



Національний  
банк України

# Мотивація рішення про підвищення облікової ставки до 25%

**Володимир Лепушинський**

Департамент монетарної політики та економічного  
аналізу

14 квітня 2022 року



# Головне

- Запорукою забезпечення цінової та фінансової стабільності залишається підтримка стабільності обмінного курсу. Водночас тиск на валютному ринку посилився зокрема через зміну споживчої та економічної поведінки бізнесу та населення
- За таких умов необхідне відчутне підвищення привабливості гривневих активів для збалансування кон'юнктури валютного ринку, захисту міжнародних резервів України, запобігання доларизації економіки та подальшому погіршенню інфляційних очікувань, а як результат – для посилення спроможності Національного банку забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни
- Тому Правління Національного банку України вирішило повернутися до активної процентної політики та ухвалило рішення рішуче підвищити облікову ставку до 25% річних
- За оцінками Національного банку, незначне підвищення ключової ставки не покрило б очікувані показники інфляції та мало б бажаного ефекту через недостатню дієвість механізму монетарної трансмісії та очікування подальших підвищень
- Національний банк очікує, що уряд та банки адекватно відреагують на зміну облікової ставки відповідним підвищенням доходності за ОВДП та ставок за депозитами. Належна реакція ринкових ставок на рішення щодо облікової ставки збільшить привабливість гривневих активів, у тому числі ОВДП, що дасть змогу уникнути подальшого накопичення дисбалансів та поступово вирішити проблему множинності валютних курсів, зменшить потребу емісійного фінансування Національним банком
- Національний банк очікує, що підвищення облікової ставки до 25% буде достатнім для послаблення тиску на валютному ринку та стабілізації інфляційних очікувань, що в перспективі створить передумови для переходу до циклу зниження облікової ставки

# Посилюється актуальність повернення до ринкових засад управління фінансовою системою

1

У перші тижні війни перехід на ручне управління фінансовою системою на тлі колапсу бюджету **дозволив погасити панічні настрої та стабілізувати роботу системи**

2

У міру відновлення роботи економіки та заміщення психологічного шоку економічною логікою ухвалення рішень бізнесом та населенням ручне управління фінансовою системою та величезний дефіцит бюджету, що фінансується монетарною емісією, **мають більше негативних та дестабілізуючих ефектів**



3

Постає необхідність **повернення до ринкових засад управління фінансово-економічною системою**, важливими елементами якої є прийнятний дефіцит бюджету з ринковими джерелами фінансування, повернення до активної процентної політики, плавання обмінного курсу та поступове зняття валютних обмежень

# Ручний режим керування економікою призводить до виникнення низки проблем...

- 1** Доларизація та виведення заощаджень з фінансової системи
- 2** Погіршення конкурентоспроможності вітчизняних виробників через завищений курс гривні та зниження податків на імпорт
- 3** Тінізація економіки для обходу обмежень
- 4** Втрата довіри до гривні через емісійне фінансування та неможливість утримання готівкового обмінного курсу
- 5** Замкнене коло проблем для Державного бюджету, які лише зростатимуть

# ...для їх вирішення, критично важлива етапність впровадження заходів та конструктив з боку ВРУ та Мінфіну

## ЗАХІД

1

Повернення **оподаткування імпорту** та запровадження **додаткового імпортного збору** на некритичні категорії імпорту

2

Запровадження **справедливої винагороди** для власників заощаджень, які вкладають їх у гривневі ОВДП

3

Виведення з валютного ринку **великих покупців** (з держсектору)

4

Поступовий перехід до **плавання обмінного курсу**

5

Поступове **скасування валютних обмежень**

## КОМПЛЕКС ДІЙ

- Відновлення оподаткування імпорту в режимі, який був до введення воєнного стану
- Тимчасове запровадження додаткового імпортного збору на неперіоритетні товари
- Зняття обмежень НБУ на купівлю валюти та здійснення транскордонних переказів для оплати некритичного імпорту

- Суттєве одномоментне підвищення ключової ставки до рівня, що перевищує інфляційні та девальваційні очікування економічних агентів
- Розширення коридору % ставок до +/- 2пп зважаючи на суттєве зростання рівня ключової ставки

- Імпортні закупівлі Міноборони, МОЗу та великих державних компаній оборонного та енергетичного сектору **покривати за рахунок продажу валюти НБУ за фіксованим курсом**, яку в свою чергу він купуватиме у Мінфіна за тим самим курсом

- Відмова від фіксації обмінного курсу
- Перехід до визначення офіційного обмінного курсу на основі міжбанківського
- Згладжування курсових коливань за рахунок валютних інтервенцій

- Поступове зняття адміністративних обмежень на обмін валют та рух капіталу від найменш до найбільш суттєвих з точки зору очікуваного впливу на зростання попиту на валюту

# Наразі запорукою забезпечення цінової та фінансової стабільності залишається підтримка стабільності курсу...

## Переваги та недоліки фіксації обмінного курсу



### Cons

- Сприяє накопиченню макроекономічних дисбалансів, зокрема, перешкоджає автоматичному врівноваженню торговельного балансу
- Знижує конкурентоспроможність українських виробників на внутрішньому ринку
- Вища загроза спекулятивних атак на курс та вичерпання міжнародних резервів

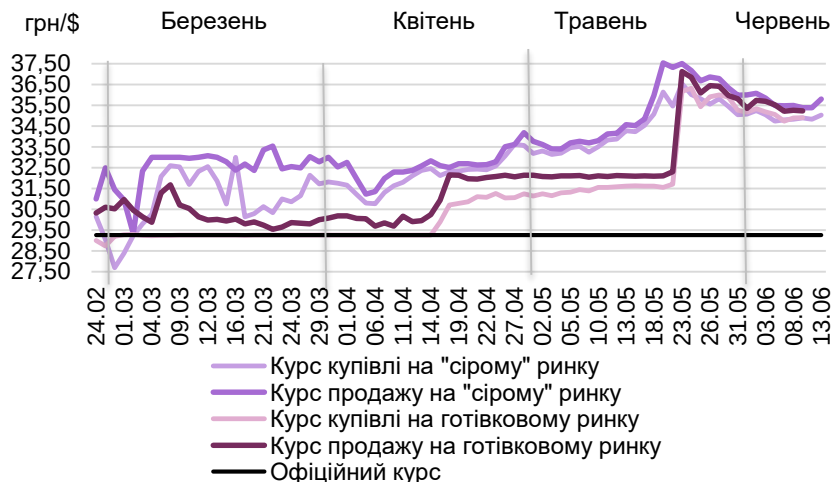
### Pros

- ✓ Курс виступає номінальним якорем стабілізації очікувань
- ✓ Дозволяє стримувати зростання цін в умовах обмеженої дієвості ключової ставки
- ✓ Субсидування курсової різниці на оборонні закупівлі, придбання медикаментів, палива для посівної і т.д.

- У міру посилення здатності валютного ринку до самосбалансування постає необхідність **повернення до плавання обмінного курсу та поступового зняття валютних обмежень**
- **Наразі ж перехід до плавання та послаблення валютних обмежень лише створить зайві шоки для економічних агентів**, погіршить очікування, змінить масштаб цін у країні на відповідний відсоток, проте тиск на гривню і на міжнародні резерви збережеться

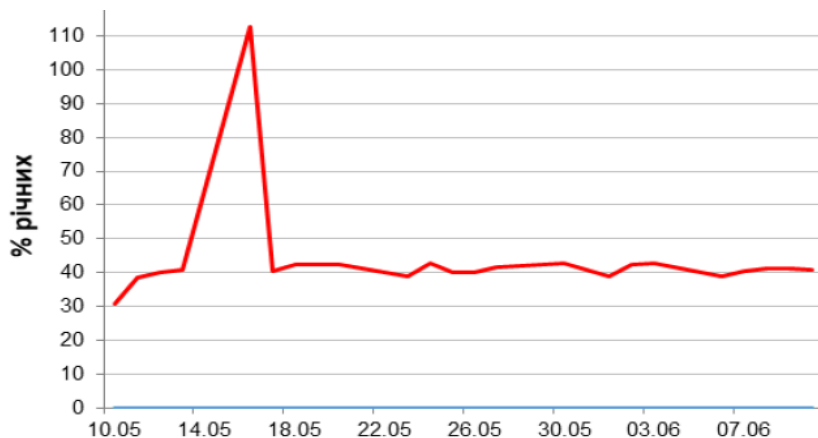
## ...водночас тиск на валютному ринку посилюється...

Курси гривні до дол США на **готівковому ринку** у період воєнного стану



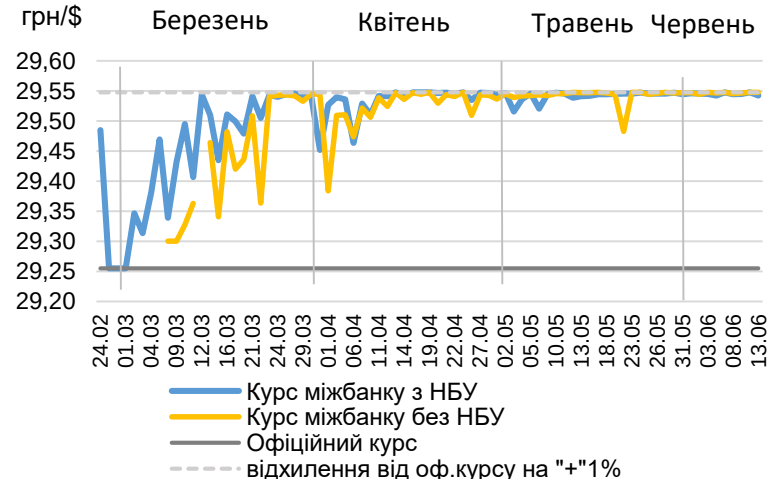
Джерело: НБУ.

Безпоставочні форварди (NDF) на 3 міс., % річних



Джерело: Bloomberg.

Курси гривні до дол США на міжбанківському ринку в період воєнного стану



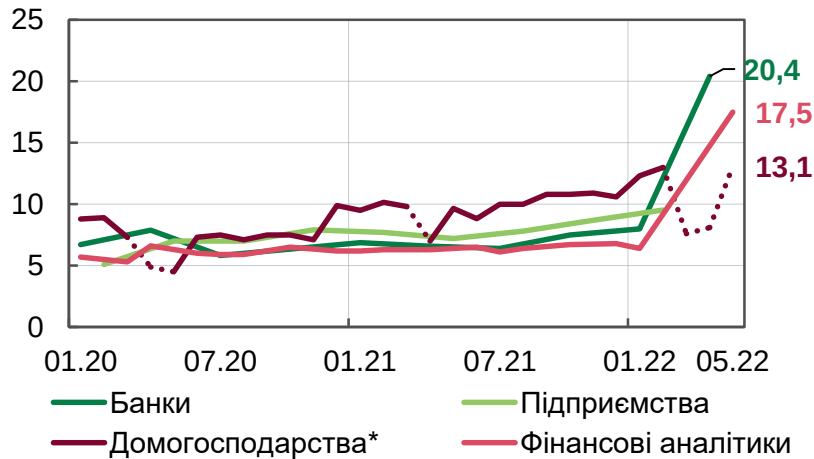
Джерело: НБУ.

- Посилення споживчого імпорту, у тому числі не пов'язаного з першочерговими потребами, а також ситуативні погіршення очікувань (у т.ч. через ускладнення ситуації на фронті, чутки та нагнітання інформаційного фону) призводять до відчутного посилення попиту на валюту
- Збільшення розриву між офіційним та "сірим курсом" посилює стимули для тінізації експортних операцій та незаведення валютної виручки (у т.ч. для ІТ) → пропозиція валюти ↓
- Для забезпечення курсової стабільності необхідно вжити заходів, що дозволять врівноважити кон'юнктуру на валютному ринку



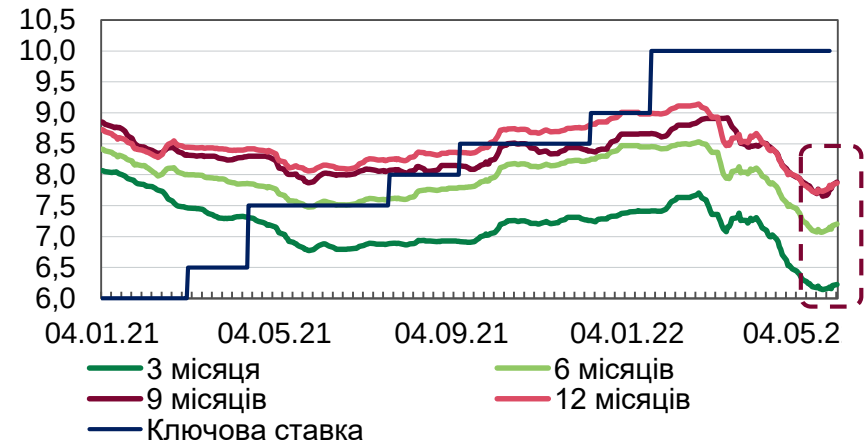
# ...у т.ч. через те, що дохідність гривневих депозитів та ОВДП є суттєво нижчою за поточну інфляцію та інфляційні очікування

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



\* Пунктирні лінії – зміна методу опитування на телефонне.  
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

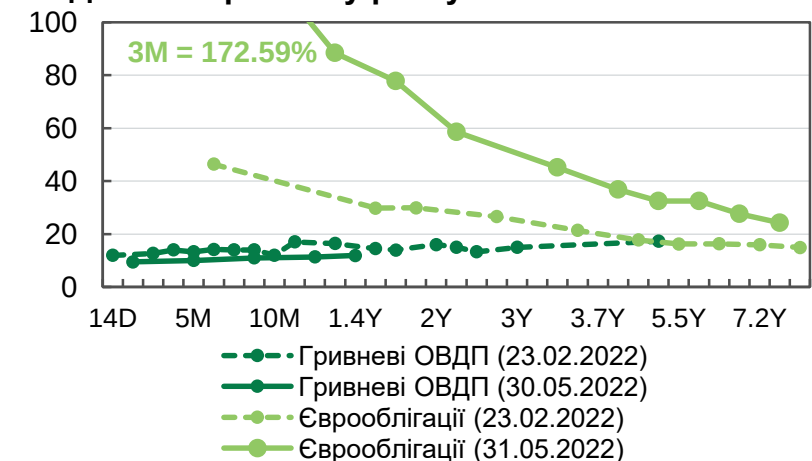
Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб\*, %



\*7-денна ковзна середня. Останні дані – за 30.05.22  
Джерело: НБУ.

- Інфляційні очікування почали погіршуватися ще до початку війни на тлі високих показників інфляції, послаблення гривні та високі ризики
- Через погіршення очікувань реальна дохідність за гривневими заощадженнями набуває все більш від'ємних значень. Це стимулює економічних агентів шукати шляхи захисту заощаджень, у т.ч. купувати валюту та імпортні товари → попит на валюту ↑
- Для зниження девальваційного та інфляційного тиску необхідне суттєве підвищення рівня ринкових гривневих ставок**

Криві дохідності єврооблігацій та гривневих ОВДП на вторинному ринку

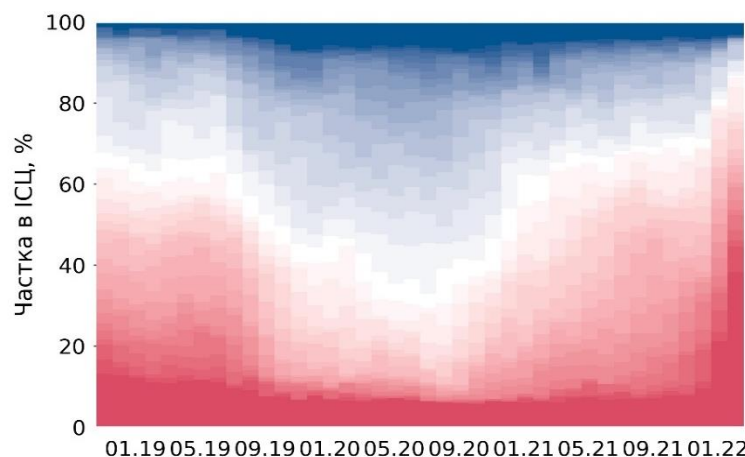


Джерело: НБУ, Bloomberg.



# Реалізація численних проінфляційних ризиків призведе до ще більшого зниження реальної доходності гривневих активів

Теплова карта\* нормалізованих річних змін цін на товари та послуги в ІСЦ\*\*, %



\* Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

\*\* Дані нормалізовані вирахуванням інфляційної цілі (5%) та діленням на стандартне відхилення (z-scores). Розрахунковий період - 2019-2021 роки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Подальше погіршення інфляційних очікувань (↑)
  - Зростання обсягів монетизації дефіциту бюджету (↑)
  - Зростання цін на енергоносії (↑)
  - Формування локальних/тимчасових дефіцитів окремих товарів через розриви виробничих процесів, ланцюгів постачання (~)
  - Вища і триваліша інфляція у світі (↑)
- 
- Зниження внутрішнього споживчого попиту через міграцію, зростання рівня безробіття, зменшення доходів та економію на другорядних витратах (~)
  - Зниження витрат на оплату праці та здешевлення агросировини в умовах її надлишку (через обмежені можливості експорту) (↑)

## Фактори невизначеності

- ? Ескалація / деескалація воєнних дій
- ? Обсяги та ритмічність надходження міжнародної фінансової допомоги
- ? Відновлення/налагодження альтернативних логістичних ланцюжків
- ? Зміни адміністративно регульованих цін
- ? Нові хвилі коронавірусу/інших захворювань
- ? Зміни врожайності під впливом погодних умов
- ? Вища світова % ставка → стримане відновлення інтересу інвесторів до ризикових активів vs нижча світова інфляція

# Дієвість ключової ставки є обмеженою...

## ...однак залишаються 2 "шпаринки": ставки за ОВДП та очікування

Фіксація обмінного курсу стримує погіршення очікувань.  
**Суттєве підвищення ставки може бути сприйняте як рішучий крок** → посилення довіри до МП + стабілізація очікувань

**Дохідність ОВДП ↑** → привабливості гривневих активів → тиск на валютному ринку ↓ → економія ЗВР + зниження інфляційного тиску + стабілізація очікувань

**Притоки капіталу в UA обмежуються високими ризиками** → чутливість курсу до змін % ставки ↓

Фіксований курс дозволяє ефективно стримувати зростання цін на імпорту

Імпорт переважно малоеластичний за ціною → **суттєво не скоротиться внаслідок девальвації**

Інфляція стримується адміністративним регулюванням цін та фіксацією курсу

Інфляція посилюється передусім через фактори пропозиції (розриви виробничих процесів, ланцюгів постачання, високі світові ціни на пальне).

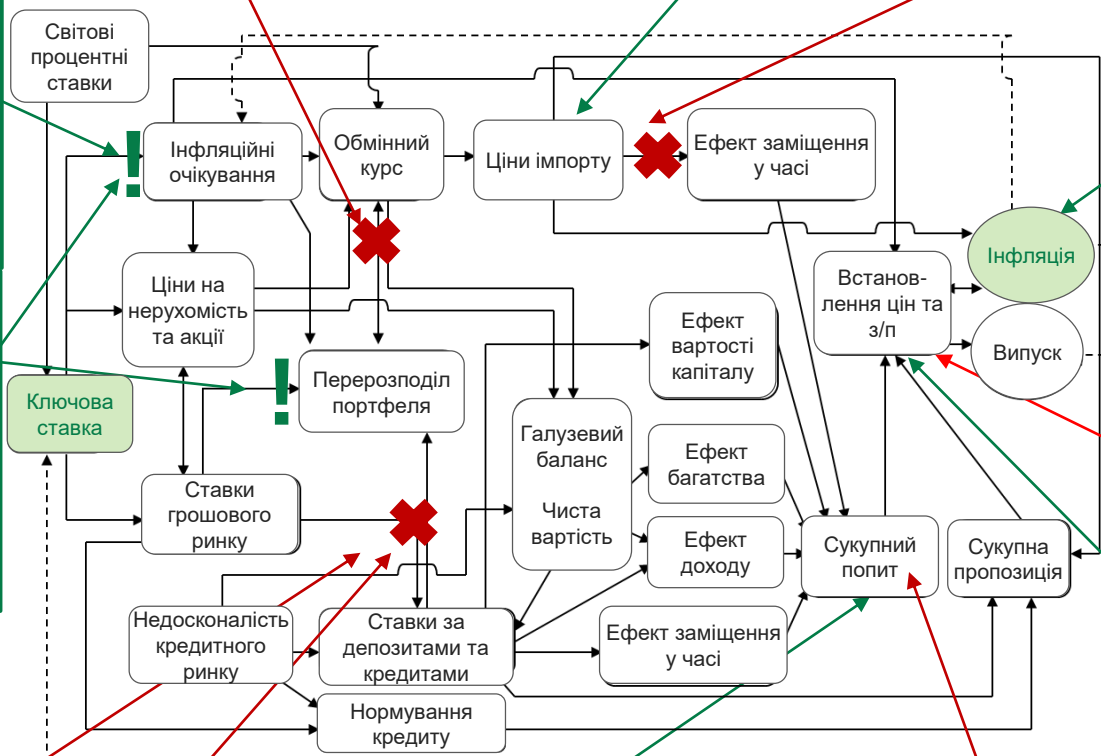
Інфляція стримується зниженням витрат на оплату праці та здешевленням сировини в умовах її надлишку (через обмежені можливості експорту)

Кредитування визначається неціновими факторами → **трансмсія у кредитні ставки** ↓

**Високий структурний профіцит ліквідності банків** → трансмісія у депозитні ставки ↓

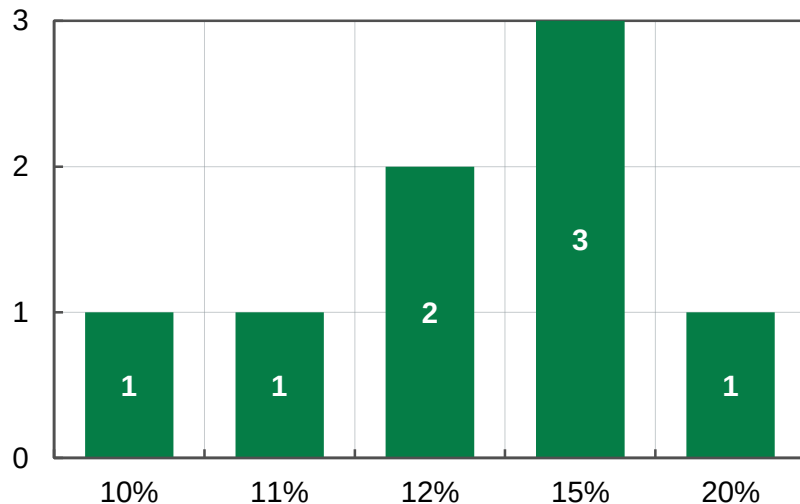
Споживання пригнічене через міграцію, зростання рівня безробіття, зменшення доходів та економію на другорядних витратах

Збереження стимулюючої фіскальної політики може підтримати сукупний попит



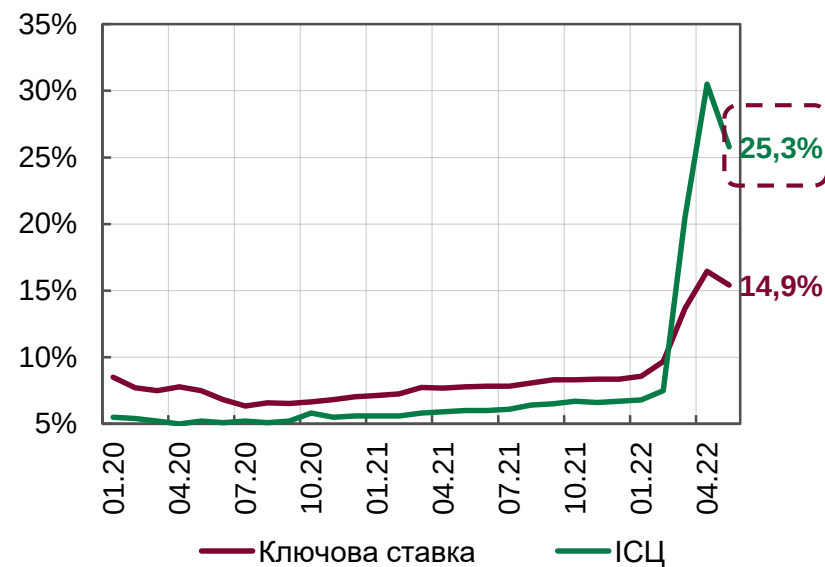
# Рішечіше за очікуване підняття ставки дозволить утримати під контролем інфляційні очікування та посилить інтерес до гривневих активів

Очікування фінансових аналітиків щодо облікової ставки НБУ на кінець 2022 року (опитування НБУ, станом на 30.05.2022)



Джерело: розрахунки НБУ.

Очікування фінансових аналітиків щодо інфляції та облікової ставки НБУ на кінець 2022 року

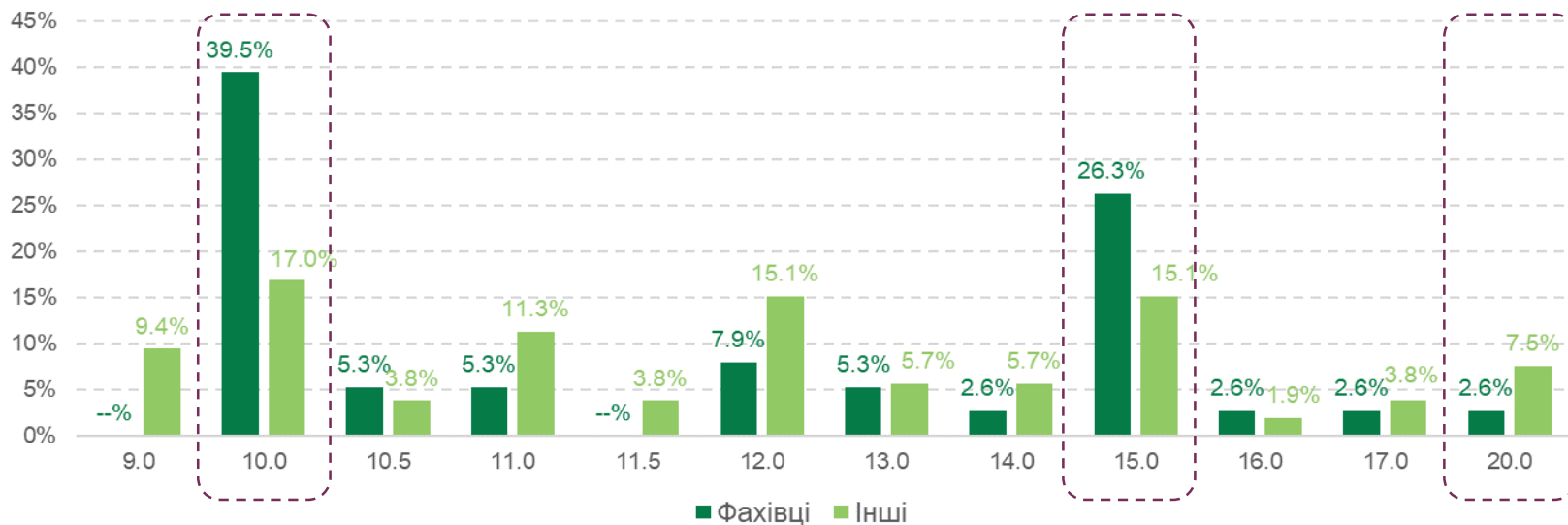


Джерело: Focus Economics 03.05.22 - 08.05.22.

- **7 з 7** фінансових аналітиків очікують на **збереження** ключової ставки у червні на рівні **10.0%**. Імовірно, очікування заякорені попередніми комунікаціями НБУ щодо низької дієвості ключової ставки і щодо тимчасової відмови від її застосування
- **Водночас 7 з 8** фінансових аналітиків очікують на **підвищення** ключової ставки **протягом 2022 року**, у т.ч. 4 з них – до 15+%
- Варто враховувати, що опитування проводилося до комунікацій НБУ щодо можливого переходу до активної процентної політики

# Думки фінансових аналітиків щодо **доцільності** підвищення ключової ставки у червні розділилися

«Поради» щодо облікової ставки НБУ, поточне рішення (станом на 01.06.2022)



Джерело: ICU.

- За даними ICU, **~61%** (з 38 осіб) **фахових респондентів вважають доцільним підвищення ставки** на поточному засіданні. Серед **нефахових респондентів** частка тих, хто вважає підвищення ставки доцільним, становить **~74%** (з 53 осіб), тобто є більшою, ніж серед **фахівців**
- При цьому **більшість (~57%) з тих фахівців, які вважають підвищення доцільним, надає перевагу підвищенню ставки одразу на 5 та більше п.п.**, тоді як **нефахові респонденти** більш схильні до помірного підвищення ставки (на +0,5-4 п.п.)
- Також **~9% нефахових респондентів вважають доцільним зниження ставки на 1п.п.**, тоді як **фахівці** знижувати ставку **не рекомендують**

# Розподіл думок серед членів КМП щодо рівня облікової ставки

1

→ Підвищення на 10 в.п. до 20%

- ✓ Рівень облікової ставки в 20% є **достатньо високим** з урахуванням для покриття інфляційних ризиків на горизонті впливу ключової ставки з урахуванням часового лагу монетарної трансмісії
- ✓ У 2023 році можливе **зниження інфляційного тиску**, оскільки основні проінфляційні фактори (розрив логістичних ланцюжків та локальні дефіцити окремих товарів) вже відіграють → **ризик надмірного ужорсточення МП**
- ✓ Рекордне підвищення ставки (до 25%) є **недоцільним** на проміжному засіданні **без оновлення макроекономічного прогнозу**
- ✓ Мінфін може утриматися від **значного підвищення ставок за ОВДП** (наприклад, профінансує дефіцит міжнародною допомогою), що послабить ефект від підвищення ставки
- ✓ **Значне підвищення без належної комунікаційної підготовки** може бути сприйняте як emergency hike → розбалансування очікувань↑

2

→ Підвищення на 14 в.п. до 24%

- ✓ **Економічні мотиви у поведінці бізнесу та населення посилилися**
- ✓ **Інфляційні ризики** на горизонті політики посилюються → **інфляційні та курсові очікування погіршуються**
- ✓ Низькі % ставки + висока інфляція + завищені девальваційні очікування **підживлюють вразливість системи**
- ✓ Для збереження фінансової стабільності і стримування інфляційних процесів **необхідне суттєве підвищення ставки** → **дохідність** за гривневими інструментами **має перевищити інфляцію** (поточну і очікувану):
  - збереження привабливості гривні як інструменту інвестування та заощаджень
  - **зниження тиску на валютний ринок та економія ЗВР**
  - зниження інфляційного тиску та стабілізації очікувань
  - зменшення потреби в монетизації дефіциту держбюджету → зростання довіри до дій НБУ
- ✓ **Незначне ↑ ставки** не матиме бажаного ефекту через **недостатню дієвість механізму монетарної трансмісії та очікування подальших підвищень**
- ✓ Неможливо чітко **спрогнозувати обсяги та частоту надходжень міжнародної фінансової допомоги**
- ✓ Рішення **не матиме значного впливу на видатки бюджету в 2022 році**
- ✓ **Кредитування наразі визнається не стільки змінами ключової ставки**, скільки високими ризиками, програмами держгарантій та компенсацій відсотків, а також конкуренцією за клієнтів

7

→ Підвищення на 15 в.п. до 25%