

Переклад колонки Володимира Лепушинського для британського видання Central Banking "Голос центрального банку в умовах невизначеності"

Колишній голова Федеральної резервної системи США Бен Бернанке казав про значення комунікації в монетарній політиці так: "Монетарна політика – це 98% розмов і лише 2% дій.". Зі значним зростанням невизначеності, що розпочалося з початком коронакризи та підсилювалося після повномасштабного вторгнення РФ в Україну, ця цитата стала ще актуальнішою. Сьогодні навряд чи хтось заперечить тому, що комунікація є важливим інструментом центробанків для збереження контролю над очікуваннями та економічними процесами.

Комунікація в умовах значних шоків

Зазвичай шоківі події супроводжуються зростанням невизначеності та обмеженістю інформації. Але це не означає, що прозора комунікація центробанку неможлива. Навпаки, приклад НБУ доводить, що відкрита комунікація є ключем до збереження, а інколи й посилення довіри, яка є найціннішим активом будь-якого центрального банку.

Так, у періоди екстремальної невизначеності центральний банк має надавати оцінки хоча б масштабу змін, щоб зберегти контроль над очікуваннями. Як казав фантаст Говард Лавкрафт: "Найдавніший і найсильніший вид страху – це страх перед невідомим". Комунікація – шлях для зменшення цього невідомого.

На початку широкомасштабної збройної агресії РФ проти України невизначеність зростає до небаченого рівня. Брак інформації та відсутність надійних емпіричних даних збивали з пантелику навіть експертів, не кажучи вже про широку громадськість.

Але, коли явище можна виміряти, воно перестає бути абсолютно невідомим. Тому НБУ в перші тижні повномасштабного вторгнення РФ в Україну надавав коментарі навіть щодо, здавалося б, очевидних речей. Наприклад, повідомляв, що частка ВВП, яка створювалася на тимчасово окупованих і прифронтових територіях, знизилася з 50% до приблизно 20%.

Складання прогнозів у таких умовах було надскладним. Попри це, НБУ публікував приблизні оцінки, що само собою звужувало зону невідомого.

Вже у квітні 2022 року НБУ надав основні орієнтири: "За підсумками 2022 року інфляція може перевищити позначку 20%, але залишатиметься контрольованою... Економіка поступово відновлюватиметься, однак реальний ВВП може скоротитися не менш ніж на третину."

Це було надзвичайно важливо на тлі поширення хаотичних і катастрофічних прогнозів у медіа. Хтось мав виступити в ролі "дорослого в кімнаті". За підсумками 2022 року оцінки НБУ виявилися достатньо точними, що не лише підтвердило якість його аналітики, а й допомогло запобігти паніці.

Альтернативні сценарії прогнозу – інструмент, але не панацея

В умовах високої невизначеності центробанки можуть публікувати альтернативні сценарії прогнозів. Це – корисний інструмент управління очікуваннями. Але зловживати ними не варто: коли сценаріїв надто багато, незрозуміло, на який орієнтуватися.

Із початку повномасштабного вторгнення НБУ чотири рази публікував альтернативні сценарії прогнозу – завжди, коли невизначеність збільшувалася. Спочатку в липні та жовтні 2022 року, потім у квітні 2024 року і нарешті в липні 2025 року в [найсвіжішому Інфляційному звіті](#).

Альтернативний сценарій прогнозу за липень 2025 року ґрунтується на припущенні про швидше поліпшення безпекової ситуації. Цікаво, попри різні припущення, прогнози інфляції та облікової ставки збігаються в обох сценаріях. Це насправді важливий сигнал: НБУ, ймовірно, потрібно буде дотримуватися достатньо жорсткої політики для повернення інфляції до цілі 5%, який би сценарій не реалізувався.

Комбінація монетарних інструментів

Зазвичай основним інструментом центральних банків, які дотримуються режиму інфляційного таргетування, є ключова ставка (в Україні це – облікова ставка). Відповідно монетарна комунікація здебільшого зосереджується саме на рішеннях щодо її рівня.

У випадку НБУ ситуація дещо відрізняється. Через специфіку роботи в умовах повномасштабного вторгнення НБУ застосовує комбінацію інструментів монетарної політики: облікову ставку, валютні інтервенції, валютні обмеження та інші.

Незважаючи на це, ми зберегли облікову ставку як центральний елемент монетарної комунікації. Причина – вагома увага економічних агентів до цього інструменту та загалом взаємозв'язаність нашого інструментарію. Якби НБУ вирішив перебудувати комунікацію і щоразу розповідав би про всі свої інструменти, це могло б значно ускладнити розуміння монетарної політики.

Так, саме роль облікової ставки ретельно пояснюється в офіційних пресрелізах, прогноз ставки оприлюднюється в інфляційних звітах, а логіка рішення щодо ставки розкривається в [підсумках дискусій членів Комітету з монетарної політики](#).

Натомість щодо валютних інтервенцій НБУ дотримується обмеженої прозорості. На це є низка причин:

- підтримання конструктивної невизначеності сприяє стабільності валютного ринку. Іншими словами, коли курс може коливатися в обидва боки, учасники ринку утримуються від "гри проти гривні";
- в умовах гнучкого курсоутворення НБУ не може гарантувати підтримання обмінного курсу на одному і тому ж рівні. Це суперечило б самій логіці цього режиму, коли значний вплив має ситуація на ринку;
- публікація прогнозу курсу також небажана, адже може бути сприйнята як офіційне зобов'язання, що створює ризики для виконання основної цілі – 5% інфляції.

Комунікація НБУ щодо валютного ринку часто має характер езопової мови. Уважний читач пресрелізів може вловити сигнали щодо дій НБУ на валютному ринку, однак виключно у прив'язці до інфляційної цілі. Наприклад, коли НБУ говорить про курсову стійкість як важливий чинник досягнення інфляційної мети або коли звертає увагу на стабільність валютного ринку як фактор послаблення цінового тиску.

Коли варто промовчати

Невизначеність створює запит на будь-яку інформацію, яка може її зменшити. Однак центробанк не повинен перетворюватися на головного ньюс-мейкера в темах, за які він не відповідає.

Один із прикладів – тривалість війни. Прогнозувати її неможливо, це справа хіба що мольфарів. Однак макропрогноз однаково має містити технічне припущення щодо тривалості безпекових ризиків.

Проблема полягає в тому, що таке припущення легко сприймається як офіційний прогноз, особливо якщо джерелом є НБУ. Бувало так, що технічні припущення про тривалість війни мали навіть більше охоплення, ніж, наприклад, прогноз інфляції. Тож НБУ вирішив відмовитися від публікації цього припущення. Наш прогноз враховує припущення щодо безпечної ситуації, але комунікація стала обережнішою.

Припущеннями також є показники Інфляційного звіту щодо врожаїв (що безпосередньо залежать від погоди) та щодо елементів інших політик: податкової, бюджетної, цінової (наприклад встановлення тарифів на житлово-комунальні послуги). Прогнозування і коментування цих тем може виглядати як втручання в компетенції уряду. Як кажуть центробанкіри: "Якщо центральний банк дає поради уряду, він має бути готовий отримати поради у відповідь". А це не бажано, адже в такому разі виникають ризики для незалежності центробанку.

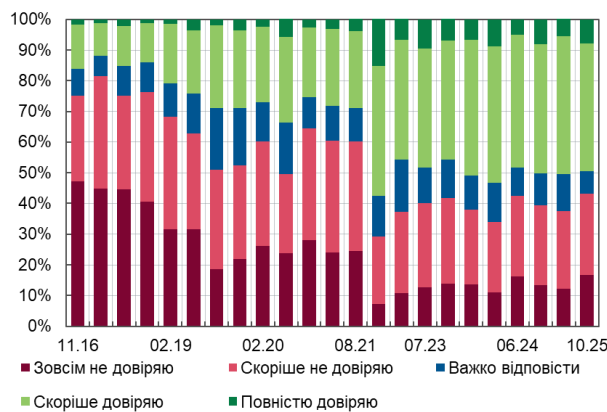
Проте ці припущення залишаються важливими для подальшої монетарної політики, за яку відповідає НБУ. Тому їхній опис ми вносимо до спеціального розділу Інфляційного звіту: "Припущення та ризики прогнозу". Завдяки цьому ми можемо дати суспільству важливу інформацію про нашу політику, не порушуючи меж власної компетенції.

Довіра як стратегічний актив

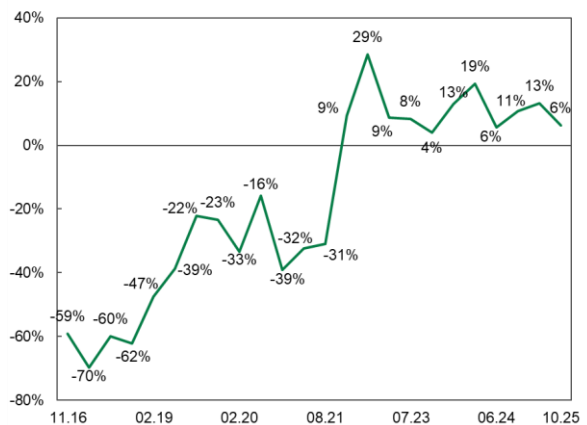
Досвід НБУ у сфері монетарної комунікації викликає інтерес у представників інших центральних банків насамперед тому, що він унікальний, хоч і здобутий в умовах драматичних подій. Але криза – це також і можливість. Екстремальні події дають шанс вибудувати найцінніший ресурс центрального банку – довіру.

І саме ця довіра, попри війну, продовжує зміцнюватися. Про це свідчать результати соціологічних досліджень.

Рівень довіри суспільства до НБУ



Баланс довіри / недовіри*



*різниця між частками тих, хто довіряє, та тих, хто не довіряє НБУ

Джерело: [Український центр економічних і політичних досліджень імені Олександра Разумкова](#)

Нині рівень упевненості в НБУ поступово зростає, баланс довіри / недовіри поліпшується. Утім, якісна прозора комунікація – це не тимчасове рішення, а постійний процес, який має забезпечуватися, щоб цю довіру принаймні втримати.