



Національний
банк України

Монетарна політика Національного банку України

Володимир Лепушинський

Департамент монетарної політики та
економічного аналізу

Семінар: “Інструменти хеджування
валютних ризиків”

Київ, 2019



Основна ціль монетарної політики – досягнення цінової стабільності

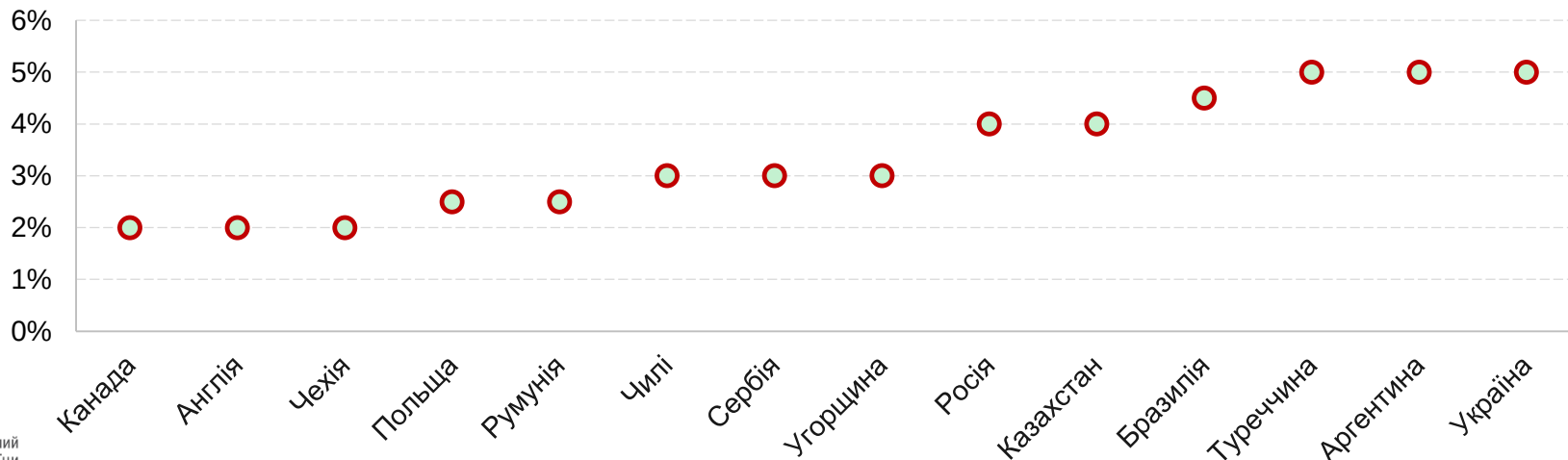
Унікальна функція центрального банку щодо забезпечення економіки грошима природньо зумовлює його **відповідальність за цінову стабільність**

**“Inflation Is Always And Everywhere
A Monetary Phenomenon”**

Milton Friedman,
*Nobel Memorial Prize
in Economic Sciences*

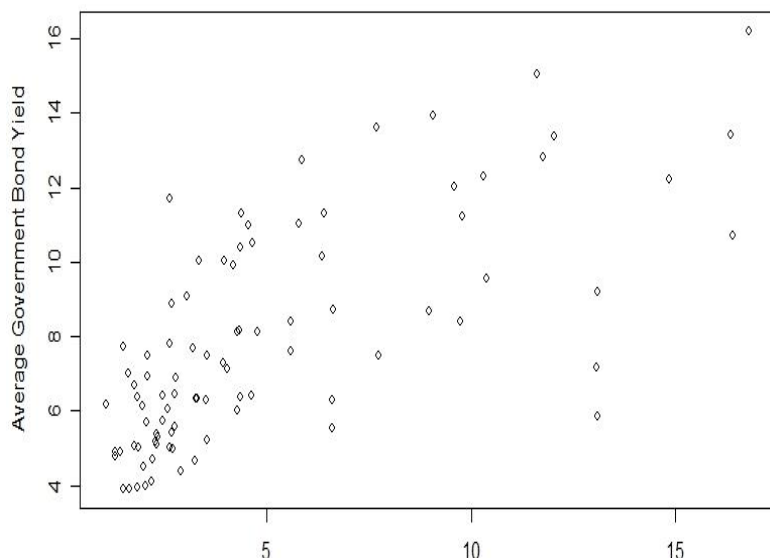
Цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі **низьких, стабільних темпів інфляції**

Середньострокові інфляційні цілі в різних країнах, %



Досягнення цінової стабільності – нижчі відсоткові ставки

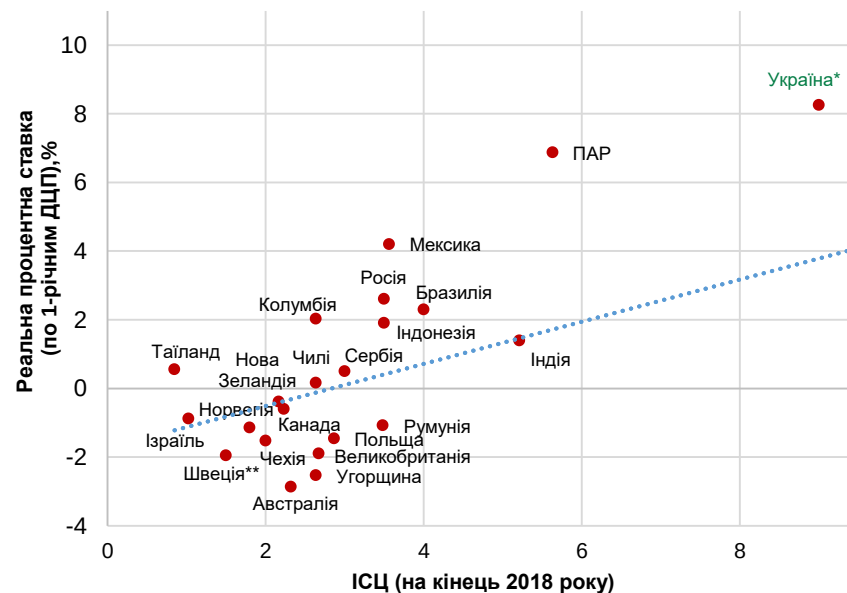
Середні темпи інфляції vs середні відсоткові ставки



Джерело:

<https://www.economics.utoronto.ca/jfloyd/modules/evin.html>

ІСЦ vs реальна процентна ставка



Джерело: Thomson Reuters; www.investing.com; WEO Database, April 2018; офіційні сайти центральних банків

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

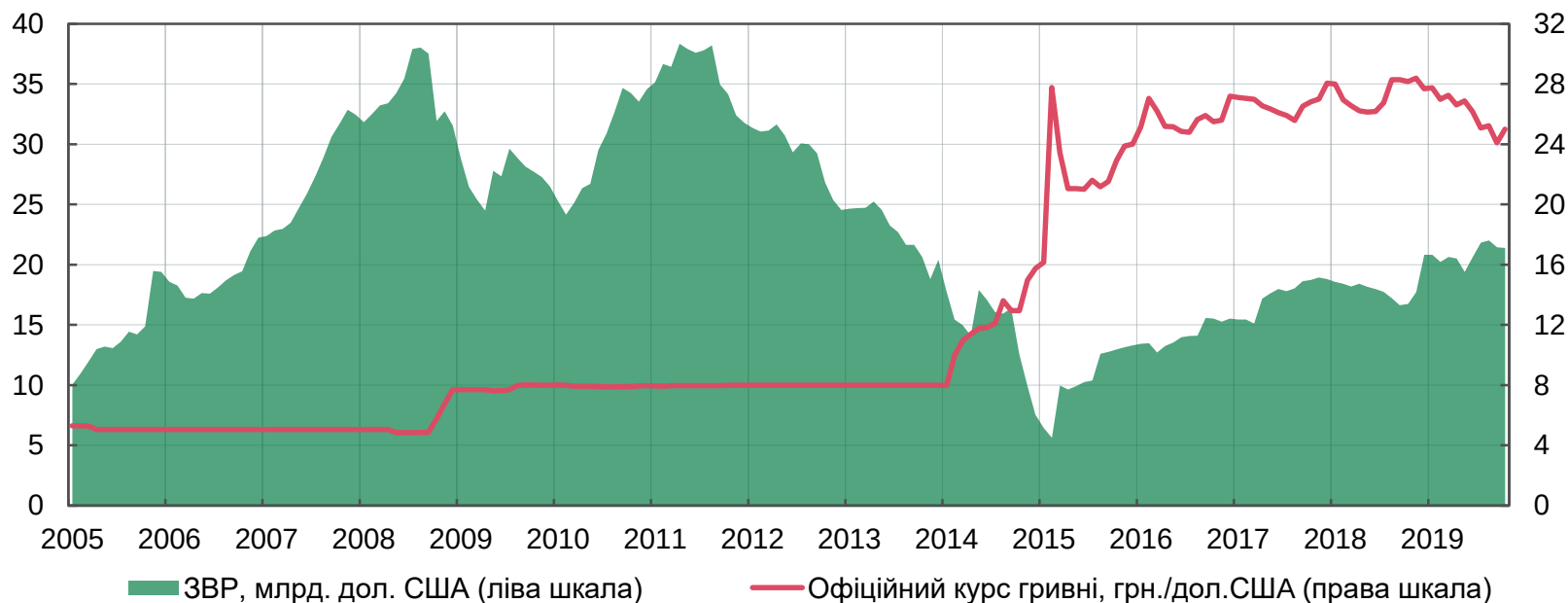
* дата первинного розміщення ОВДП - 12.06.2018

** розраховано за 2-річними ДЦП

- Нижча інфляція асоціюється не тільки з нижчою номінальною, але й реальною вартістю запозичень

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

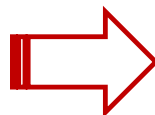
Міжнародні резерви НБУ та обмінний курс гривні до долара США, млрд. дол. США



Фіксація обмінного курсу



**не стабільність,
а її ілюзія**



скорочення золотовалютних резервів



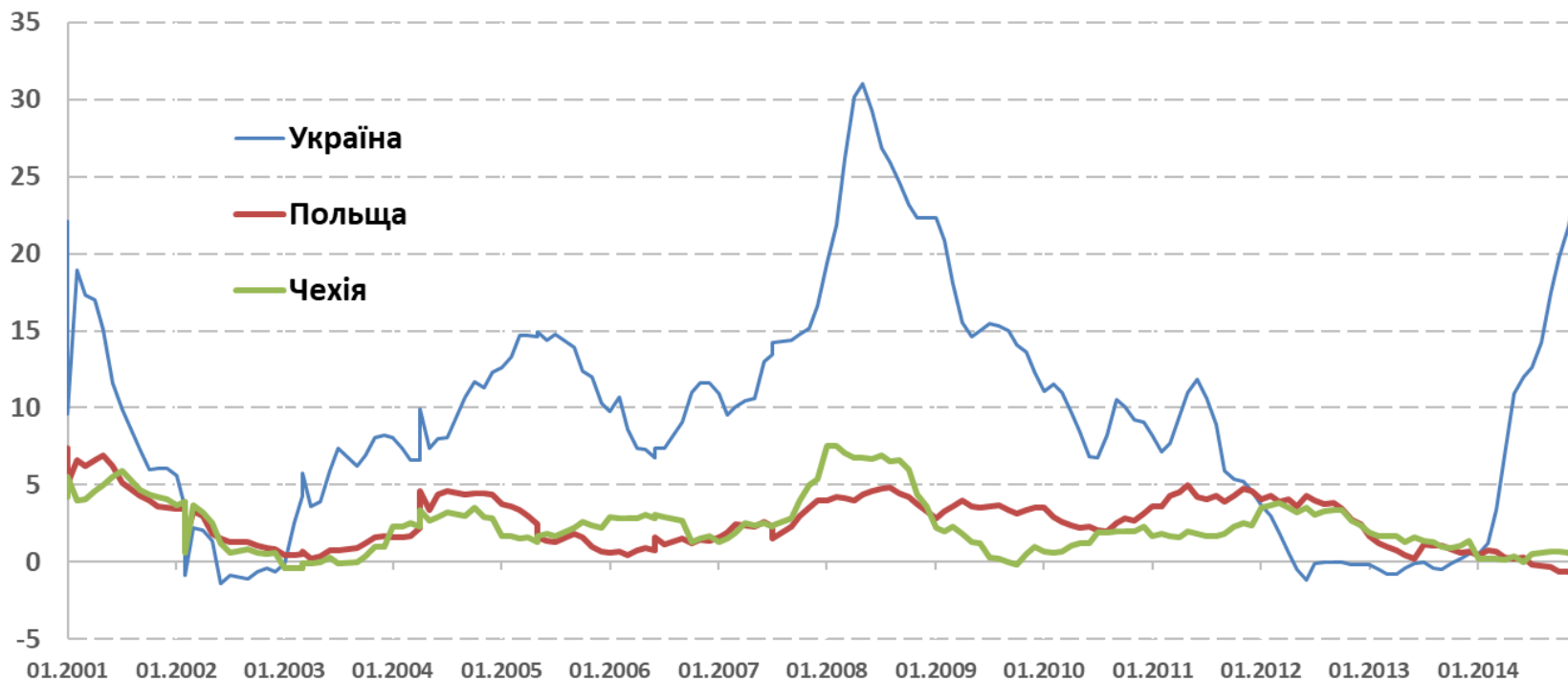
втрата конкурентоспроможності
вітчизняними виробниками



девальвація національної валюти та
зростання інфляції

... і не забезпечує низьку та стабільну інфляцію

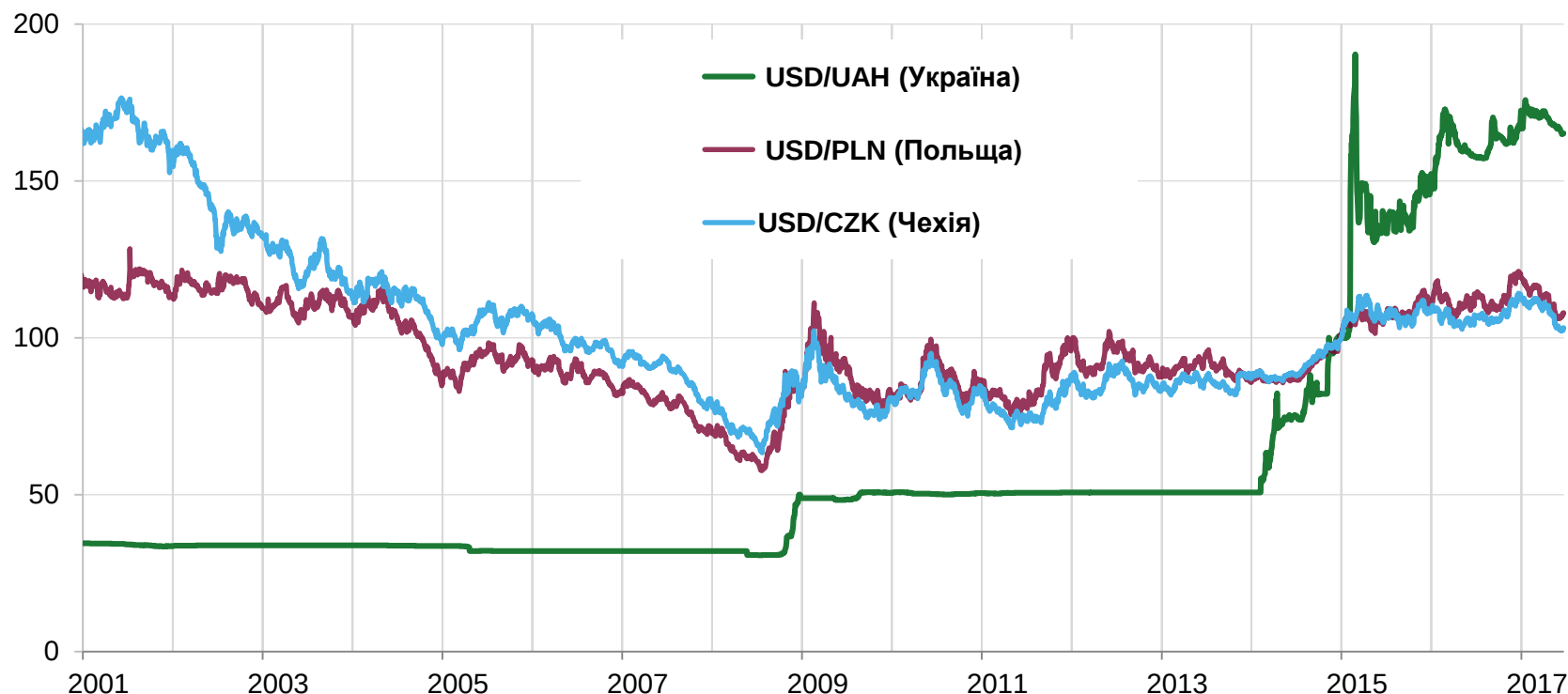
Інфляція в 2001-2014 роках, % р/р



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

Країни з плаваючим обмінним курсом менше наражаються на валютні кризи та мають стійкіші валюти

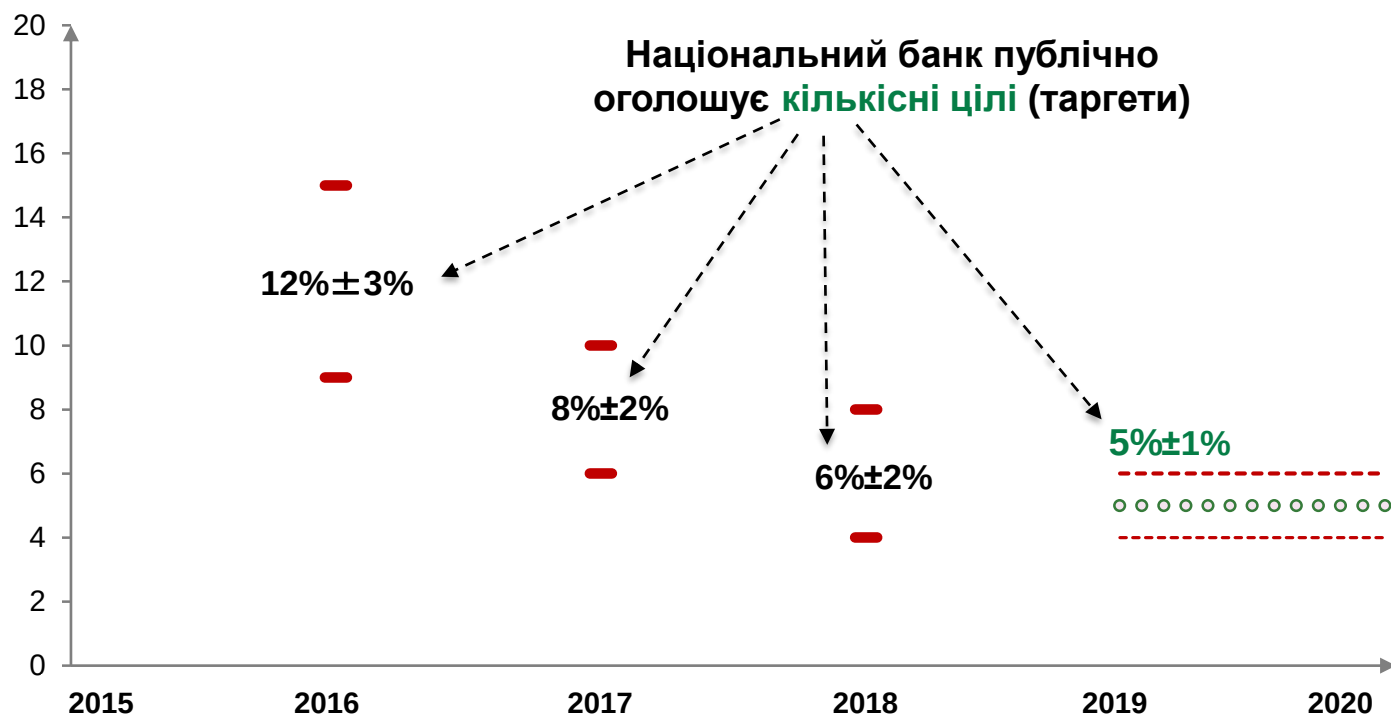
Обмінні курси, 31.12.2014=100



Незмінні цілі щодо інфляції вперше визначенні Правлінням НБУ у 2015 році та офіційно затверджені Радою НБУ у 2016 році

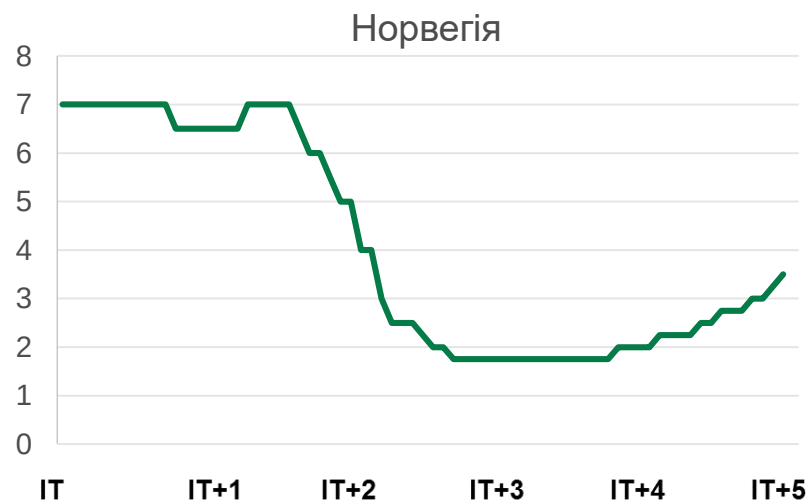
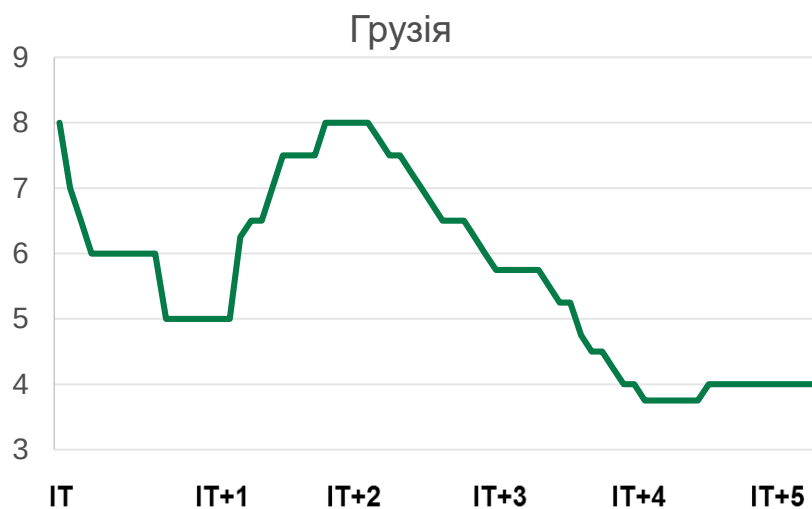
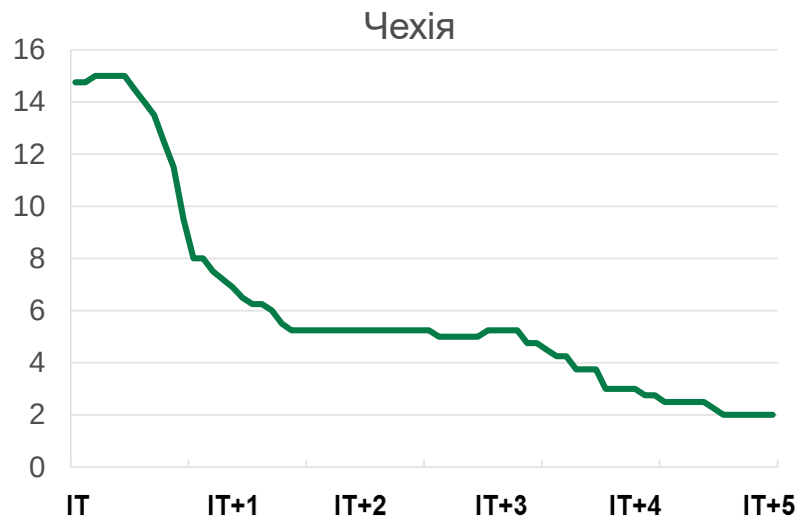
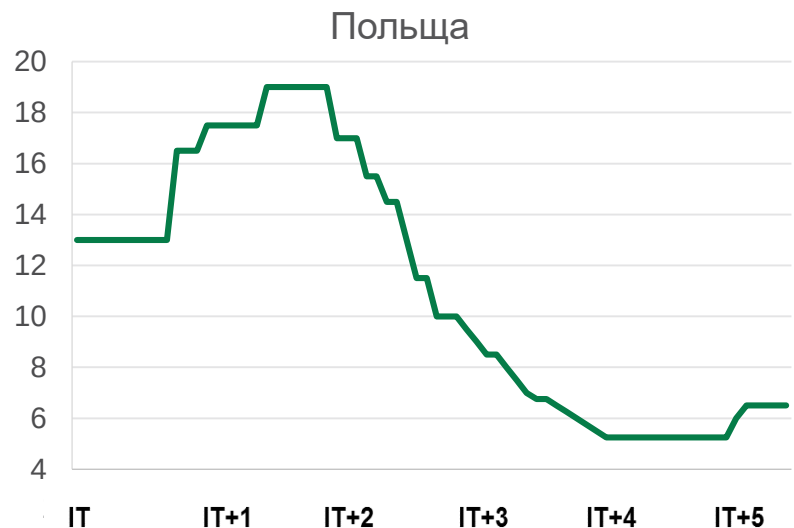
Затверджено Радою Національного банку України в Основних засадах грошово-кредитної політики та Стратегії монетарної політики

Споживча інфляція, % р/р



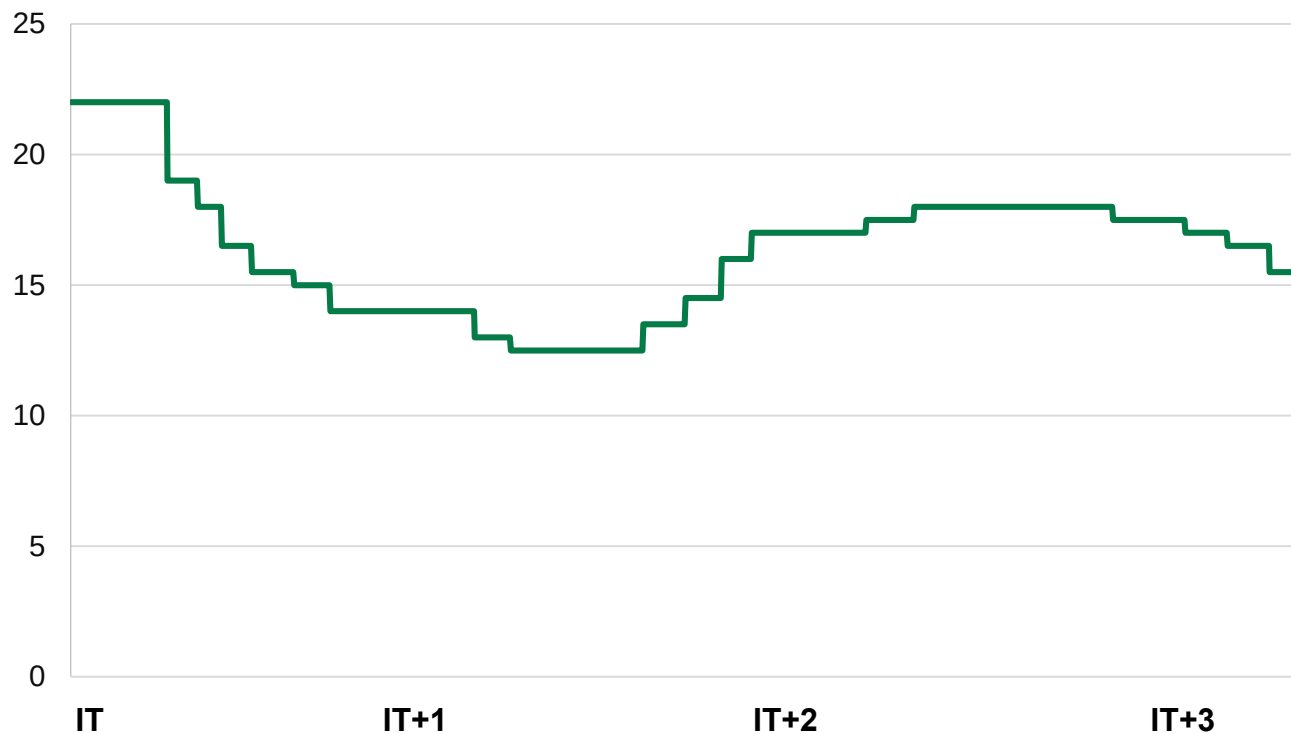
- Низька та стабільна інфляція є основною передумовою підвищення довіри до гривні, зниження відсоткових ставок за кредитами та дедоларизації

Для досягнення стабільно низької інфляції на перших етапах ІТ ЦБ часто змушені утримувати високі ключові ставки



Відповідний шлях проходить і НБУ

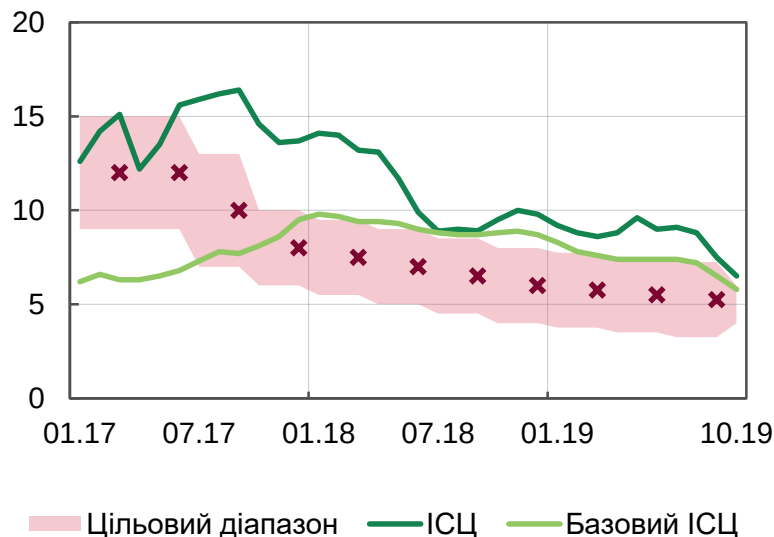
Ключова ставка, %



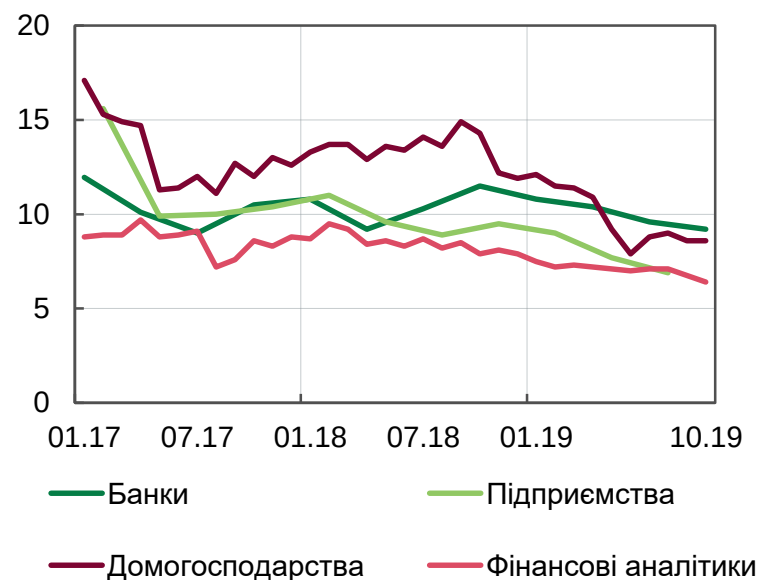
- Ключова (облікова) ставка є орієнтиром ціни на гроші. За ключової ставкою Національний банк здійснює основні операції з банками з надання або залучення коштів у межах проведення монетарної політики

Жорстка монетарна політика НБУ демонструє результати – інфляція знижується до цілі

Індекси споживчих цін, % р/р



Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



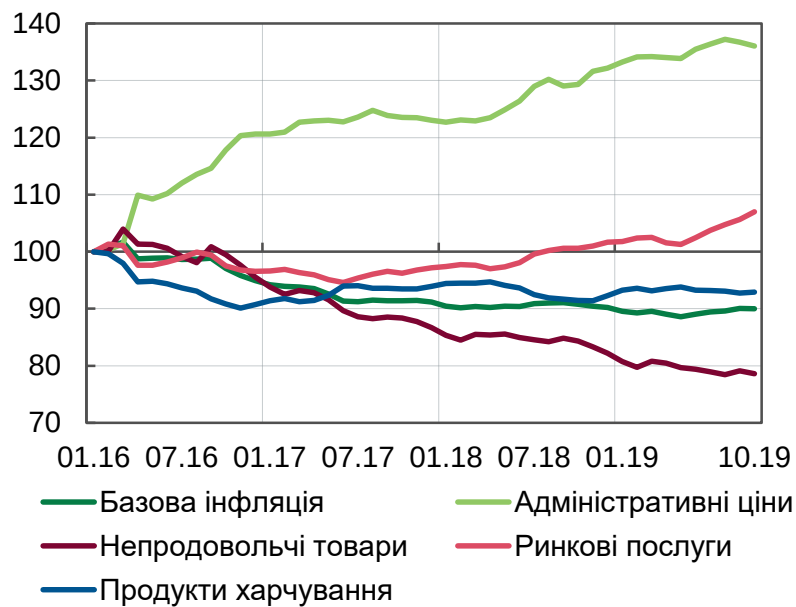
Джерело: ДССУ, НБУ.

Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

- Споживча та базова інфляція стрімко уповільнилися (відповідно до 6.5% р/р та 5.8% р/р у жовтні). Фундаментальний тиск на ціни стримувався жорсткою монетарною політикою, яка проявилася у тому числі через канал обмінного курсу та інфляційні очікування
- Зміцнення гривні разом зі зниженням цін на енергоресурси також сприяло сповільненню зростання адміністративно регульованих цін та падінню цін на паливо
- Це переважило вплив стійкого споживчого попиту та тиску з боку пропозиції окремих продуктів харчування

Зміцнення гривні стримує тиск попри стійкий споживчий попит та шоки пропозиції окремих продовольчих товарів

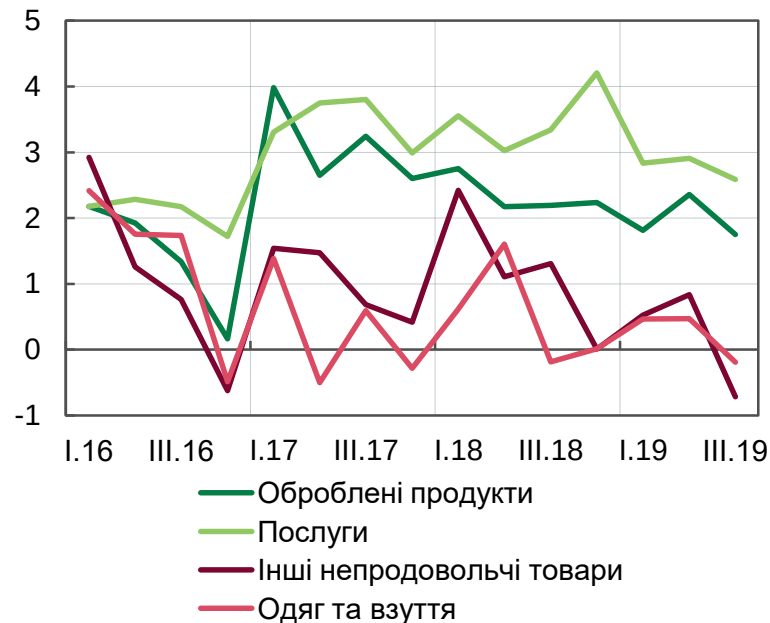
Зміна відносних цін*, 01.2016 = 100



* Дефльовані на ІСЦ.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Основні компоненти БІСЦ с/с, % кв/кв

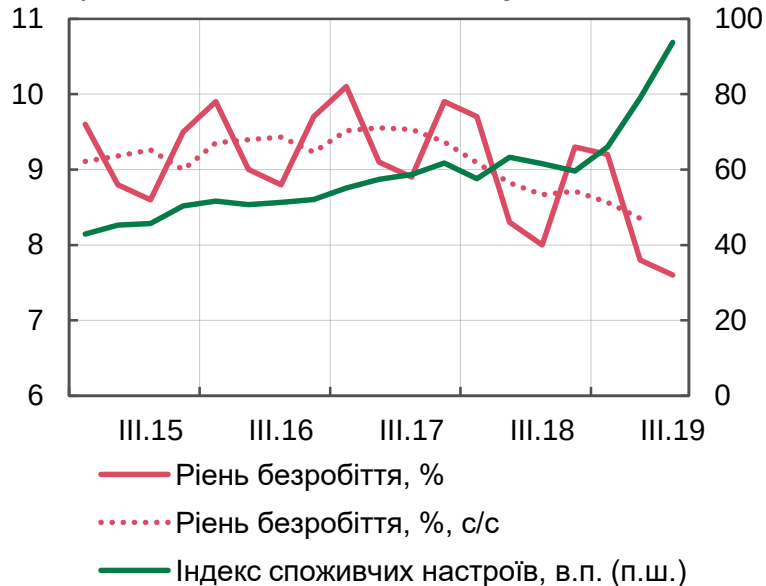


Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Жорстка монетарна політика НБУ, що проявилася у тому числі через канал обмінного курсу, є вагомим чинником зниження цін на товари з високою часткою імпорту в собівартості
- Це разом з низькою інфляцією у країнах-виробниках сприяло тому, що темпи зростання цін на непродовольчі товари зі імпортною складовою в собівартості були суттєво нижчими порівняно з іншими компонентами

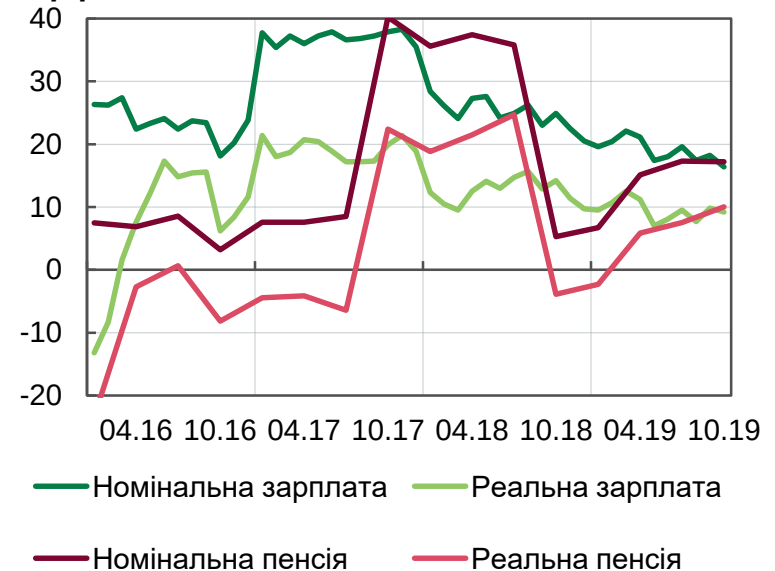
Інфляція знижується попри зростання доходів населення, збільшення зайнятості та поліпшення споживчих настроїв

Рівень безробіття (у % до робочої сили віком 15–70) та індекс споживчих настроїв



Джерело: ДССУ, оцінки НБУ, Info Sapiens.

Заробітна плата та пенсія (на початок місяця), % р/р



Джерело: ДССУ, ПФУ, оцінки НБУ.

- Зростання економіки підтримує високий попит на робочу силу, що забезпечує зниження рівня безробіття
- На тлі значних диспропорцій на ринку праці це викликає високе зростання заробітних плат
- Пенсії зростають високими темпами унаслідок осучаснення трудових пенсій в березні 2019 року та запровадження доплат окремим категоріям пенсіонерів
- Індекс споживчих настроїв досяг багаторічного піку

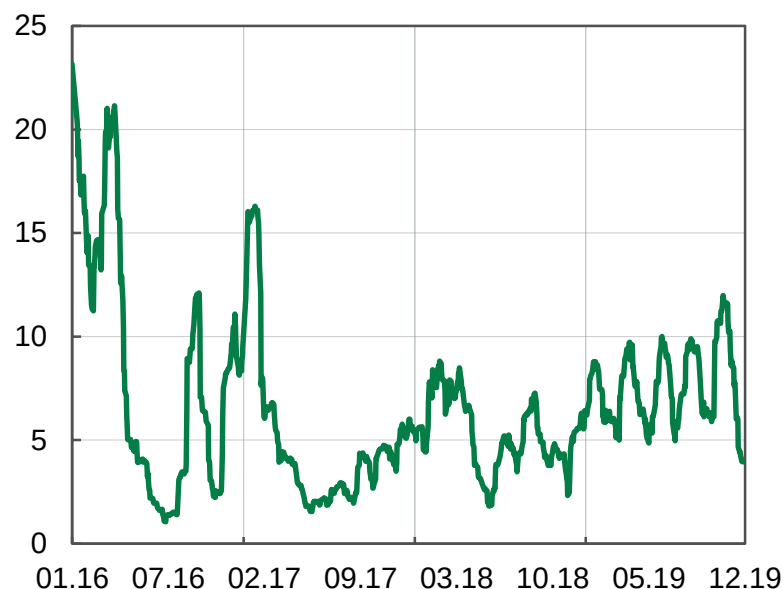
НБУ дотримується режиму плаваючого обмінного курсу

Реакція на тиск на валютному ринку: резерви vs обмінний курс, станом на 29.11.19



Джерело: НБУ.

Місячна волатильність обмінного курсу USD/UAH, в річному вимірі, %

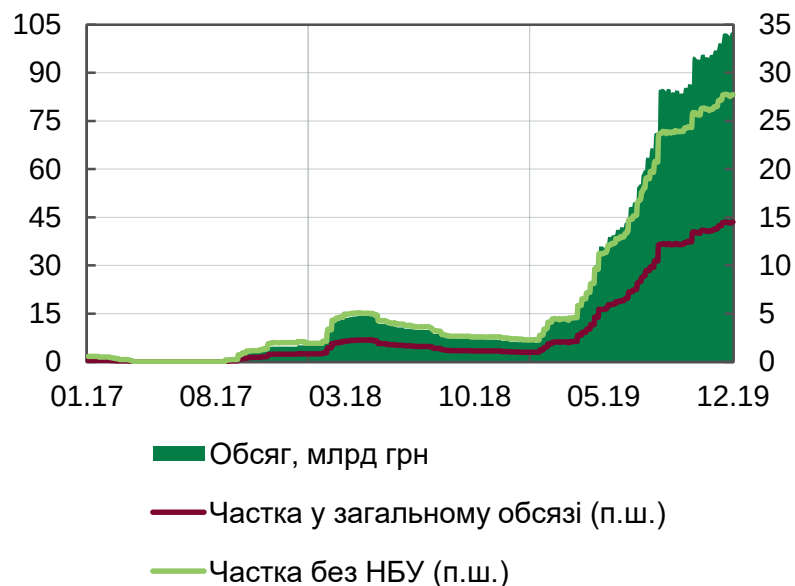


Джерело: розрахунки НБУ.

- НБУ залишається активним учасником валютного ринку, однак інтервенції здійснюються для досягнення чітких цілей – згладжування надмірних коливань обмінного курсу та накопичення міжнародних резервів
- Середня місячна волатильність обмінного курсу UAH/USD суттєво знизилася з початку 2017 року та залишалася в межах типових для країн, що таргетують інфляцію (2-15%)

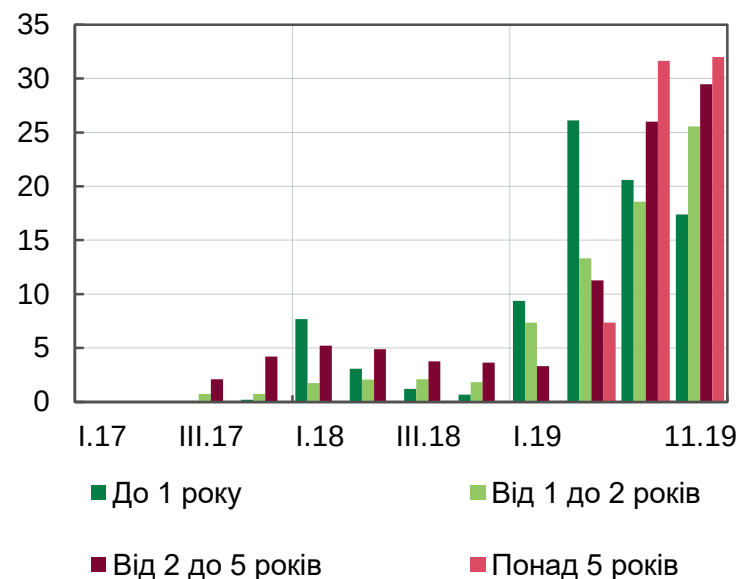
Зміцнення гривні цього року носить фундаментальний характер – (1) приплив нерезидентів у гривневі ОВДП

Обсяг гривневих ОВДП у портфелі нерезидентів та їх частка у загальному обсязі ОВДП в обігу



Джерело: НБУ.

Гривневі ОВДП у власності нерезидентів за термінами погашення, млрд грн

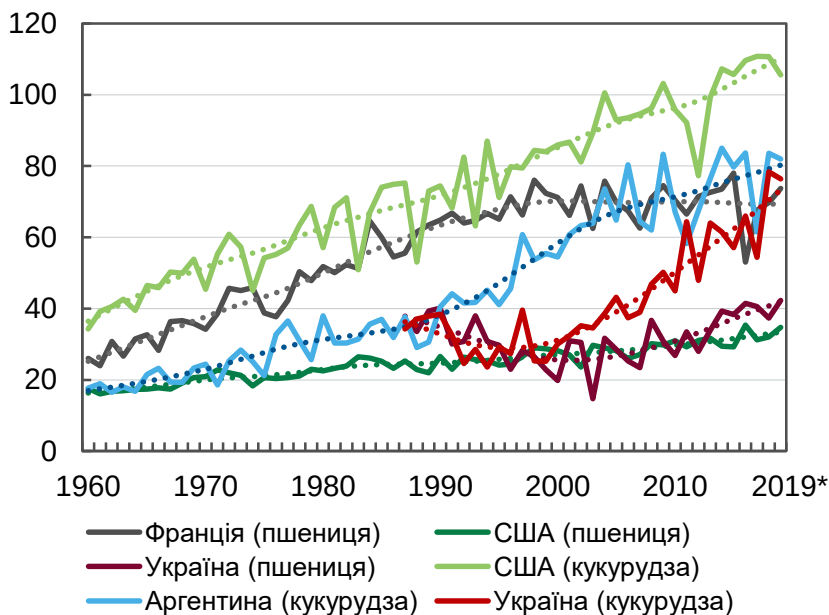


Джерело: НБУ.

- Іноземні інвестиції у гривневі ОВДП зросли до понад 100 млрд грн (близько 4 млрд дол. США), а їх строкова структура розширилася до 6 років
- На відміну від попередніх періодів, понад 80% гривневих ОВДП у портфелі нерезидентів – зі строком погашення понад 1 рік

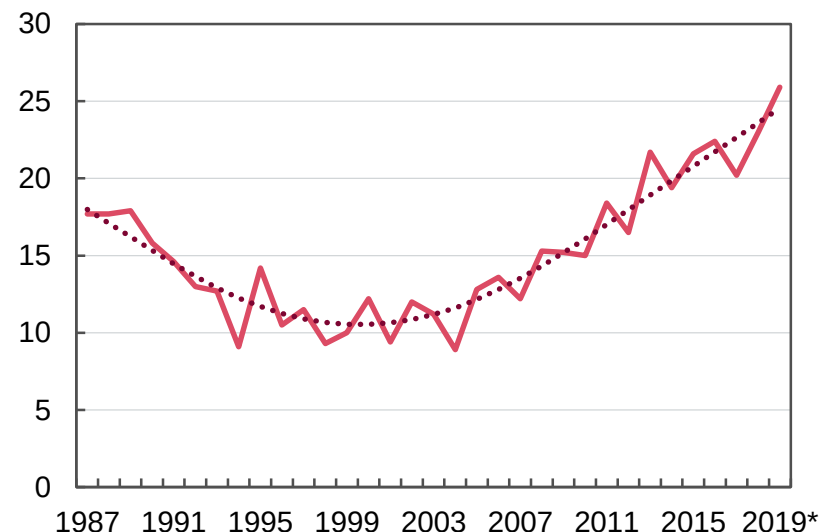
Зміцнення гривні цього року носить фундаментальний характер – (2) збільшення продуктивності окремих секторів

Урожайність пшениці та кукурудзи в Україні та світі, ц/га



Джерело: USDA, FAO, оцінки НБУ.

Урожайність соняшника в Україні, ц/га*



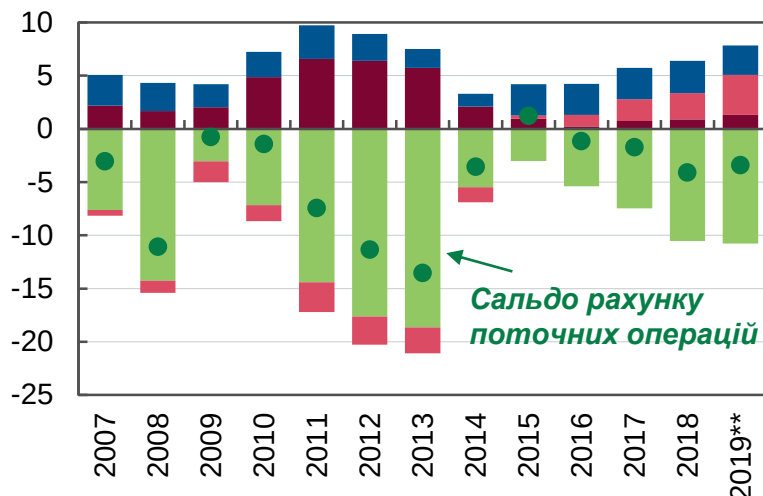
* дані станом на 01.11.2019

Джерело: FAO, оцінки НБУ.

- За останні п'ять років (включно з оцінками НБУ за 2019 рік) середня врожайність пшениці та кукурудзи збільшилася відповідно на 24% та 16% порівняно з попередніми п'ятьма роками
- Врожайність кукурудзи в останні два роки впритул наблизилася до врожайності в Аргентині
- Середня врожайність соняшника в Україні за останні п'ять роки збільшилася на 24% порівняно з середньою врожайністю за 2014-2016 роки

Курс відповідає стану економіки, оскільки не погіршується стан зовнішніх рахунків

Рахунок поточних операцій у січні – жовтні*, млрд дол. США



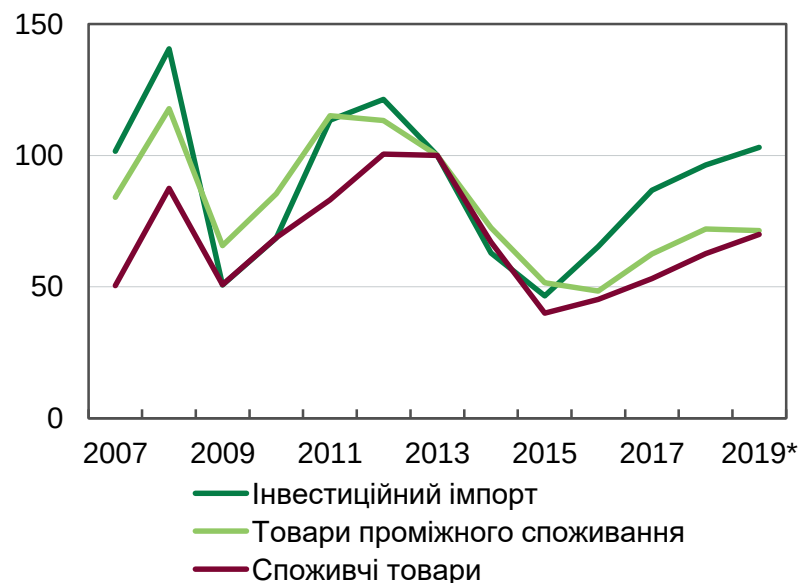
■ Товари ■ Послуги ■ Первинні доходи ■ Вторинні доходи

* До 2009 року включно наведено дані за КПБ5.

** за вирахуванням ефекту розмитнення раніше ввезених авто з іноземною реєстрацією.

Джерело: НБУ.

Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, 2013=100

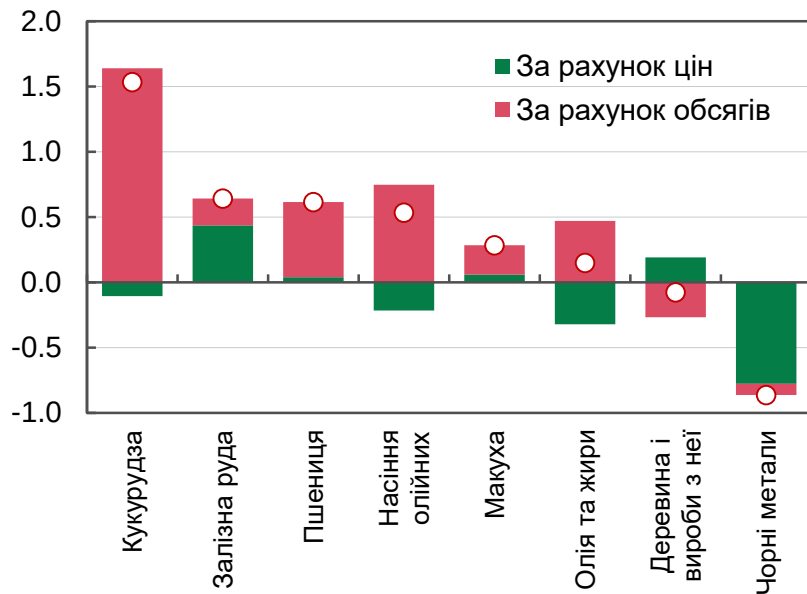


* - екстраполяція на рік на основі даних за січень - вересень
Джерело: розрахунки НБУ.

- Якщо динаміка курсу не відповідає стану економіки, погіршується стан поточного рахунку, відбувається приплив короткострокового спекулятивного капіталу, швидко зростає споживчий імпорт. Так було напередодні криз 2008-2009 та 2014-2015 років
- У 2019 році дефіцит поточного рахунку зменшився порівняно з відповідним періодом попереднього року, дефіцит торгівлі товарами* практично не змінився
- Зростання імпорту збалансоване за категоріями товарів – інвестиційний та споживчий імпорт зростає співставними темпами (15-20%)

Попри низькі світові ціни експорт зростає завдяки фізичним обсягам

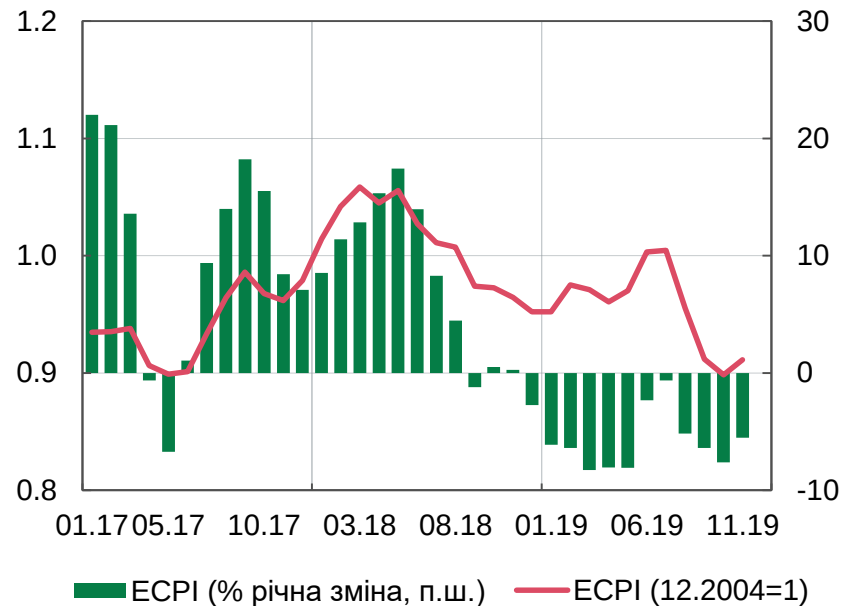
Абсолютна річна зміна експорту* окремих товарів у січні – жовтні 2019 року, млрд дол. США



* - 68% експорту товарів

Джерело: ДФС, розрахунки НБУ.

Індекс зміни світових цін на товари, що переважають в українському експорті (ЕСРІ)

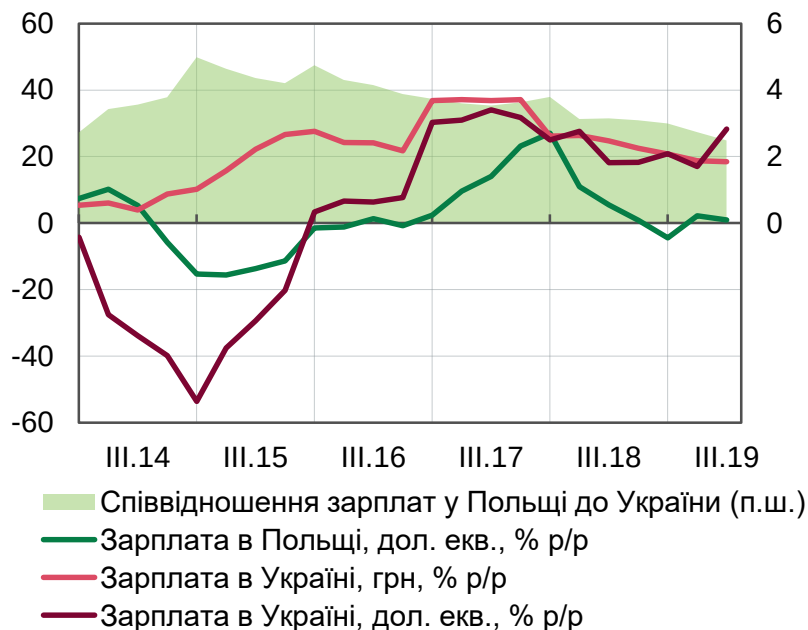


Джерело: розрахунки НБУ.

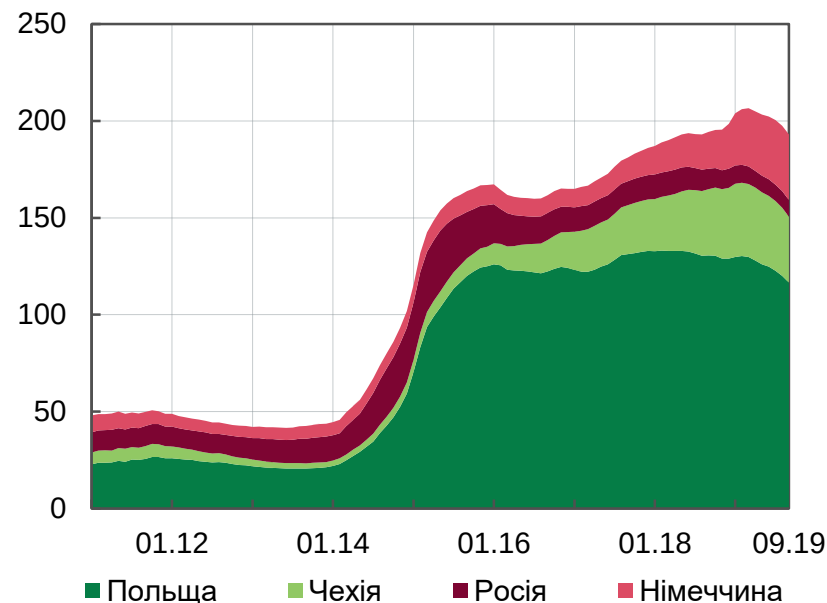
- Зростає експорт харчової та с/г продукції, мінеральних продуктів, промислових товарів, машин та обладнання
- Ціни на основні експортні товари знижувалися, крім залізної руди, ціна на яку стрімко зросли в першій половині 2019 року через зниження пропозиції унаслідок аварії в Бразилії

Наслідки ревальвації: позитивний вплив на конкурентоздатність українських компаній у залученні робочої сили

Динаміка зарплат в Україні та в Польщі



Індекс міграційних настроїв, 12-місячна плинна

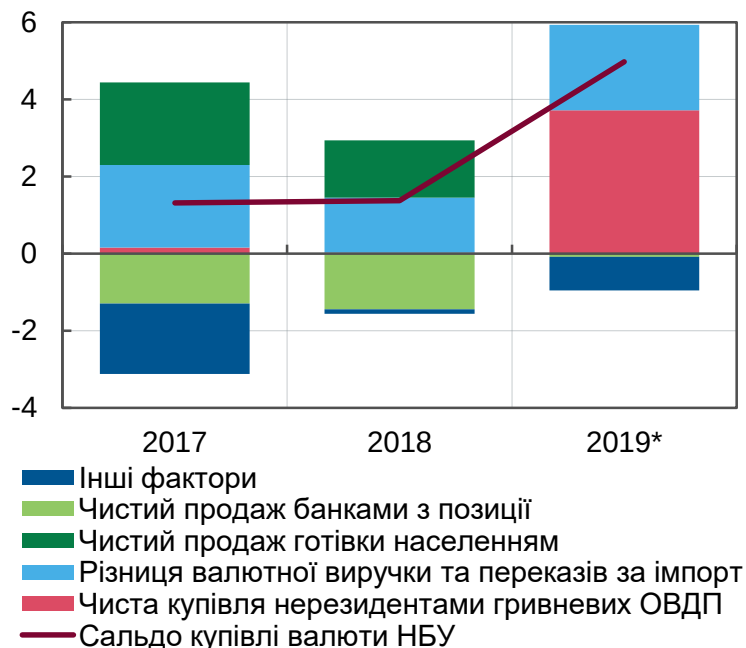


Джерело: Національний банк Польщі, центральна статистична агенція Польщі, ДССУ, Google Trends, розрахунки НБУ.

- Можливість заробити більше за кордоном – головна причина виїзду українських трудових мігрантів, [згідно з опитуваннями](#)
- У останні два роки середня номінальна заробітна плата в Україні зросла майже на 60% у доларовому еквіваленті. Таким чином співвідношення середньої зарплати в Польщі та Україні знизилось
- Через стійке зростання зарплат в Україні та зміцнення гривні зацікавленість у трудовій міграції послаблюється

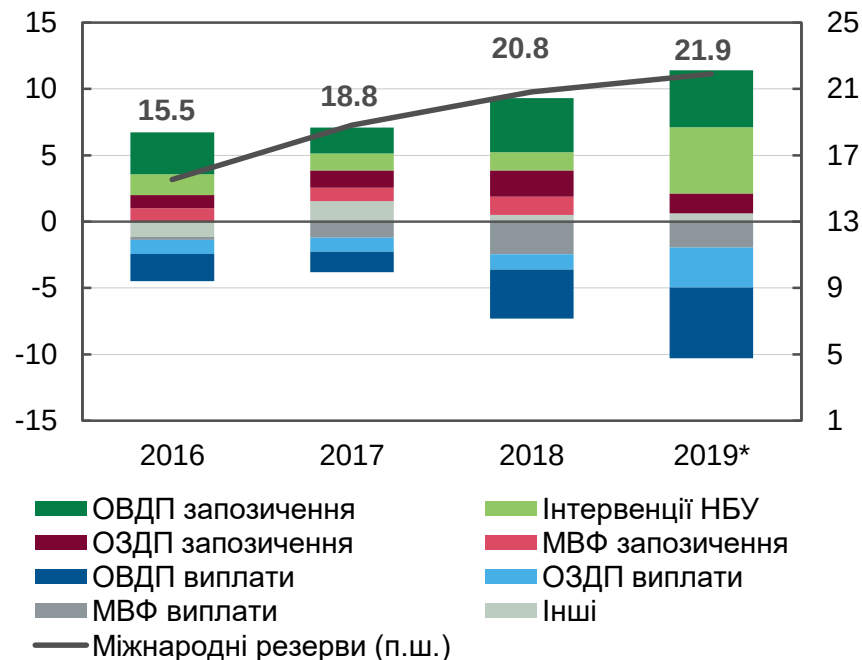
Міф 1: гривня зміцнюється лише за рахунок вкладення нерезидентами коштів в ОВДП

Фактори формування інтервенцій НБУ, млрд грн



* Станом на кінець листопада 2019.
Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол США

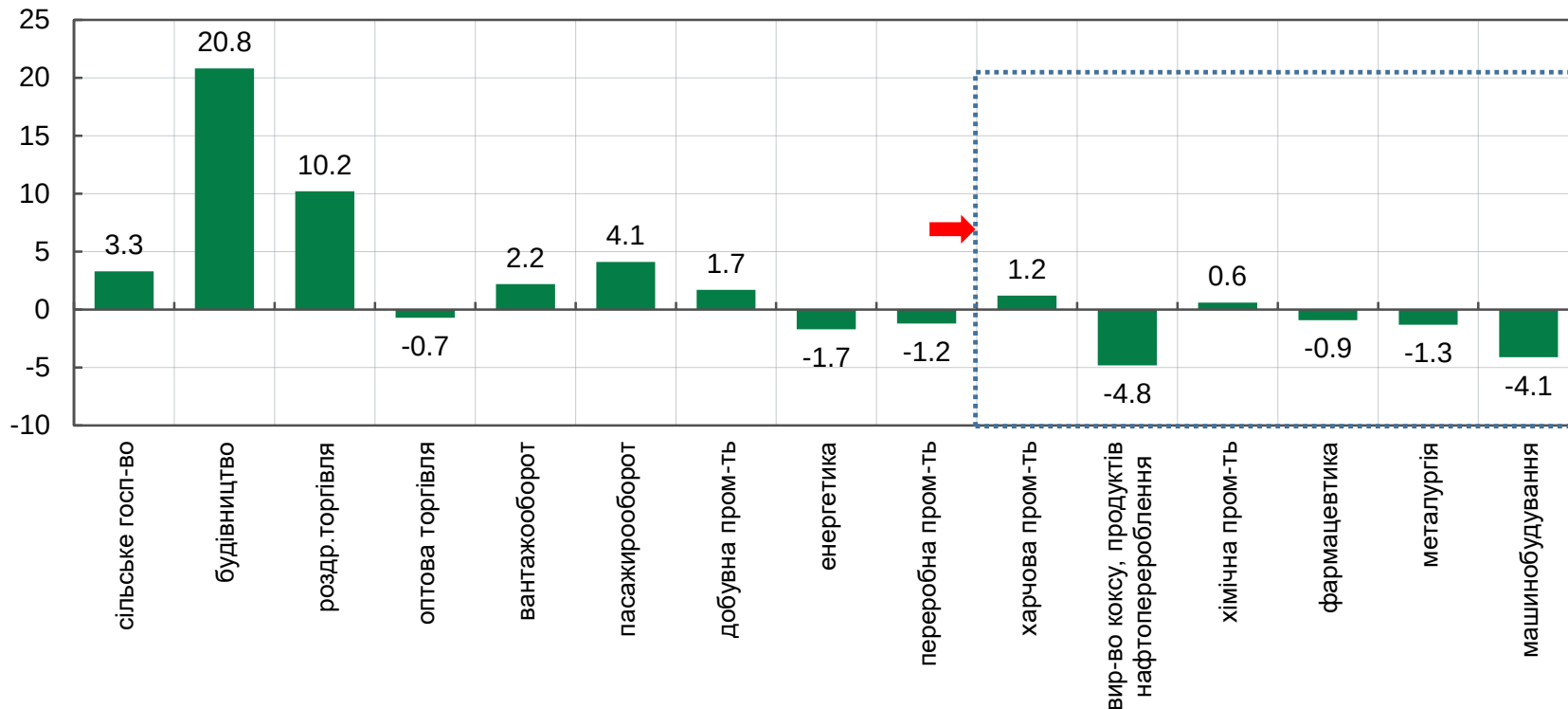


* Станом на кінець листопада 2019.
Джерело: НБУ.

- Вкладення нерезидентів в ОВДП були значним, проте не єдиним джерелом тиску на гривню в бік ревальвації
- Переважання надходжень від валютної виручки порівняно з переказами за імпорт було також важливим чинником домінування пропозиції валюти
- Інтервенції НБУ сприяли зростанню міжнародних резервів попри значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями

Міф 2: ревальвація вбиває економіку

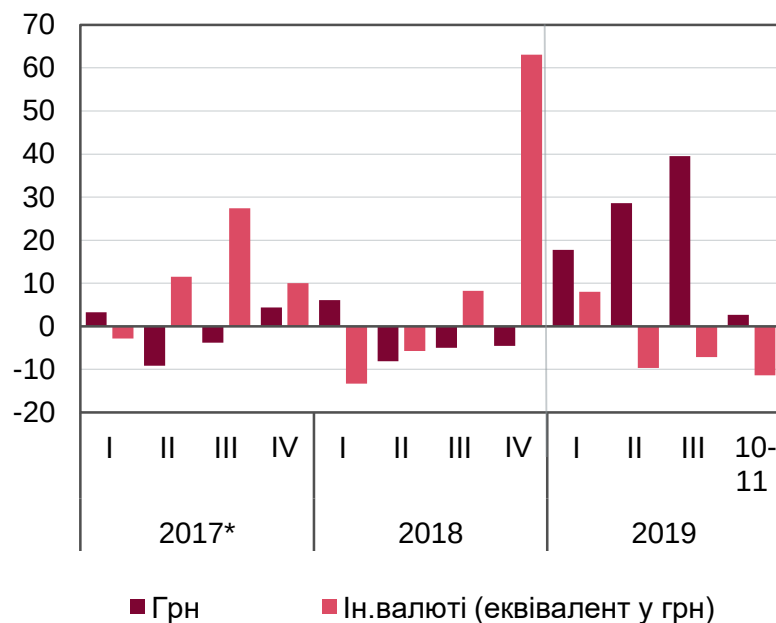
Виробництво продукції у основних видах діяльності у січні-жовтні 2019, % до відповідного періоду попереднього року



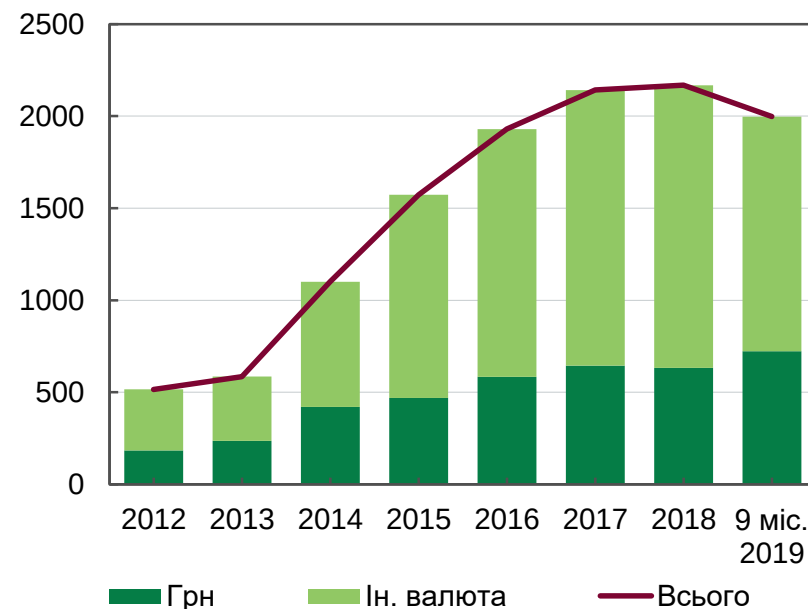
- Деякі галузі промисловості демонструють негативну динаміку за підсумками 10 місяців 2019 року (металургія, машинобудування, виробництво нафтопродуктів) переважно через вплив зовнішніх чинників
- Водночас цілий ряд секторів економіки демонструє значні темпи зростання – сільське господарство, добувна промисловість, будівництво, роздрібна торгівля та транспорт
- Зростання реального ВВП за 9 місяців 2019 року прискорилося до 3.8% р/р

Міф №3: зміцнення гривні відбувається через накопичення державою боргів (піраміда ОВДП)

Чисті залучення державного бюджету



Державний та гарантований державою борг, млрд грн

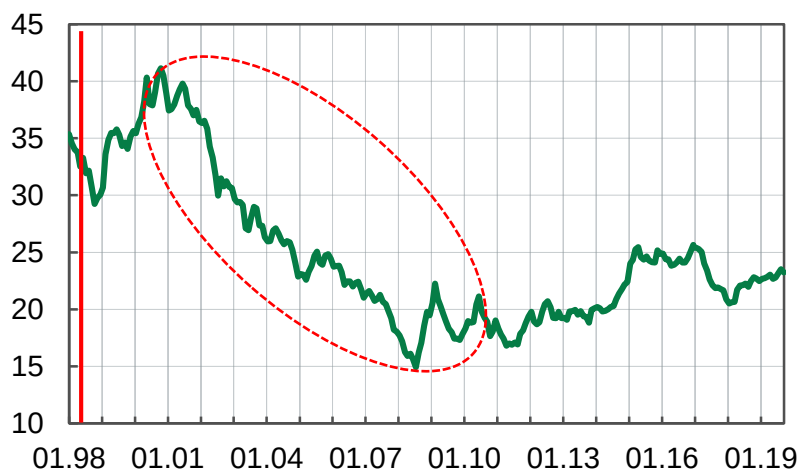


* Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

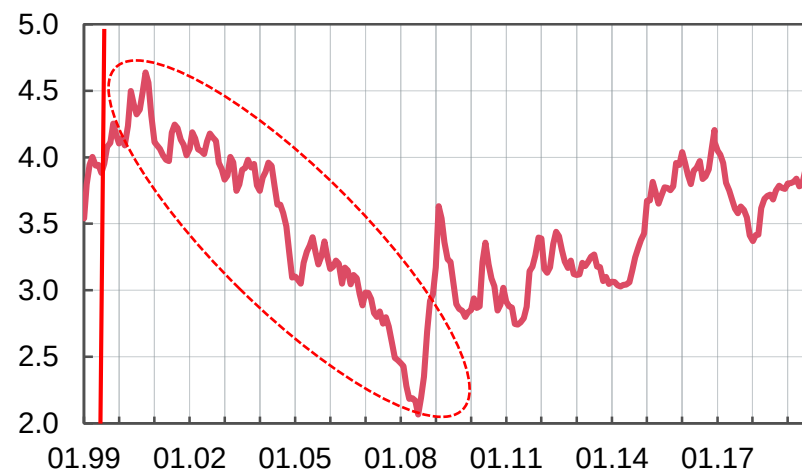
- Боргове навантаження на економіку знижується – співвідношення державного боргу до ВВП знижується
- Мінфін не нарощує борг, а заміщує гривневим боргом валютний, що покращує його структуру та знижує валютні ризики
- Частка боргу, номінована в національній валюті, збільшилася з 22.8% на кінець 2018 року до 36.2% на кінець вересня 2019 року

Міф 4: такої ревальвації як в Україні ніде не було. Ні: тривалі епізоди ревальвації цілком можливі після запровадження ІТ

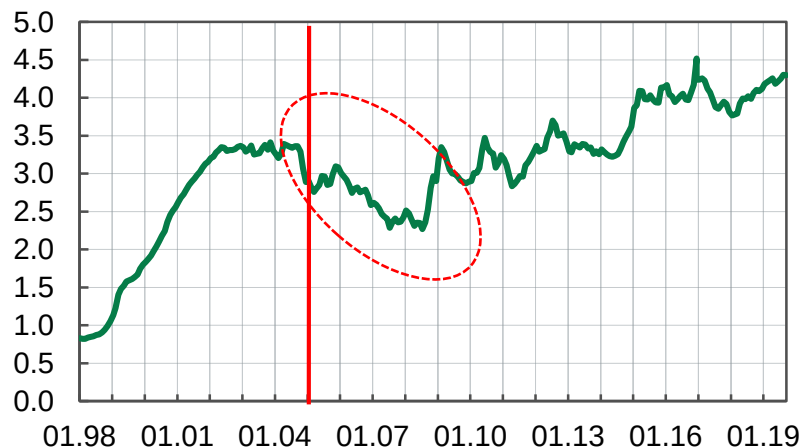
Обмінний курс чеської крони до долара США



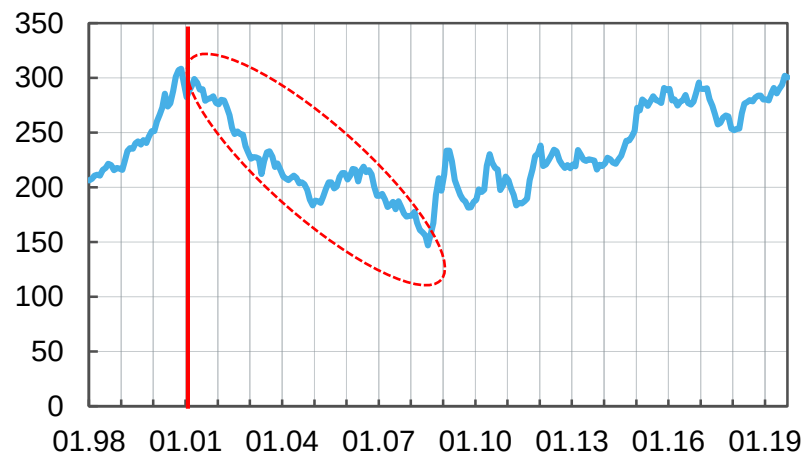
Обмінний курс польського злотого до долара США



Обмінний курс чеської крони до долара США



Обмінний курс польського злотого до долара США



Джерело: IFS МВФ.

Джерело: IFS МВФ.



Національний
банк України

[Web](#) ▪ [Facebook](#) ▪ [Twitter](#) ▪ [Flickr](#) ▪ [Youtube](#) ▪ [Instagram](#)