

Монетарна політика Національного банку України

Володимир Лепушинський

Департамент монетарної політики та
економічного аналізу

Семінар: “Як мінімізувати валютні ризики
бізнесу”

Київ, 05 лютого 2020



Основна ціль монетарної політики – досягнення цінової стабільності

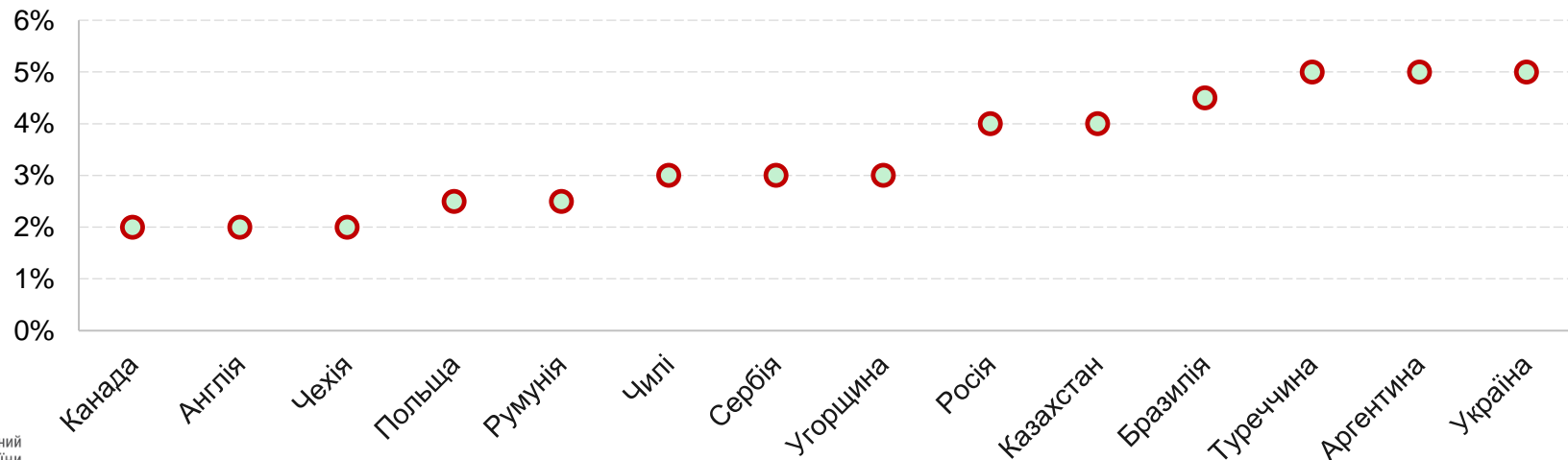
Унікальна функція центрального банку щодо забезпечення економіки грошима природньо зумовлює його **відповідальність за цінову стабільність**

“Inflation Is Always And Everywhere
A Monetary Phenomenon”

Milton Friedman,
*Nobel Memorial Prize
in Economic Sciences*

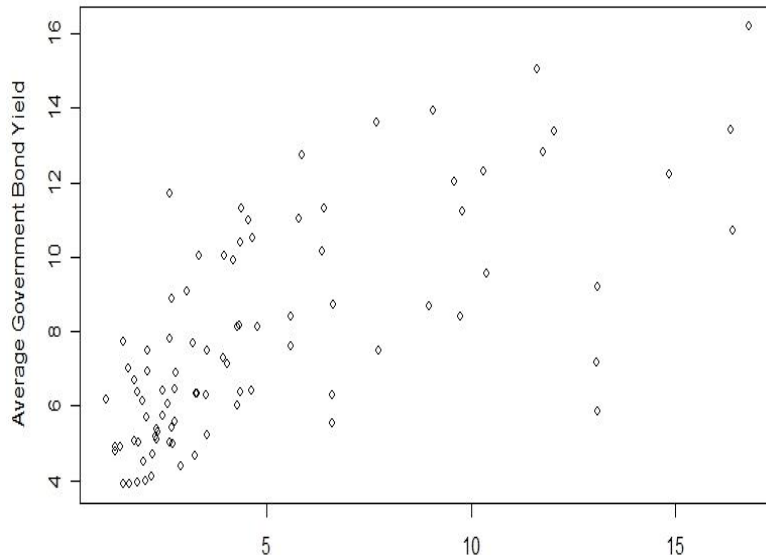
Цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі **низьких, стабільних темпів інфляції**

Середньострокові інфляційні цілі в різних країнах, %



Досягнення цінової стабільності – нижчі відсоткові ставки

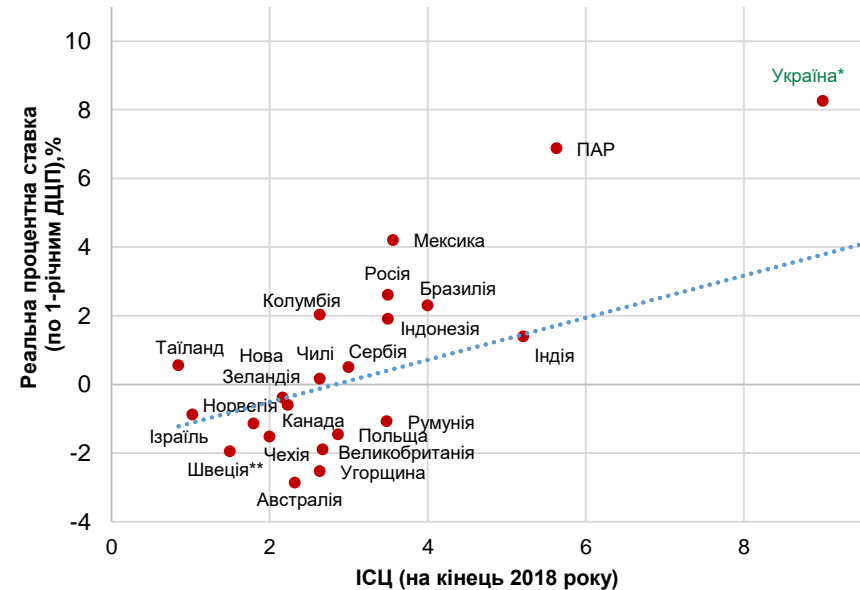
Середні темпи інфляції vs середні відсоткові ставки



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.

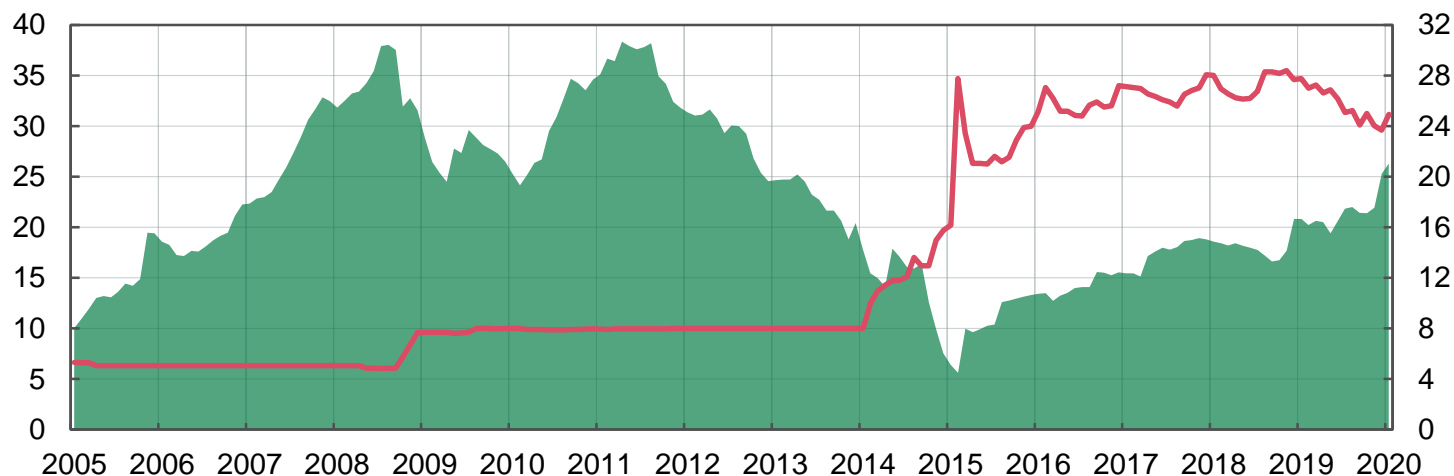
* дата первинного розміщення ОВДП - 12.06.2018

** 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



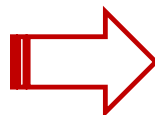
■ ЗВР, млрд дол. США (ліва шкала)

— Офіційний курс гривні, грн/дол. США (права шкала)

Фіксація обмінного курсу



**не стабільність,
а її ілюзія**



скорочення золотовалютних резервів



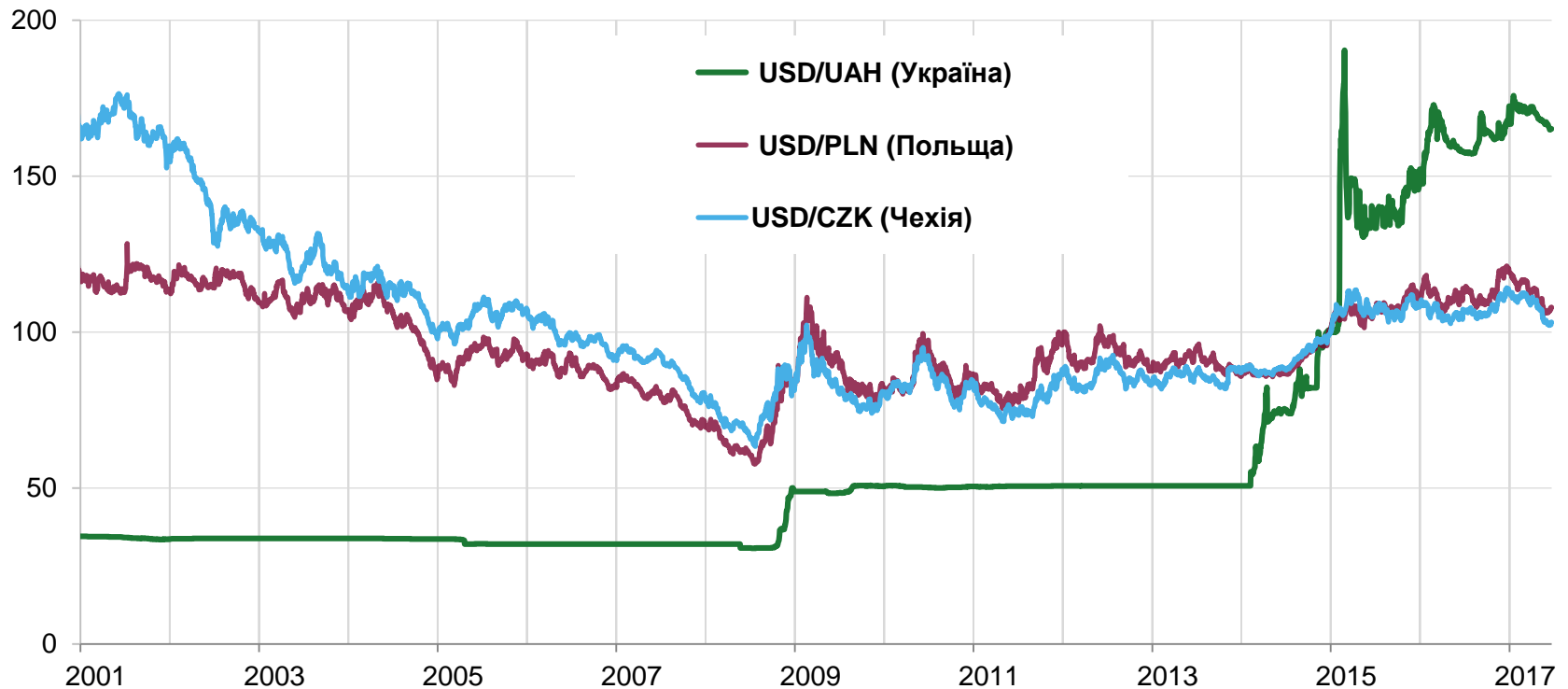
втрата конкурентоспроможності
вітчизняними виробниками



девальвація національної валюти та
зростання інфляції

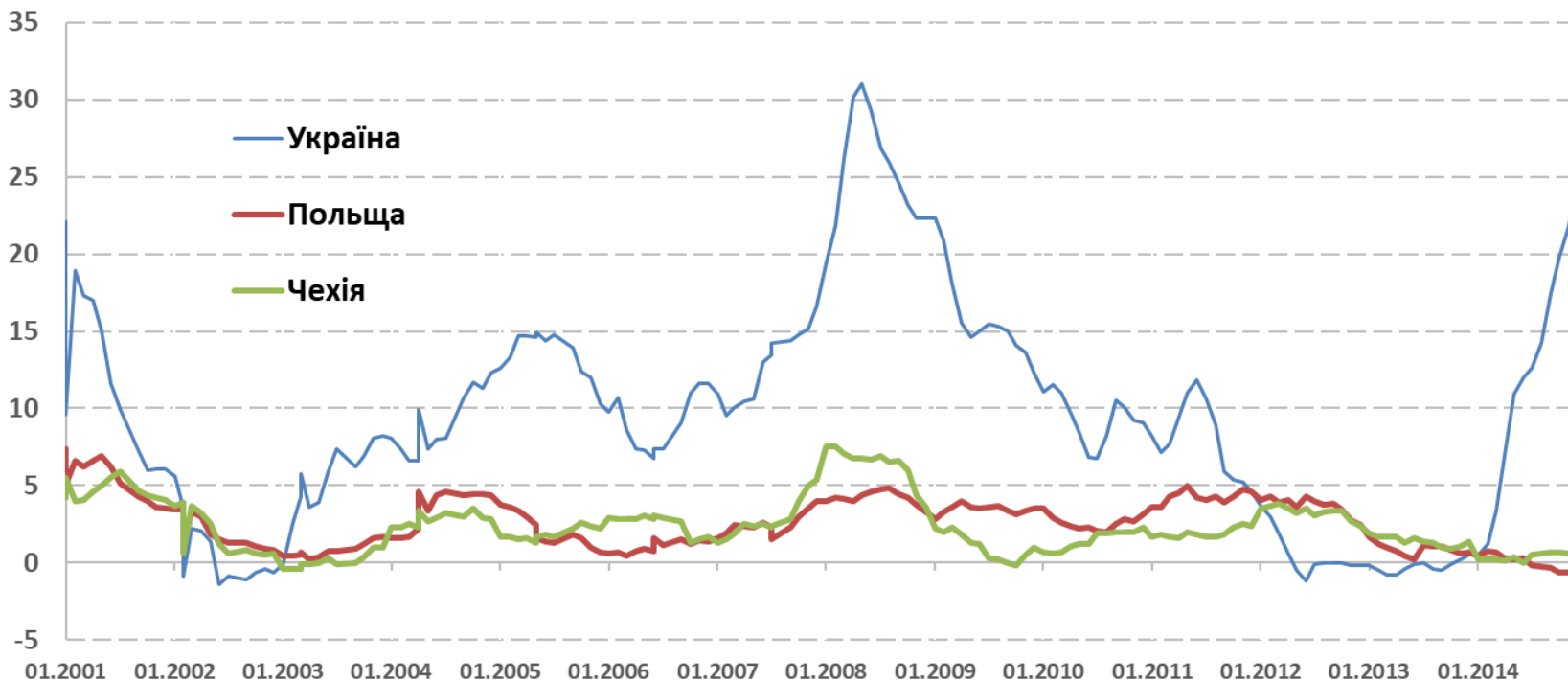
Країни з плаваючим обмінним курсом менше наражаються на валютні кризи та мають стійкіші валюти

Обмінні курси, 31.12.2014=100



... і не мають низької та стабільної інфляції

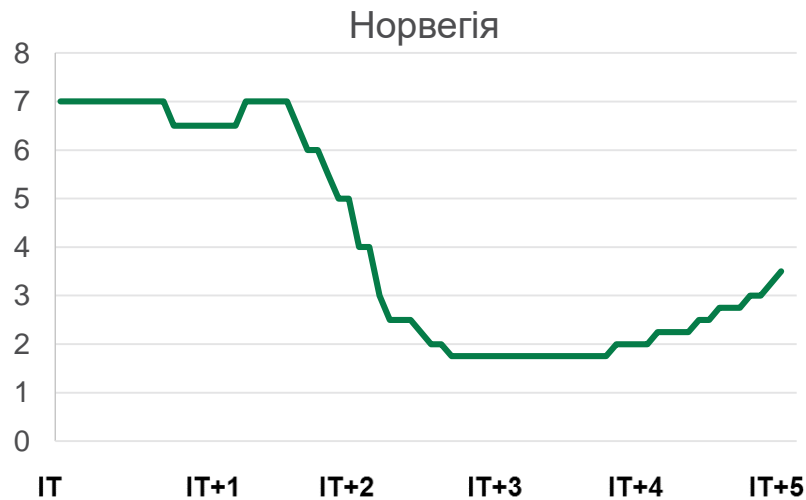
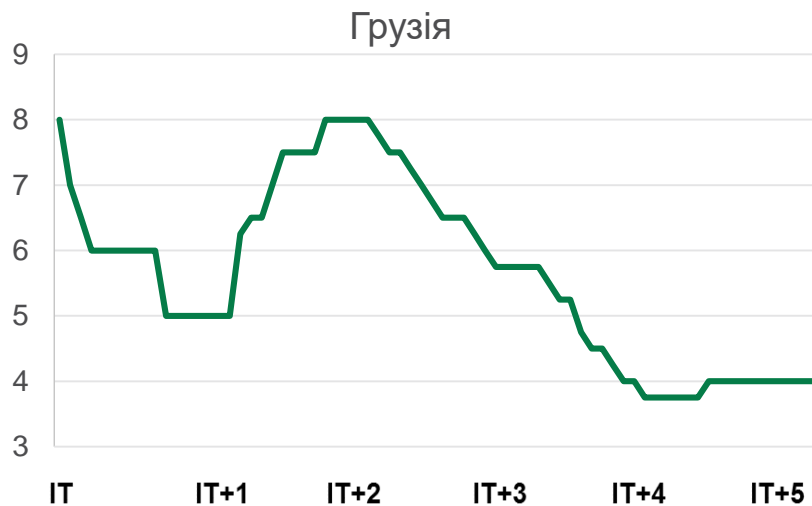
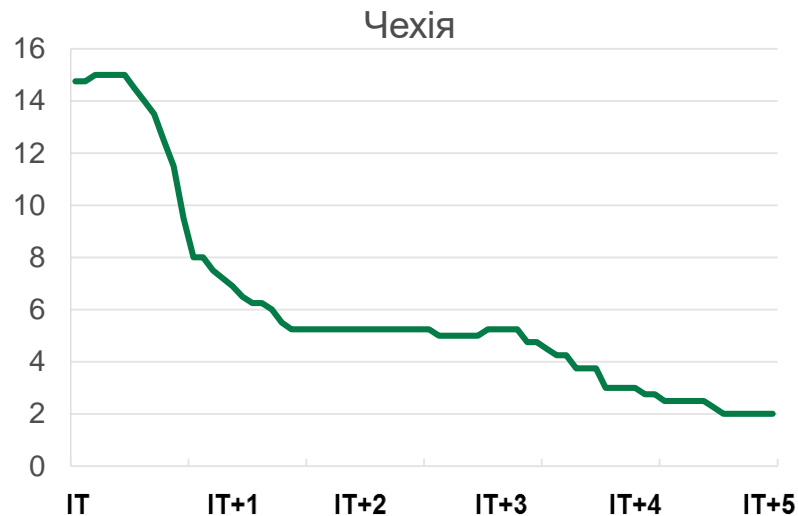
Інфляція в 2001-2014 роках, % р/р



Непередбачувана інфляція та висока імовірність валютних криз:

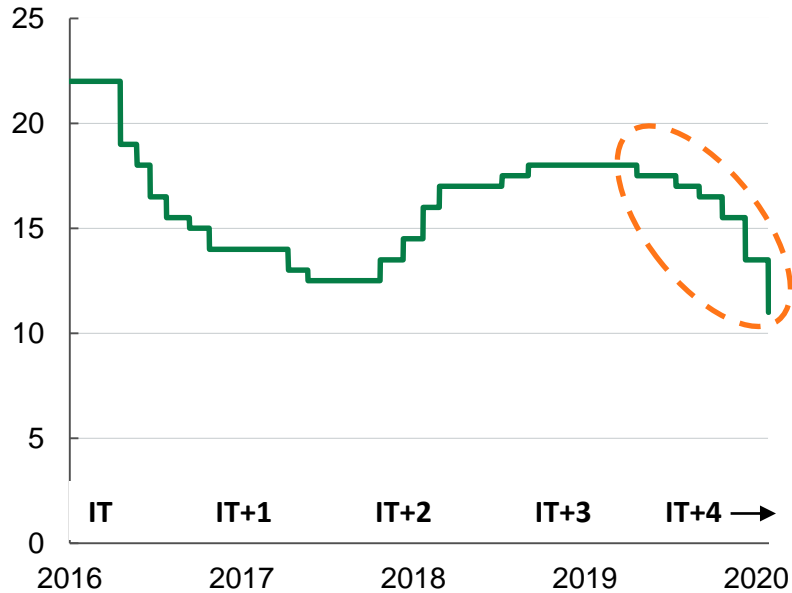
- ускладнює бізнес-планування на довгострокову перспективу
- робить непривабливими заощадження та інвестиції в національній валюті (тим більше на тривалу перспективу)

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

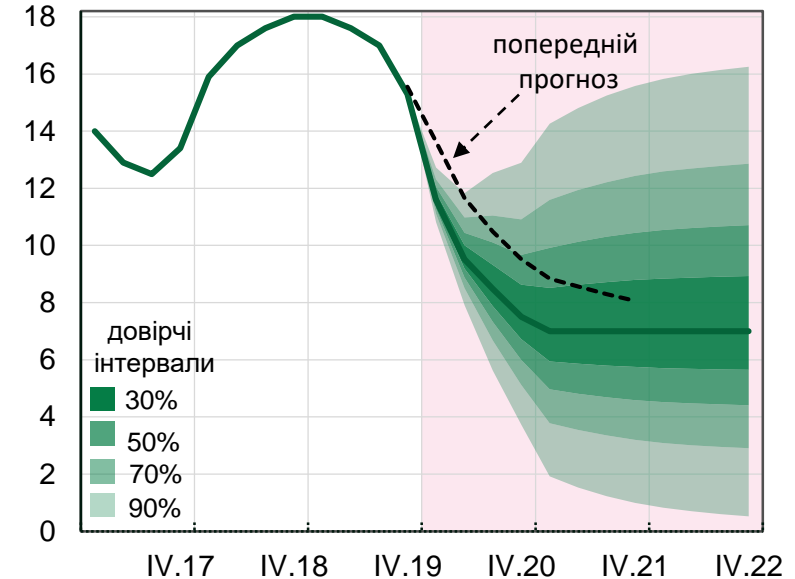


... але знижують їх за умов подолання високої інфляції

Облікова ставка НБУ, %



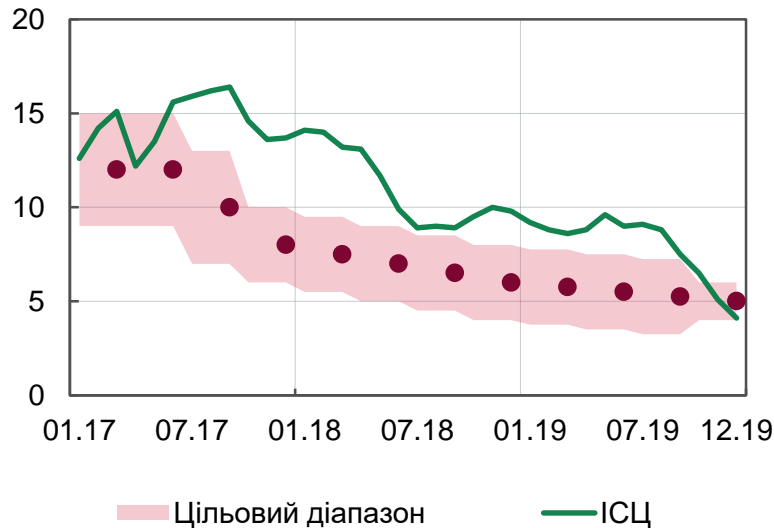
Прогноз облікової ставки, %



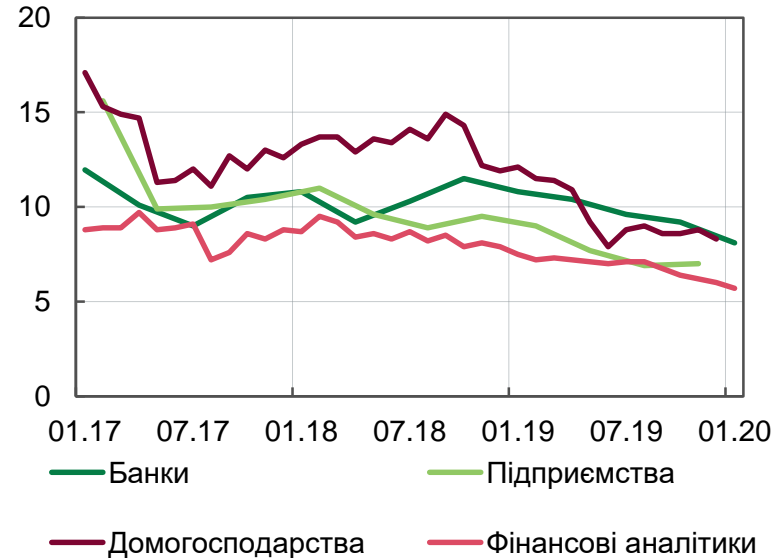
- За зниження інфляційного тиску та поліпшення інфляційних очікувань НБУ у квітні 2019 р. розпочав цикл пом'якшення монетарної політики
- Пом'якшення монетарної політики сприятиме активізації кредитування реального сектору і прискоренню економічного зростання
- НБУ прогнозує зниження облікової ставки до 7% на кінець 2020 р. завдяки швидкому поліпшенню макроекономічної ситуації

Монетарна політика НБУ демонструє результати – інфляція увійшла в цільовий діапазон 5% ± 1 в. п.

Індекси споживчих цін, % р/р



Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



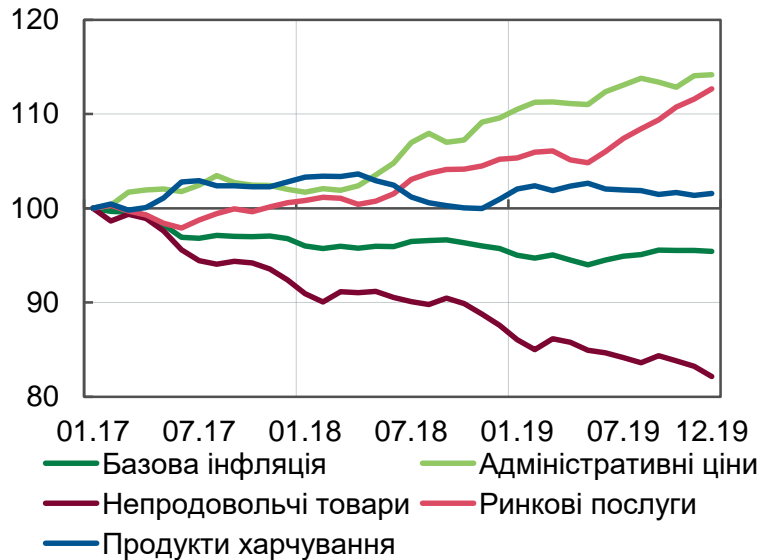
Джерело: ДССУ, НБУ.

Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

- У 2019 році споживча інфляція стрімко сповільнилася (до 4.1% р/р). Зниження інфляції до цілі у 2019 році відбулося насамперед завдяки послідовній монетарній політиці НБУ, спрямованій на досягнення цінової стабільності, у поєднанні з виваженою фіскальною політикою
- Ключовим фактором зниження інфляції стало зміцнення курсу гривні. Також послабленню інфляції сприяли поліпшення інфляційних очікувань, здешевлення палива та зменшення тиску з боку пропозиції продуктів харчування і адміністративної складової інфляції

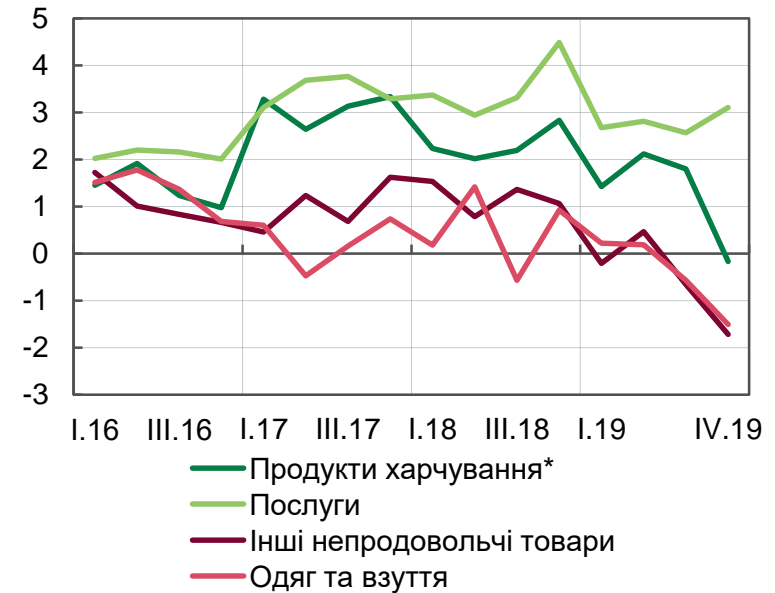
Зміцнення гривні стримало тиск з боку стійкого споживчого попиту та шоків пропозиції окремих продовольчих товарів

Зміна відносних цін*, 01.2017 = 100



* Дефльовані на ІСЦ.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Основні компоненти БІСЦ с/с, % кв/кв

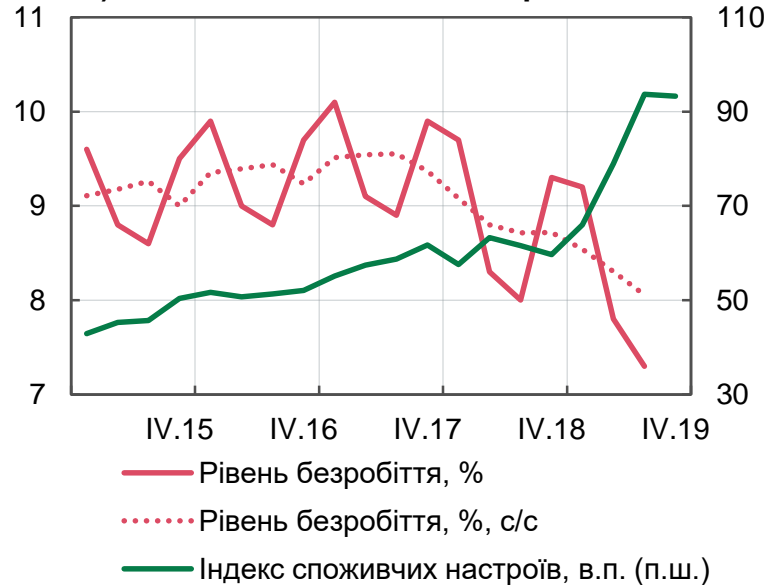


* З високим ступенем обробки.
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Зміцнення обмінного курсу гривні 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

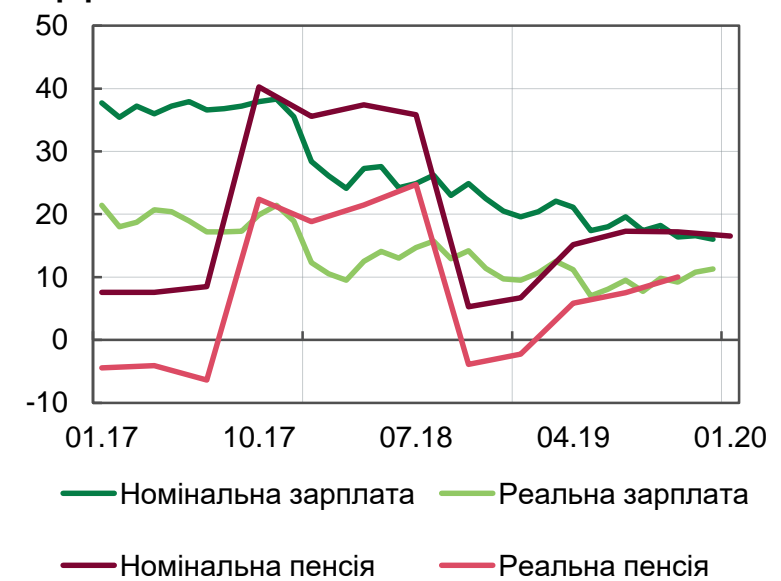
Інфляція знижується попри зростання доходів населення, збільшення зайнятості та поліпшення споживчих настроїв

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 03.02.20

Джерело: НБУ.

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

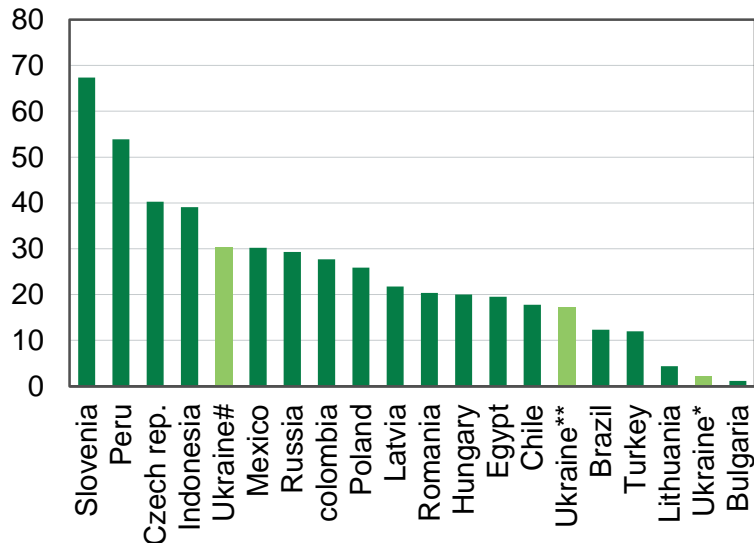


Джерело: розрахунки НБУ.

- 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 у 2019 року носило фундаментальний характер – (1) приплив нерезидентів у гривневі ОВДП

Частка вкладень нерезидентів у ДЦП у національній валюті, %

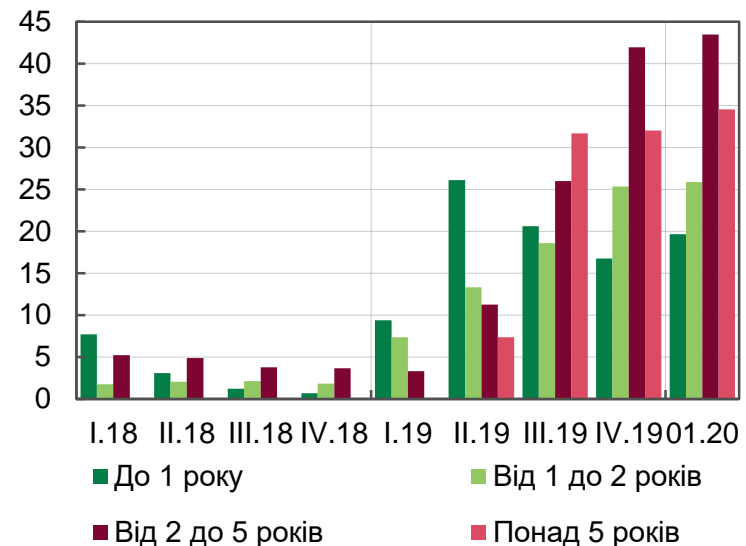


Note: Виключаючи ОВДП в портфелі НБУ у випадку України

* На 01.01.2019, ** на 01.07.2019, # на 01.01.2020

Джерело: МВФ, НБУ.

Гривневі ОВДП у власності нерезидентів за термінами погашення, млрд грн

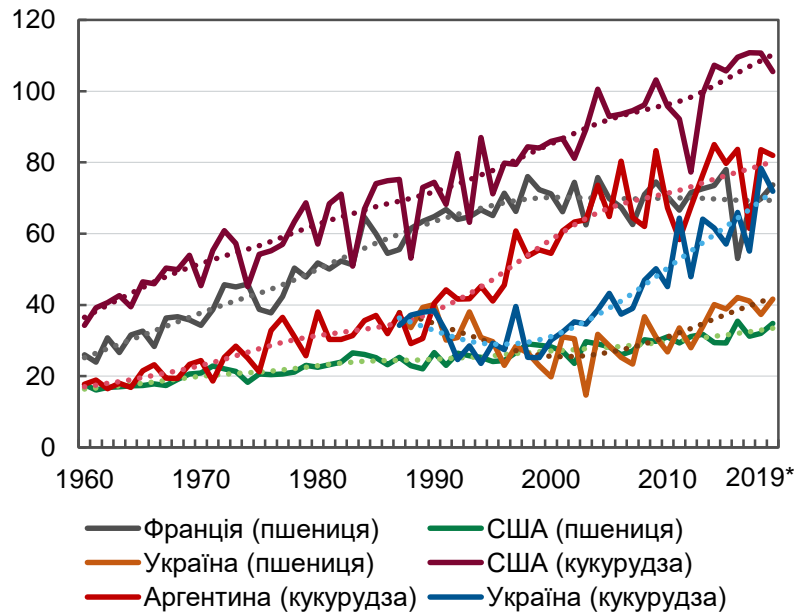


Джерело: НБУ.

- Вкладення нерезидентів у гривневі ОВДП у 2019 році становили близько 4.3 млрд дол. США завдяки привабливим дохідностям, спрощенню доступу (Cleastream) та "недоінвестуванню" в Україну порівняно з іншими країнами, ринки яких розвиваються
- У січні 2020 року вкладення іноземних інвесторів в гривневі ОВДП продовжували зростати та досягли понад 120 млрд грн, а їх строкова структура розширилася до 7 років
- Питома вага гривневих ОВДП у портфелі нерезидентів зі строком погашення понад 1 рік – понад 80%

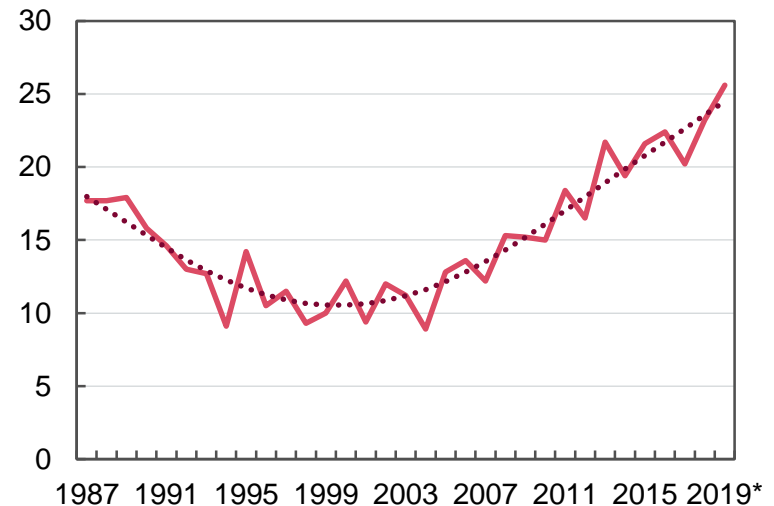
Зміцнення гривні у 2019 році носило фундаментальний характер – (2) збільшення продуктивності окремих секторів

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



Джерело: USDA, FAO, оцінки НБУ.

Урожайність соняшника в Україні, ц/га*



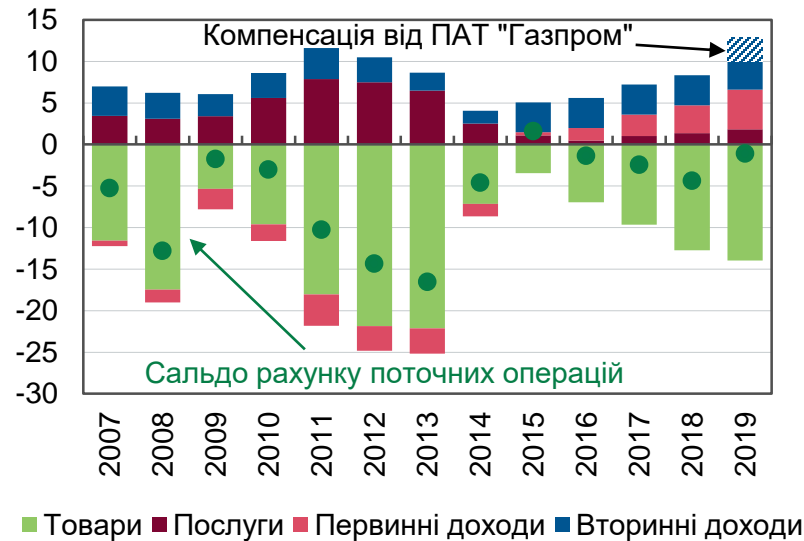
* попередні дані

Джерело: FAO, оцінки НБУ.

- За останні п'ять років 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 років збільшилася на 24% порівняно з середньою врожайністю за 2010-2014 роки

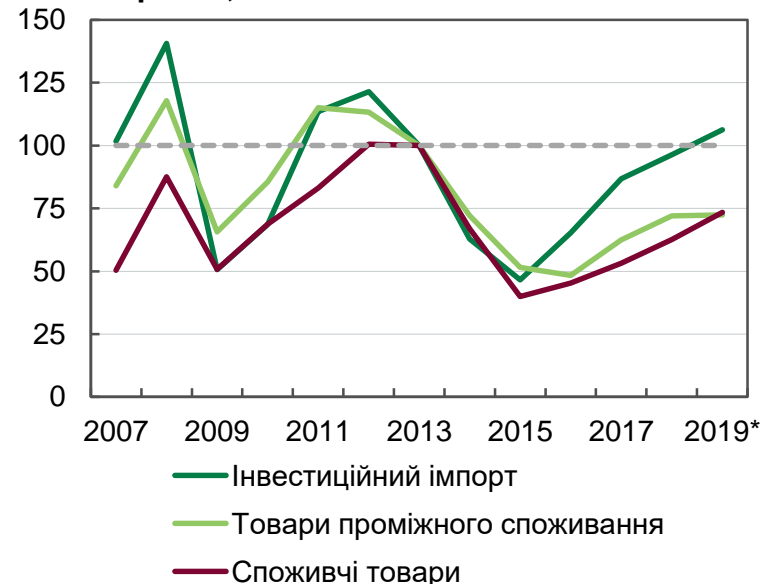
Курс відповідає макроекономічним тенденціям, оскільки не погіршується стан поточного рахунку платіжного балансу

Рахунок поточних операцій*, млрд дол. США



* До 2009 року включно наведено дані за КПБ5.
Джерело: НБУ.

Імпорт товарів за широкими економічними категоріями, 2013=100

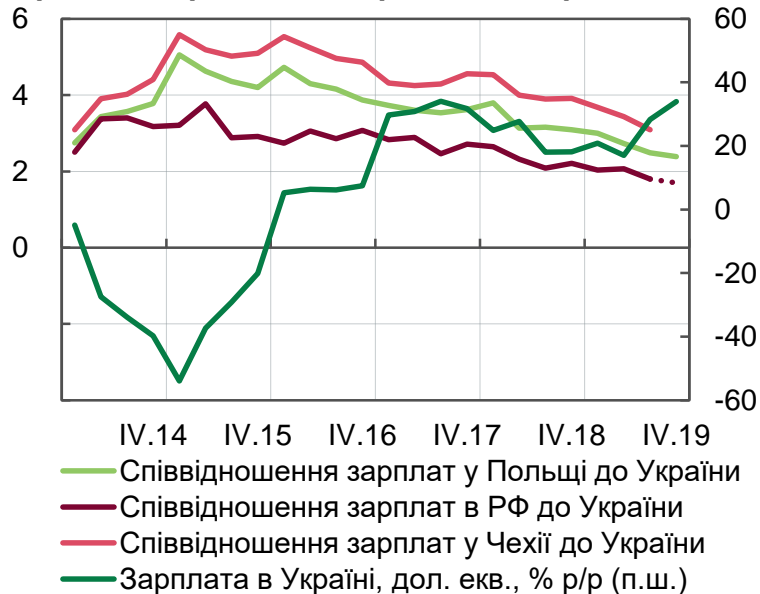


* екстраполяція на рік на основі даних за січень–листопад.
Джерело: розрахунки НБУ.

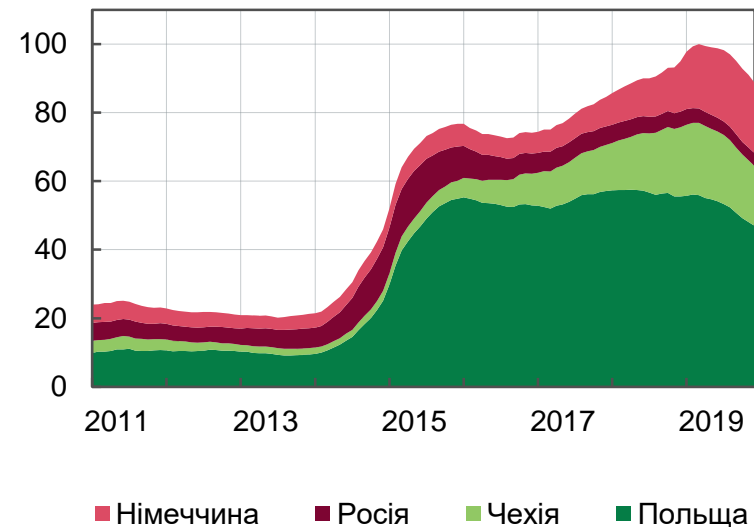
- Якщо динаміка курсу не відповідає стану економіки, погіршується стан поточного рахунку, відбувається приплив короткострокового спекулятивного капіталу, швидко зростає споживчий імпорт. Так було напередодні криз 2008-2009 та 2014-2015 років
- У 2019 році дефіцит поточного рахунку навіть без урахування компенсації від ПАТ "Газпром" зменшився порівняно з відповідним періодом попереднього року, водночас дефіцит торгівлі товарами розширився лише незначно
- Зростання імпорту збалансоване за категоріями товарів – інвестиційний та споживчий імпорт зростають співставними темпами (15-20%)

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

Відношення середніх нетто заробітних плат* до України та зростання зарплати в Україні



Індекс міграційних настроїв**, 12-місячна плинна

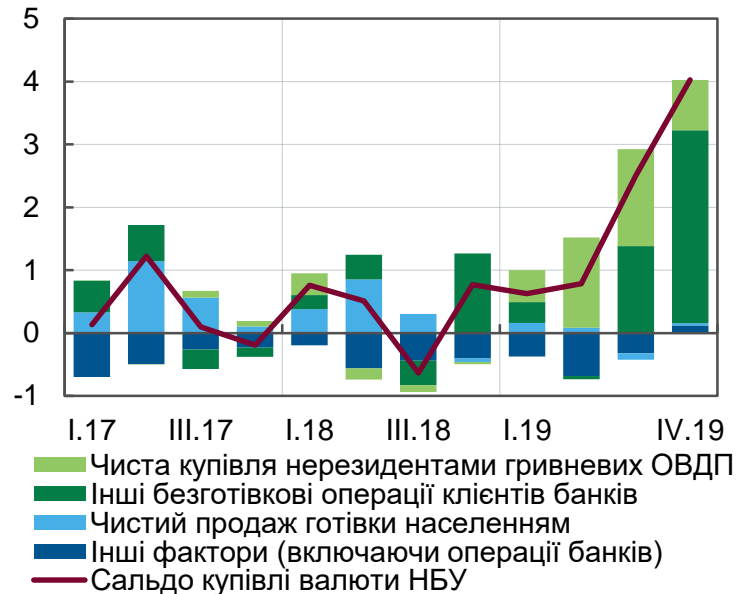


* пунктиром зазначені дані за жовтень – листопад. ** Індекс розраховано на основі даних Google Trends із запитів про пошук роботи з території України. Запити вводяться українською, російською та відповідними мовами країн (наприклад, польською "praca w Polsce"). За 100 пунктів встановлено останній максимум запитів (березень 2019 року). Джерело: центральні банки та статистичні агенції відповідних країн, ДССУ, Google Trends, розрахунки НБУ.

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

Міф №1: гривня зміцнювалася лише за рахунок вкладення нерезидентами коштів в ОВДП

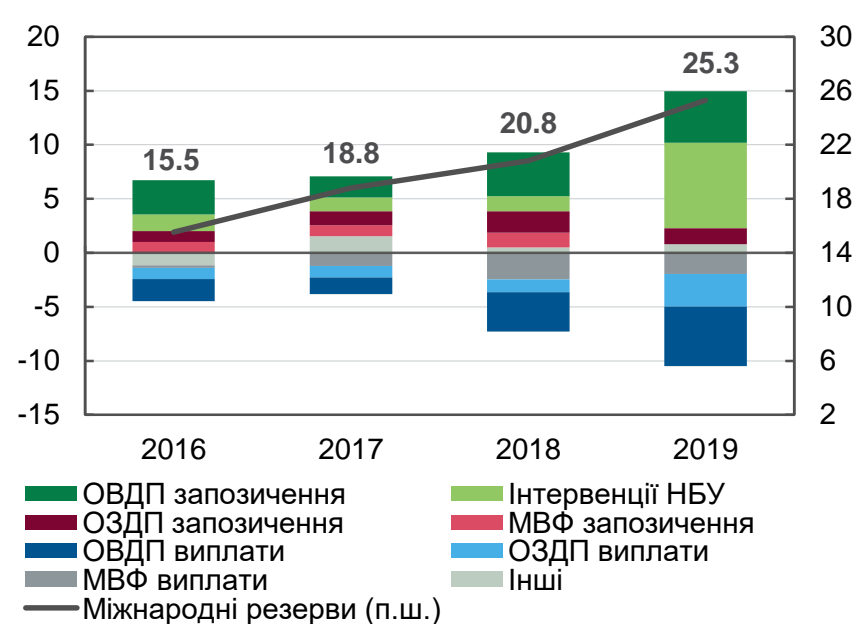
Фактори формування інтервенцій НБУ, млрд грн



Джерело: НБУ.

- Приплив коштів від нерезидентів для інвестицій у гривневі ОВДП пояснював лише п'яту частину обсягу інтервенцій НБУ в IV кварталі 2019 року та близько половини – у цілому за рік
- Іншими важливими джерелами надходження валюти були експортна виручки та приплив боргового капіталу до реального сектора на фоні порівняно стриманого імпорту
- Інтервенції НБУ сприяли зростанню міжнародних резервів попри значні виплати за зовнішніми зобов'язаннями

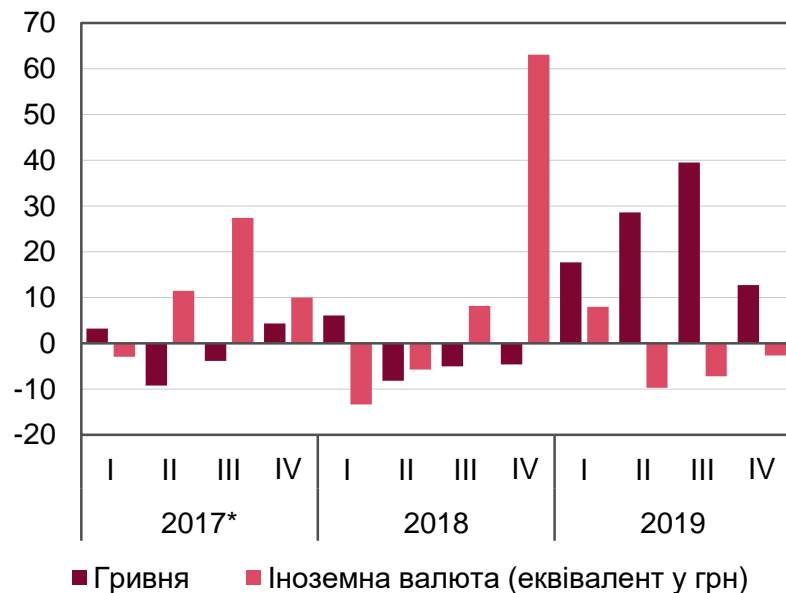
Міжнародні резерви, млрд дол США



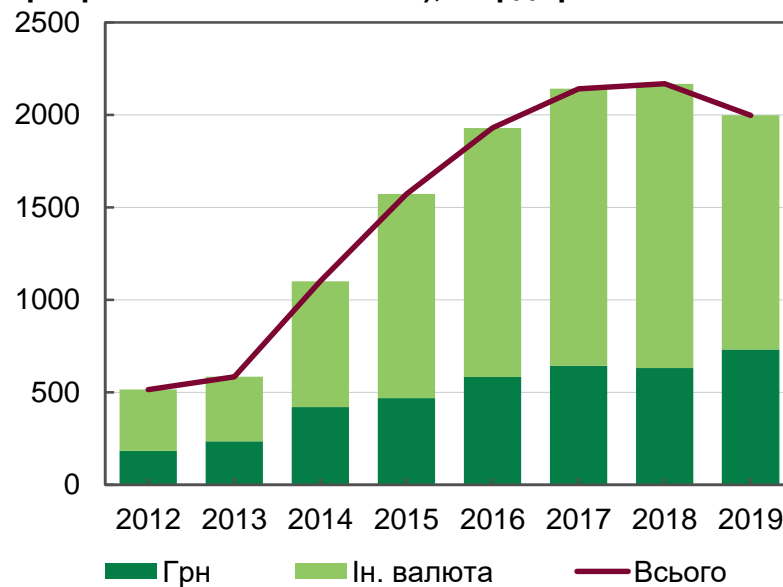
Джерело: НБУ.

Міф №2: зміцнення гривні відбувається через накопичення державою боргів (піраміда ОВДП)

Чисті залучення державного бюджету, млрд грн



Державний та гарантований державою борг (у розрізі валют погашення), млрд грн

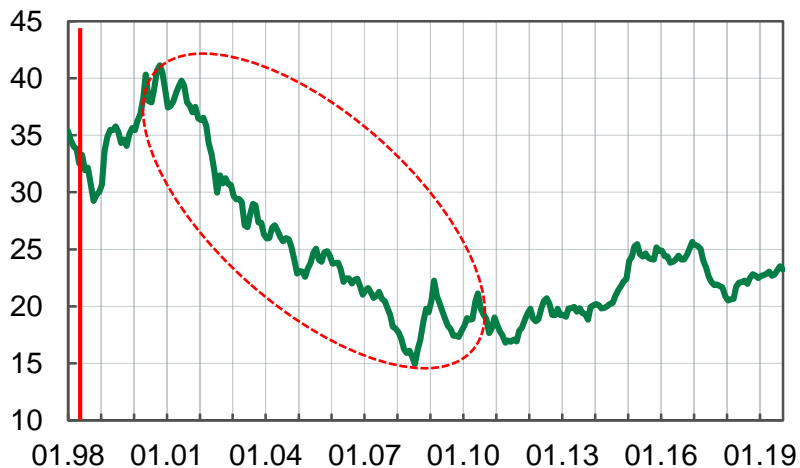


* Запозичення 2017 року не включають випуск ОВДП для збільшення статутного капіталу банків
Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

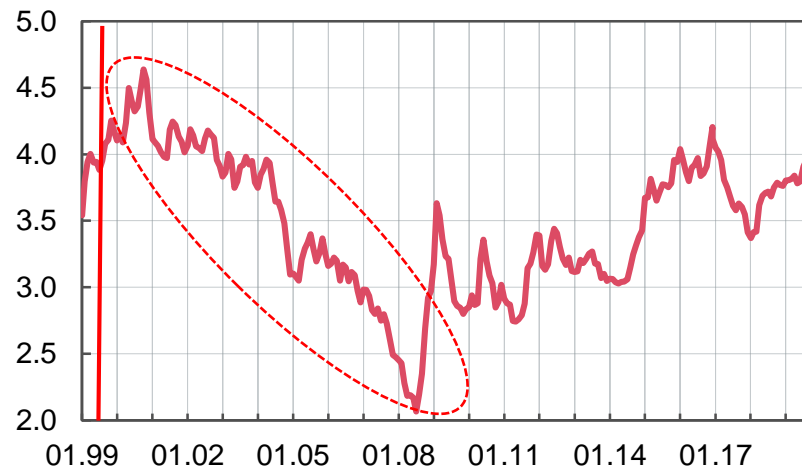
- Боргове навантаження на економіку зменшується – співвідношення державного боргу до ВВП знижується (до рівня 50% у 2019 році)
- Мінфін не нарощує борг, а заміщує гривневим боргом валютний, що покращує його структуру та знижує валютні ризики
- Частка боргу, номінована в національній валюті, збільшилася з 29.2% на кінець 2018 року до 36.7% на кінець грудня 2019 року

Міф 3: такої ревальвації як в Україні ніде не було. Ні: тривалі епізоди ревальвації цілком можливі після запровадження ІТ

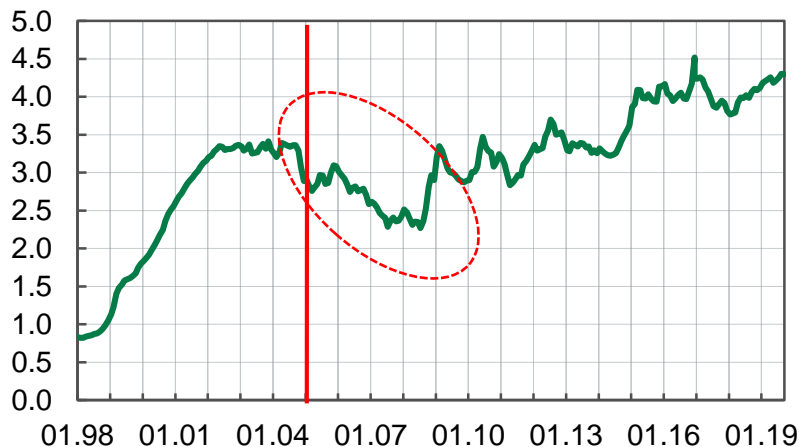
Обмінний курс чеської крони до долара США



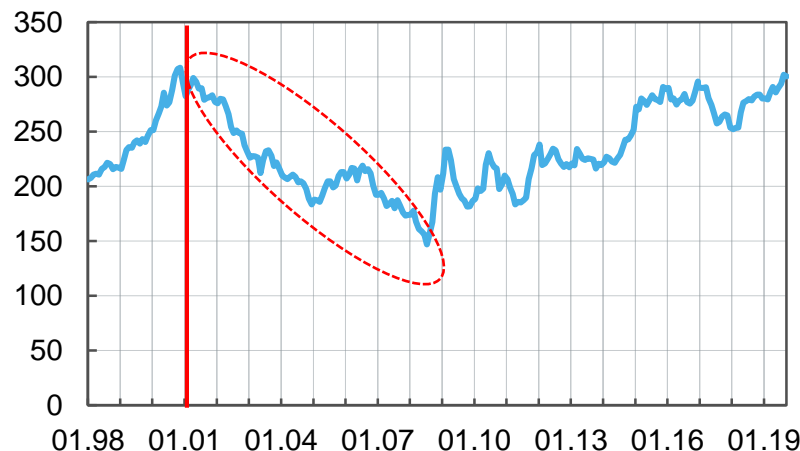
Обмінний курс польського злотого до долара США



Обмінний курс чеської крони до долара США



Обмінний курс польського злотого до долара США



Джерело: IFS МВФ.

Джерело: IFS МВФ.

Яким обмінний курс буде в 2020 році? Єдина вірна відповідь: він буде плаваючим, а значить потрібне хеджування

Офіційний курс гривні до долара США у 2018-2020 роках



- У **короткостроковому періоді** динаміка курсу гривні визначається попитом і пропозицією іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку
- У **довгостроковому періоді** – фундаментальними факторами, зокрема співвідношенням внутрішніх і зовнішніх цін та відсоткових ставок, рівнем продуктивності праці, структурою зовнішньої торгівлі та станом платіжного балансу

В умовах плаваючого курсу **вірною тактикою для бізнесу є хеджування валютного ризику**



Національний банк України

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