

# Відповідь НБУ на кризу – реагування на гостру фазу та підтримка виходу з неї

**Володимир Лепушинський**

директор Департаменту монетарної політики та  
економічного аналізу

Семінар для викладачів ЗВО

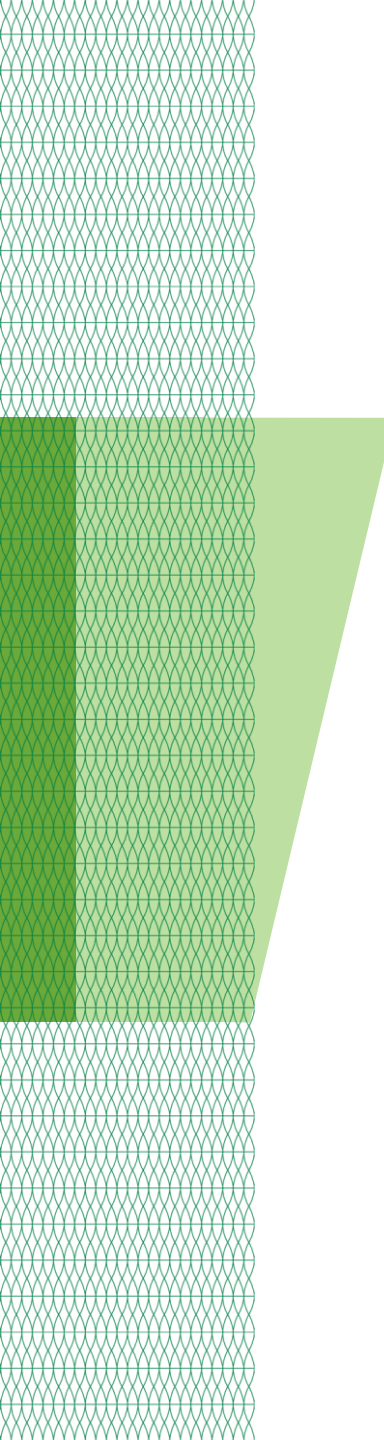
Київ, 02 червня 2020 року



# Зміст

---

- Стратегія монетарної політики має працювати як у спокійні часи, так і під час кризи
- Відмінності коронакризи та попередніх криз в Україні
- Реакція на валютну паніку – вигоди передбачуваності
- Відповідь на кризу – монетарне пом'якшення та додаткові інструменти
- Перспективи монетарної політики



**Стратегія монетарної політики  
призначена працювати як у  
спокійні часи так і під час кризи**

# Впровадження режиму інфляційного таргетування Національним банком

## Пріоритетність цілей НБУ (Закон України «Про НБУ»)

Досягнення та підтримка **цінової стабільності**

Сприяння **фінансовій стабільності**

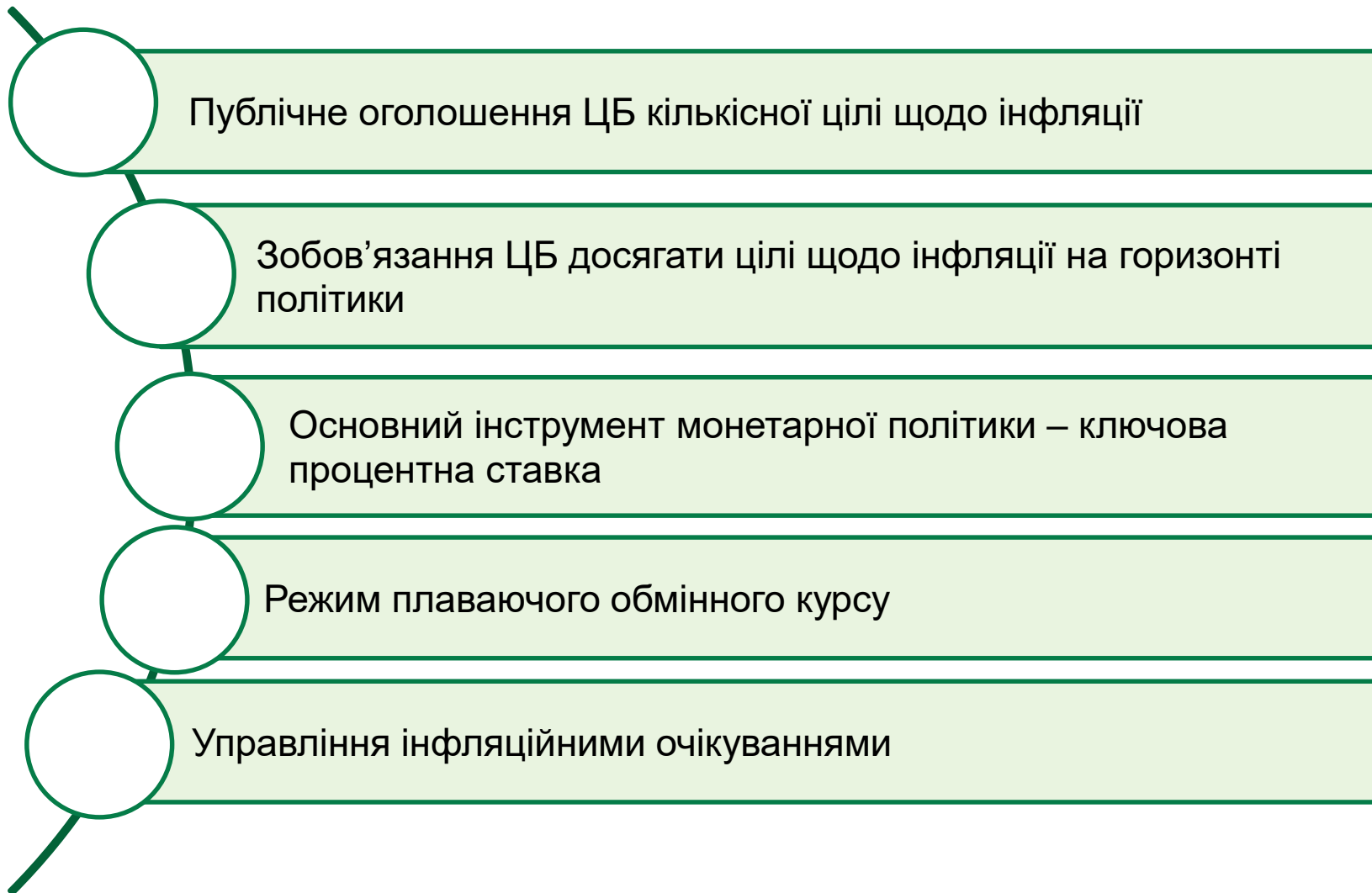
Сприяння додержанню **стійких темпів економічного зростання** та підтримка економічної політики Уряду

Для досягнення цілей з монетарної політики НБУ впровадив режим **інфляційного таргетування**

- **Серпень 2015 р.** – де-факто, затверджено Правлінням НБУ у Стратегії монетарної політики на 2016-2020 роки
- **Грудень 2016 р.** – де-юре, затверджено Радою НБУ в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу

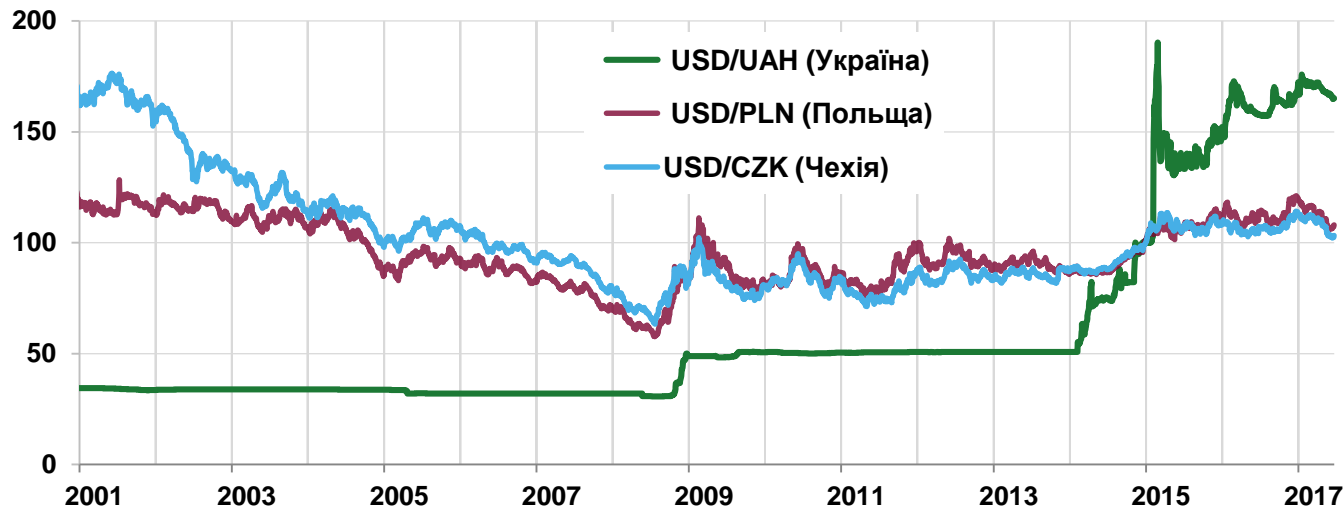
# Ключові елементи режиму інфляційного таргетування

---

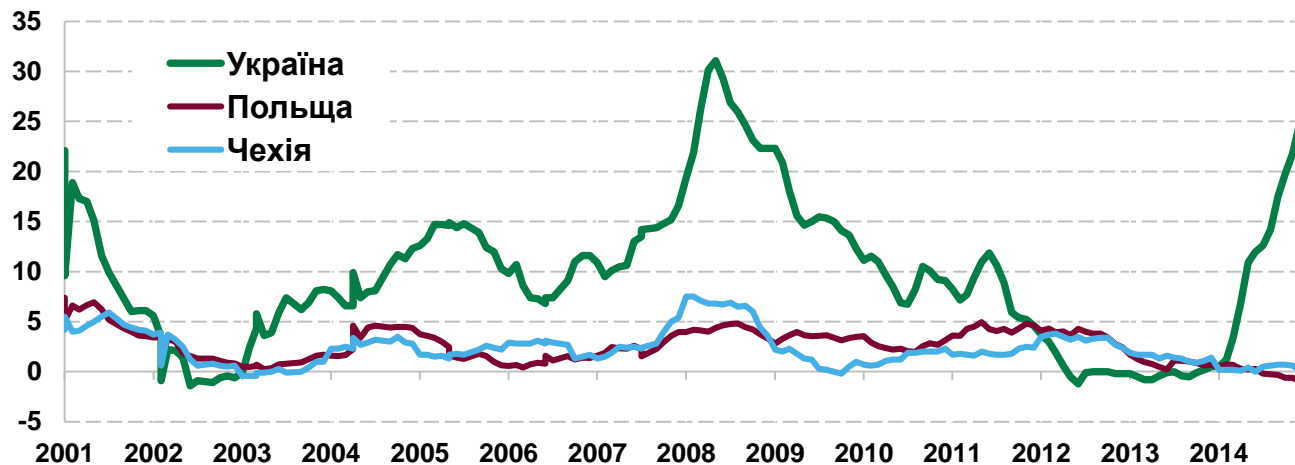


# Універсальна стратегія на будь-який час: країни з ІТ проходили кризи з меншими монетарними потрясіннями

Тривале використання фіксованого обмінного курсу збільшує ймовірність кризи



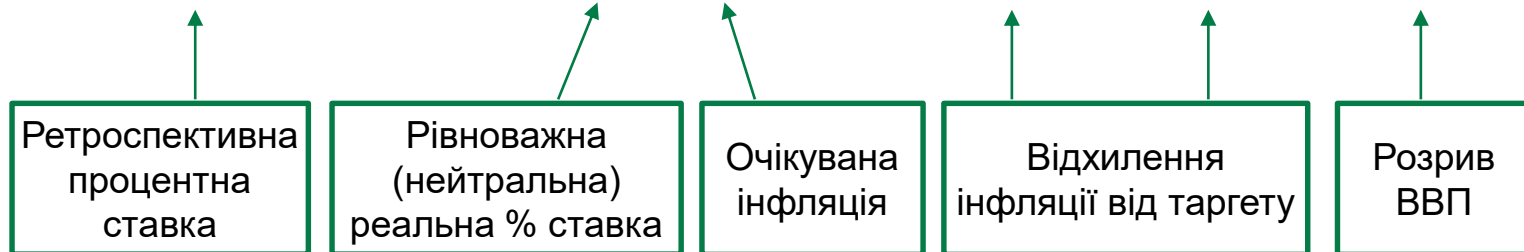
Інфляція є високою та волатильною



# В основній прийнятті монетарних рішень – стабілізація інфляції на рівні цілі, зростання – на рівні потенційного

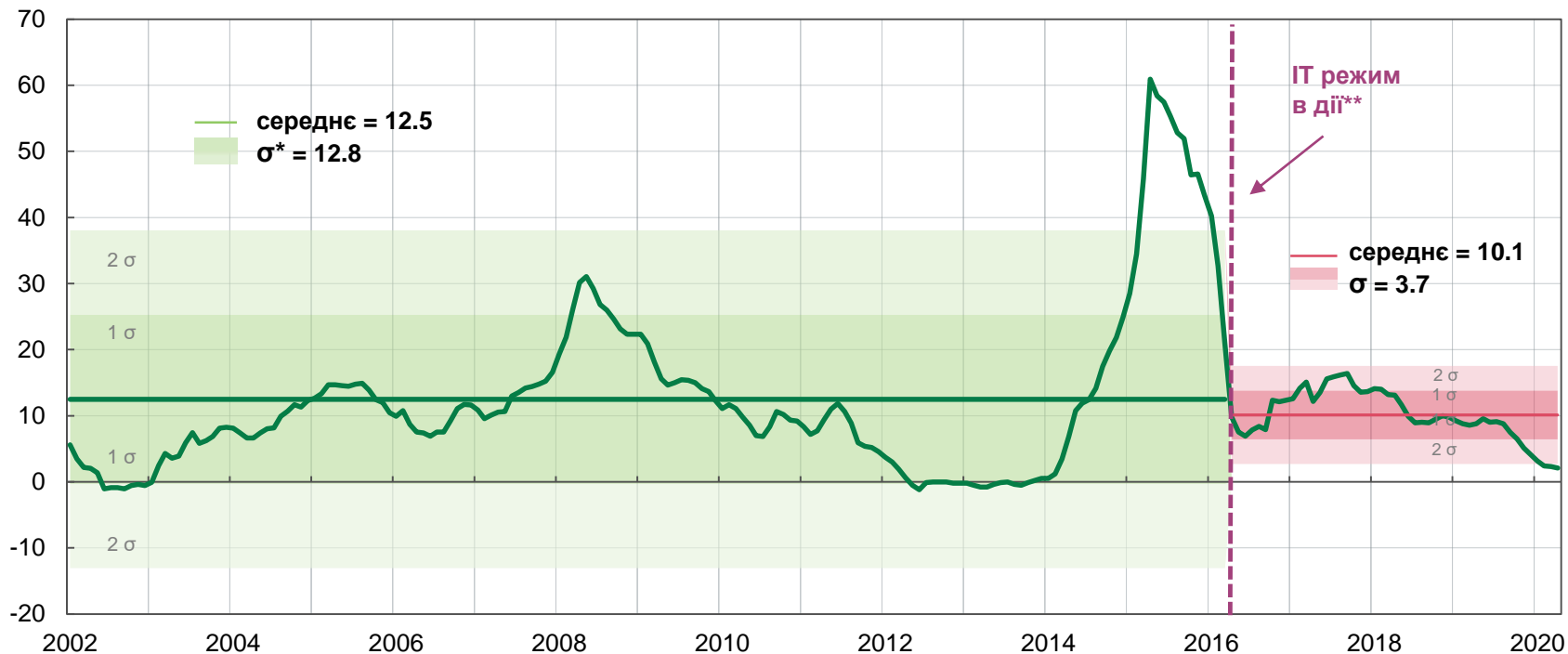
- **Інфляційне таргетування** – монетарний режим, відповідно до якого центральний банк використовує оголошену **інфляційну ціль** (таргет) у якості номінального якоря і зобов'язується проводити монетарну політику, спрямовану на досягнення цієї цілі в **середньостроковому** періоді.
- Рішення з монетарної політики базуються на **прогнозі інфляції**: процентні ставки за інструментами монетарної політики повинні забезпечувати зближення прогнозу інфляції до значення таргету в середньостроковому періоді
- На практиці правило політики є гнучкішим (як правило Тейлора):

$$i_t = \alpha i_{t-1} + (1 - \alpha) [(\bar{r}_t + \pi_t^{\text{exp}}) + \beta(\pi_{t+4} - \pi_{t+4}^{\text{arg}}) + \gamma y_t^{\text{gap}}]$$



# Успішність українського ІТ у «спокійні» часи: зниження волатильності інфляції

## Споживча інфляція, % р/р



\*  $\sigma$  – стандартне відхилення. Для даних з нормальним розподілом, 68% та 95% усіх значень лежать в межах одного стандартного (темніший колір) та двох (світліший колір) відхилень від середнього відповідно.

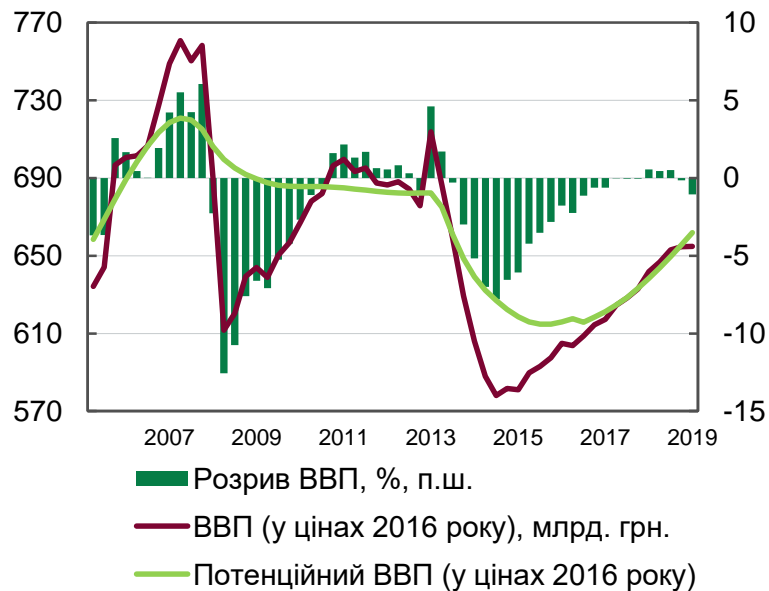
\*\* Де-факто режим ІТ запроваджено в середині 2015 шляхом оголошення цілей на кінець 2016 року. За оцінками НБУ горизонт дії монетарної політики становить 9-18 місяців.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.



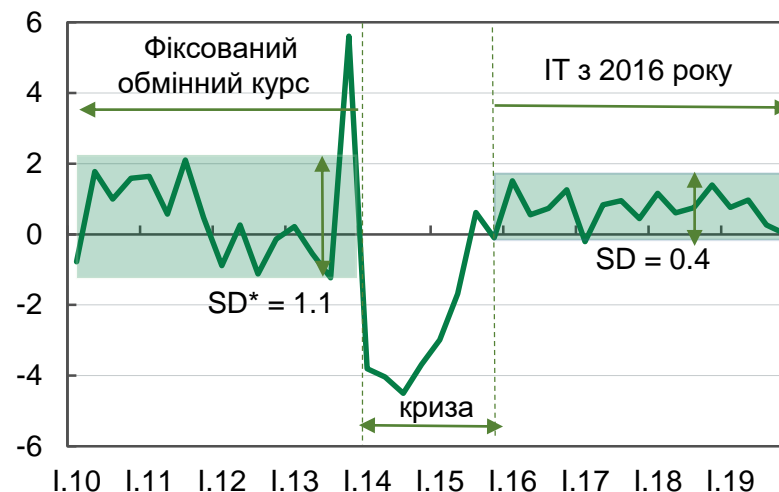
# Успішність українського ІТ у «спокійні» часи: стійкість економічного зростання

## Потенційний ВВП та розрив ВВП



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

## ВВП, у кварталному вимірі, % (сезонно скоригований)

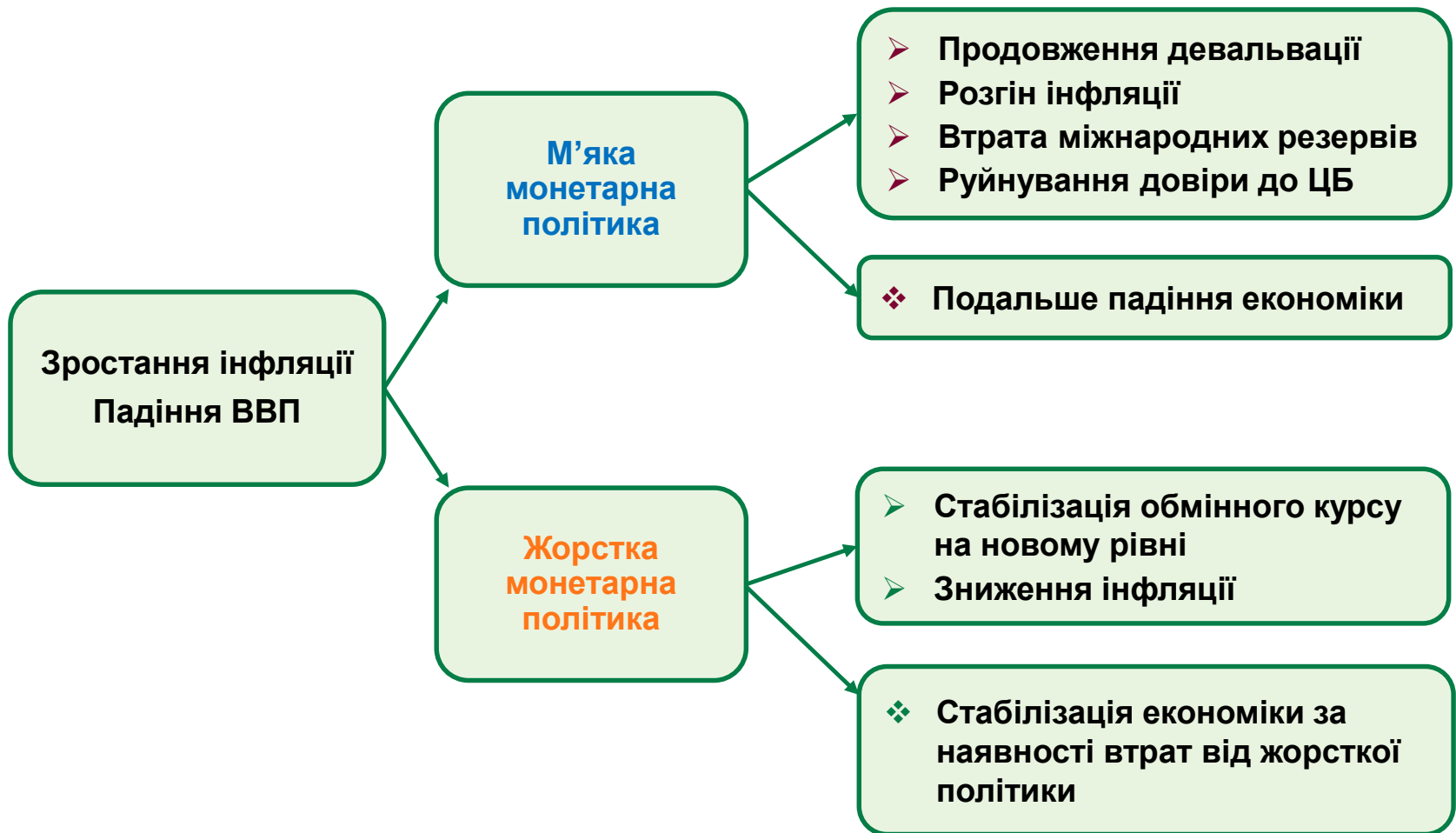


\* SD - середнє квадратичне відхилення

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

- Згладжування бізнес-циклу (розриву ВВП) є однією з цілей функції реакції ЦБ за ІТ
- В Україні волатильність ВВП за режиму ІТ є нижчою, що кореспондується із ціллю щодо «... підтримки стійкого економічного зростання»

# Стабілізація економіки в кризу (після застосування фіксації обмінного курсу): вибір між поганим та ще гіршим

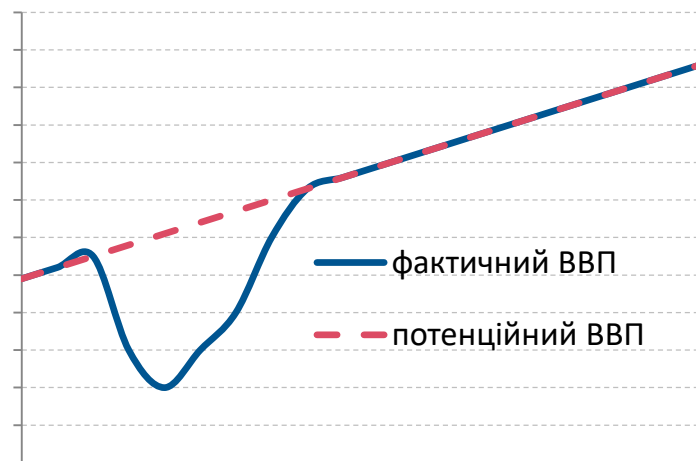


# Стабілізація економіки в кризу за ІТ: «Devine coincidence»-монетарна політика має можливість сприяти обом цілям

## Інфляція



## Валовий внутрішній продукт



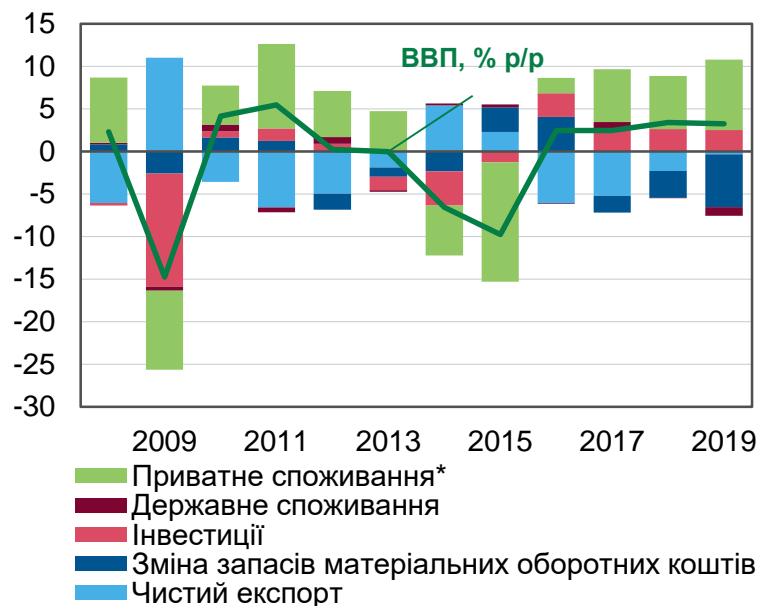
- Devine coincidence (божественний збіг) відноситься до властивості нових кейнсіанських моделей яка полягає в тому, що між стабілізацією інфляції та стабілізацією ВВП на потенційному рівні для центральних банків немає необхідності вибору (no trade-off)



## **Відмінності коронакризи та попередніх криз в Україні**

# Україна увійшла в економічну кризу, викликану COVID-19, з більшим запасом міцності, ніж під час попередніх криз

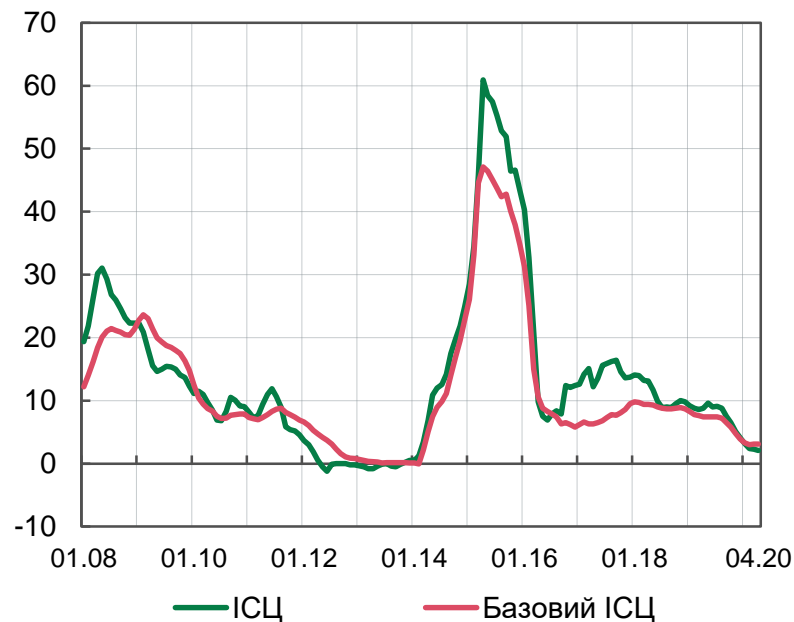
Внески категорій кінцевого використання в річну зміну реального ВВП, в. п.



\* Вкл. некомерційні організації, що обслуговують домогосподарства.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Індекси споживчих цін, % р/р

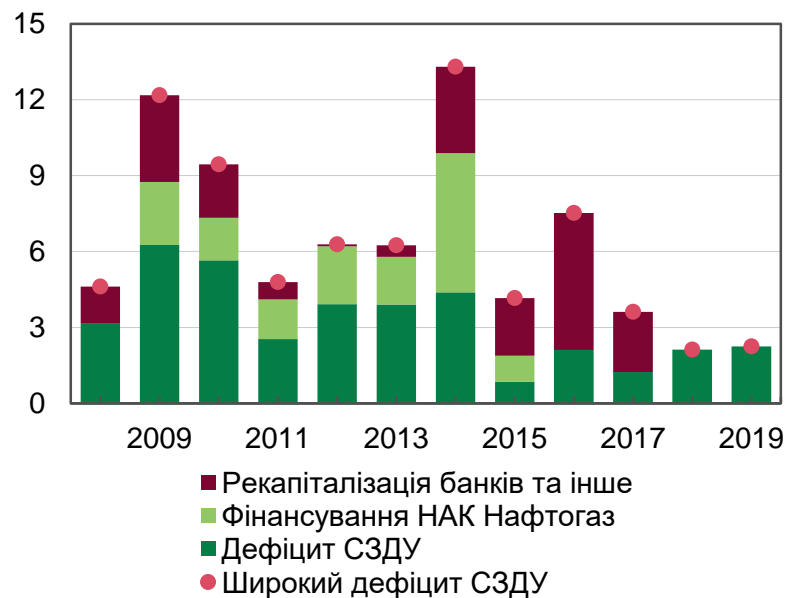


Джерело: ДССУ.

- Україна увійшла в кризу 2008-09 років із перегрітою економікою та двознаковою інфляцією. А в 2012-2013 роках країна стагнувала
- На відміну від попередніх випадків, протягом 2016-2019 років економіка України стабільно зростала на 3-3.5% на рік, а інфляція до кінця 2019 року досягала цілі у  $5\% \pm 1$  в.п.

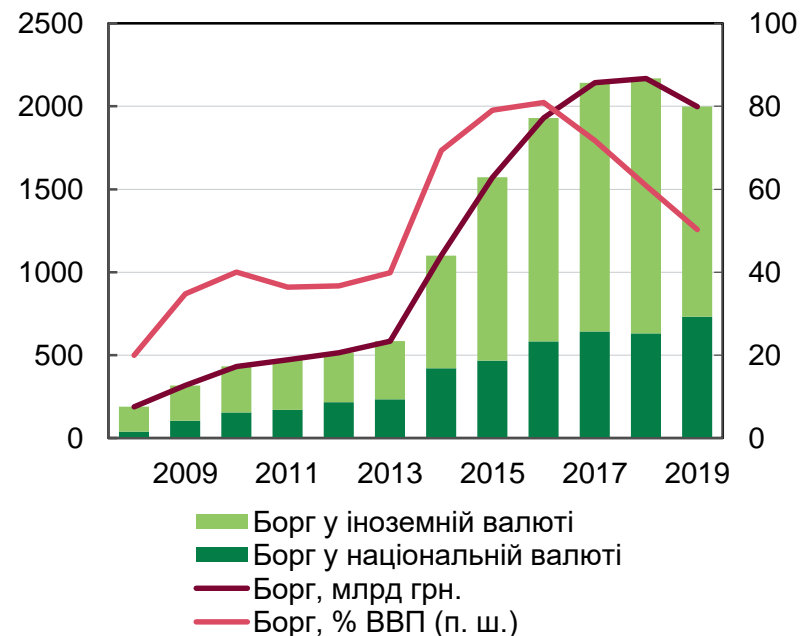
# Державні фінанси не генерують загроз завдяки усуненню квазі-фіскального дефіциту та покращенню управління боргом

Широке сальдо сектору загально державного управління, млрд грн



Джерело: ДКСС, МФУ, МВФ, розрахунки НБУ.

Державний та гарантований державою борг

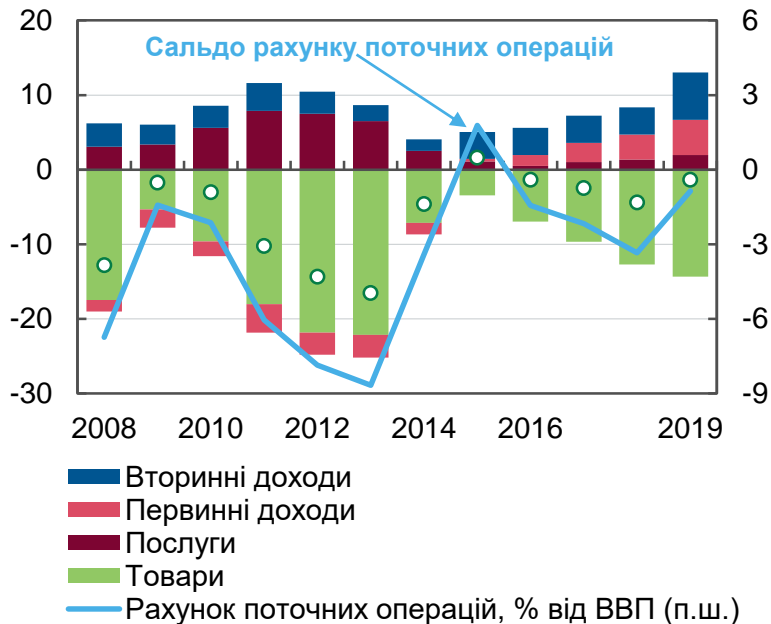


Джерело: МФУ, ДССС, розрахунки НБУ.

- За останні п'ять років Україні вдалося досягти прориву в усуненні суттєвого квазі-фіскального дефіциту в енергетичному та банківському секторах, що продукувало в минулому макроекономічні дисбаланси
- Більше того, заходи з фіскальної консолідації, стійке економічне зростання та поліпшення управління боргом, спрямоване на дедоларизацію, разом зі зменшенням вартості запозичень, сприяли досягненню відношення боргу до ВВП дещо вище 50% станом на кінець 2019 року

# У поточну кризу економіка увійшла зі стійкою зовнішньою позицією завдяки застосуванню плаваючого курсу

Поточний рахунок, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

Валові міжнародні резерви

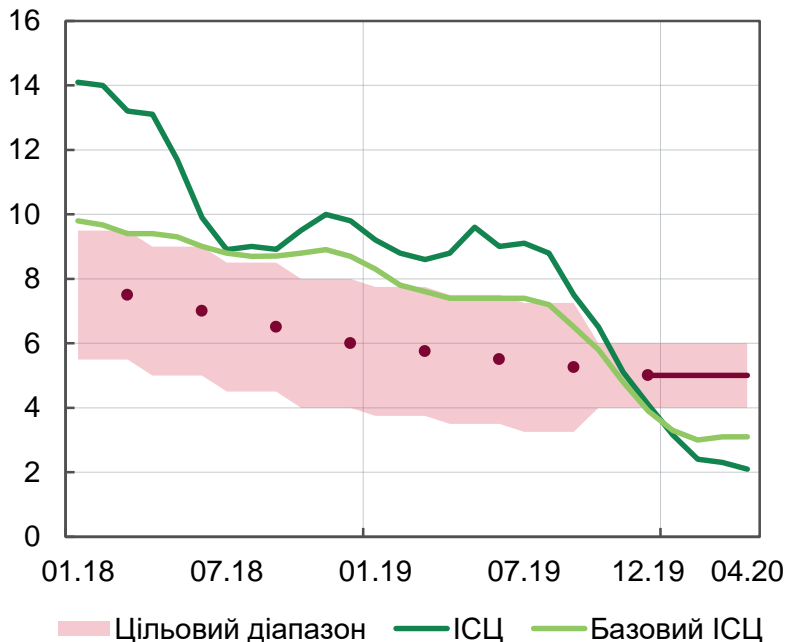


Джерело: НБУ.

- Запроваджений режим інфляційного таргетування базується на політиці плаваючого обмінного курсу, що посилює здатність протидіяти зовнішнім шокам
- Попри поступове розширення після 2015 року, дефіцит поточного рахунку залишається на рівноважному рівні, коливаючись близько 3% ВВП (без урахування надходжень компенсації від Газпрому у 2019 році)
- Отже до поточної кризи Україна входить з порівняно більшим запасом міцності, ніж раніше

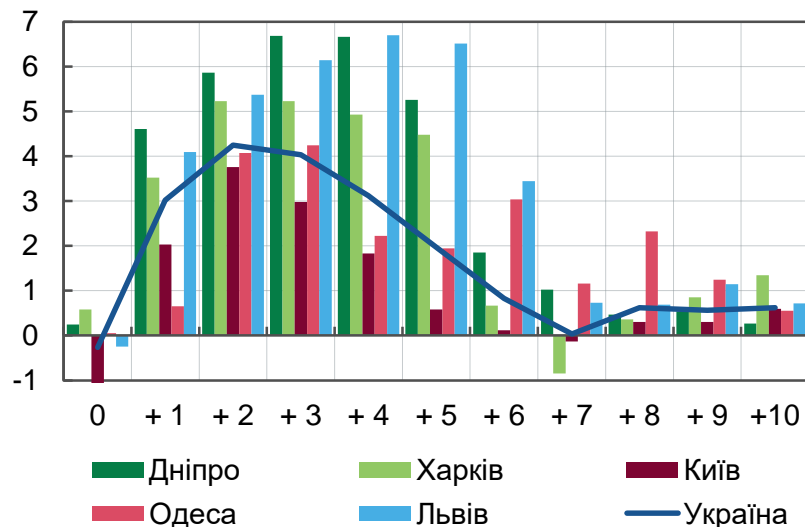
# На відміну від попередніх криз, ця криза не супроводжується руйнівною девальвацією та високою інфляцією

Індекси споживчих цін та інфляційні цілі, % р/р



Джерело: ДССУ, НБУ.

Потижнева динаміка індексу цін на продукти харчування, % м/м\*



\*Тиждень 0 – з 13 до 19 березня, цифри з 1 до 10 позначають наступні тижні; для місячних порівнянь використано такі самі тижні попереднього місяця.  
Джерело: онлайн-супермаркети.

- В Україні спостерігалася помірна інфляція наприкінці 2019 року - на початку 2020 року на тлі стабільного зростання реального ВВП та стійкого зростання споживчого попиту
- Подальша дезінфляція була зумовлена нижчими цінами на енергоносії, достатньою пропозицією сирих продуктів харчування на тлі теплої погоди, а також відображення торішнього зміцнення гривні
- Карантинні обмеження призвели до зростання цін на окремі товари внаслідок ажіотажного попиту. Однак вже наприкінці березня шок почав згасати





## **Реакція на валютну паніку – вигоди передбачуваності**

# Стратегія валютних інтервенцій НБУ: завдання інтервенцій



## Накопичення міжнародних резервів

Достатній рівень міжнародних резервів слугує захисним механізмом фінансової системи та економіки від зовнішніх шоків, а також сприяє підвищенню довіри до її стійкості з боку як національних, так і іноземних інвесторів



## Згладжування функціонування валютного ринку

Необхідно для уникнення негативного впливу на цінову та фінансову стабільність надлишкової волатильності обмінного курсу та екстраординарних подій на валютному ринку



## Підтримання трансмісії ключової процентної ставки

Необхідно для досягнення цілей та завдань монетарної політики у більш ефективний спосіб

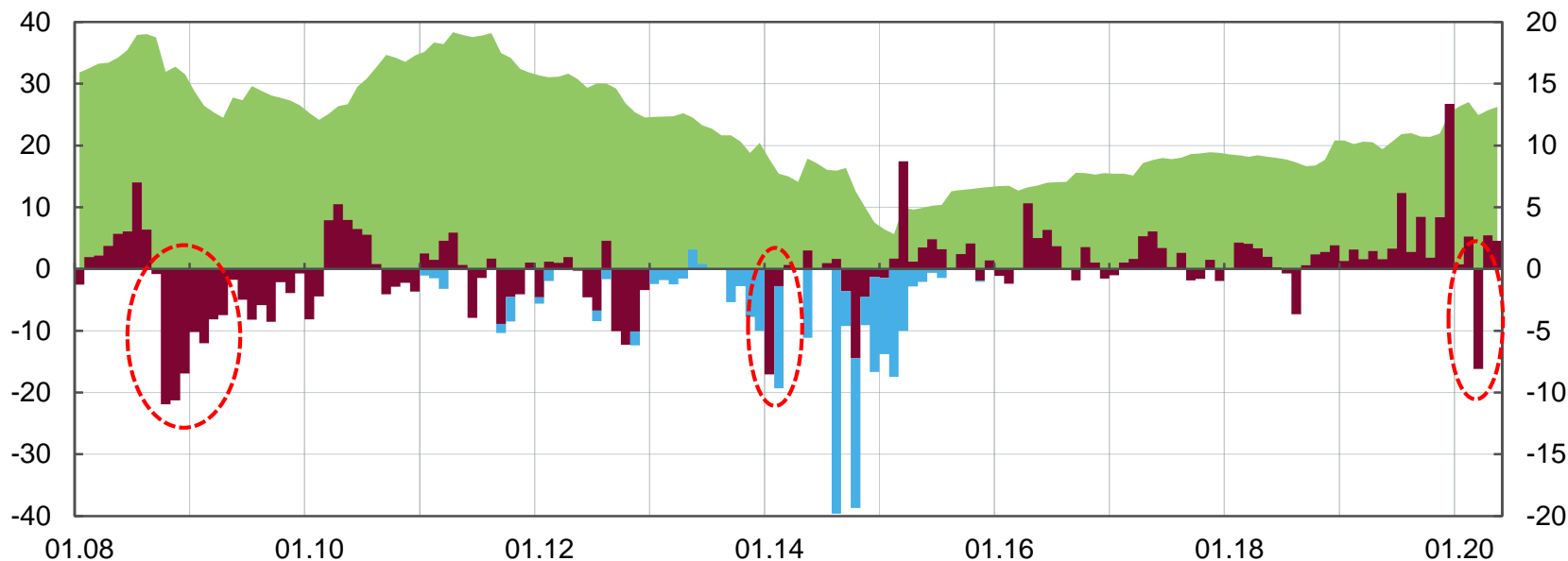


Чи не варто було зекономити міжнародні резерви і не згладжувати коливання під час панічного попиту на валюту?

**Ні** – адже дотримання Стратегії важливе для **завоювання довіри**

# Масштаб шоку на валютному ринку у березні 2020 року був співставним із шоками 2008-2009 років та 2014 року

Сальдо валютних інтервенцій НБУ та міжнародні резерви\*



■ Міжнародні резерви, млрд дол. США

■ Адресні інтервенції, % до резервів (п.ш.)

■ Сальдо інтервенцій (без адресних), % до резервів (п.ш.)

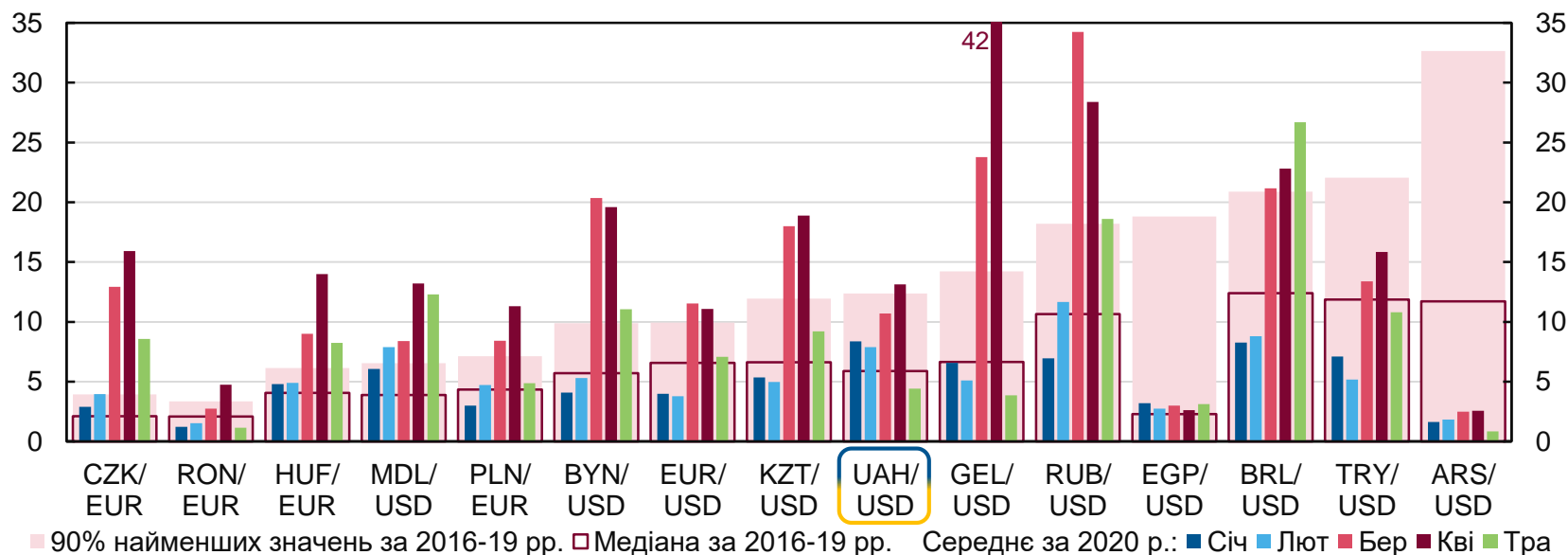
\* - станом на 28.05.2020. Дані щодо адресних інтервенцій наявні з 2011 року.

Джерело: НБУ.

- За рахунок накопичених у 2019 – початку 2020р. міжнародних резервів НБУ вдалося ефективно згладити ажіотажний валютний попит та покращити курсові очікування → шок на валютному ринку мав короткочасний характер
- Після зниження ажіотажного попиту на іноземну валюту, яку частина клієнтів купувала "про запас", НБУ відновив операції з купівлі іноземної валюти

# Волатильність гривні відповідала рівню європейських валют як в період паніки, так і після її заспокоєння

Волатильність окремих валютних пар\*, %



\* Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом 20 робочих днів в річному вимірі.

Джерело: Refinitiv Datastream, Bloomberg, розрахунки НБУ.

- Волатильність європейських валют зросла вище їх типового діапазону під час спалаху коронавірусу та, в більшості випадків, знизилася у травні
- У травні волатильність гривні повернулася до свого середнього рівня

# Дотримання стратегії виявилось дієвим – паніка заспокоїлась, і НБУ зменшив свою присутність на валютному ринку

Місячна волатильність обмінного курсу гривні до долара США



Джерело: НБУ.

Обсяг продажу валюти між банками та операцій купівлі-продажу валюти НБУ

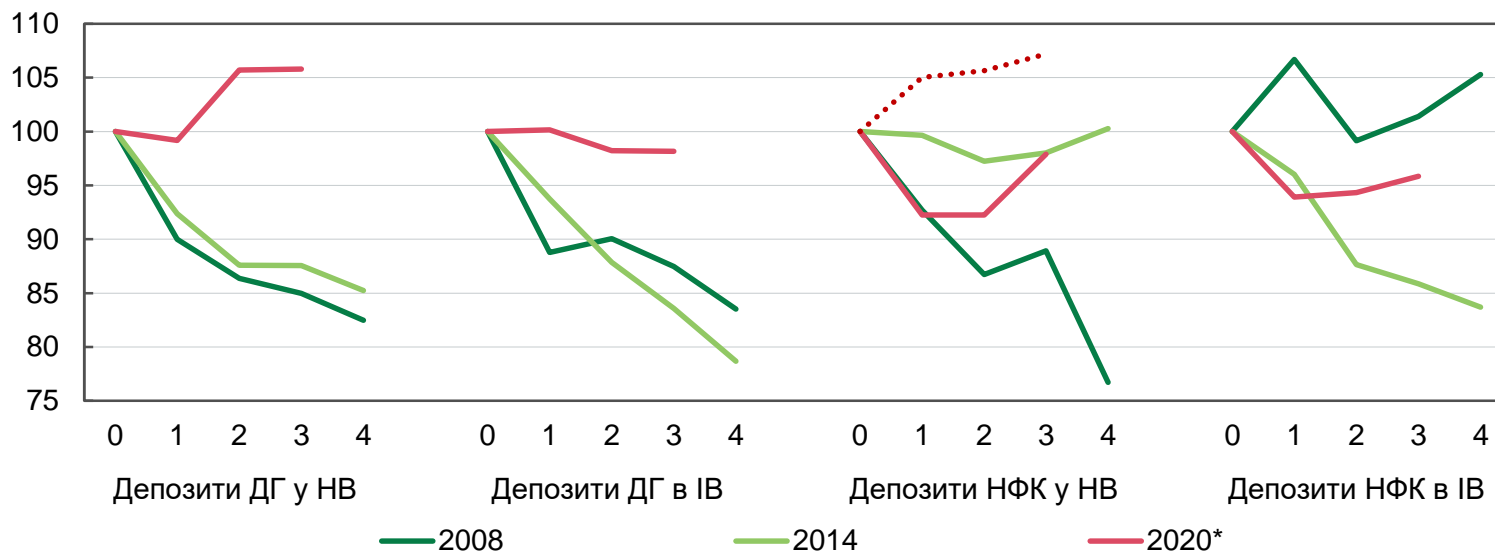


\* Місячне ковзне середнє.  
Джерело: розрахунки НБУ.

- Зі стабілізацією ситуації на валютному ринку місячна волатильність обмінного курсу гривні знизилася до 5%
- У квітні-травні 2020 року присутність НБУ на ринку знизилася до 11% – рівня 2019 року (з 17% у січні-березні) незважаючи на зниження обсягу операцій між банками (-17% кв./кв.)

# Заспокоєння паніки на валютному ринку дозволило уникнути паніки серед вкладників

Помісячна динаміка депозитів, місяць перед кризою=100#

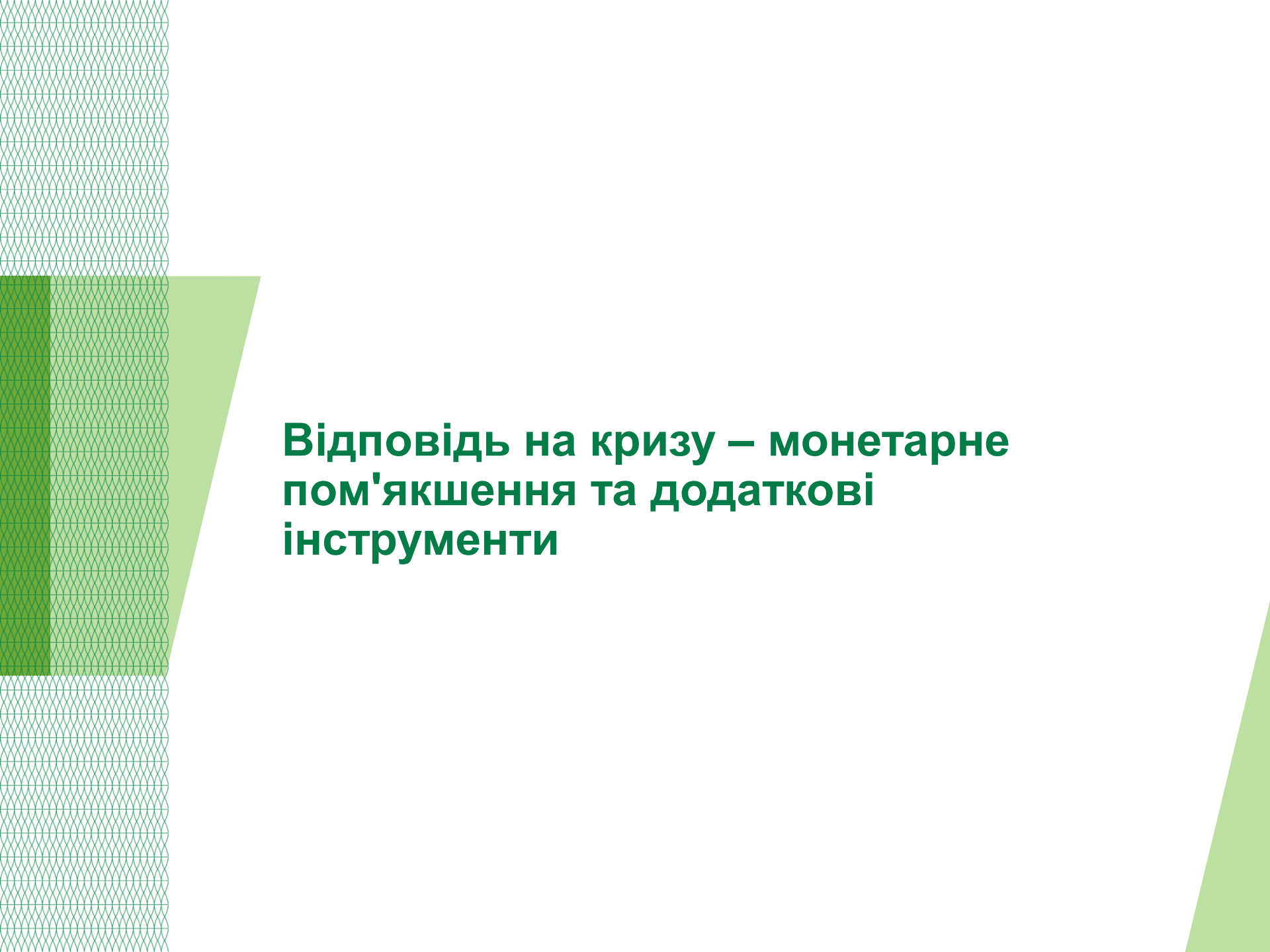


# 0 - місяць перед відтоком депозитів, вересень 2008 року, січень 2014 року, лютий 2020 року.

\* Оперативні дані за травень 2020. Пунктирна лінія – коригування на зниження депозитів через купівлю юридичними особами валютних ОВДП

Джерело: НБУ.

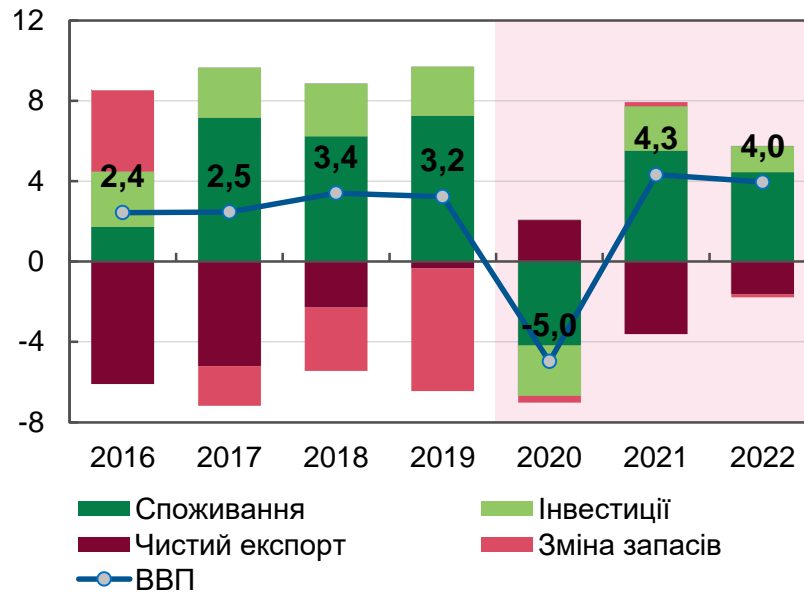
- На відміну від попередніх економічних потрясінь, коли банківський сектор був каталізатором криз, зараз немає відтоку депозитів, а банки підтримують економіку



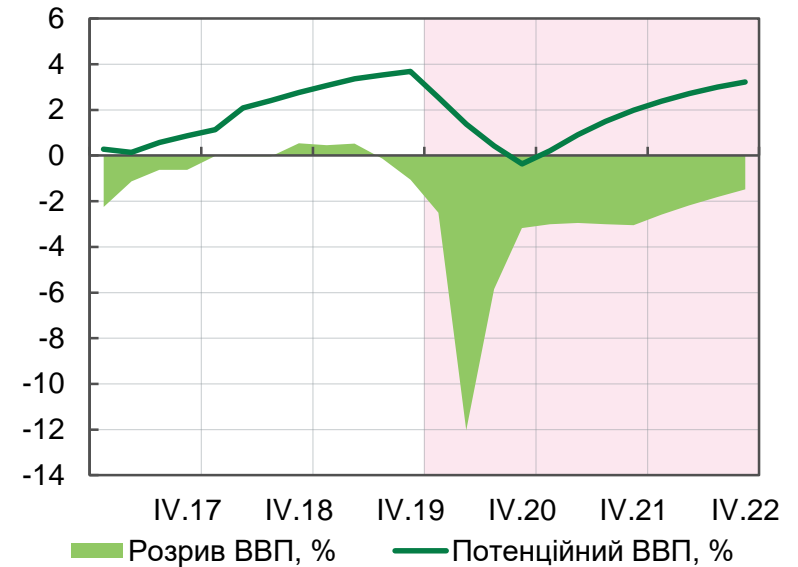
## **Відповідь на кризу – монетарне пом'якшення та додаткові інструменти**

# Сукупний попит буде пригніченим та потребуватиме стимулювання

Внески категорій кінцевого споживання в річну зміну реального ВВП (в. п.)



Потенційний ВВП та розрив ВВП, %



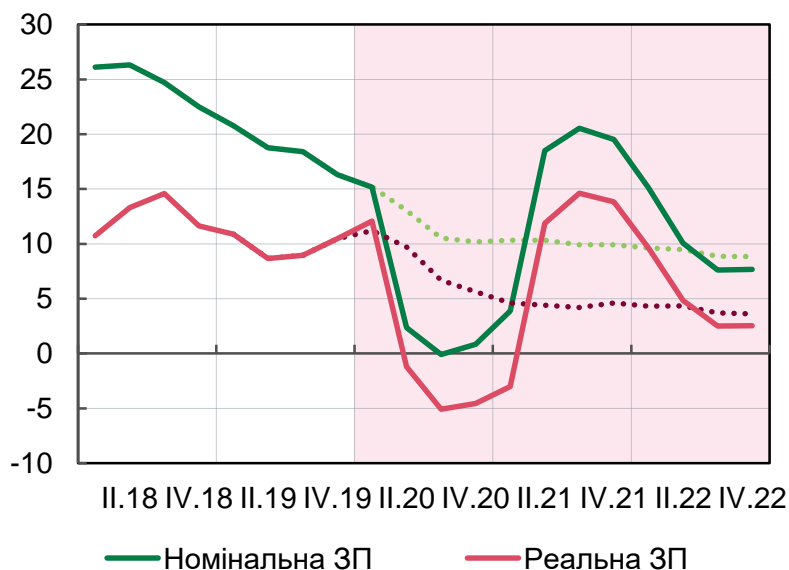
|                            | W,%        | 2019       | 2020              | 2021             | 2022             |
|----------------------------|------------|------------|-------------------|------------------|------------------|
| <b>ВВП</b>                 | <b>100</b> | <b>3.2</b> | <b>-5.0 (3.5)</b> | <b>4.3 (4.0)</b> | <b>4.0 (4.0)</b> |
| Споживання                 | 87         | 8.1        | -4.4 (5.7)        | 5.7 (4.8)        | 4.6 (4.1)        |
| <i>Приватне споживання</i> | 66         | 11.3       | -4.9 (7.0)        | 6.5 (5.7)        | 5.3 (4.7)        |
| Інвестиції                 | 16         | 14.2       | -13.9 (7.3)       | 15.0 (7.3)       | 8.1 (6.0)        |
| Експорт товарів та послуг  | 48         | 6.7        | -9.3 (3.3)        | 7.4 (1.9)        | 4.4 (2.5)        |
| Імпорт товарів та послуг   | 56         | 6.3        | -12.1 (7.2)       | 14.4 (5.6)       | 7.3 (3.4)        |

в дужках – попередній прогноз (січень 2020)

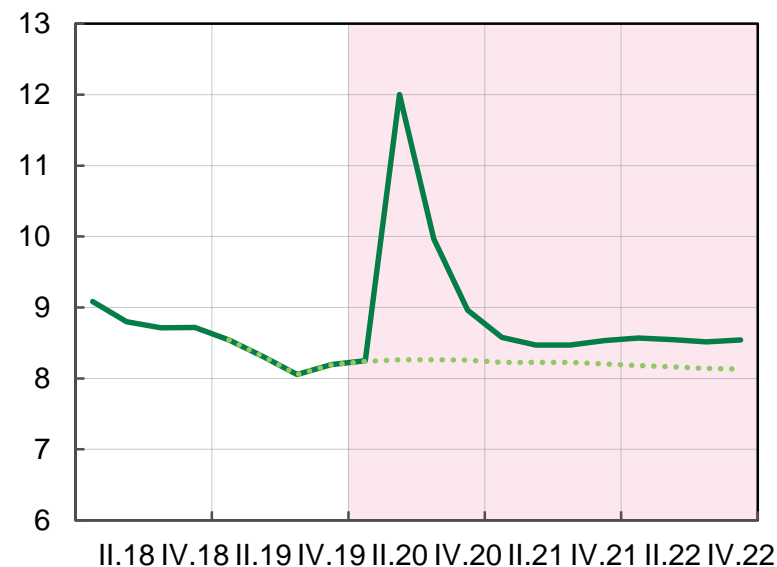


# Карантинні обмеження та рецесія в 2020 році призведуть до різкого падіння темпів росту зарплат та сплеску безробіття

Номінальна та реальна зарплата, зміна р/р, %



Рівень безробіття (МОП), %

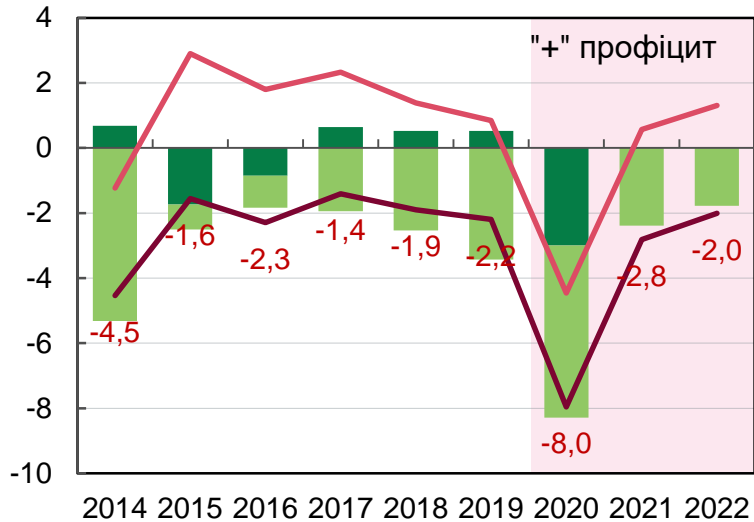


| зміна, %                   | 2019        | 2020       | 2021        | 2022       |
|----------------------------|-------------|------------|-------------|------------|
| <b>Реальна зарплата</b>    | <b>9.8</b>  | <b>0.0</b> | <b>9.1</b>  | <b>4.7</b> |
| - попередній прогноз       | 9.8         | 8.3        | 4.5         | 4.0        |
| <b>Номінальна зарплата</b> | <b>18.5</b> | <b>4.9</b> | <b>15.6</b> | <b>9.9</b> |
| - попередній прогноз       | 18.6        | 12.0       | 10.1        | 9.2        |

|                            | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Мінімальна зарплата</b> | <b>4173</b> | <b>4723</b> | <b>5003</b> | <b>5290</b> |
| - попередній прогноз       | 4173        | 4723        | 5003        | 5290        |
| <b>зміна, %</b>            | <b>12.1</b> | <b>13.2</b> | <b>5.9</b>  | <b>5.7</b>  |

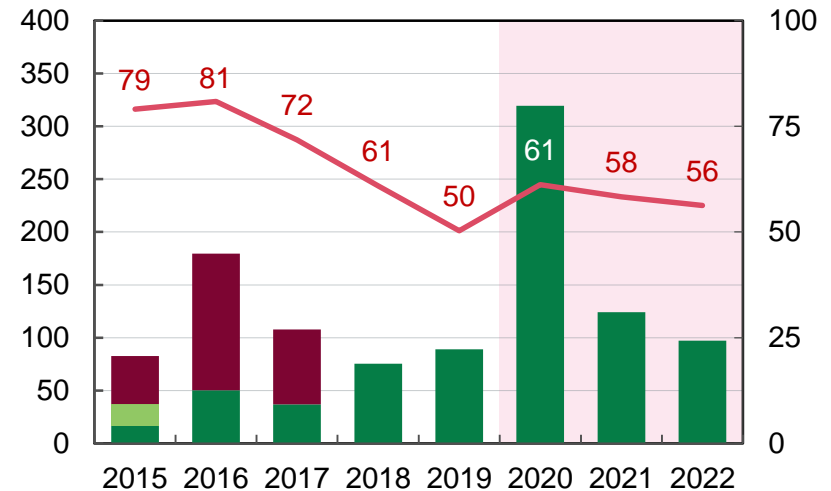
# Відновленню економіки сприятиме пом'якшення фіскальної політики

Зведений бюджет, % ВВП



- Структурне сальдо без розрахунків з НБУ
- Циклічне сальдо
- Фактичне сальдо
- Первинне сальдо

Широкий дефіцит СЗДУ, млрд грн, і державний та гарантований державою борг, % ВВП

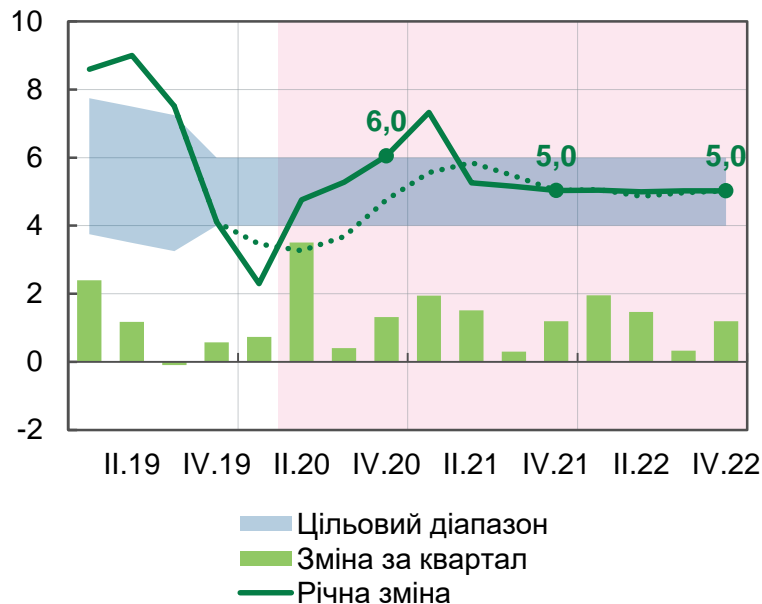


- Рекапіталізація банків та інше
- Фінансування НАК "Нафтогаз"
- Дефіцит СЗДУ
- Державний та гарантований борг, % ВВП (п. ш.)

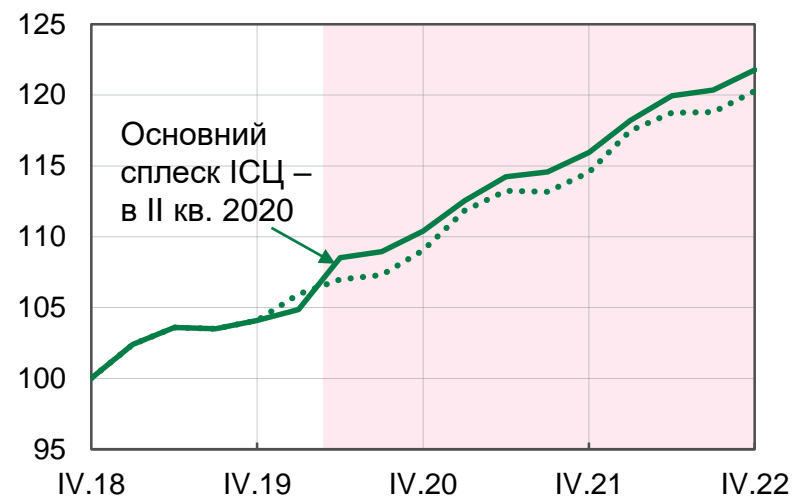
- Державний та гарантований державою борг в 2020 році перевищить 60% ВВП через значне нарощування дефіциту бюджету, падіння ВВП, але з наступного року почне зменшуватися

# Низька інфляція залишає простір для монетарного пом'якшення

Споживча інфляція, %



Рівень ІСЦ, ІV.2018 = 100



| зміна, %      | вага, %      | 2019       | 2020           | 2021           | 2022           |
|---------------|--------------|------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ІСЦ</b>    | <b>100.0</b> | <b>4.1</b> | <b>6.0</b> 4.8 | <b>5.0</b> 5.0 | <b>5.0</b> 5.0 |
| Базовий ІСЦ   | 59.4         | 3.9        | 6.8 3.5        | 3.8 3.8        | 3.8 3.8        |
| Сирі продукти | 19.4         | 3.9        | 5.6 3.8        | 3.3 3.0        | 3.3 3.3        |
| Адміні        | 18.0         | 8.6        | 7.5 9.3        | 9.8 9.8        | 9.2 9.1        |
| Паливо        | 3.2          | -8.2       | -16.6 3.9      | 12.5 6.5       | 14.0 5.0       |

сірим – попередній прогноз (січень 2020)

# Рішення з монетарної політики: головне

## У квітні Правління НБУ ухвалило рішення знизити облікову ставку до 8%

- Продовження пом'якшення монетарної політики має на меті подальшу підтримку економіки в умовах пандемії та карантинних заходів
- Інфляція помірно прискориться в подальші місяці і на кінець 2020 року становитиме 6%, тобто залишиться в межах цільового діапазону. Інфляція досягне цілі 5% в 2021 році



## Національний банк очікує подальшого зниження облікової ставки до 7%

Національний банк не виключає можливості й більшого пом'якшення монетарної політики у цьому році у тому випадку, якщо скорочення споживчого попиту через карантинні заходи та послаблення ділової активності будуть суттєвіше тиснути на інфляцію в бік її зниження, ніж очікується зараз

**!** Ключовим припущенням макроекономічного прогнозу залишається продовження співпраці з Міжнародним валютним фондом

# НБУ запровадив нові інструменти підтримки економіки

## ВПРОВАДЖЕНО

**Оновлено операційний дизайн монетарної політики**, який надасть банкам більшу гнучкість в управлінні власною ліквідністю:

- тендери з розміщення депозитних сертифікатів та надання короткострокових кредитів рефінансування проводяться вдвічі частіше
- зменшено строковість депозитних сертифікатів (з 14 до 7 днів)
- збільшено термін надання кредитів рефінансування до 90 днів (перед цим – з 14 до 30 днів)

**Розширено перелік прийнятної застави:** включено до заставного пулу корпоративних облігацій, випущених під державні гарантії, та муніципальних облігацій

**Оптимізація розрахунку обов'язкових резервів** сприяла збільшенню ліквідності банківської системи на 5 млрд грн

**Довгострокові кредити рефінансування на термін до 5 років** надаються під плаваючу ставку та під ту ж заставу, що і тендерні кредити

**Валютний своп з ЄБРР – 7 травня 2020 року підписано** договір про валютний своп на 0,5 млрд дол. США. Гривневий ресурс буде використано для кредитування українських підприємств, що зазнали втрат від пандемії та карантинних обмежень.

## АНОНСОВАНО

**Процентний своп** – новий інструмент, який банки зможуть використовувати для управління процентним ризиком

# Заходи НБУ, які дозволять мінімізувати наслідки кризи

## Національний банк України:

- ✓ Пом'якшив вимоги до оцінки кредитного ризику – кредити, що було реструктуризовано у зв'язку з обмеженнями через карантин, не матимуть негативного впливу на капітал банків
- ✓ Тимчасово призупинив:
  - впровадження буферів капіталу
  - вимоги щодо оцінки банками заставного майна
  - проведення усіх видів виїзних перевірок банків
- ✓ Надав банкам додатковий час для подання та оприлюднення фінансової звітності
- ✓ Відтермінував певні вимоги до банків, зокрема щодо:
  - організації банками системи управління ризиками та процесу управління проблемними активами
  - стрес-тестування банків та оцінки SREP
- ✓ Запропонував банкам тимчасово утриматись від розподілу прибутків через виплату дивідендів, аби установи мали додатковий запас міцності
- ✓ Організував процес карантину готівки

## Національний банк України та банки:

- ✓ Організували доставку готівкової валюти, попит на готівкову валюту задоволено

## Банки за підтримки НБУ:

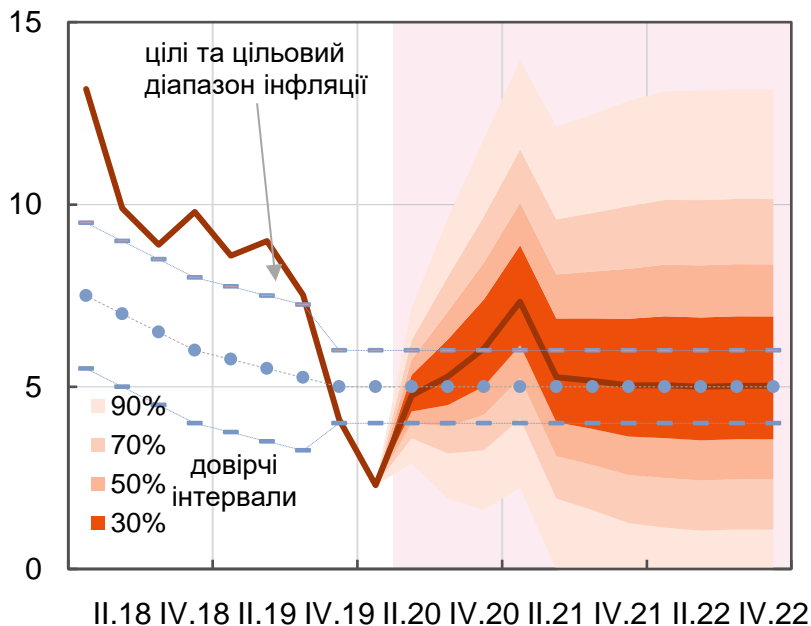
- запроваджують кредитні канікули та розпочали реструктуризації кредитів позичальників, що постраждали від обмежень у зв'язку з карантинном
- зменшили комісії за безготівкові операції та заохочують клієнтів до безготівкових розрахунків



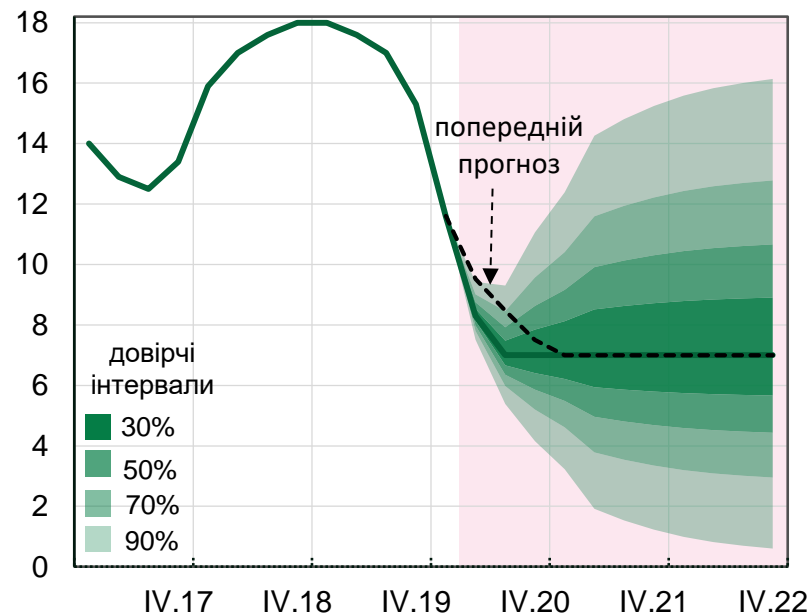
# Перспективи монетарної політики

# Пом'якшення монетарної політики підтримуватиме економіку без загрози для досягнення середньострокової цілі інфляції

ІСЦ, річна зміна, %



Облікова ставка, %



Прогноз наведено у вигляді віялової діаграми (FanChart). Такий тип графіка призначений для відображення невизначеності щодо майбутньої динаміки прогнозованої змінної. Наприклад, імовірність того, що інфляція перебуватиме в межах найтемнішої області на графіку (навколо центральної лінії) становить 30%. Відповідна властивість зберігається і для інших зон графіка. Таким чином, імовірність того, що інфляція не вийде за межі найсвітлішої зони, становить 90%.



# Ризики

## Ймовірність настання ризику

|                                    |          | Низька<br><15%   | Середня<br>15%–25%  | Висока<br>25%–50%                                     |
|------------------------------------|----------|--|---|---|
| Ступінь впливу на базовий сценарій | Слабкий  | Зростання<br>волатильності<br>світових цін на<br>продовольство |   |   |
|                                    | Помірний |  | Зниження врожаю<br>зернових.<br>Глибоке падіння<br>світової економіки |   |
|                                    | Сильний  | Ескалація<br>військового<br>конфлікту                          | Гальмування співпраці<br>з МВФ  | <b>Триваліший строк<br/>пандемії<br/>коронавірусу</b> |



# Національний банк України

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