



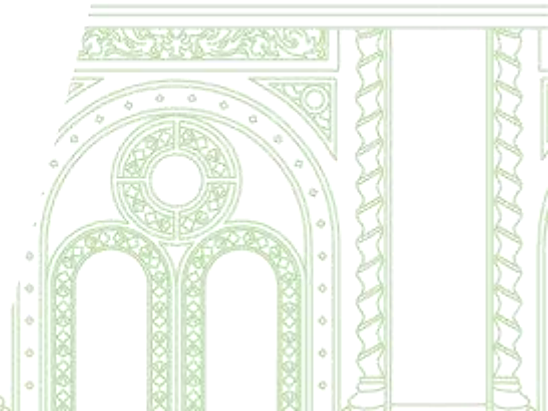
Національний
банк України

Нейтральна процентна ставка в Україні

Антон Груй

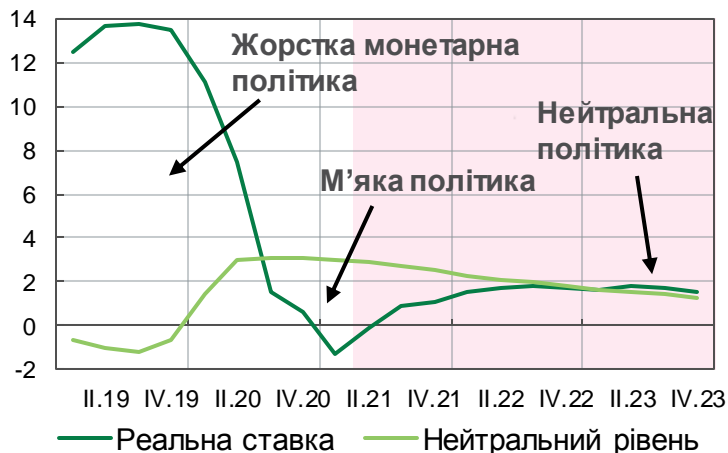
Начальник Відділу моделювання
Департамент монетарної політики та
економічного аналізу

НБУ, Травень 2021



Нейтральна процентна ставка використовується для визначення стану монетарної політики

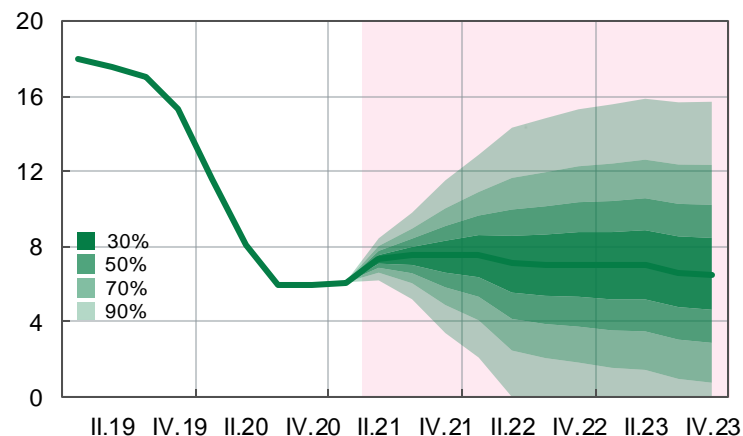
Реальна облікова процентна ставка та її нейтральний рівень, %



Джерело: розрахунки НБУ

Примітка: Дефльована на інфляційні очікування, отримані на основі Квартальної прогнозної моделі.

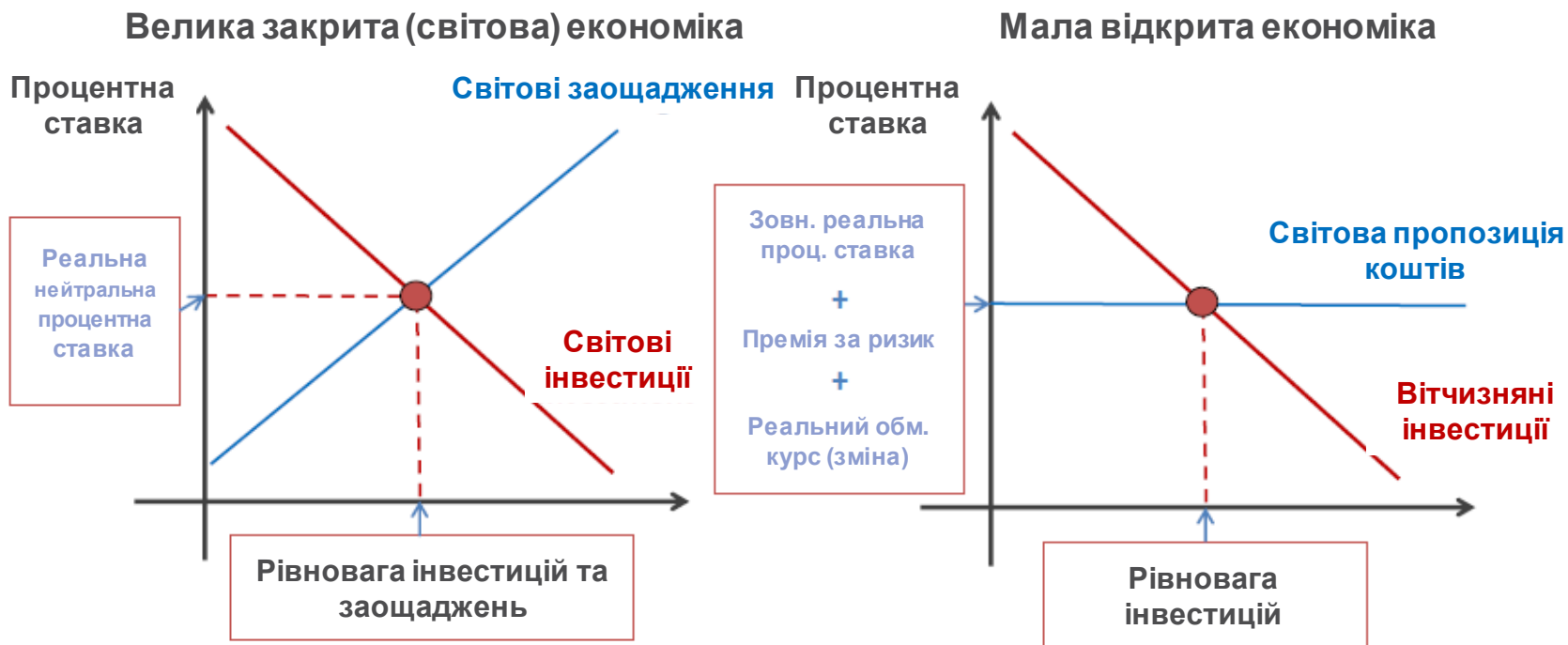
Номінальна облікова процентна ставка, середня за квартал, %



Джерело: розрахунки НБУ

- Нейтральна ставка є неспостережуваною та змінною у часі. Має бути оціненою, може бути переглянута.
- Облікова ставка прямує до нейтральної на прогнозному горизонті коли економіка досягає рівноваги, поточні економічні шоки розсіюються, а інфляція досягає цілі.
- Очікувана номінальна облікова ставка у IV.2023 (станом на квітень 2021) є 6.5%, що дорівнює приблизно 1.5% реальна нейтральна ставка + 5% інфляційна ціль.
- Оновлені розрахунки регулярно публікуються у частині 3.4 Інфляційного звіту НБУ.

Мала відкрита економіка має необмежену пропозицію коштів за заданою процентною ставкою з-поза меж економіки



- Мала відкрита економіка може фінансувати високе споживання та інвестиції через притік іноземного капіталу.
- Ціна іноземного капіталу залежить від зовнішніх фінансових умов та внутрішніх факторів таких як премія за суверенний ризик та очікуване зміцнення реального обмінного курсу.

Нейтральна процентна ставка походить з довгострокового непокритого паритету процентних ставок (НППС)

Сукупна реальна рентабельність капіталу в Україні

1. Регулярні потоки (процентна ставка)
2. Зміни у вартості інвестицій (обмінний курс)



Реальна нейтральна ставка (Україна) + $E(\overline{\Delta \text{Реальний обмінний курс}})$ =

= Реальна нейтральна ставка (США) + $\overline{\text{Премія за ризик}}$



Реальна вартість капіталу у США



Компенсація за вхід на ринок

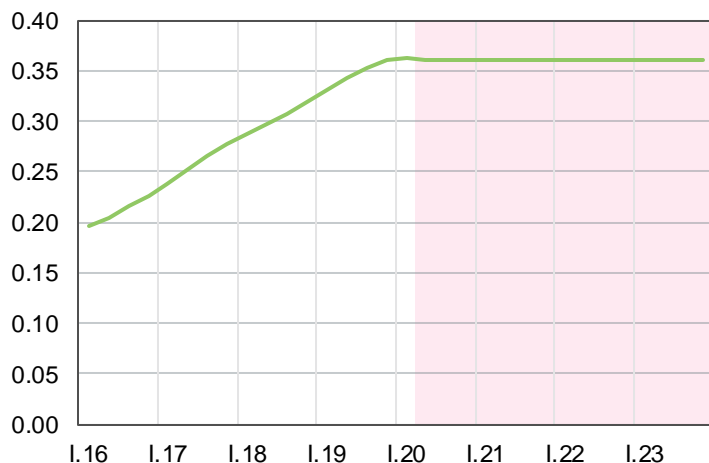
- Нейтральна процентна ставка в Україні змінюється разом зі світовою вартістю капіталу – нейтральною ставкою в США.
- Ставка залежить від інвестиційної привабливості держави. Вона зростає/знизиться у відповідності до змін премії за суверенний ризик (для потреб оцінки використовується тренд премії за ризик).
- Міцніша гривня підвищує сукупну рентабельність підвищуючи вартість гривневих активів. Нейтральна ставка знижується у випадку швидшого зміцнення реального обмінного курсу (використовується тренд).
- Деталізований робочий матеріал доступний у [1], нетехнічна стаття доступна у [2].

Нейтральна процентна ставка у НБУ оцінюється за допомогою Квартальної прогностної моделі

- Новокейнсіанська модель малої відкритої економіки зі специфічними розширеннями
- Напівструктурна модель у “розривах”
- Головними рівняннями є крива інвестиції-заощадження зі специфічними розширеннями, доповнена очікуваннями крива Філіпса, НППС зі згладжуючими інтервенціями та сировинними умовами торгівлі, правило політики типу Тейлора
- Використовується як базова модель в НБУ для регулярного макроекономічного прогнозування та надання рекомендацій з монетарної політики
- Оцінки виконуються за допомогою фільтра Калмана
- Детальний робочий матеріал доступний у [3]

Нейтральна ставка в Україні змінюється разом зі своїм відповідником у США та українською премією за суверенний ризик

Нейтральна ставка у США, %



Премія за суверенний ризик та її тренд, п.п.



Джерело: ФРБ Нью-Йорка, розрахунки НБУ

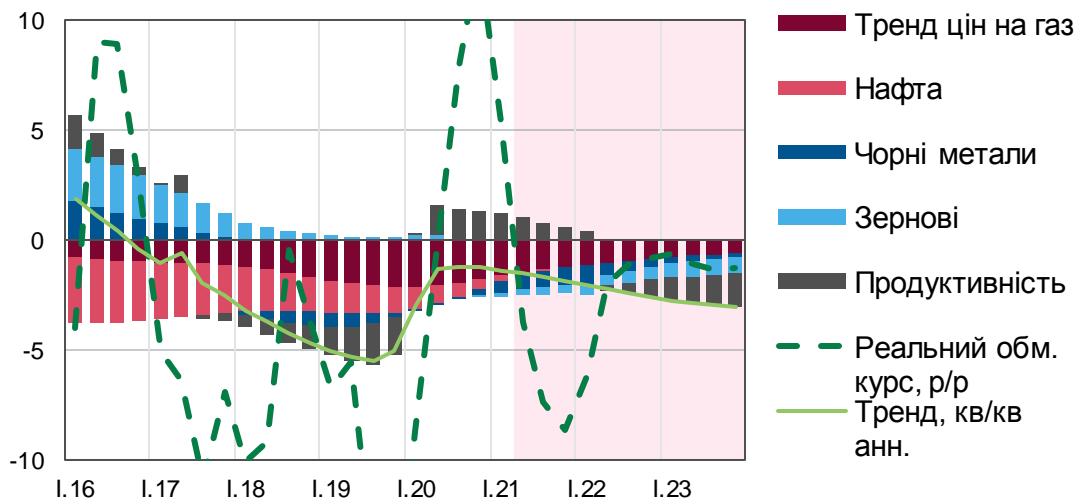
Примітка: 1) ФРБ Нью-Йорка не публікує прогноровані рівні нейтральної ставки;
2) у листопаді 2020 він призупинив публікацію оновлених оцінок

Джерело: Cbonds, розрахунки НБУ

- Ми використовуємо Laubach-Williams two-sided оцінки Федерального резервного банку Нью-Йорка в якості нейтральної ставки у США. Останнім часом вона низька через світовий надлишок заощаджень. Дані наявні у [4].
- Премія за суверенний ризик розраховується як різниця між дохідностями українських єврооблігацій у доларах та десятирічних облігацій держказначейства США. Дані в наявності у [5].
- Премія прямує до свого тренду, тобто певного рівноважного значення. Нещодавні відхилення ми вважаємо тимчасовими.

Швидше реальне зміцнення узгоджується з нижчою нейтральною процентною ставкою

Реальний обмінний курс, його тренд, %, та внески визначальних факторів, п.п. (↓ зміцнення)

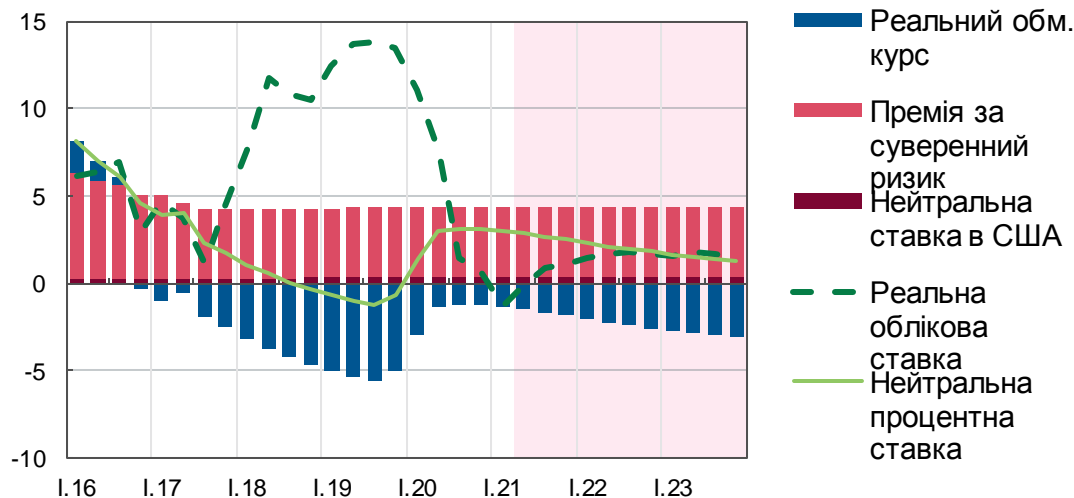


Джерело: розрахунки НБУ

- Реальний обмінний курс коливається навколо свого тренду (рівноважного значення), переважно прямуючи до нього на прогнозному горизонті.
- Рівноважне реальне зміцнення залежить від 1) швидкості зростання продуктивності поки Україна наздоганяє розвиненіші економіки, та 2) тренди цін на світових сировинних ринках через високу долю сировини у зовнішній торгівлі України.
- Структурний перелом у 2020 постав з тимчасовою зупинкою зростання продуктивності в умовах Коронакризи.

Нейтральну ставку збільшує відносно стабільний тренд премії за ризик та знижує відносно мінливий тренд реального зміцнення

Реальна процентна ставка, реальна нейтральна процентна ставка, %, та внески визначальних факторів, п.п.

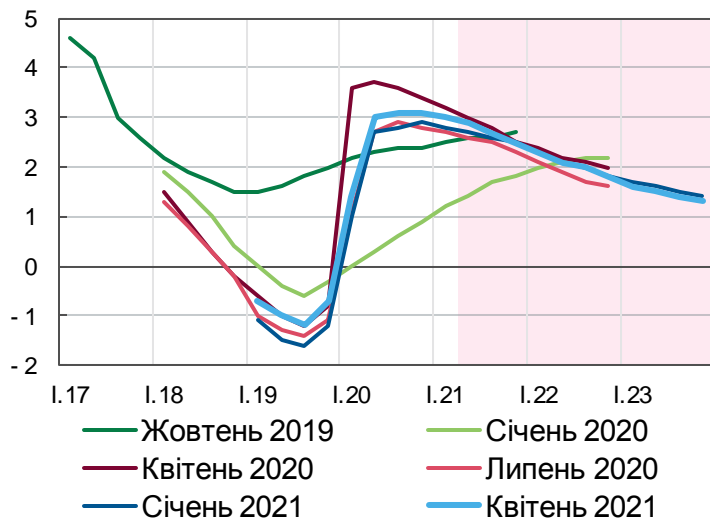


Джерело: розрахунки НБУ

- Нейтральна ставка в Україні залежить від свого відповідника у США. Прогноз від квітня 2021 передбачає послідовно низьку ставку у США.
- Премія за суверенний ризик робить найбільший внесок. Її рівноважне значення перевищує рівні інших країн Східної Європи, але може бути зниженою за допомогою реформ.
- Швидше зростання продуктивності підвищує темпи реального зміцнення, що веде до нижчої нейтральної ставки у малій відкритій економіці України. Це контрастує з поширеними методологіями для великих закритих економік, де вище зростання продуктивності збільшує нейтральну процентну ставку.

Розрахунки нейтральної ставки регулярно оновлюються з виходом нових даних

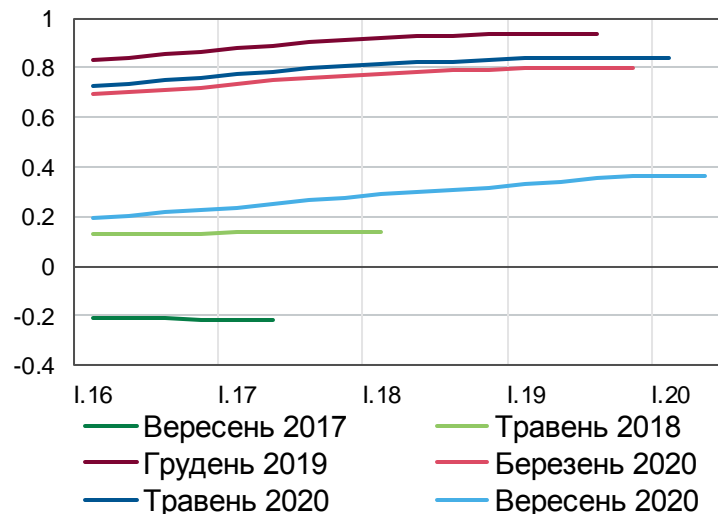
Перегляди нейтральної ставки в Україні



Джерело: розрахунки НБУ

Примітка: значення за жовтень 2020 (не показано) збігаються зі значеннями за липень 2020

Перегляди нейтральної ставки в США



Джерело: ФРБ Нью-Йорка

- Ми суттєво переглядали ставку в Україні двічі у 2020. Знизили її у січні. Оптимістично збільшили рівноважне реальне зміцнення на тлі стабільного зростання ВВП та зарплат (зростання продуктивності), притоку іноземного капіталу та зміцнення гривні у 2019.
- Підвищили назад у квітні. Додали структурний перелом у рівноважне реальне зміцнення з початком Коронакризи та тимчасової зупинки зростання продуктивності.
- Нейтральну ставку в США також регулярно переглядають включно зі значеннями за попередні роки.

Посилання

1. Grui, A., Lepushynskiy, V., & Nikolaychuk, S. (2018). [A Neutral Real Interest Rate in the Case of a Small Open Economy: Application to Ukraine](#). *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, (243 (1)), 4-20.
2. [Нейтральна вартість грошей: як НБУ оцінює жорсткість своєї політики](#). *voxukraine.org*, 1 Лютого, 2021
3. Grui, A., & Vdovychenko, A. (2019). [Quarterly projection model for Ukraine](#). *NBU Working papers* (No. 03/2019).
4. <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>
5. <https://cbonds.com/indexes/Euro-Cbonds-Sovereign-Ukraine-YTM-eff/> and <https://cbonds.com/indexes/59/>