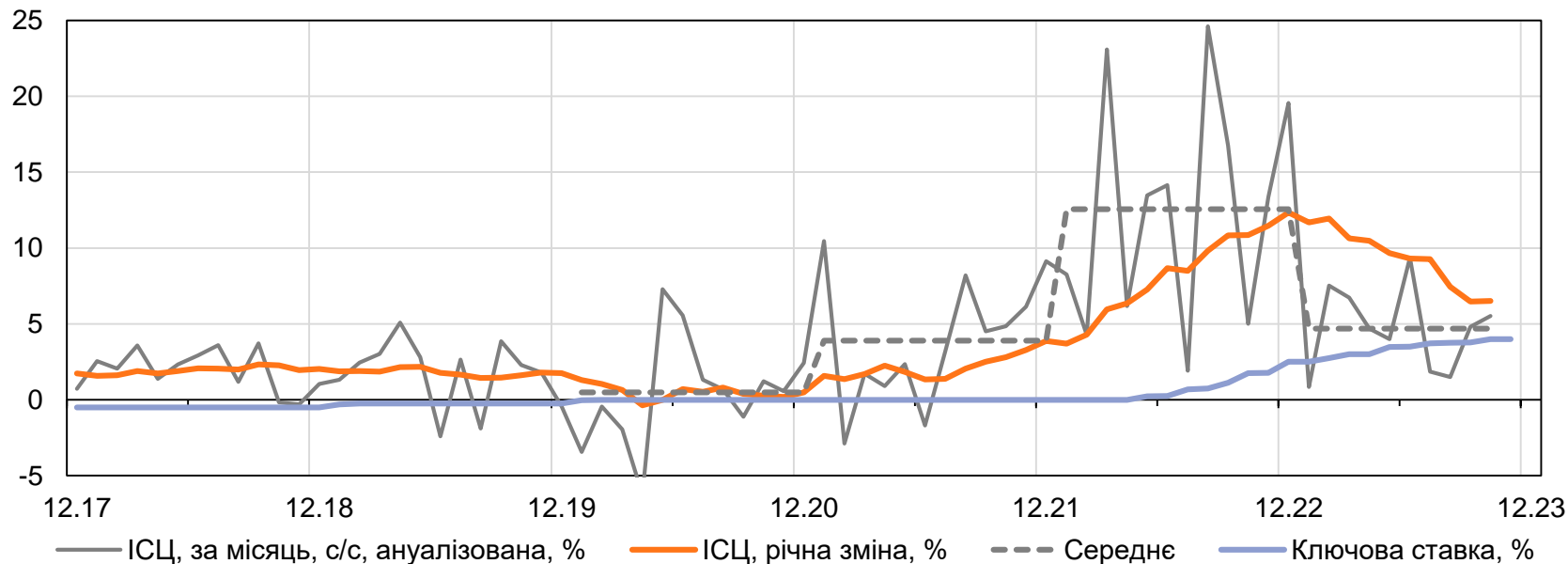
Макроекономічний прогноз центрального банку – основа прийняття рішень з досягнення законодавчо визначених цілей його діяльності. Характеристики/якість прогнозу центрального банку необхідно оцінювати не тільки з точки зору масштабу відхилень від фактичної реалізації показників, але й з огляду на довіру до нього з боку учасників ринку та використання для ухвалення якісних внутрішніх рішень з питань проведення політик.

Відмінності макроекономічного прогнозу ЦБ від експертного прогнозу:

- **відповідальність центробанку за виконання його мандату:** помилка прогнозу може перетворитися на помилку політики з відповідними макрофінансовими наслідками
- **у прогноз центробанку закладаються припущення щодо подальших рішень з монетарної та курсової політики, у тому числі такі, що не оголошуються публічно.** Відтермінування чи скасування таких рішень позначається на точності прогнозів центробанку, не впливаючи на точність експертних прогнозів
- **прогноз має виходити з припущень, які не будуть виглядати занадто зміщеними в бік оптимізму/песимізму з погляду експертного середовища.** Інакше, прогноз не користуватиметься довірою, а впевненість у раціональності рішень ЦБ, які базуються на такому прогнозі – знизяться, зросте невизначеність та посиляться очікування розвороту політики

Прогнозування завжди є полем невизначеності, на якому можуть статися будь-які події. Приклад Швеції

ІСЦ та ключова ставка (Швеція), %

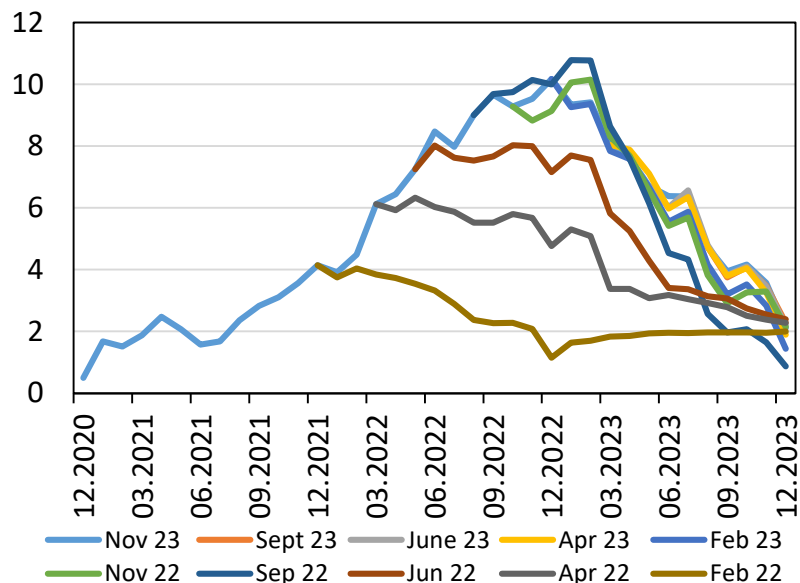


Джерело: Riksbank.

- Швеція перейшла до режиму ІТ однією з найперших в світі і має тривалий досвід його застосування
- Однак у 2023 році монетарна політика ЦБ Швеції виглядала скоріше **backward-looking** (орієнтованою на минуле), ніж **forward-looking** (орієнтованою на майбутнє)
- Ключову ставку підняли вище 1% лише тоді, коли інфляція вже була близько 10% (для Швеції це неймовірно високий рівень інфляції, інфляційна ціль = 2%)

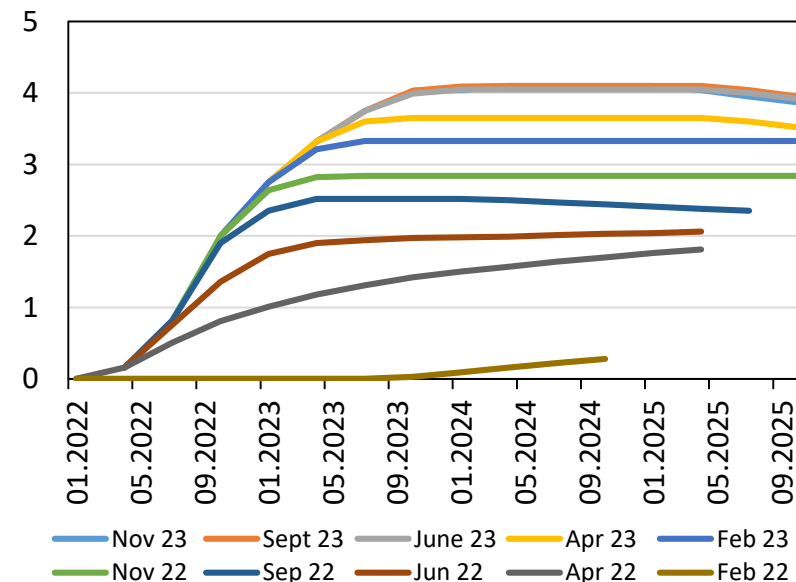
ЦБ Швеції недооцінював масштаб інфляційного шоку, тож в 2022 році постійно переглядав прогнози у бік підвищення

Інфляція, р/р, %



Джерело: Riksbank.

Ключова ставка, %

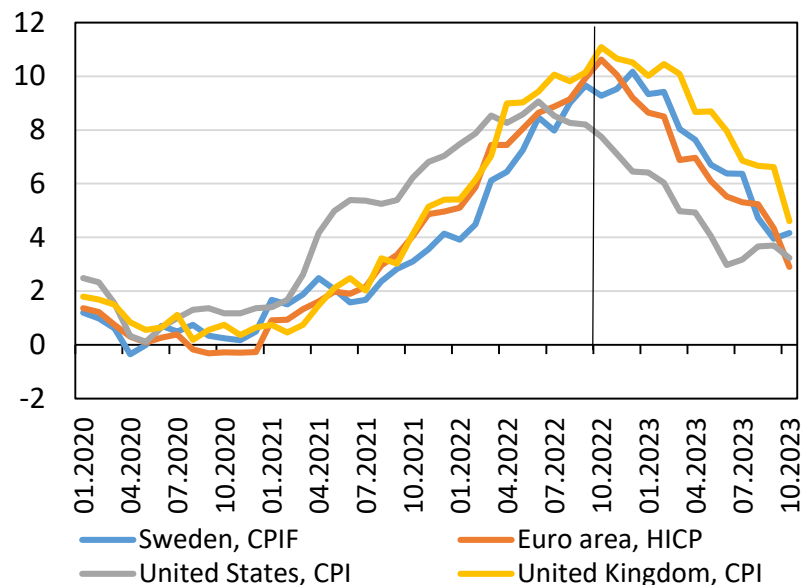


Джерело: Riksbank.

- Масштаб та тривалість інфляційного шоку були систематично недооцінені
- Незважаючи на фактичне падіння інфляції з 10%-го піку до 4%, ключова ставка утримуватиметься досить високою принаймні ще два роки і навіть може бути підвищена (“keeping the door open for further rate rises”)

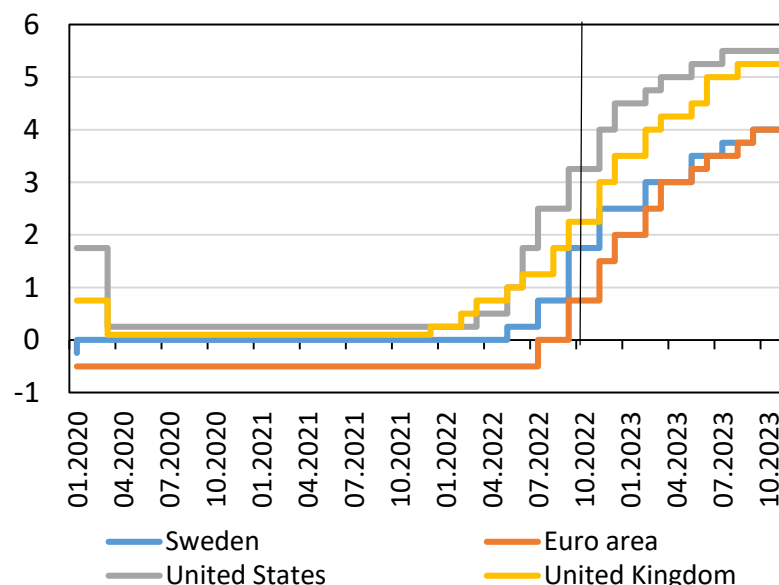
Подібна ситуація спостерігалась не тільки в Швеції, а і в інших розвинених країнах

Інфляція, р/р, %



Джерело: Riksbank.

Ключова ставка, %

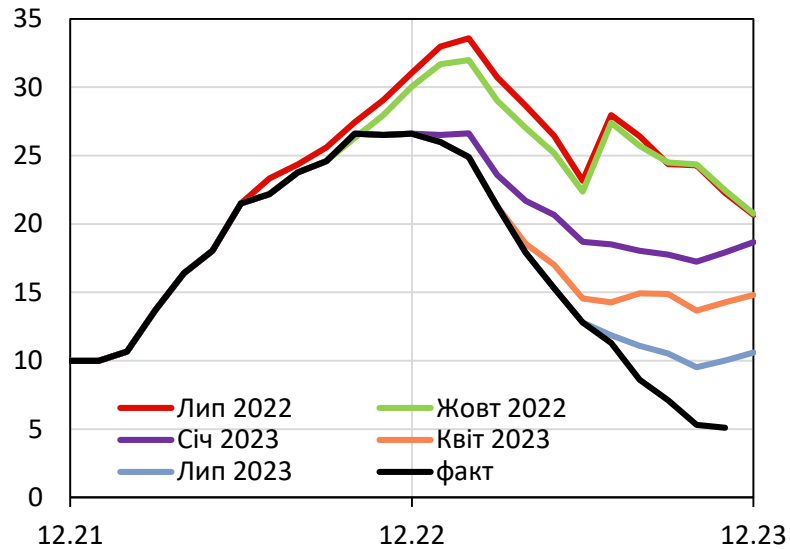


Джерело: Riksbank.

- У той час, коли інфляція вже досягла свого піку (приблизно у жовтні 2022 року), центральні банки тільки розпочинали цикл ужорсточення монетарної політики
- Ставки залишатимуться високими задля того, щоб:
 - забезпечити зниження інфляції до рівня цілі
 - не було необхідності розвертати політику в майбутньому, у разі якщо ставку було знижено зарано

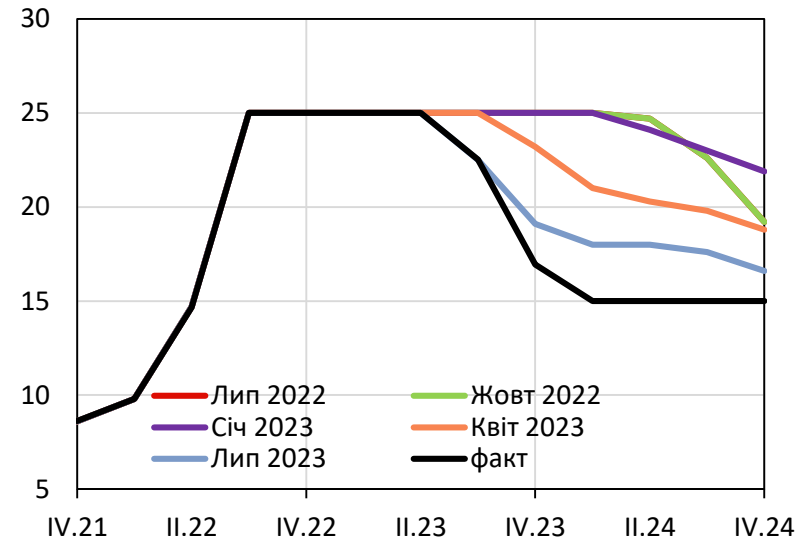
В Україні навпаки – інфляція знижувалась швидше, ніж очікувалося

Інфляція, р/р, % (прогнози НБУ)



Джерело: ДССУ, НБУ.

Ключова ставка, %* (прогнози НБУ)



* в середньому за квартал

Джерело: НБУ.

- **Покращення макроекономічної ситуації обумовлювало пом'якшення монетарної політики**
- **Протягом року ситуація з ВВП поступово покращувалась, що зменшувало від'ємний розрив ВВП і підвищувало тиск на ціни**

Перегляд прогнозів НБУ

У НБУ приділяється значна увага аналізу характеристик та причин переглядів власних прогнозів

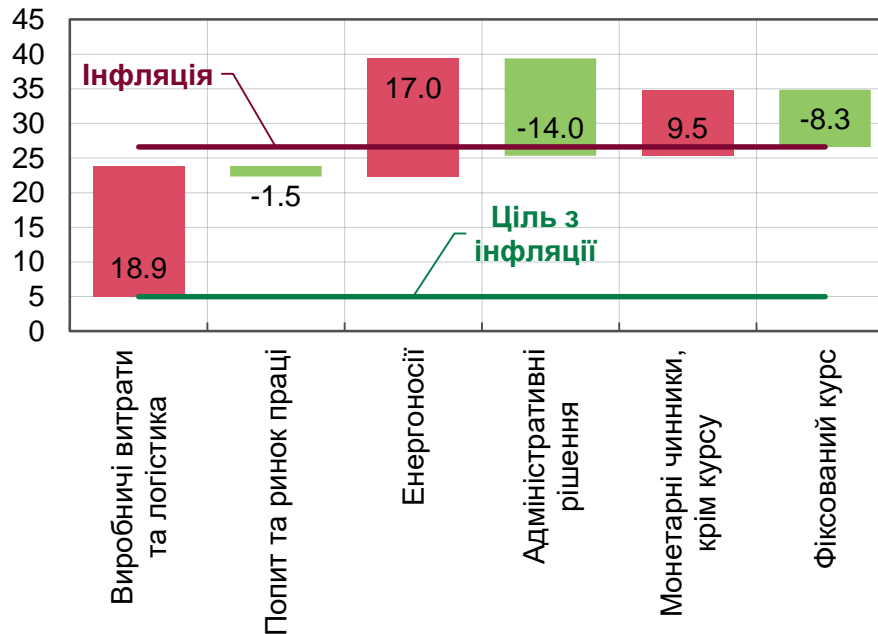
- **Регулярно публікуються вставки в Інфляційному звіті**
 - У січневому ІЗ (аналіз відхилення ІСЦ від цілі з розбивкою на групи факторів)
 - У квітневому ІЗ (порівняння влучності прогнозів порівняно з іншими організаціями: *ІСЦ, ВВП, поточний рахунок, ключова ставка*)

- **На робочих зустрічах під час розробки нового прогнозу аналізуються причини перегляду**

- **На КМП пояснюються причини перегляду кожного показника з розбивкою на фактори, що найсуттєвіше вплинули на перегляд прогнозу**

Приклад. Чинники відхилення інфляції від цілі у 2022 році. Інфляційний звіт (Січень 2023)

Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в.п.

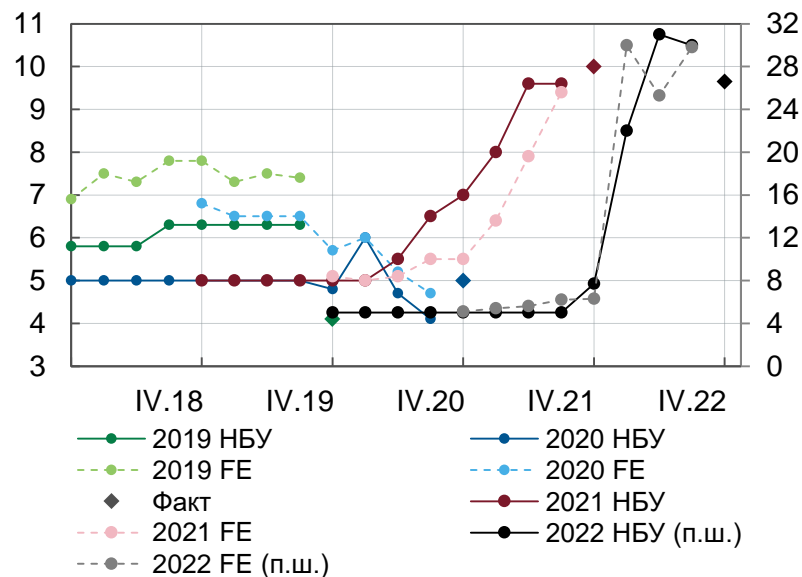


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Інфляція зростала передусім через чинники пропозиції**, пов'язані з російським вторгненням, які лише незначно компенсувалися зниженням споживчого попиту
- **Вплив високих світових цін на енергоносії значною мірою стримувала дія мораторію на підвищення тарифів на ЖКП для населення**
- **Фіксація обмінного курсу відіграла основну роль у збереженні контрольованості інфляційних процесів.** Трансмісія облікової ставки в інфляцію залишалася ослабленою через запроваджені з початком вторгнення обмеження на рух капіталу та профіцит ліквідності. Утім, якби ставка лишалася на рівні 10%, інфляція була б набагато вищою

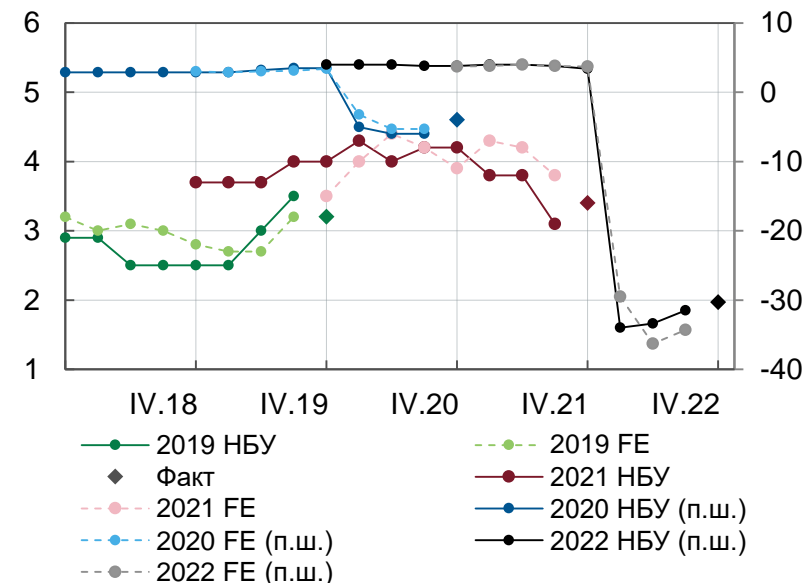
Приклад. Оцінювання точності макроекономічних прогнозів НБУ в 2022 році. Інфляційний звіт (Квітень 2023)

Історія прогнозів: ІСЦ (на 2019–2022 рр.), р/р на кінець року, %



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Історія прогнозів: реальний ВВП (2019–2022 рр.), % р/р



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- **Навіть в умовах тимчасового призупинення класичного режиму інфляційного таргетування та браку значної частини офіційної макроекономічної статистики для НБУ залишається важливим регулярний аналіз прогнозів, який допомагає виявити слабкі місця прогнозного інструментарію для подальшого його коригування**
- **Аналіз свідчить, що якість прогнозів НБУ є на рівні або кращою за усереднені прогнози учасників ринку.** Здебільшого причиною відхилень прогнозів від фактичних значень є неочікувані для всіх прогнозистів шоки, а також традиційна консервативність, закладених у прогноз сценарних припущень

Причини відхилень фактичного розвитку від прогнозованого

На характеристики/якість прогнозів впливають два типи факторів:

- Припущення прогнозу – *в поточній ситуації це основний фактор перегляду прогнозів*
- Прогнозний інструментарій (моделі)

Протягом 2022 року в прогнози закладалась значна кількість припущень:

- Тривалість безпекових ризиків
- Обсяги фінансової допомоги
- Врожайність с/г культур
- Дефіцит електроенергії в електромережі
- Тарифи на ЖКГ послуги
- Світові ціни (в т.ч. на енергоносії)
- Припущення щодо політики НБУ

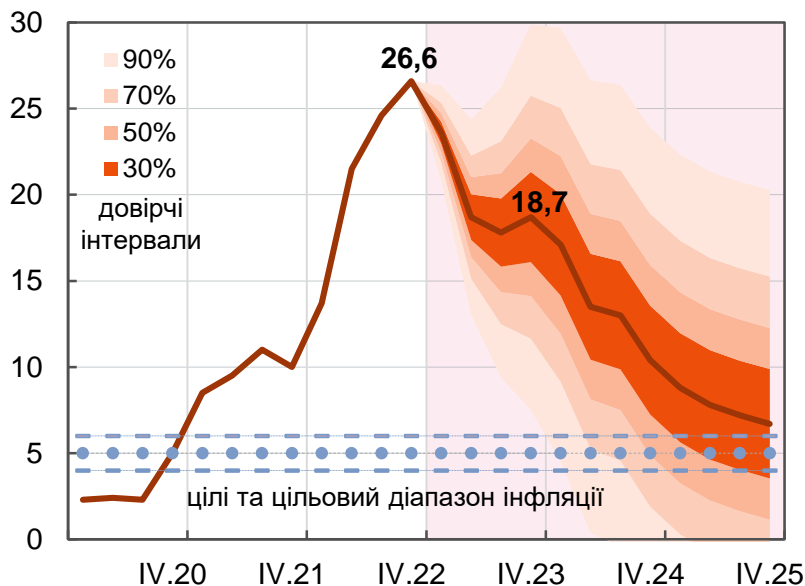
НБУ виходив з консервативної позиції під час формування припущень

Консервативність припущень є ще однією характерною рисою прогнозів ЦБ з огляду на високу ціну помилок політики

- З огляду на високу невизначеність та ризики, спричинені війною, прогноз НБУ виходив саме з консервативних припущень, що в значній мірі зумовлювало інертність переглядів прогнозу (хоч і значно меншу ніж у інших прогнозистів) і як результат відхилення фактичних показників від передбачених
- Прогноз має виходити з припущень, які не будуть виглядати занадто оптимістичними / песимістичними за поточних умов з погляду експертного середовища. Інакше прогноз не користуватиметься довірою економічних агентів
- Ціна помилки у випадку базування рішень на різних сценаріях прогнозу за поточних умов є асиметричною: вона є суттєво вищою, якщо оптимістичний сценарій на практиці не реалізується
- В умовах широкомасштабної війни посилення макрофінансової нестабільності (а надто – розгортання валютної, банківської чи фінансової кризи) може вкрай негативно позначитися на обороноздатності країни і мати без перебільшення катастрофічні наслідки для неї, не кажучи вже про вплив на довгострокові перспективи економічного відновлення
- Якщо б рішення ухвалювалися виходячи з більш оптимістичного сценарію, то у випадку реалізації ризиків (яких чимало під час війни) НБУ стикнувся би з необхідністю розвороту політики для протидії кризовим подіям. Це негативно позначиться на довірі до центробанку, дієвості його інструментів, а відповідно й знизить його спроможність стабілізувати ситуацію

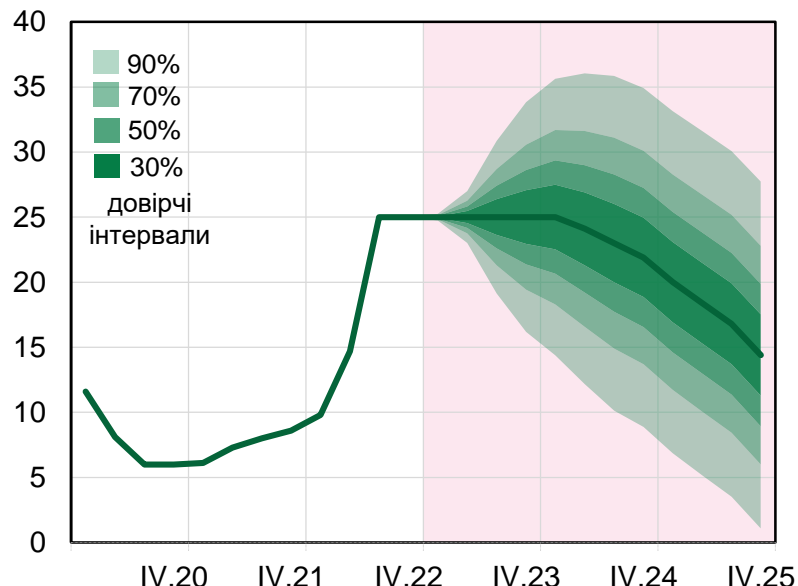
На початку 2023 року сценарій зниження ІСЦ до кінця року до цільового діапазону сприймався нереалістичним

ІСЦ, %



Джерело: ДССУ, НБУ.

Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.

Джерело: НБУ.

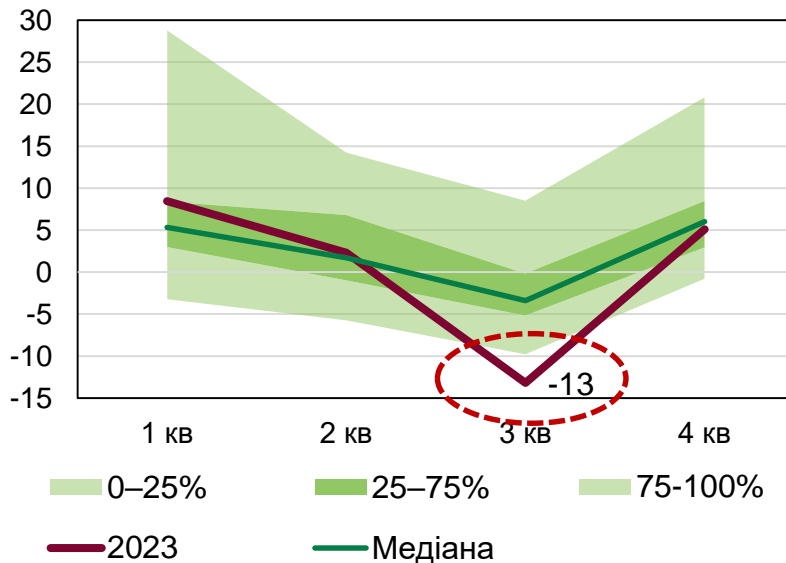
- Прогноз НБУ щодо інфляції становив 18.7% на кінець 2023 року
- Експертне середовище також очікувало високу інфляцію (17.9% – Focus Economics)
- Відповідно до невизначеності щодо майбутньої інфляції були визначені і межі відхилення облікової ставки від очікуваної траєкторії

Однак ситуація покращувалась. По багатьом припущенням фактична ситуація виявилася ліпшою, ніж очікувалось

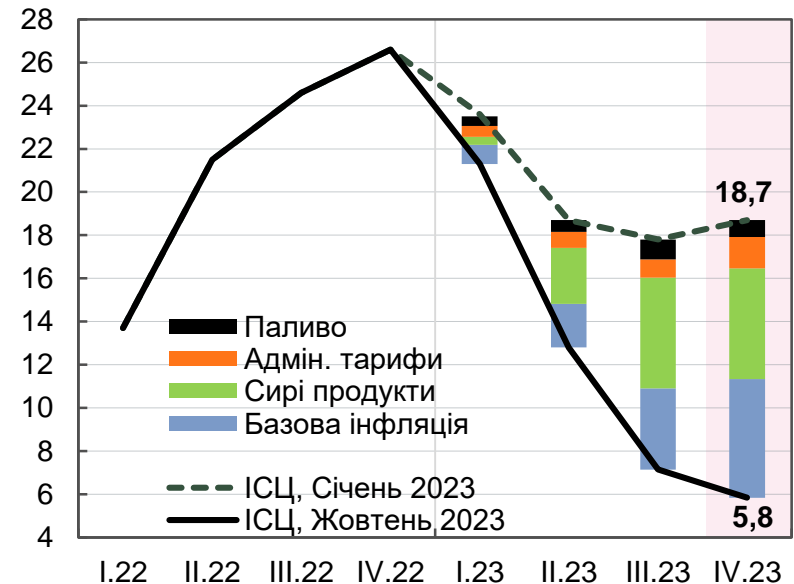
- У прогноз інфляції на початку року закладалася близька до середньої врожайність с/г культур. Проте влітку 2023 року склалися надзвичайно сприятливі погодні умови (неодноразово були зафіксовані температурні рекорди, яких не було багато десятиліть). Тож суттєво зросла врожайність і ціни на сирі продовольчі товари суттєво знизились у III кварталі (на 13%), чого не відбувалося за всі часи незалежності (зазвичай за цей період вони знижувалися на 3%, ніколи раніше темп зниження цін не був більше 10%); [✓ ФАКТ КРАЩЕ]
- У січні припускалися відносно консервативні оцінки щодо обсягів міжнародної фінансової допомоги з огляду на відсутність чітких планів урядів окремих країн та меншу кількість донорів (38.6 млрд дол. у 2023 році та 20 у 2024 році). Зараз ці обсяги підвищені до 45 та 38.5 млрд дол. відповідно (розширення фінансування у 2024 році обумовлюється зміною припущення щодо тривалості війни); [✓ ФАКТ КРАЩЕ]
- Дефіцит електроенергії в енергосистемі припускався значним (16%) через масовані атаки інфраструктури та складнощі із відновленням обладнання на тлі повільного зміцнення систем ППО; [✓ ФАКТ КРАЩЕ]
- У січневому прогнозі припускалася часткова корекція тарифів на опалення та гарячу воду на 50% у 2023 році (для поступового зменшення фінансових дисбалансів); [✓ ФАКТ КРАЩЕ]
- Припускалися негативні ефекти з боку пропозиції продовольчих товарів, зокрема внаслідок руйнування Каховської ГЕС; [✓ ФАКТ КРАЩЕ]
- Очікувалось, що світові ціни на енергоносії залишаться високими, враховуючи їх зростання у 2022 році та відмову від російських енергоносіїв; [✓ ФАКТ КРАЩЕ]

Унаслідок дуже сприятливої погоди (найтепліше літо в Європі з 1940 року) ціни на сирі продукти в III кв. рекордно знизилися

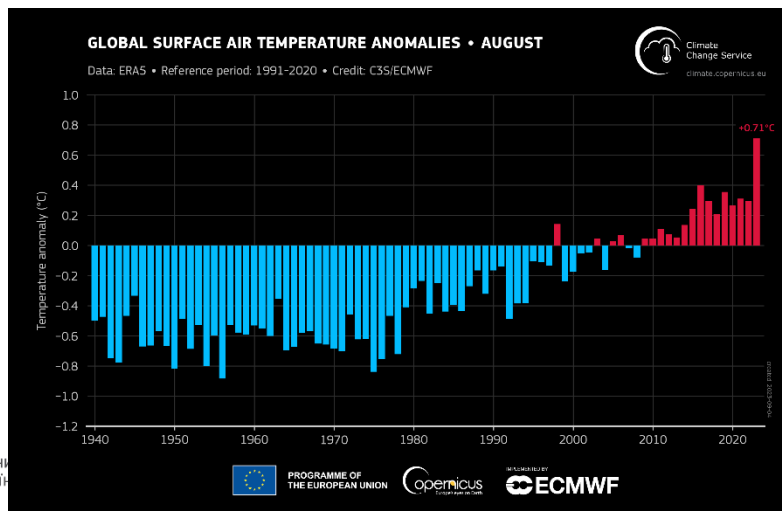
Зміна цін на сирі продовольчі товари за 1997-2023 роки (агреговано), %



ІСЦ, річна зміна, % та внески компонент в зміну прогнозу, в.п.

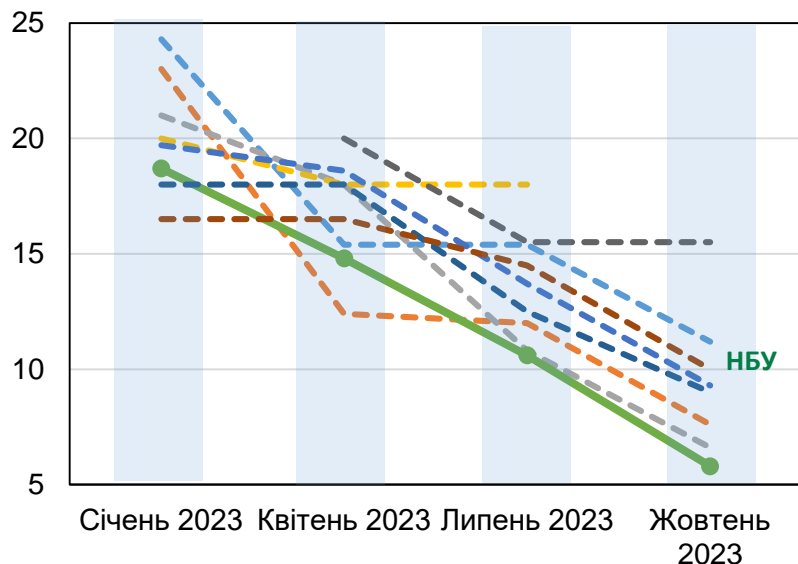


- Це обумовило суттєве сповільнення інфляції. Перегляд прогнозу цін на сирі продукти обумовив 5 в.п. внеску у перегляд прогнозу ІСЦ
- У липневому прогнозі закладалось помірне зниження цін на сирі продукти (на 3.5% за III кв.), що відповідало медіанному значенню за багато років (з 1997 по 2022 рік)



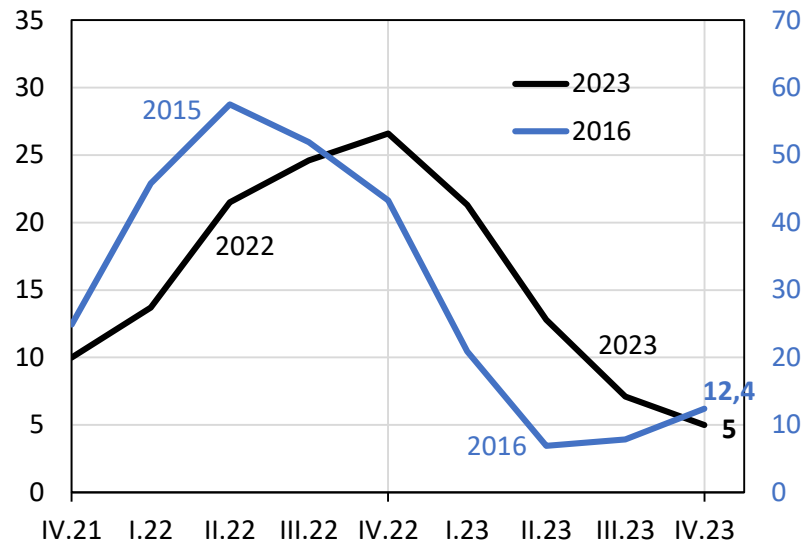
Протягом року експертна спільнота поступово знижувала прогноз по ІСЦ на 2023 р., однак НБУ робив це найбільш рішуче

Порівняння прогнозів різних організацій по ІСЦ на кінець 2023 року, %



*консенсус-прогноз аналітиків зі збірника Фокус-економікс

Інфляційна динаміка 2022-2023 років виявилася ідентичною до динаміки на початку війни (2015-2016 роки)



- На початку року як НБУ, так і інші прогнози очікували високу інфляцію у 2023 році (≈18%)
- Навіть з огляду на консервативність припущень, що закладалися в макропрогноз НБУ у 2023 році, вони часто виглядали оптимістичнішими або близькими до консенсусних очікувань експертної спільноти
- Перегляди прогнозу НБУ були обумовлені не недостатнім рівнем якості прогнозного інструментарію, а консервативністю припущень
- **Інфляція має значний потенціал для швидкого зниження після стрімкого зростання**

Протягом року ситуація з ВВП поступово покращувалась, що зменшувало від'ємний розрив ВВП і підвищувало тиск на ціни

Прогноз	ВВП на 2023 рік	Причини перегляду прогнозу ВВП
Січень.2023	0.3	<p>Відновлення економіки перервалося через атаки на енергетичну інфраструктуру. Прогноз ВВП погіршено (у жовтні 2022 року прогноз на 2023 рік = 4%) через:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ пошкодження енергетики ▪ гірший урожай ▪ інтенсифікація боїв та довша тривалість безпекових ризиків ▪ більша кількість мігрантів
Квітень.2023	2.0	<p>Ситуація в енергетиці в I кварталі 2023 року виявилася кращою, ніж очікувалося. Прогноз ВВП підвищено до 2.0% через стрімке скорочення дефіциту е/е, поліпшення умов торгівлі та нарощування бюджетних видатків</p>
Липень.2023	2.9	<p>Прогноз ВВП підвищено до 2.9% завдяки пожвавленню внутрішнього попиту в умовах стабільного функціонування енергосистеми</p>
Жовтень.2023	4.9	<p>Прогноз ВВП підвищено до 4.9% через вищу адаптивність бізнесу та населення до воєнних умов, збільшення врожаїв, швидшу розбудову альтернативних шляхів експортних поставок, а також суттєвіші обсяги фіскальної підтримки</p>

Однак інфляція протягом 2023 року систематично виявлялася нижчою за очікувану з відповідними наслідками для політики

Прогноз	ІСЦ на 2023 рік	Монетарні рішення
Січень.2023	18.7 %	Прогноз передбачає збереження облікової ставки на рівні 25% щонайменше до кінця першого кварталу 2024 року
Квітень.2023	14.8 %	Враховуючи поліпшення макроекономічної ситуації, у тому числі стрімкіше зниження інфляції та накопичення комфортного рівня міжнародних резервів, в оновленому макропрогнозі було переглянуто очікувану траєкторію облікової ставки – передбачався початок циклу зниження облікової ставки в IV кварталі 2023 року
Липень.2023	10.6 %	Сприятливі тенденції сформували передумови для початку циклу зниження облікової ставки раніше, ніж передбачав квітневий прогноз . Правління НБУ вирішило знизити облікову ставку на 3 в.п. до 22%.
Жовтень.2023	5.8 %	Подальше сповільнення інфляції та спроможність НБУ забезпечувати курсову стійкість дали змогу продовжити цикл зниження ставки одночасно зберігши достатню привабливість гривневих заощаджень. Такий крок підтримав відновлення економіки та водночас не створював загроз для макрофінансової стабільності.

Перегляд показників прогнозу на 2023 рік у жовтні порівняно з січнем 2023 року та його наслідки для монетарної політики

Перегляд показника	Причини перегляду	Наслідки для монетарної політики
Зростання реального ВВП підвищено з 0.3% до 4.9%	Вища стійкість енергетичної системи Краща адаптація до енергоавтономності Покращення очікувань через макростабільність Ширший дефіцит бюджету Вищий урожай зернових	Незначні. За нормальних умов швидше економічне зростання може загрожувати додатковим інфляційним тиском і необхідністю жорсткішої МП. За поточних умов недозавантаженості виробничих потужностей це не є актуальним. Окрім того, МП залишалася доволі консервативною та жорсткою, враховуючи необхідність підтримання привабливості гривневих активів на високому рівні за поточного монетарного режиму
Інфляція з 18.7% до 5.8%	Покращення очікувань Значна пропозиція продуктів харчування Ліпша ситуація в енергетиці Зниження світових цін на енергоносії Відсутність корекції тарифів на тепло	Суттєві. За режиму інфляційного таргетування це могло б бути сигналом про надто жорстку монетарну політику. Натомість в умовах фіксованого обмінного курсу та відповідно до затвердженої Стратегії, це є свідченням настання передумов для переходу до курсової гнучкості