



Національний
банк України

Як підвищення облікової ставки НБУ допоможе вгамувати зростання цін в Україні


Володимир Лепушинський

Київ, квітень 2018



Зміст

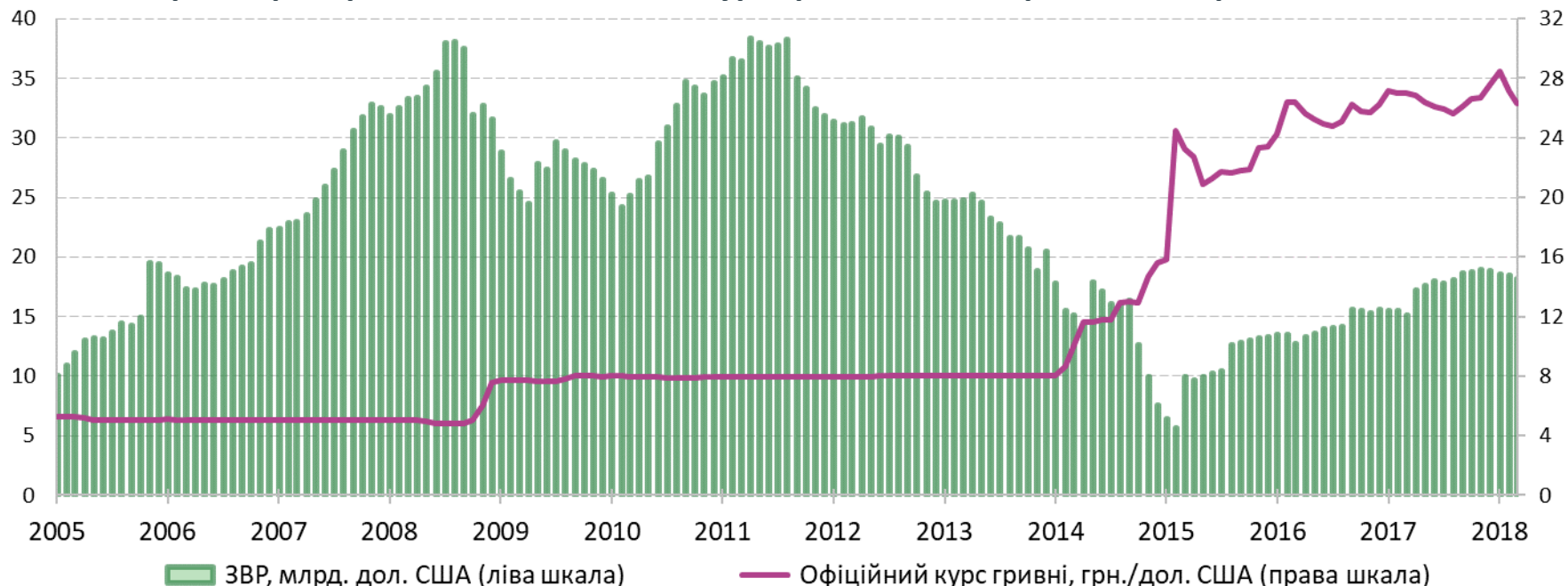
- I. Чому пріоритетним завданням для НБУ є зниження інфляції?
- II. Звідки двозначна інфляція?
- III. Як політика дорогих грошей дозволить приборкати інфляцію?
- IV. Питання до аудиторії



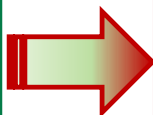
**I. Чому пріоритетним завданням для НБУ
є зниження інфляції?**




Прив'язка обмінного курсу – створює ілюзію стабільності ... яка закінчується разом з міжнародними резервами

Міжнародні резерви НБУ та обмінний курс гривні до долара США, млрд. дол. США



Підтримка
стабільного
(незмінного)
обмінного курсу

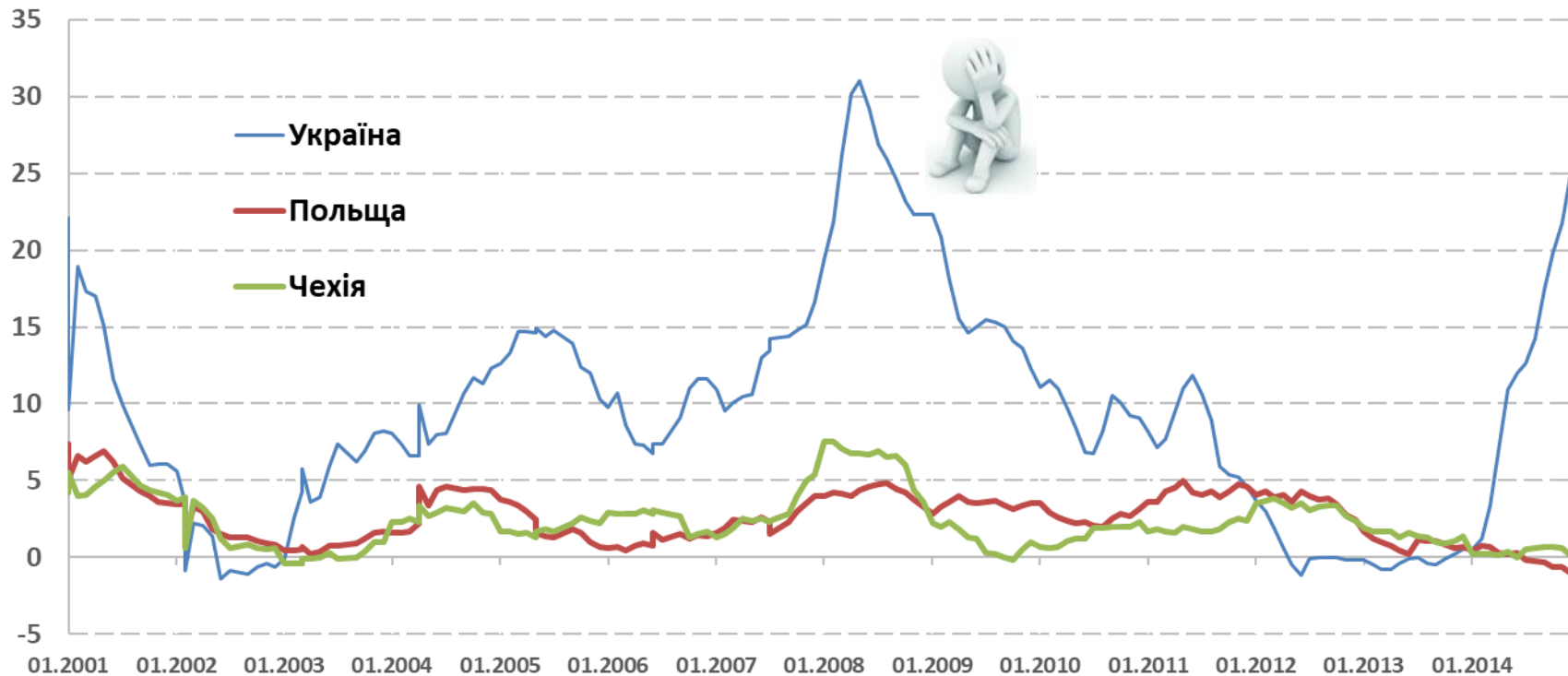


-  скорочення золотовалютних резервів
-  втрата конкурентоспроможності вітчизняними виробниками
-  девальвація національної валюти та зростання інфляції

Фіксація обмінного курсу – не стабільність, а її ілюзія

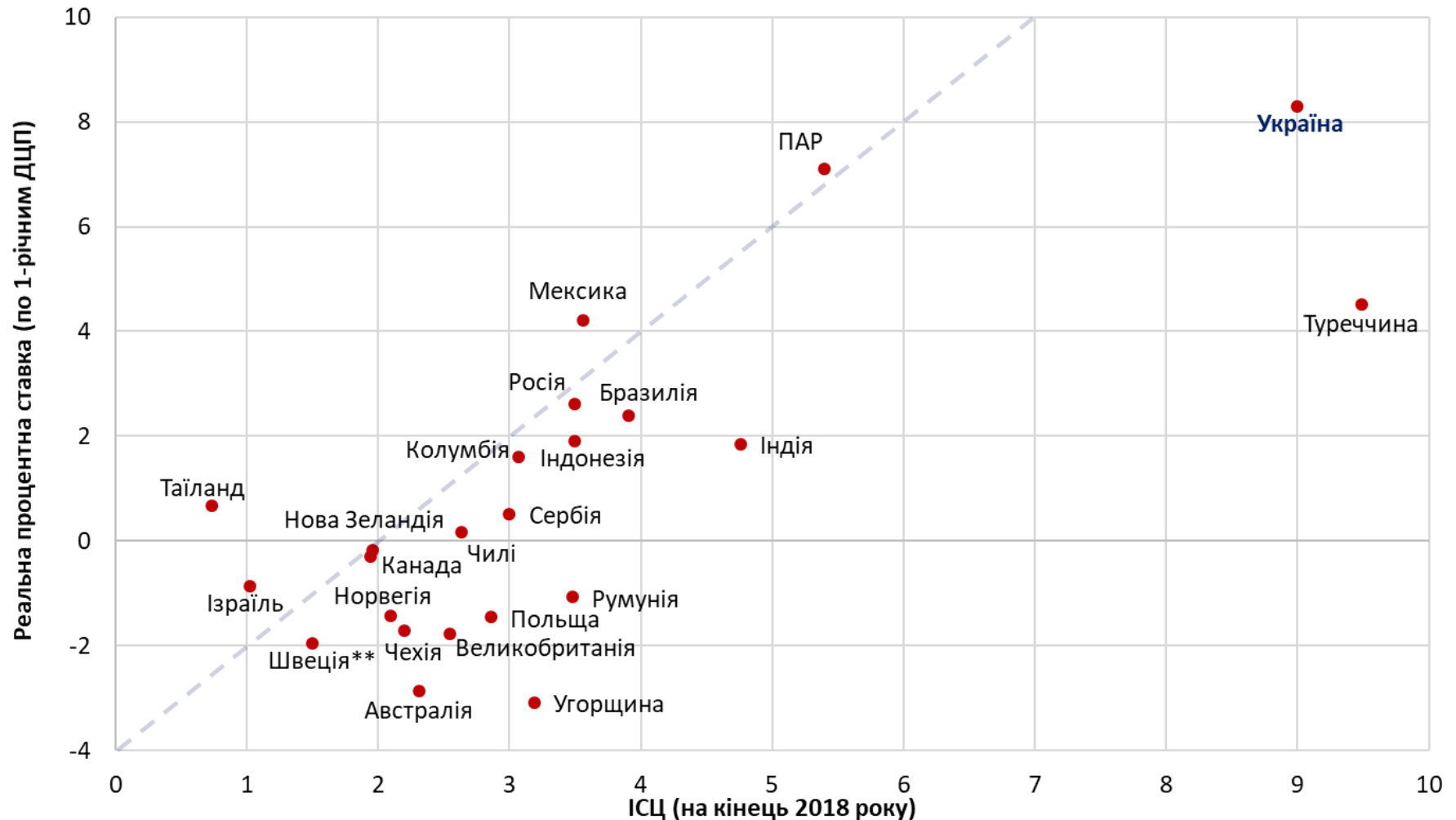
... і не забезпечує низьку та стабільну інфляцію

Інфляція в 2001-2014 роках, % р/р



Неочікувана інфляційна динаміка ускладнює процес прийняття рішення про заощадження та інвестиції економічних агентів

Досягнення низької і стабільної інфляції є необхідною умовою зниження вартості запозичень

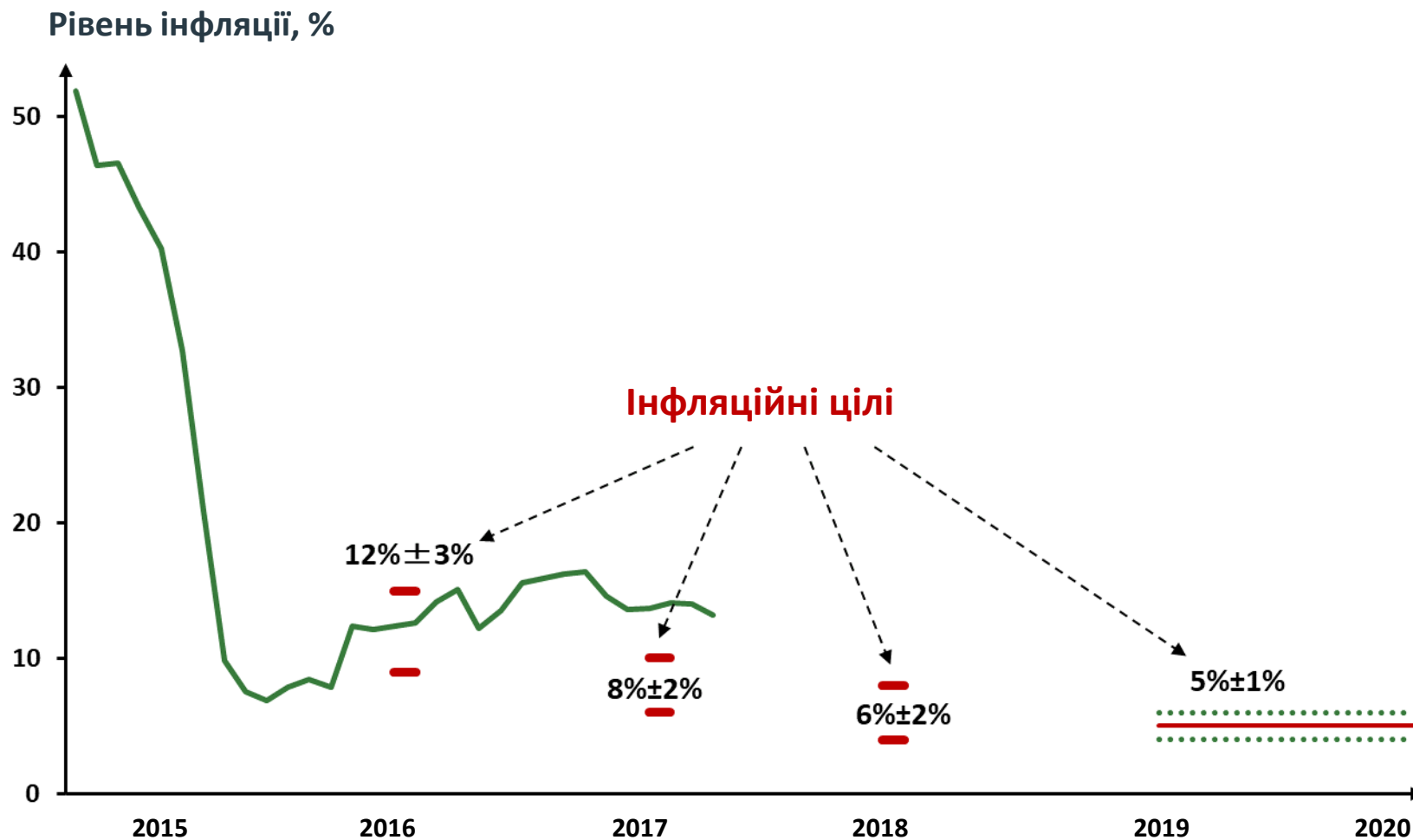


*Реальна процентна ставка, розрахована як різниця між дохідністю 1-річних ДЦП у національній валюті (станом на 27.03.2018) та [прогнозом МВФ](#) з інфляції на кінець 2018 р.

**розраховано за 2-річними ДЦП

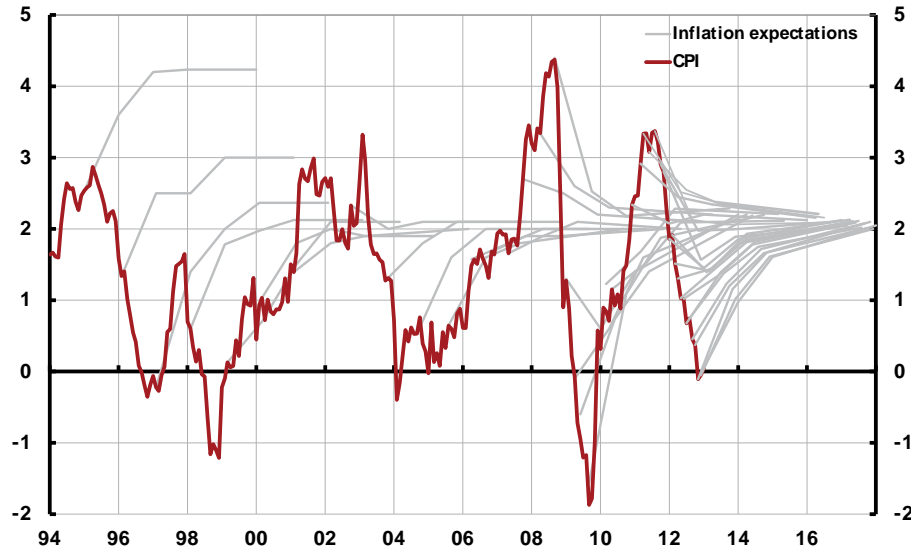
Джерело: Thomson Reuters, www.investing.com, [World Economic Outlook Database \(April 17, 2018\)](http://WorldEconomicOutlookDatabase), офіційні сайти центральних банків

Застосування інфляційного таргетування (ІТ) у якості режиму монетарної політики...



ДОЗВОЛИТЬ ЗНИЗИТИ ІНФЛЯЦІЙНІ ОЧІКУВАННЯ ТА ВАРТІСТЬ ЗАПОЗИЧЕНЬ

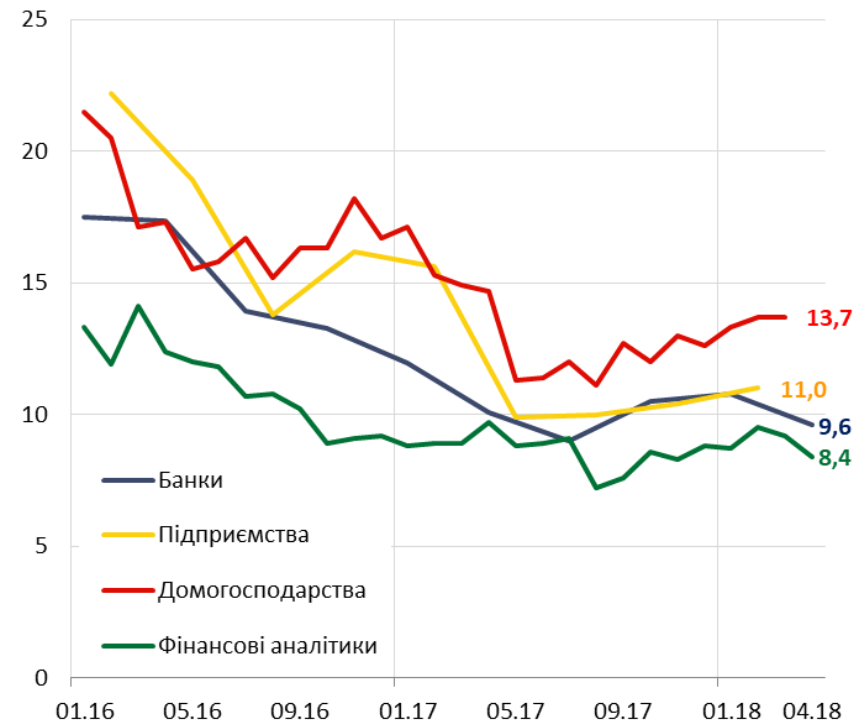
Швеція: інфляція та очікування



Чехія: інфляція та очікування



Україна: інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %

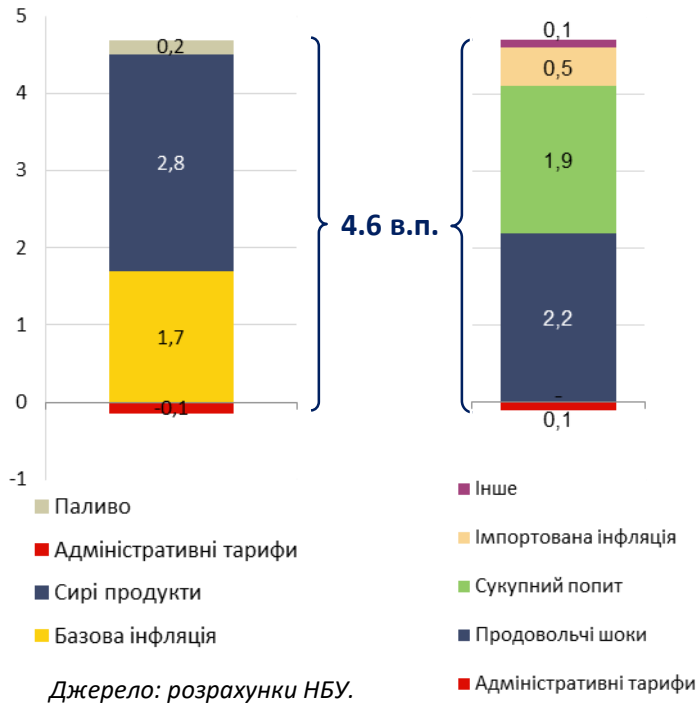




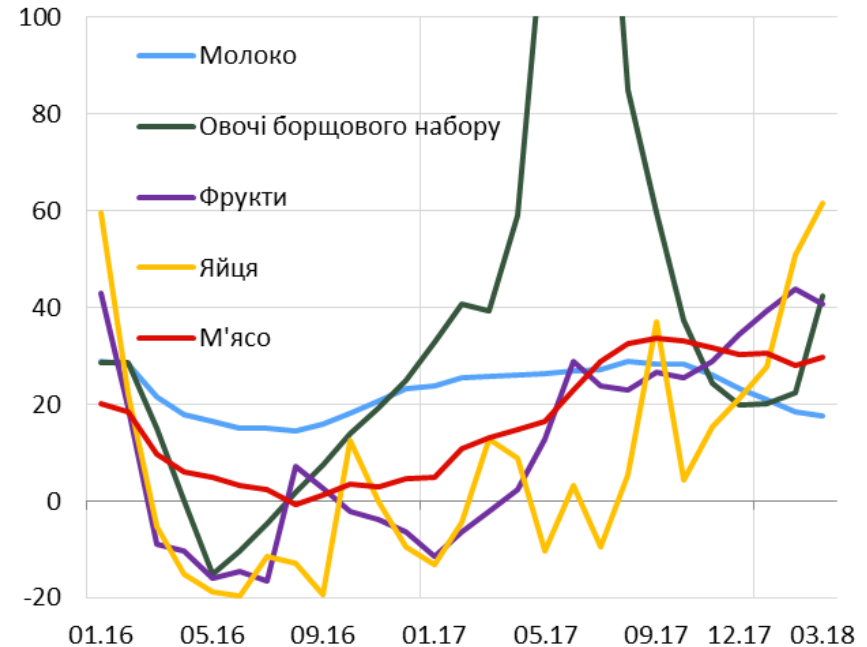
II. Звідки двозначна інфляція в Україні?

Прискорення інфляції було наслідком комбінації факторів: попиту на українську продукцію, зростання зарплат та витрат на виробництво

Похибка прогнозу інфляції у 2017 році за компонентами та факторами, в. п.



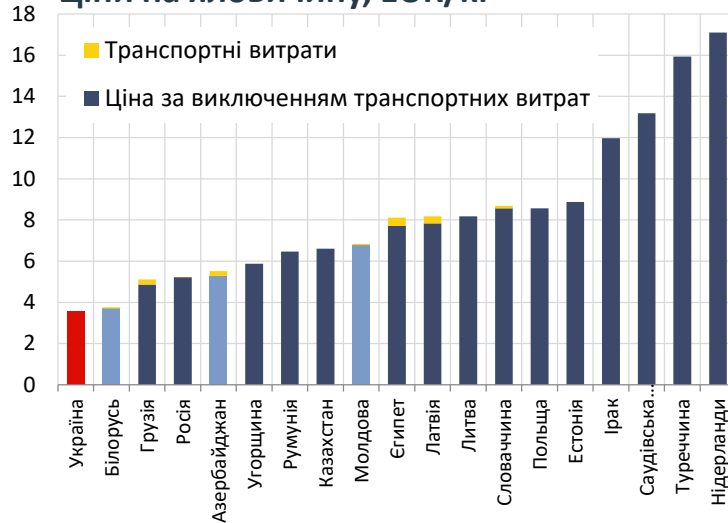
Ціни на окремі сирі продукти, % річна зміна



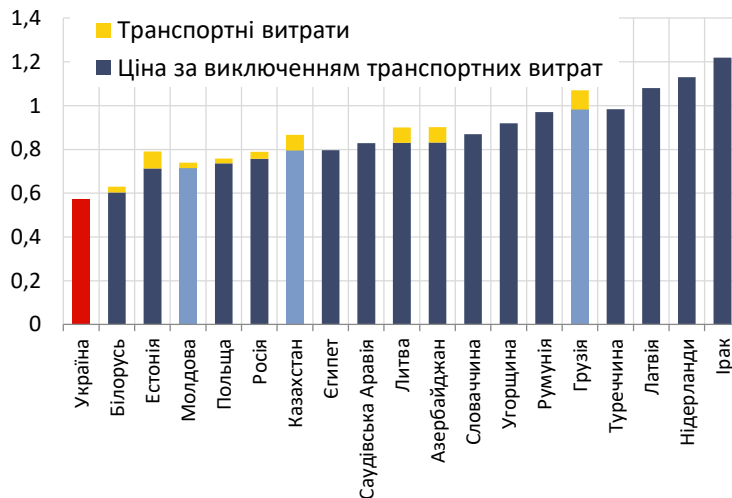
- Споживча інфляція з середини 2017 року перевищує цільовий діапазон, встановлений НБУ, внаслідок шоків з боку пропозиції продуктів харчування, змін у відносних цінах, а також активізації внутрішнього попиту
- Водночас сприятлива ситуація на валютному ринку частково компенсувала вплив факторів попиту та витрат, особливо у I кварталі 2018 року

Зростання експорту продуктів харчування спричиняє «підтягуванню» цін в Україні до світових

Ціни на яловичину, EUR/кг



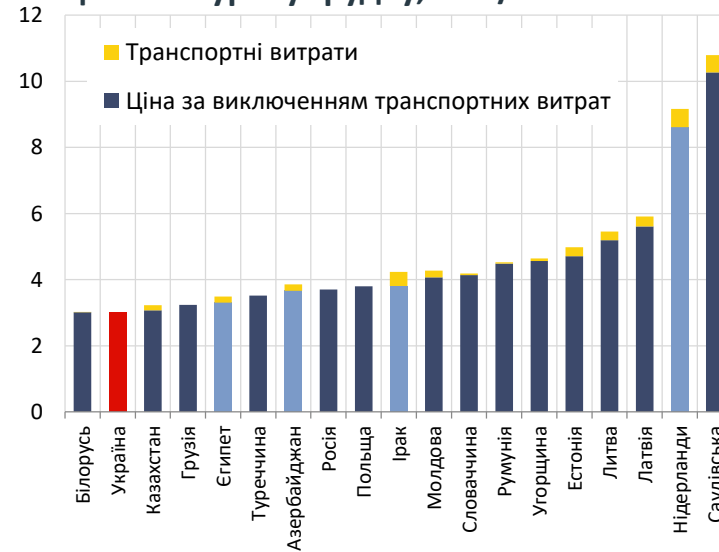
Ціни на молоко, EUR/л



Джерело: інтернет-магазини відповідних країн станом на 11.12.17, ціни для Іраку від numbeo.com (середнє значення за останні 12 місяців)

- В Україні ціни на більшість продуктів харчування, у тому числі на молочні та м'ясні продукти, все ще нижчі, ніж у сусідніх країнах, а також у торгових партнерів
- Значні обсяги експорту та недостатнє внутрішнє виробництво створює значні ризики різкої конвергенції внутрішніх цін до рівня цін торгових партнерів

Ціни на курячу грудку, EUR/кг

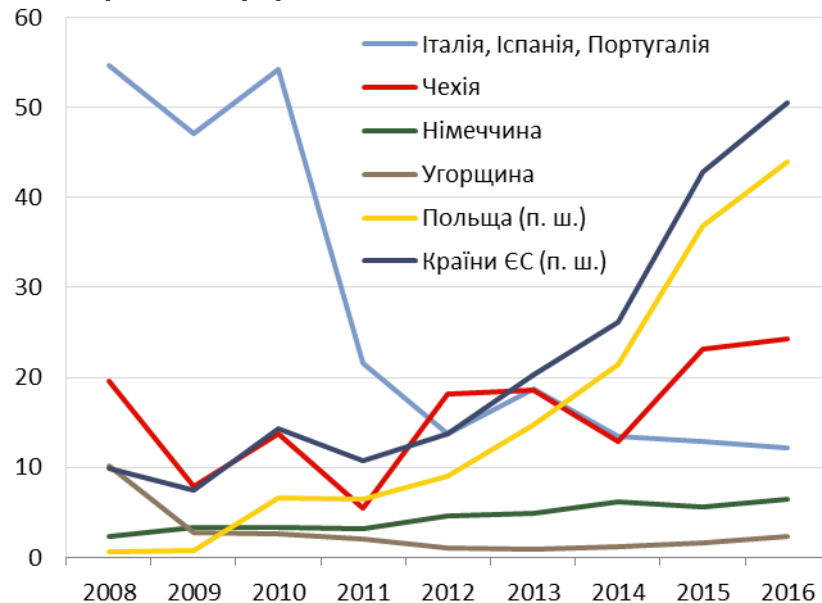


Транспортні витрати обчислюються на основі коефіцієнта маржі CIF-FOB для окремих продуктів та країн з бази даних OECD щодо міжнародних транспортних та страхових витрат на торгівлю товарами (останні доступні дані за 2014 рік)

Блакитним кольором виділено країни – імпортери зазначених видів української продукції

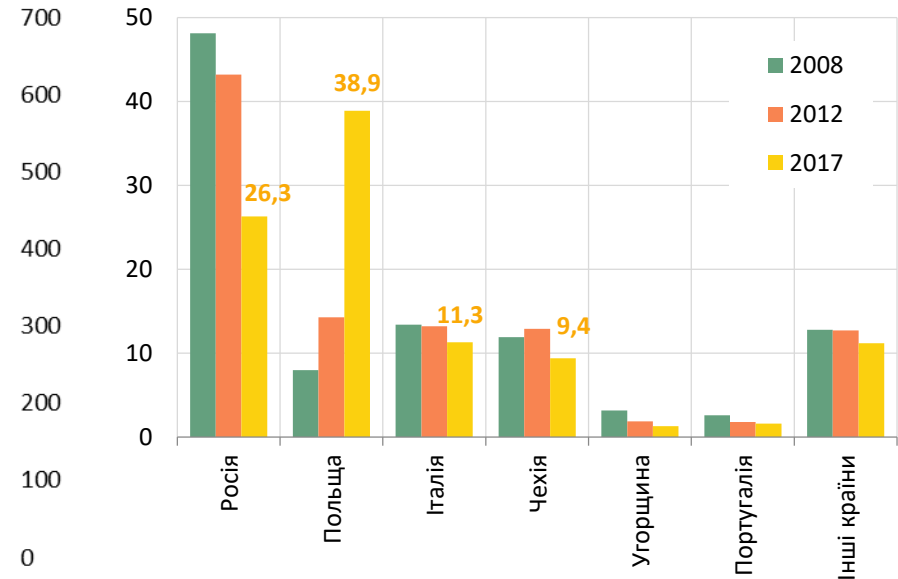
Зростання трудової міграції стимулює зростання заробітних плат

Кількість дозволів на проживання в ЄС, що отримали українці, тис.



Джерело: Eurostat.

Трудові мігранти за країнами перебування, %

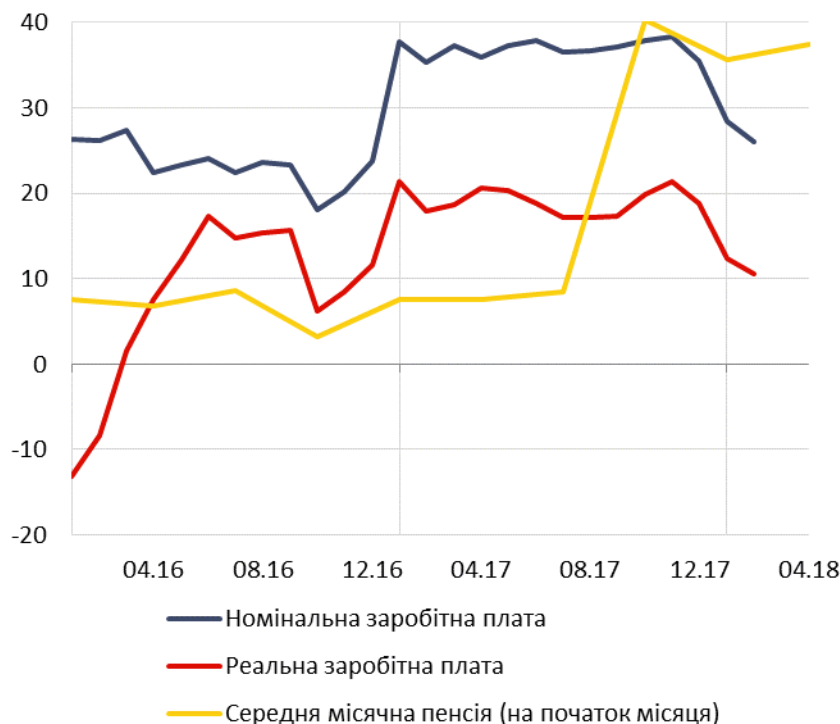


Джерело: ДССУ.

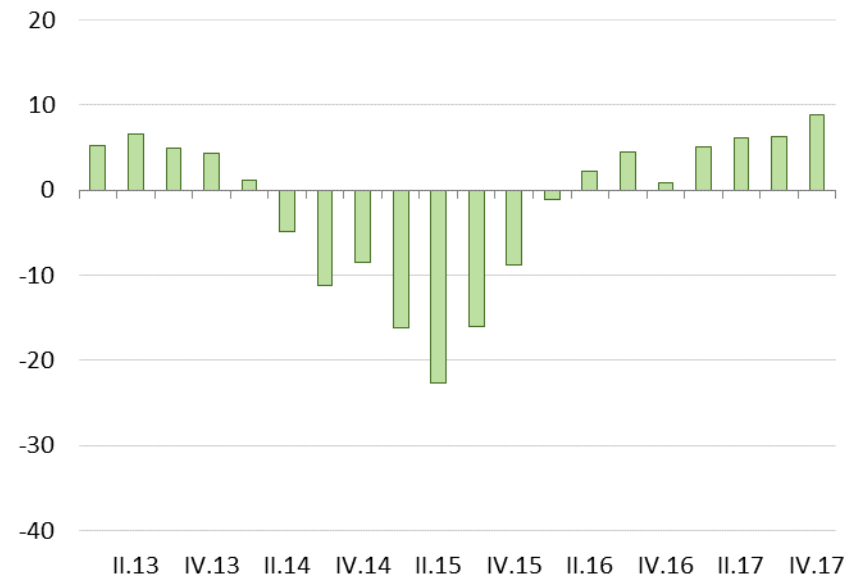
- Кількість мігрантів помітно зросла за останні роки (до ~1.3-2.3 млн)
- Маршрути мігрантів змінилися (Росія↓, Польща↑)
- З огляду на ВВП по ППП на душу населення та спрощені процедури вступу до ЄС, потенціал подальшої міграції залишається високим

Зростання заробітної плати та інших доходів стимулює споживання та зростання цін

Заробітна плата та середня місячна пенсія, % річна зміна



Приватне споживання, % річна зміна

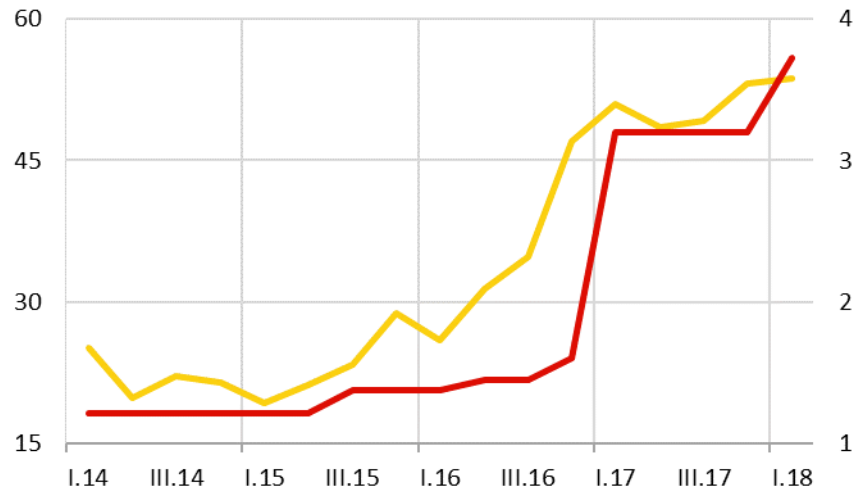


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Двократне підвищення МЗП з початку 2017 року надало потужний імпульс зростанню реальної заробітної плати, який був підтриманий приватним сектором у період зростання попиту на робочу силу та напруженості на ринку праці
- Зміна формули пенсійних виплат (з IV кварталу 2017 року) спричинило зростання середніх пенсій

Підвищення мінімальної з/п та тиск на ринку праці зумовлюють зростання виробничих витрат

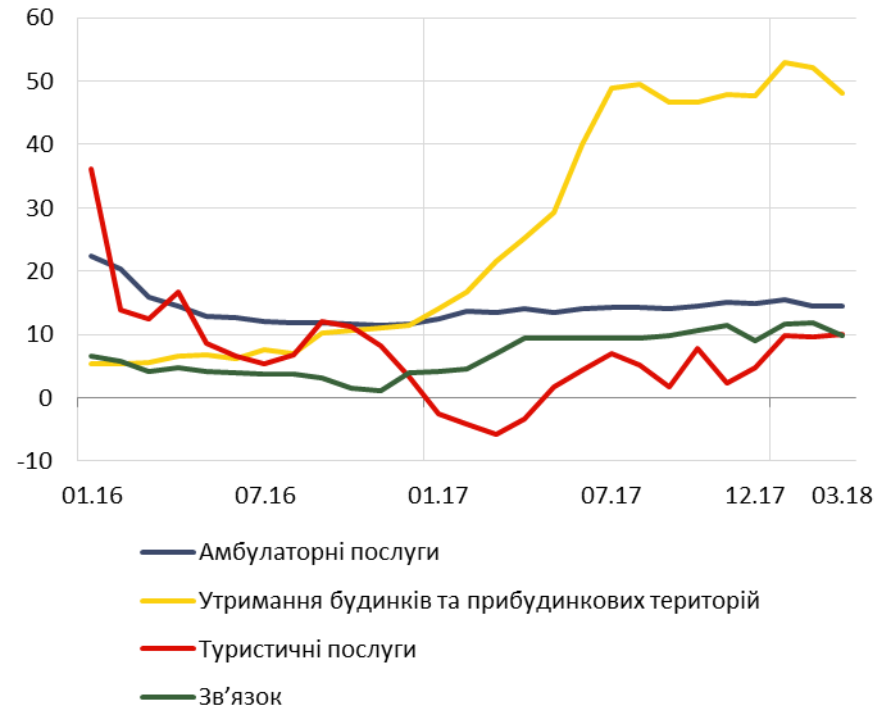
Оцінка впливу витрат на оплату праці на вихідні ціни підприємств та МЗП



— Вартість трудових ресурсів як фактор, що впливав на оцінку зміни рівня цін на товари та послуги, які продає підприємство, %
— МЗП (на кінець кварталу), тис. грн (п. ш.)


Джерело: Закон України про Державний бюджет, опитування щодо ділових очікувань НБУ.

Ціни на окремі види послуг, % річна зміна



Джерело: ДССУ.

- Найбільше тиск з боку виробничих витрат на оплату праці проявляється у показниках цін на послуги, які входять до базової інфляції
- Також зміна цін на послуги відображає окремі секторальні чинники (наприклад, вартість транспортних послуг більше залежить від цін на паливо, а послуг ресторанів – від вартості сирих продуктів харчування)



III. Як політика дорогих грошей дозволить приборкати інфляцію?

Основний інструмент досягнення цілі з інфляції - процентна ставка



Монетарна політика НБУ спрямована на зниження інфляції за мінімізації шкоди для економічного зростання

Облікова ставка, %



Стримана монетарна політика

для нівелювання ризику зміни тренду поліпшення інфляційних очікувань на тлі високих поточних показників цін та ризиків посилення фундаментального тиску на ціни у середньостроковій перспективі, зокрема з боку попиту

Пом'якшення монетарної політики

для підтримки економічного зростання, зважаючи на контрольованість інфляційних процесів та послаблення ризиків внаслідок:

- успішного завершення 4-го перегляду програми з МВФ
- подальшого поліпшення кон'юнктури сировинних ринків
- укріплення обмінного курсу гривні
- зниження інфляційних очікувань

Жорстка монетарна політика

для зниження інфляції до цільового рівня та нівелювання впливу проінфляційних ризиків:

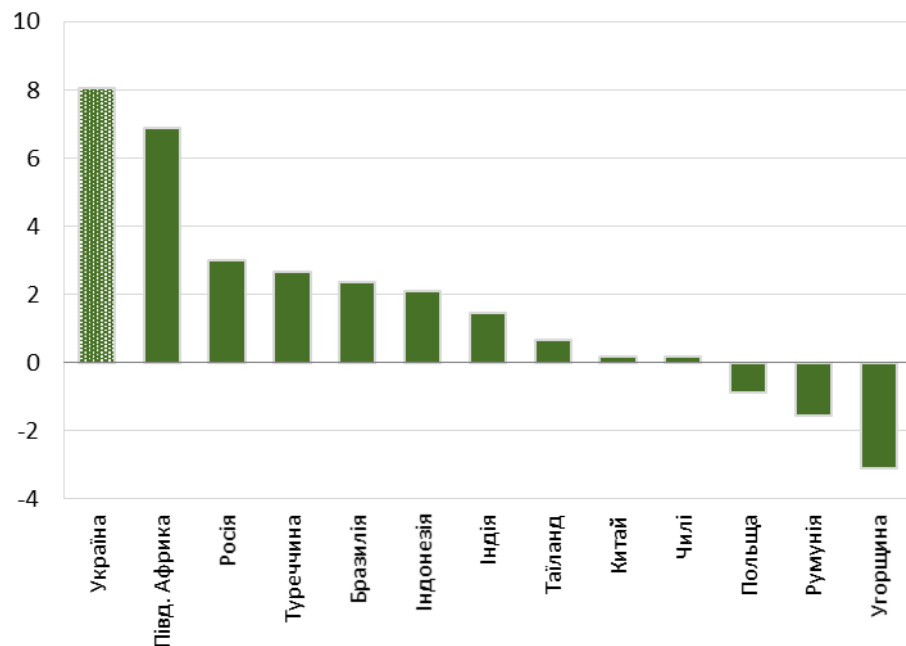
- затримка у надходженні чергового траншу в рамках програми EFF
- суттєве підвищення соціальних стандартів та посліуюча активізація споживчого попиту
- погіршення інфляційних очікувань, яке ускладнить подальше зниження інфляції

Припинення циклу підвищення ставок

Монетарні умови є достатньо жорсткими, щоб забезпечити зниження інфляції до цільових показників у середньостроковій перспективі

Високі процентні ставки сприяють припливу капіталу

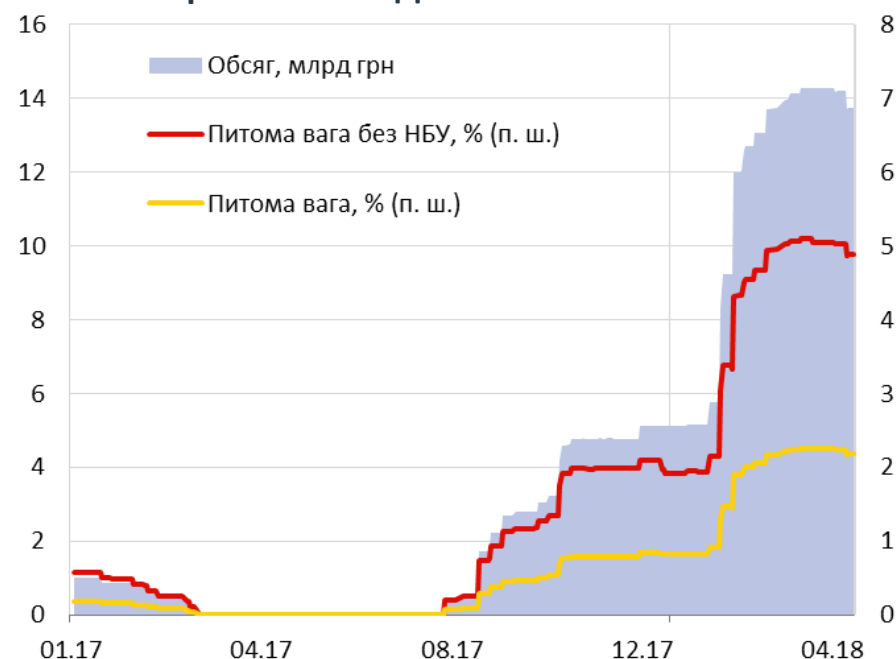
Реальні процентні ставки* за ДЦП окремих країн, ринки яких розвиваються, % (станом на 20.04.2018)



* Реальна процентна ставка, розрахована як різниця між дохідністю залучених на первинному ринку однорічних облігацій уряду (станом на 20.04.18) та прогнозом МВФ з інфляції на кінець 2018 року (Перспективи розвитку світової економіки, квітень 2018), для України – прогноз НБУ.

Джерело: Thomson Reuters, розрахунки НБУ.

Обсяг та питома вага нерезидентів у загальному обсязі гривневих ОВДП



Джерело: НБУ.

- Реальна дохідність гривневих ОВДП залишається однією із найвищих серед країн, ринки яких розвиваються
- Цикл підвищень облікової ставки НБУ та зростання процентних ставок за гривневими фінансовими інструментами сприяли активному припливу іноземного капіталу у державні цінні папери в національній валюті на початку 2018 року

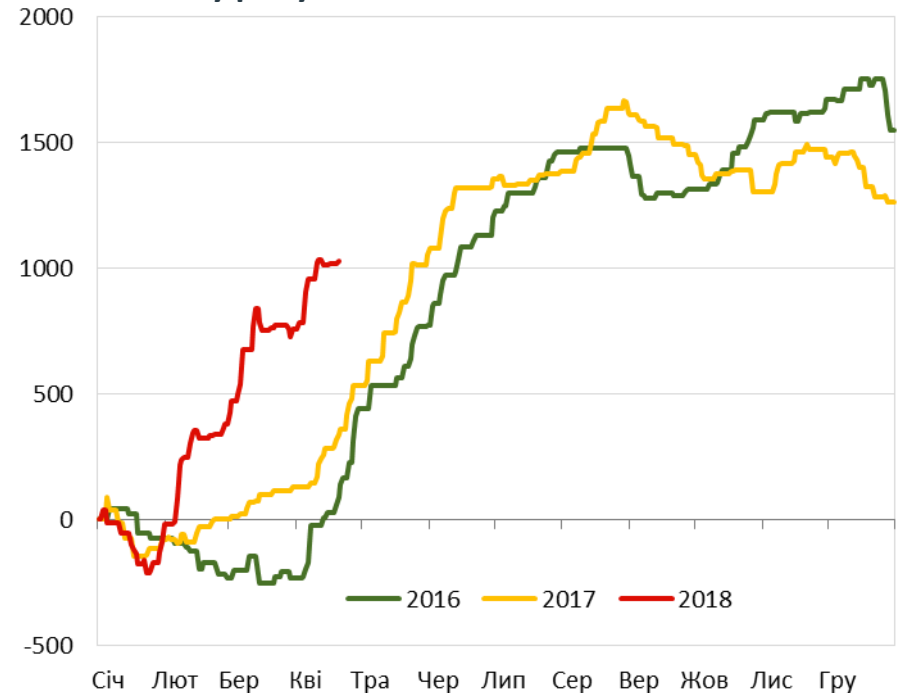
Приплив інвестицій та надходження виручки від експортерів дозволили зламати девальваційний тренд гривні у січні 2018 року

Офіційний курс гривні до долара США



Джерело: НБУ.

Інтервенції, млн дол. США, кумулятивно з початку року

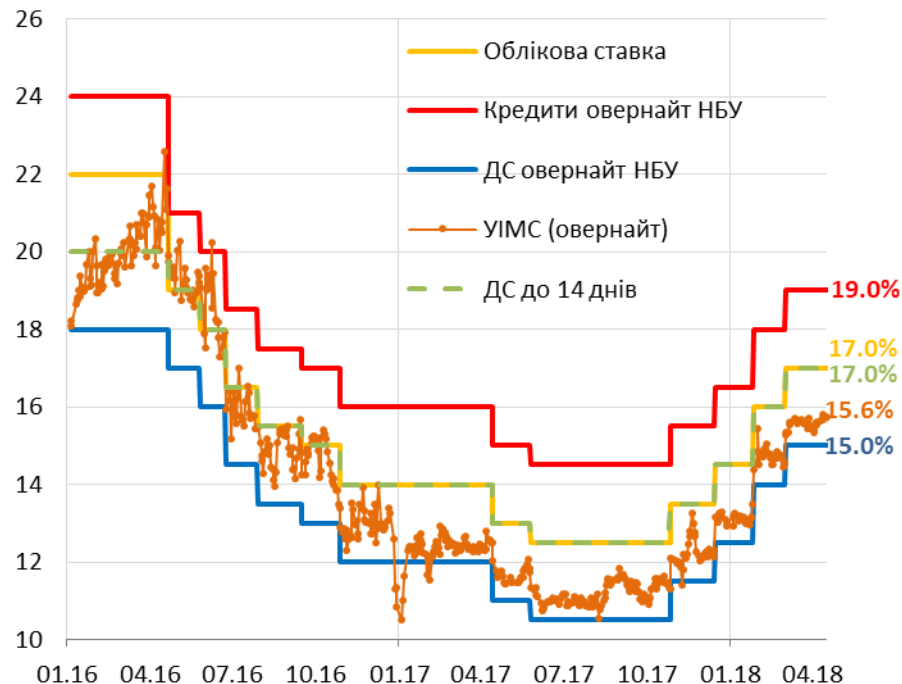


Джерело: НБУ.

- Приплив іноземних інвестицій разом із збільшенням надходжень валютної виручки від експортерів на фоні збереження сприятливої кон'юнктури на світових ринках зумовило зміцнення обмінного курсу гривні відносно долара США
- Домінуючий ревальваційний тренд дав змогу НБУ купувати іноземну валюту для поповнення міжнародних резервів в I кварталі 2018 року (757 млн дол. проти 131 млн дол. купівлі у 2017 році та продажу 235 млн дол. у відповідному періоді 2016 року)

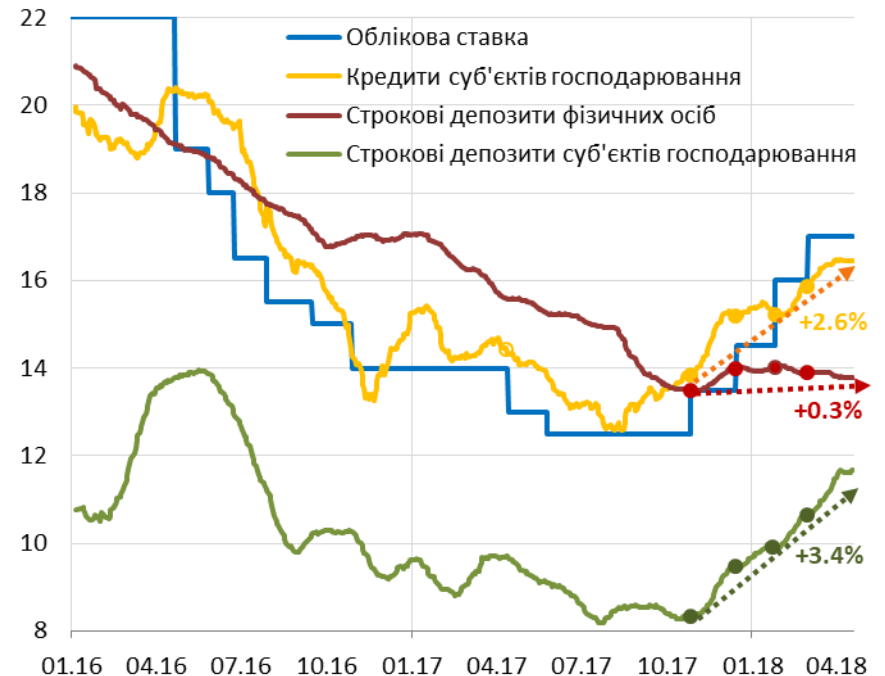
Підвищення НБУ ключової процентної ставки поступово транслюються в ринкові процентні ставки

Процентні ставки НБУ та Український індекс міжбанківських, % річних



Джерело: НБУ.

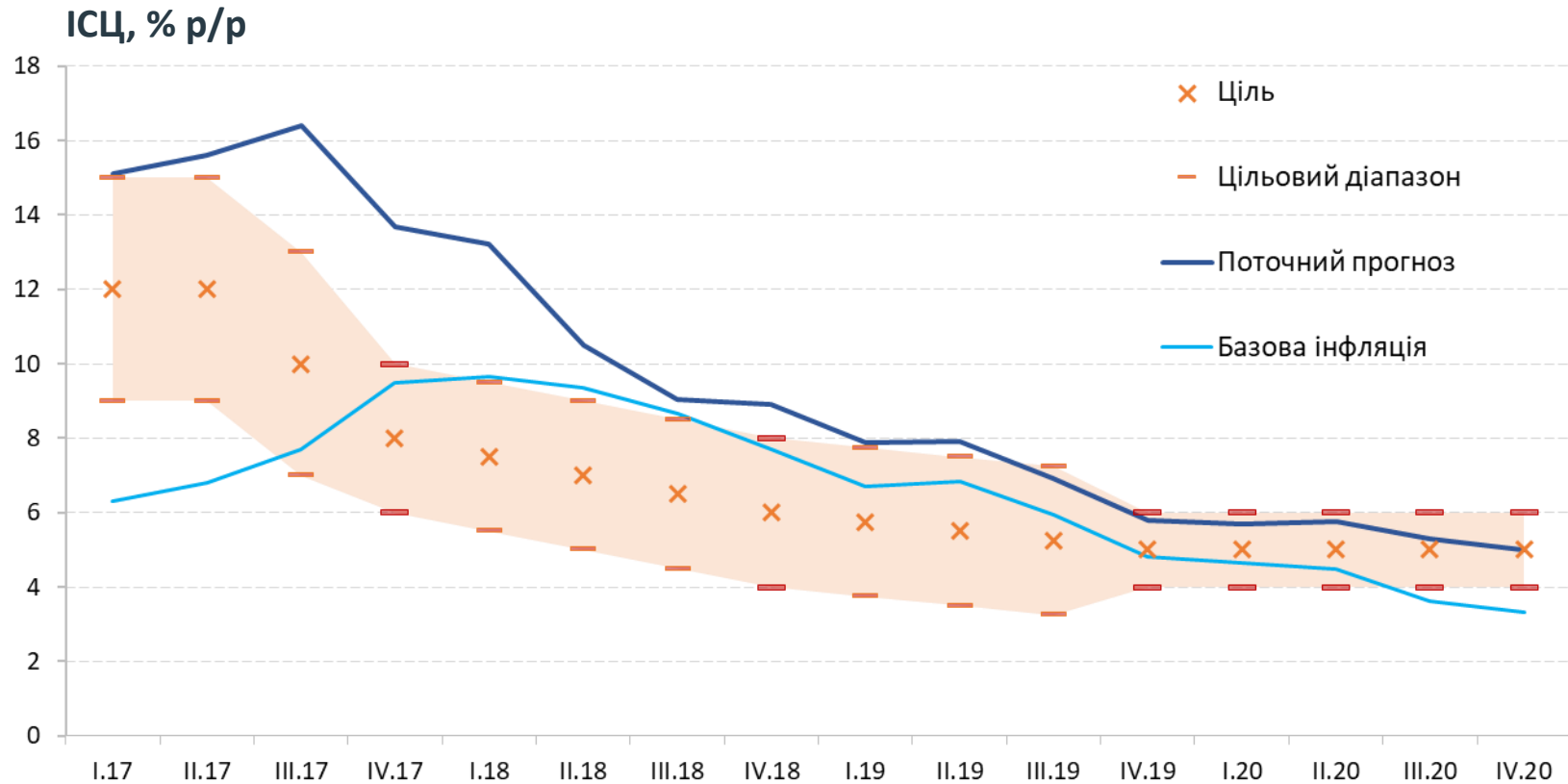
Ключова ставка, вартість нових кредитів та депозитів у гривні (місячна ковзна середня), % річних



Примітка: стрілки позначають зростання ставок після 26 жовтня 2017 року (початок циклу більш жорсткої монетарної політики).

- У квітні 2016 року НБУ посилив роль процентної політики, прив'язавши до облікової ставки процентні ставки за основними монетарними операціями та встановивши симетричний коридор за операціями постійного доступу
- З того часу ринкові процентні ставки за гривневими ресурсами гнучко реагують на зміну облікової ставки НБУ. Хоча реакція процентних ставок за депозитами та кредитами домогосподарств помірна

Жорстка монетарна політика сприятиме поверненню інфляції до цілі



Джерело: НБУ.

Очікується повернення інфляції до цільового діапазону в середині 2019 року, а центральної точки цільового діапазону, тобто середньострокової інфляційної цілі (5%), вона досягне у 2020 році