



# НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

---

## Монетарна політика НБУ: цілі та логіка останніх рішень щодо облікової ставки

---

Сергій Ніколайчук

Директор Департаменту  
монетарної політики та економічного аналізу  
Національного банку України

---

Національний банк України  
Київ, 15 січня 2018 року



## Зміст

---

- I. Логіка монетарних рішень за режиму інфляційного таргетування
- II. Характер монетарної політики Національного банку в 2017 році
- III. Майбутні виклики та можлива реакція Національного банку
- IV. Щодо незмінності цілей монетарної політики НБУ
- V. Посилення прозорості в комунікаціях щодо рішень з монетарної політики



# **I. Логіка монетарних рішень за режиму інфляційного таргетування**



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

## Основна ціль монетарної політики – досягнення цінової стабільності

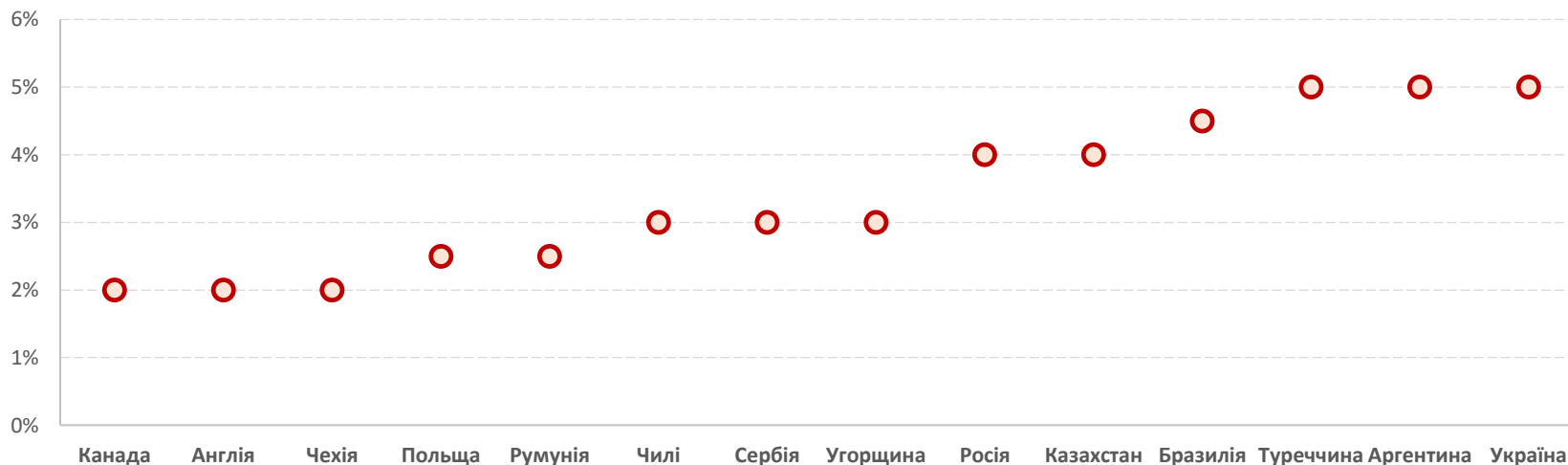
Унікальна функція центрального банку щодо забезпечення економіки грошима природньо зумовлює його **відповідальність за цінову стабільність**

**“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**

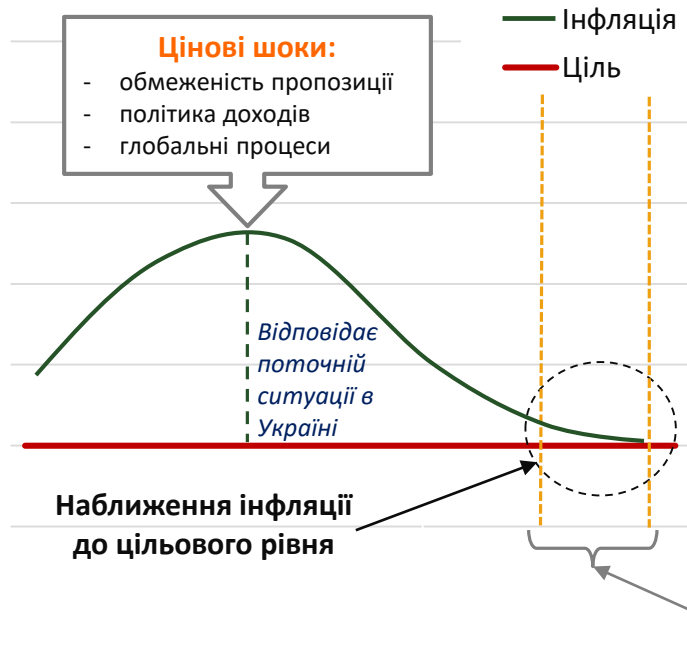
### ***Середньострокові інфляційні цілі в різних країнах, %***





# Проведення монетарної політики за умов ІТ: після ефектів різних шоків повернення інфляції до цілі на горизонті політики

## Інфляція

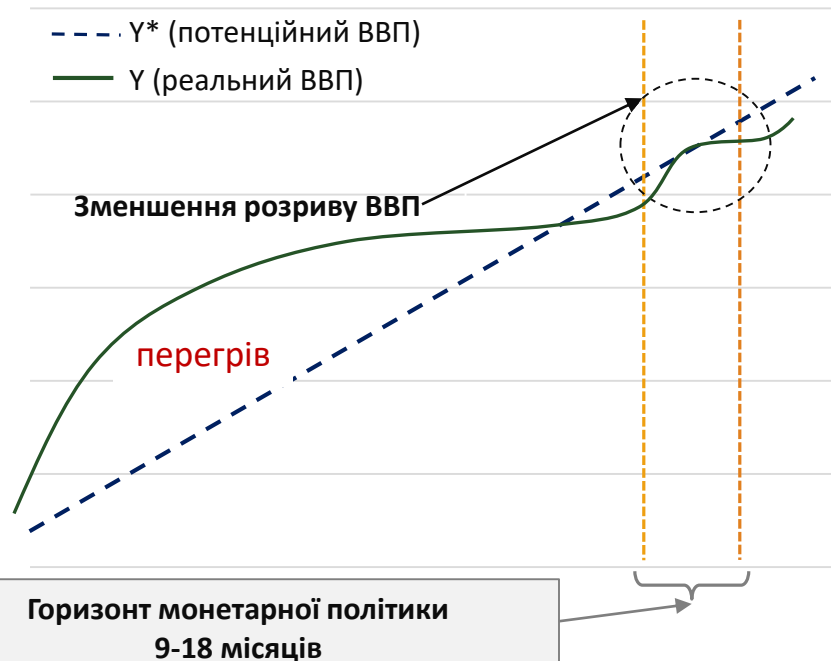


На економіку діють різноманітні шоки. Завданням монетарної політики ЦБ є повернення інфляції до цільового рівня після дії шоку на горизонті політики.

Це усуває невизначеність щодо майбутньої інфляції та сприяє формуванню низько-інфляційних очікувань

**Результат:** зменшення ймовірності криз та зниження вартості кредиту

## ВВП



Впливаючи на інфляцію, ЦБ банк також впливає і на економічну активність (ВВП).

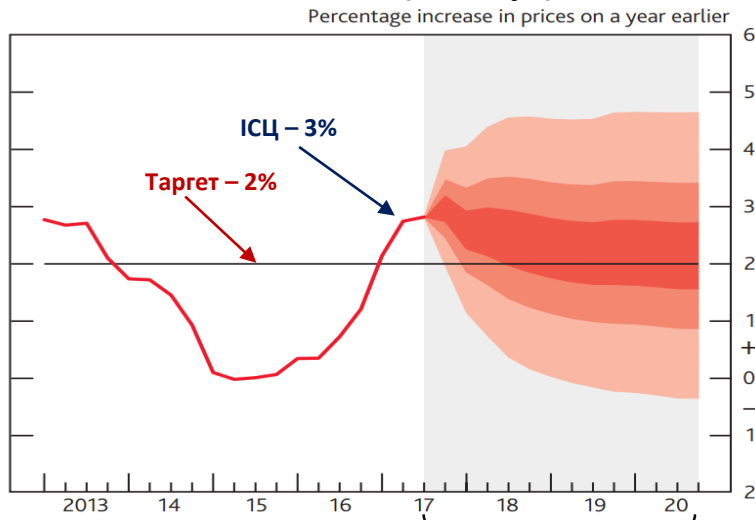
Монетарна політика може сприяти *лише* наближенню ВВП до потенційного рівня, що визначається:

- кількістю та якістю робочої сили;
- інвестиціями в основний капітал (машини та обладнання, будівлі та інфраструктура)
- технологічним рівнем виробництва



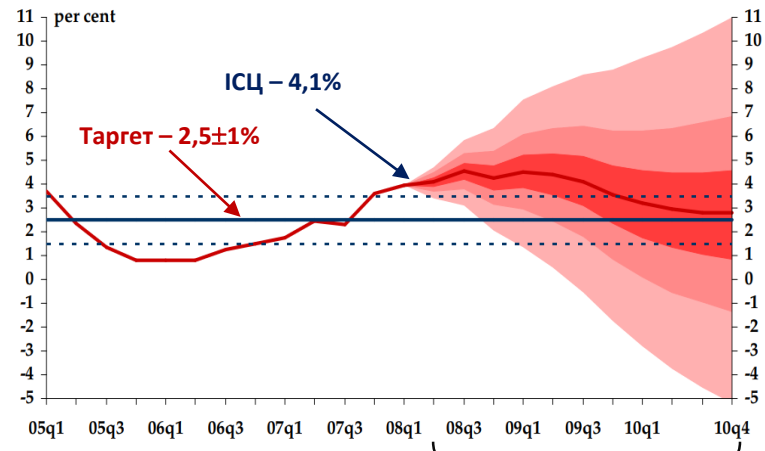
# Час повернення інфляції до цілі залежить від типу та розміру шоків, закореності інфляційних очікувань, сили монетарної трансмісії тощо

## Банк Англії (2017 р.)



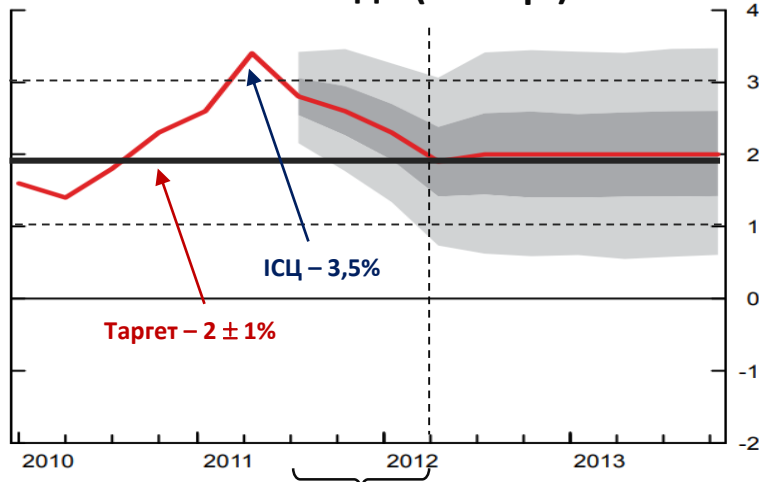
Повернення інфляції до цілі очікується через **3 роки**

## Національний банк Польщі (2008 р.)



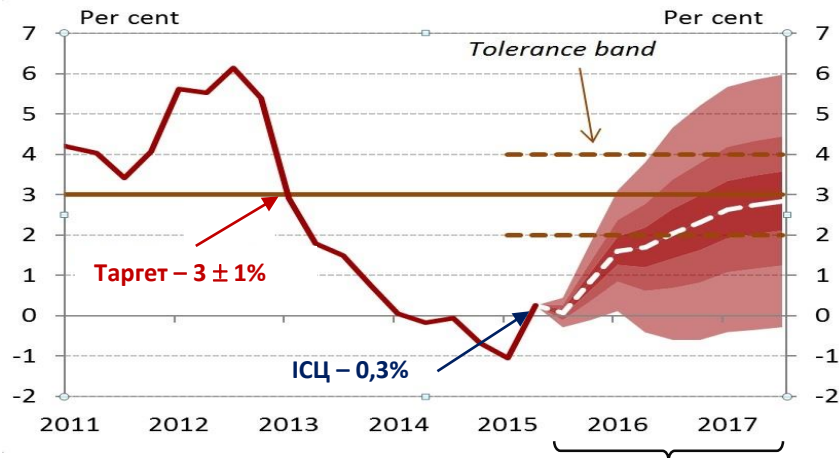
Повернення інфляції до цілі очікується через **2,5 роки**

## Банк Канади (2011 р.)



Повернення інфляції до цілі очікується через **9 місяців**

## Національний банк Угорщини (2016 р.)

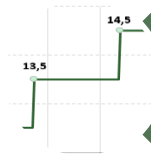


Повернення інфляції до цілі очікується через **2 роки**



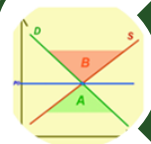
# Використання правил політики для процентної ставки

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



**1. Ретроспективна облікова ставка**

Згладження волатильності процентних ставок через певну інерцію в її зміні



**2. Нейтральна реальна ставка**

Рівноважна ставка - «загадковий» фундаментальний фактор



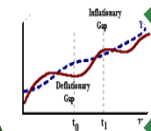
**3. Очікувана інфляція**

Додається щоб перейти від реальної до номінальної ставки (в ідеалі на рівні цілі центробанку)



**4. Відхилення прогнозу інфляції від цілі**

Приведення прогнозу інфляції до цілі



**5. Відхилення ВВП від потенційного рівня**

Стабілізація економіки на потенційному рівні – уникнення перегріву або рецесії

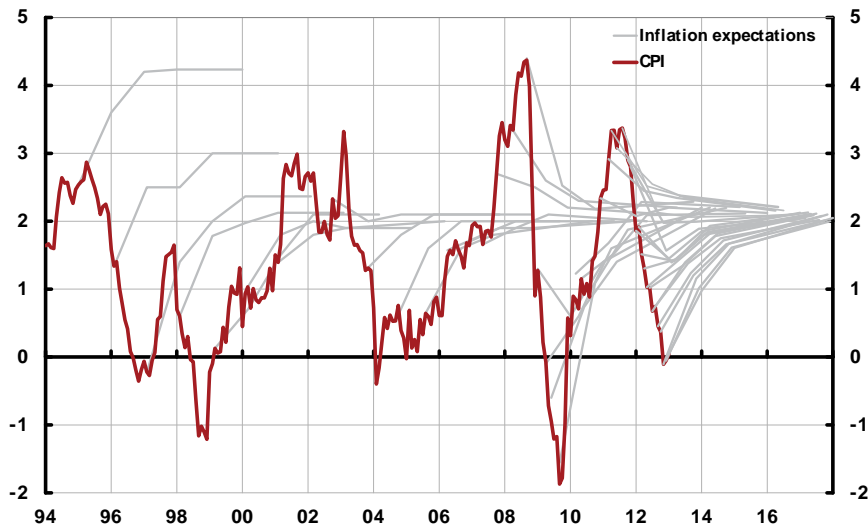
Нейтральна  
номінальна  
ставка

Протидія  
циклічності  
економіки

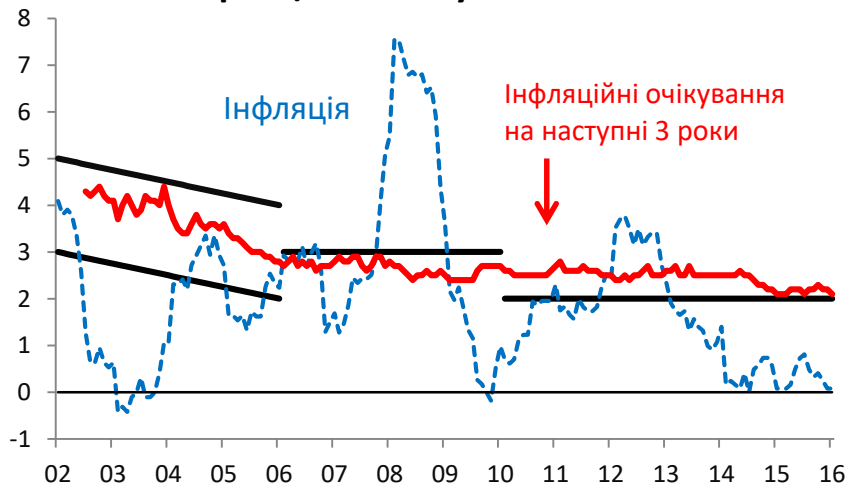


# Завдяки послідовній політиці, інфляція може відхилитися від цілі під дією шоків, але інфляційні очікування лишаються закореними

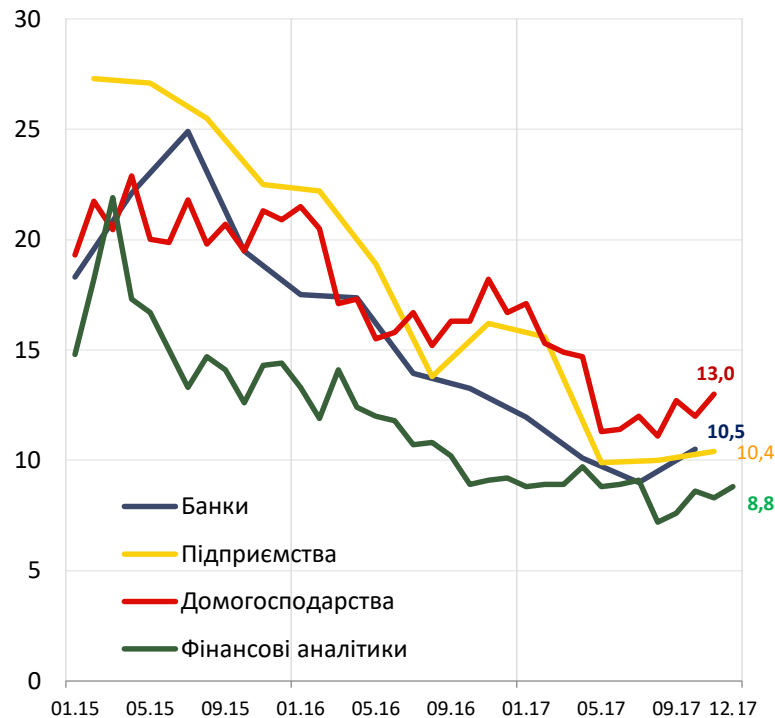
## Швеція: інфляція та очікування



## Чехія: інфляція та очікування



## Україна: інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %





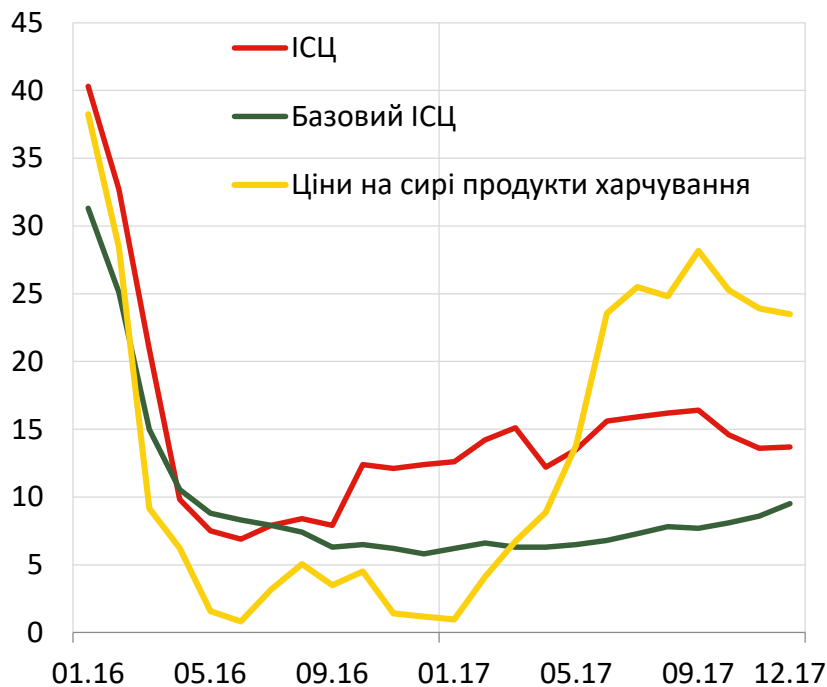


## **II. Характер монетарної політики Національного банку в 2017 році**

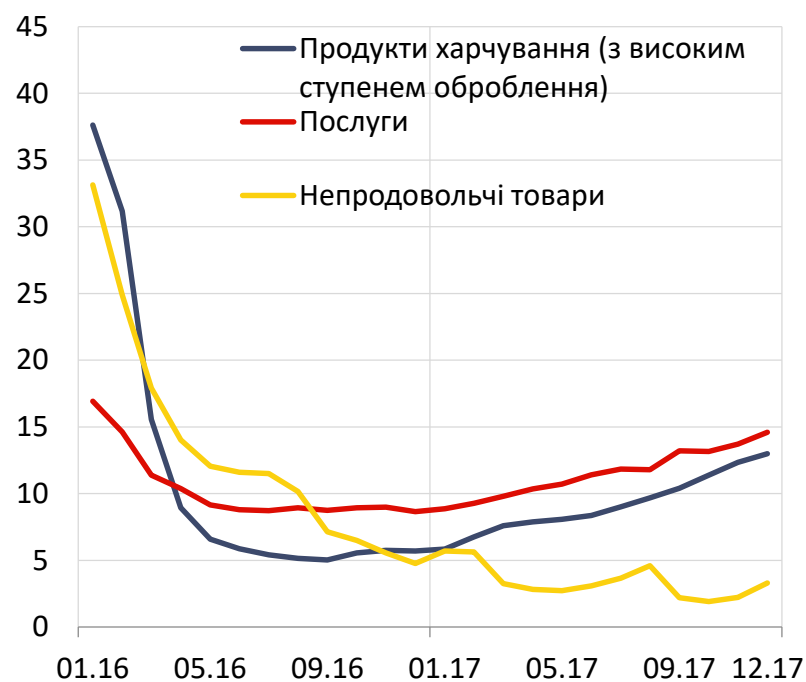


# Прискорення інфляції році визначалось чинниками пропозиції, хоча відновлення попиту та зростання зарплат теж мали вплив

### Зміни споживчих цін, %



### Основні компоненти БІСЦ, %

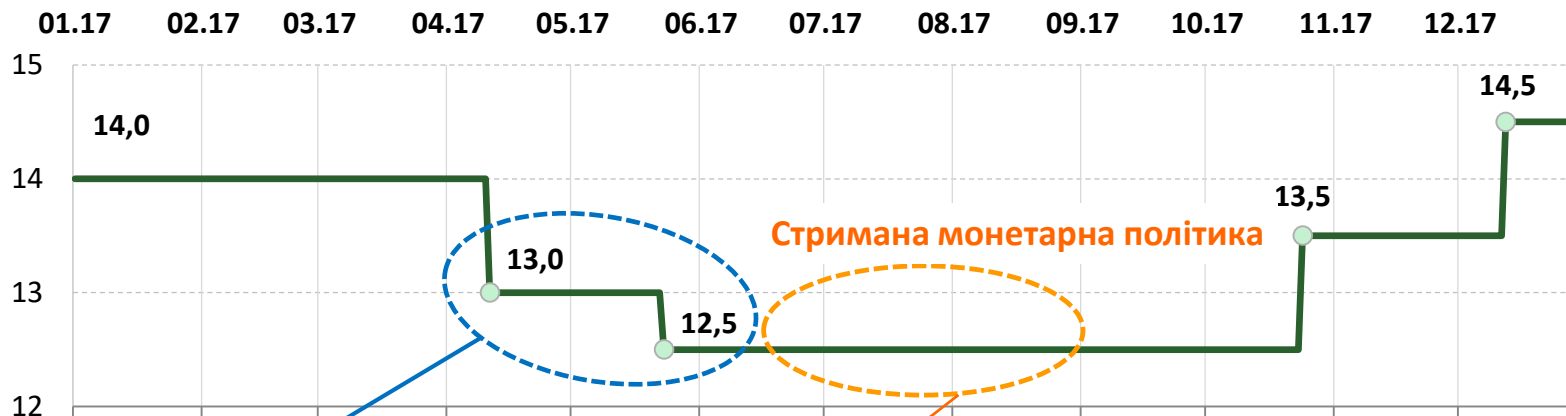


- Різке зростання цін на продукти харчування:
  - несприятливі погодні умови в першій половині року
  - зростання світових цін і зовнішнього попиту на вітчизняні продукти харчування
  - нестабільна епізоотична ситуація
  - скасування торговельних обмежень з боку РФ для турецьких продуктів
- Високі темпи зростання цін на послуги та паливо
- Низькі темпи зростання цін на непродовольчі товари (3,3%)



# Рішення щодо рівня облікової ставки ґрунтується на прогнозі та оцінці інфляційних ризиків, у т.ч. погіршення очікувань (1)

## Облікова ставка в 2017 році, %



### Пом'якшення монетарної політики:

- відновлення програми з МВФ і отримання чергового траншу
- поліпшення кон'юнктури світових товарних ринків
- сприятлива ситуація на валютному ринку, укріплення гривні
- покращення інфляційних очікувань

Проведення **стриманої монетарної політики** було зумовлено необхідністю нівелювати ризики досягнення цілей з інфляції. Прискорення споживчої інфляції було викликано дією короткострокових шоків, фундаментальні чинники залишались контрольованими

Повернення до циклу пом'якшення монетарної політики відбуватиметься у випадку **стійкого послаблення інфляційних ризиків та покращення очікувань**





НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

## Рішення щодо рівня облікової ставки ґрунтується на прогнозі та оцінці інфляційних ризиків, у т.ч. погіршення очікувань (2)

### Облікова ставка в 2017 році, %

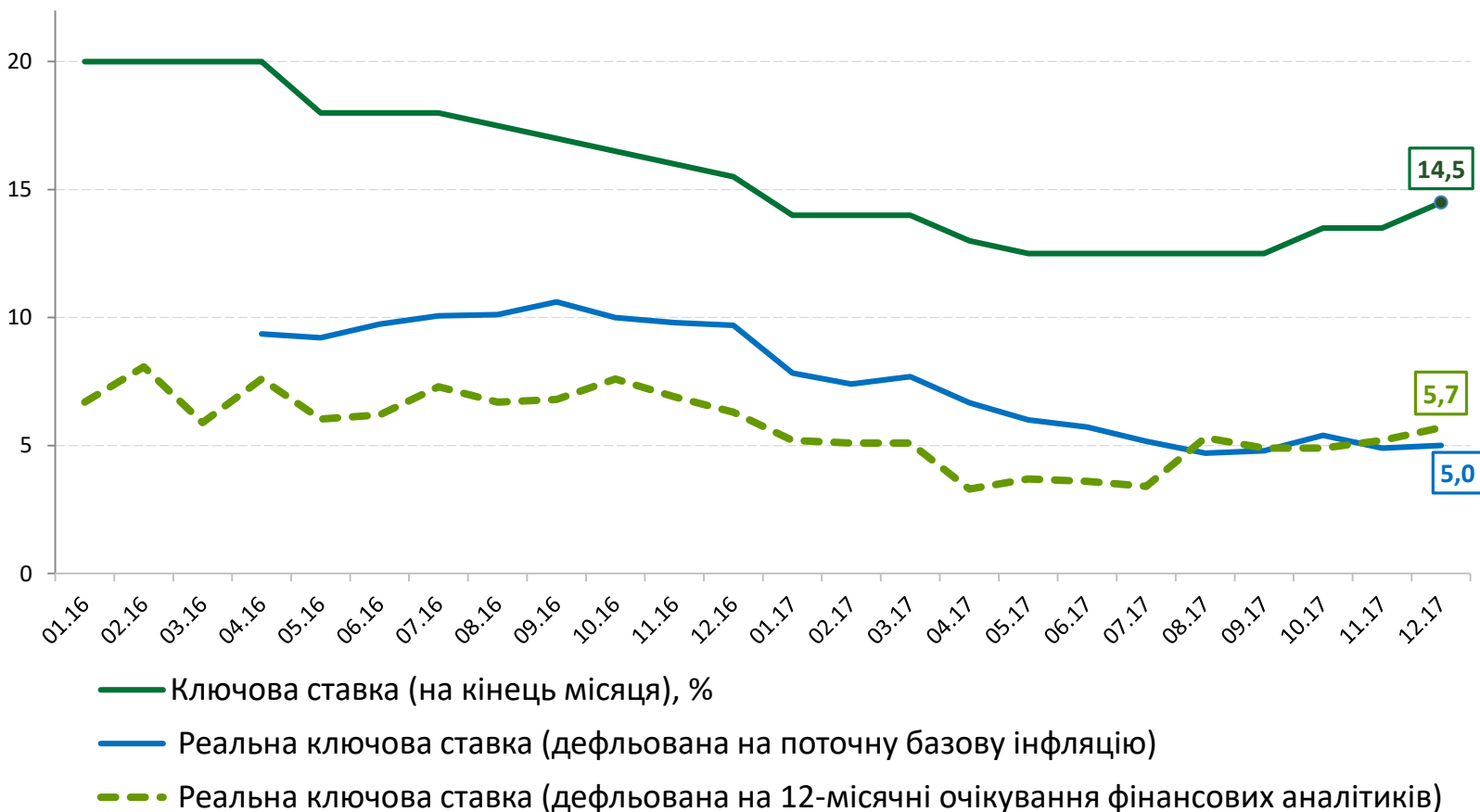


Разом із тим, у випадку зростання **фундаментального інфляційного тиску з боку попиту**, зокрема через підвищення соціальних стандартів, неузгодженого із зростанням продуктивності економіки, а також у разі **суттєвого погіршення інфляційних очікувань** НБУ може вдатися до більш **жорсткої монетарної політики та підвищення облікової ставки** для нівелювання проінфляційних ефектів і повернення інфляції до цільової траєкторії

**Більш жорстка монетарна політика** насамперед спрямована на упередження подальшого погіршення інфляційних очікувань. Крім того, такий стриманий монетарний стан є реакцією на підвищення ризиків **затримки відновлення співпраці з МВФ та прискорення споживчого попиту** внаслідок підвищення соціальних стандартів



## Без підвищення облікової ставки монетарні умови пом'якшилися б через погіршення інфляційних очікувань



При оцінці стану монетарної політики (жорстка / м'яка) варто виходити з рівня реальної процентної ставки (номінальна – очікувана інфляція)

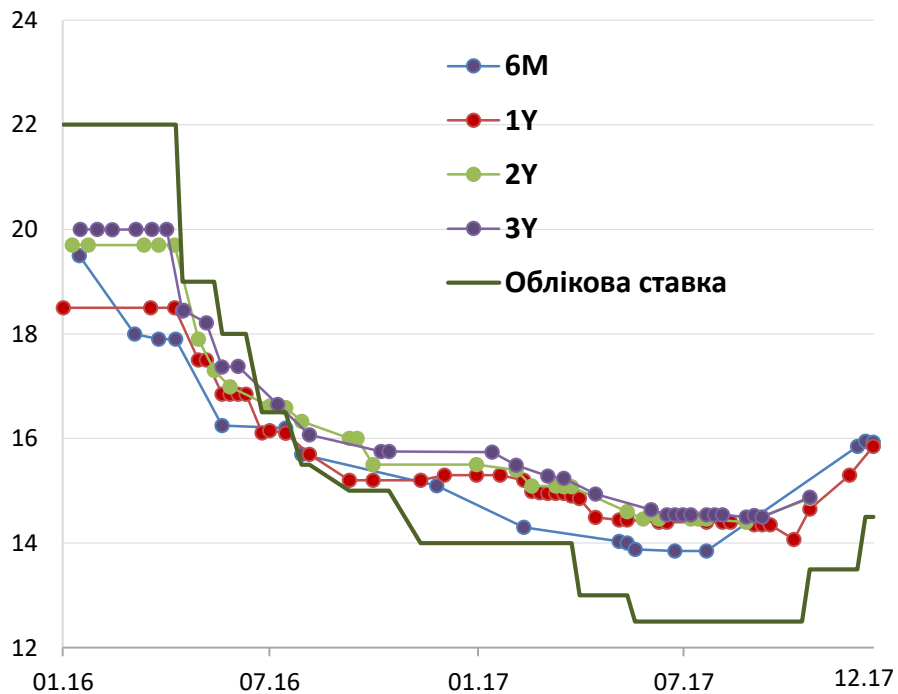
В якості очікуваної інфляції ми використовуємо: 1) фактичну базову інфляцію, 2) усереднені прогнози інфляції професійних макроекономічних аналітиків



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

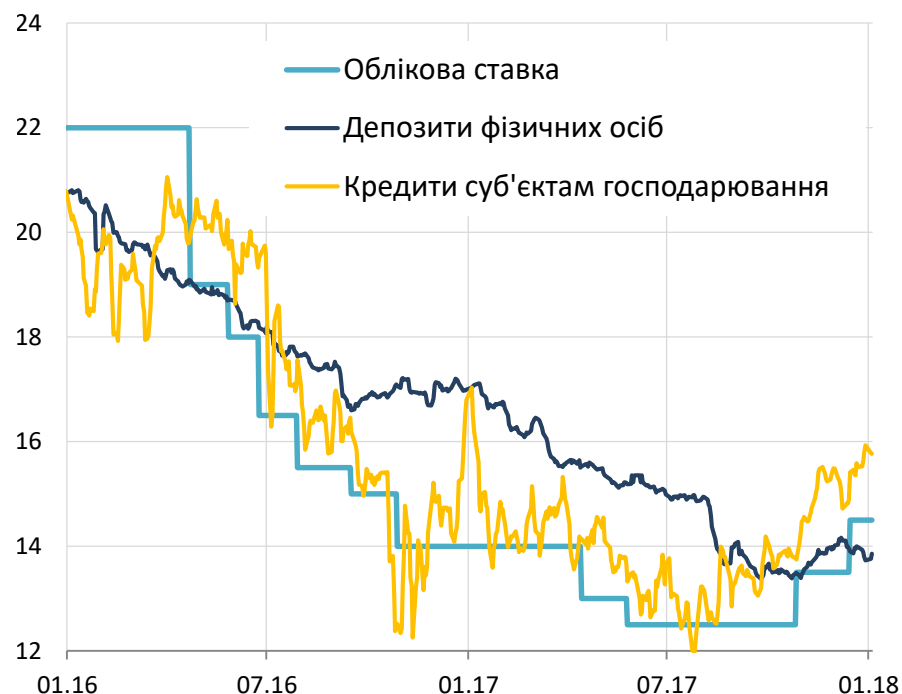
# Рішення НБУ щодо ключової процентної ставки поступово транслюються в інші ринкові процентні ставки

Дохідність ОВДП на первинному ринку за окремими строками погашення, % річних



Джерело: НБУ (станом на 26.12.2017)

Ключова ставка, вартість нових кредитів та нових депозитів у гривні (5-ти денна ковзна), % річних

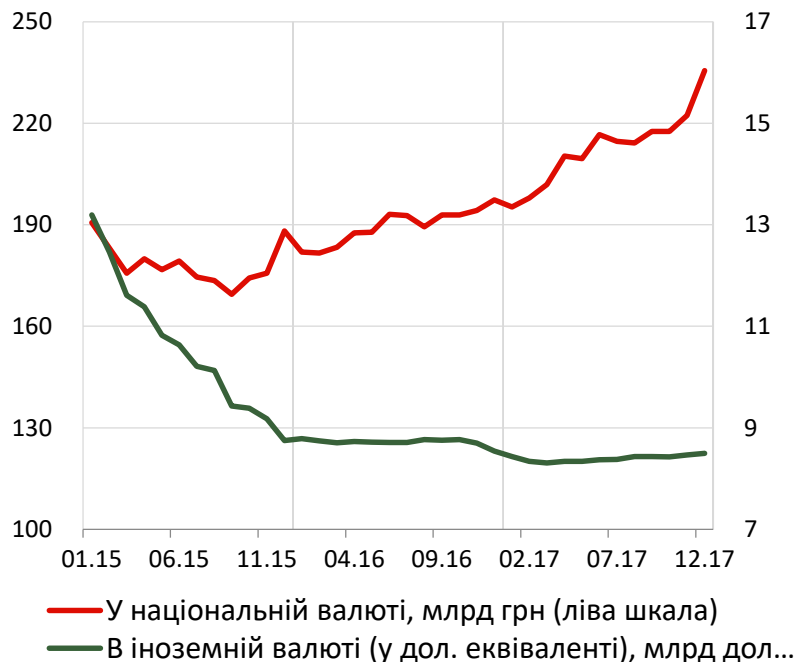


Джерело: НБУ (станом на 04.01.2018)

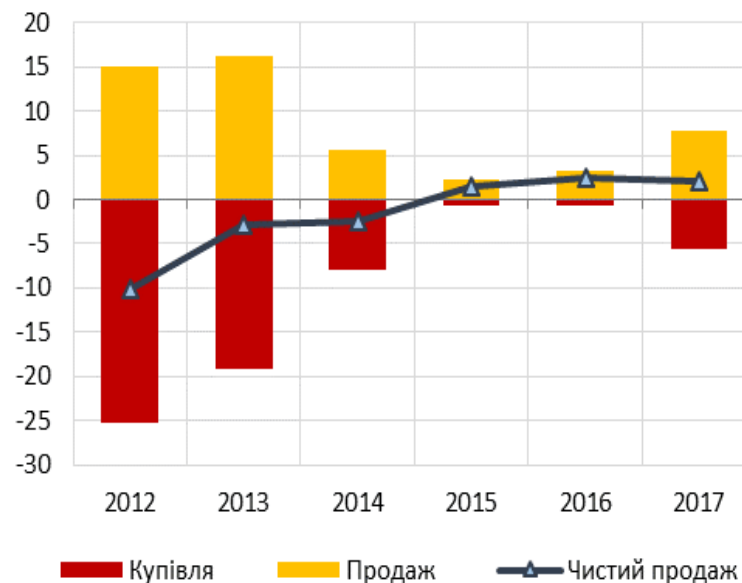


# Високі процентні ставки – збільшення попиту на фінансові інструменти в національній валюті

## Депозити домогосподарств (крім фізичних осіб-підприємців)



## Операції населення з готівковою валютою, млрд дол США



Високі процентні ставки надавали перевагу національній валюті порівняно з іноземною:

- депозити повертались в банківську систему майже виключно в гривні
- обсяги продажу населенням готівкової іноземної валюти стабільно перевищують обсяги купівлі
- нерезиденти повернулись на ринок гривневих ОВДП



НАЦІОНАЛЬНИЙ  
БАНК  
УКРАЇНИ

# Проведення НБУ жорсткої монетарної політики обмежувало тиск на обмінний курс гривні, що було одним з каналів стримування інфляції



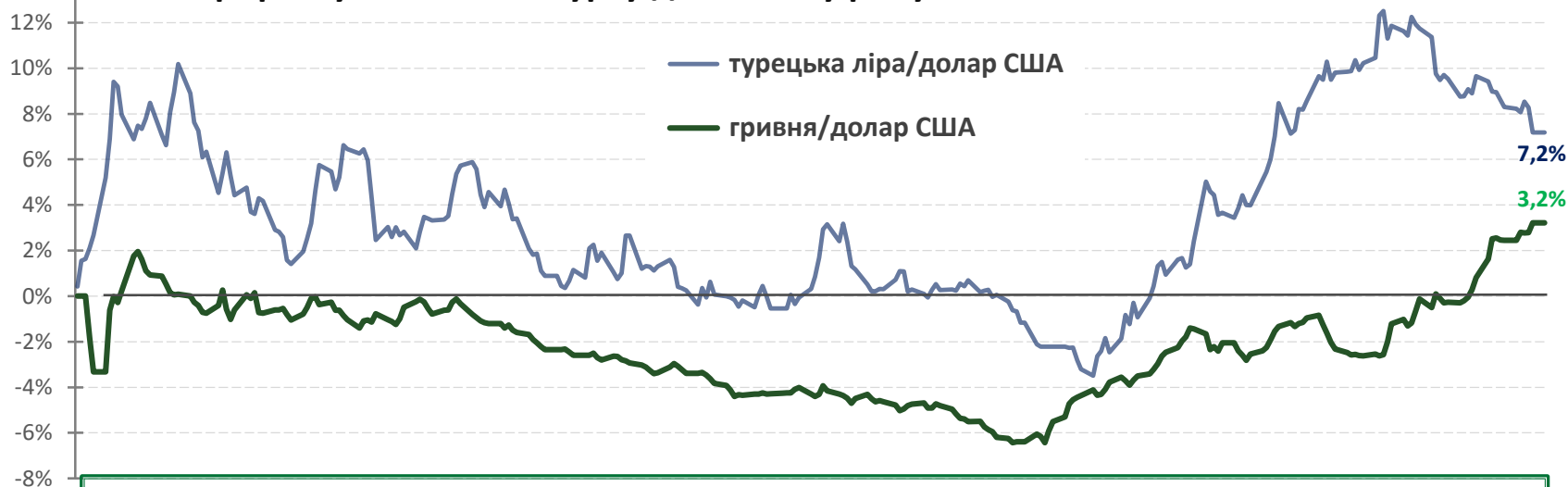
- ✓ сприятлива ситуація на фінансових і товарних ринках
- ✓ зростання переказів від трудових мігрантів

**ключові фактори впливу на курс**

- ✓ блокада на сході
- ✓ заборона транзиту
- ✓ відсутність протягом 2-ої половини року траншів від МВФ
- ✓ купівля іноземної валюти для поповнення міжнародних резервів (1.3 млрд дол США)



Темпи приросту обмінного курсу до початку року



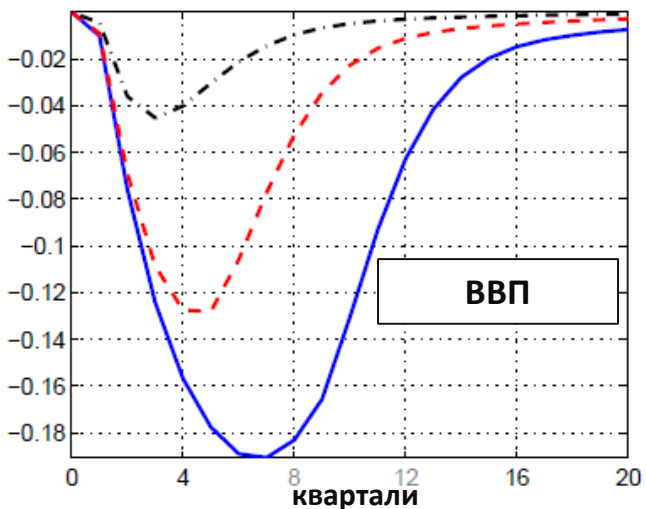
*Для прикладу:* Зволікання ЦБ Туреччини з підвищенням процентних ставок призвело до підвищення волатильності обмінного курсу ліри до долара США та більш значного знецінення за підсумками року



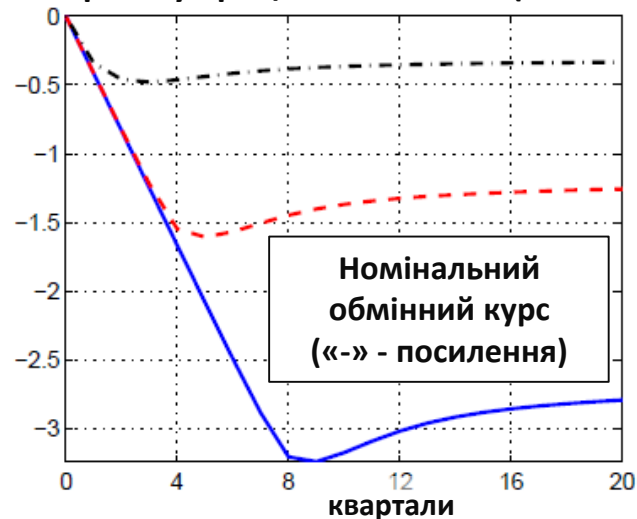


# Наше бачення ефектів підвищення процентної ставки на інфляцію та ВВП протягом року чи двох

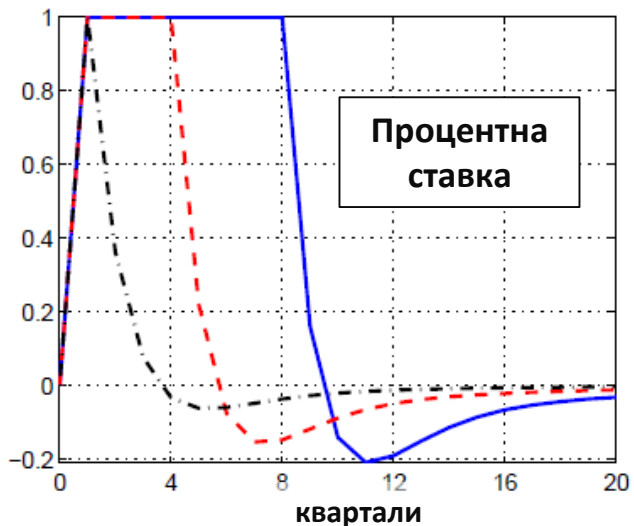
Попит тимчасово знижується у відповідь на жорсткішу монетарну політику



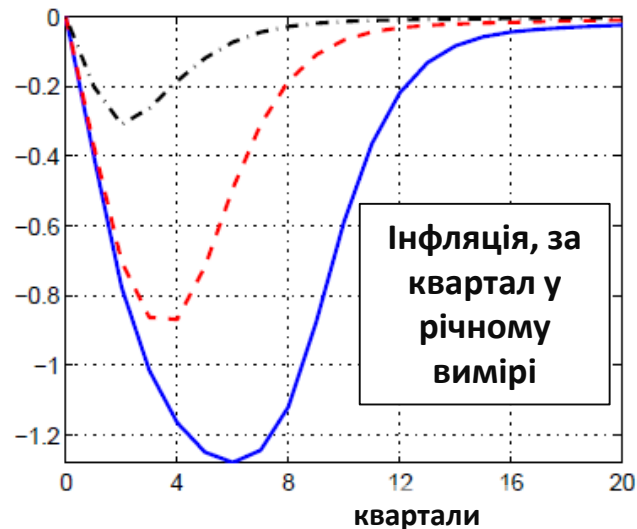
Курс посилюється внаслідок відхилення від паритету процентних ставок (на 3% за 2 роки)



ЦБ тимчасово підвищує ставку для зниження інфляції



Вища ставка тимчасово знижує інфляцію



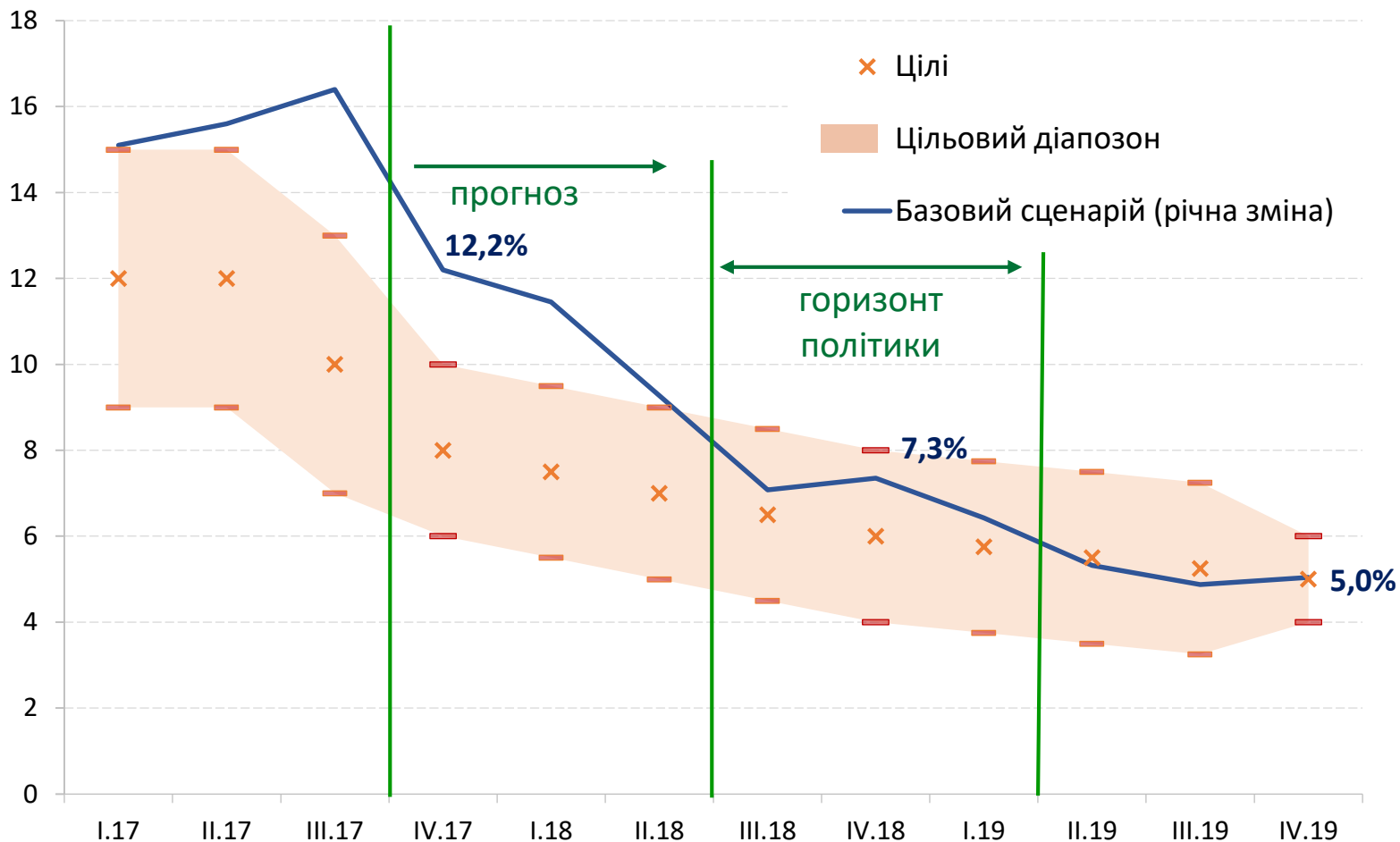


### **III. Майбутні виклики та можлива реакція Національного банку**



# Повернення інфляції до цільового рівня очікувалось у III кварталі 2018 року. Проте додаткові шоки можуть змістити часовий горизонт

## Споживча інфляція, %



Джерело: Інфляційний звіт (жовтень 2017 року)



## Виклик 1: Соціальні ініціативи несуть ризики підвищення інфляційного тиску, що вимагає реакції з боку монетарної політики

Чергове анонсоване **підвищення мінімальної зарплати** у 2018 році прискорюватиме інфляцію шляхом зростання виробничих затрат, проте сприятиме росту ВВП через підвищення споживчого попиту

Ефект підвищення зарплат			
Сценарій	S1	S2	S3
Мінімальна з/п, грн	4100 з 01.04	4100 з 01.07	4100 з 01.10
НБУ не реагує на новий шок			
ІСЦ, % *	(+0.7)	(+0.4)	(+0.2)
ВВП, %	(+0.3)	(+0.2)	(+0.1)
НБУ реагує на новий шок			
ІСЦ, % *	(+0.3)	(+0.2)	(+0.1)
ВВП, %	(+0.3)	(+0.2)	(+0.1)

\* - на кінець року

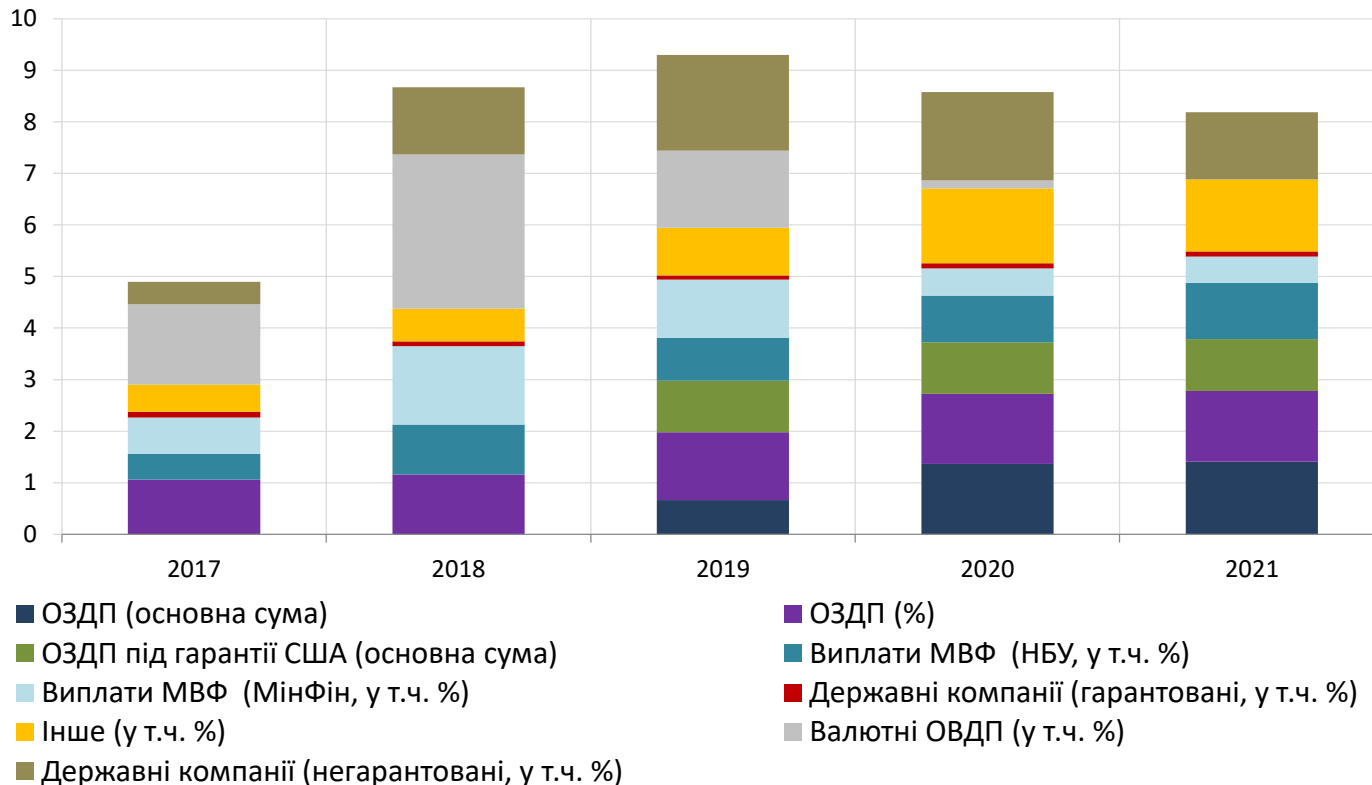


Джерело: власні розрахунки на основі даних Казначейства, Пенсійного фонду та ДССУ



## Виклик №2: зовнішня вразливість і програма з МВФ

### Виплати державного та квазідержавного боргу в іноземній валюті, млрд дол США



Джерело: МВФ, C-bonds, НБУ

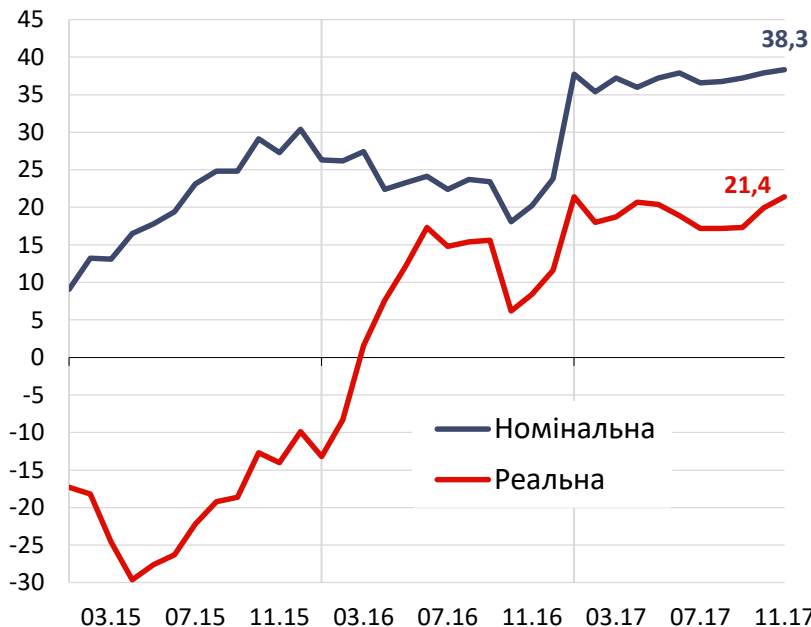
Починаючи з 2018 року виплати з погашення та обслуговування зовнішнього боргу значно збільшуються, досягаючи пікових значень у 2019-2020 рр.

Фінансування зобов'язань може ускладнитися у разі подальшої затримки надходження коштів за програмою EFF та від інших міжнародних організацій та зважаючи на помірний приплив приватного капіталу



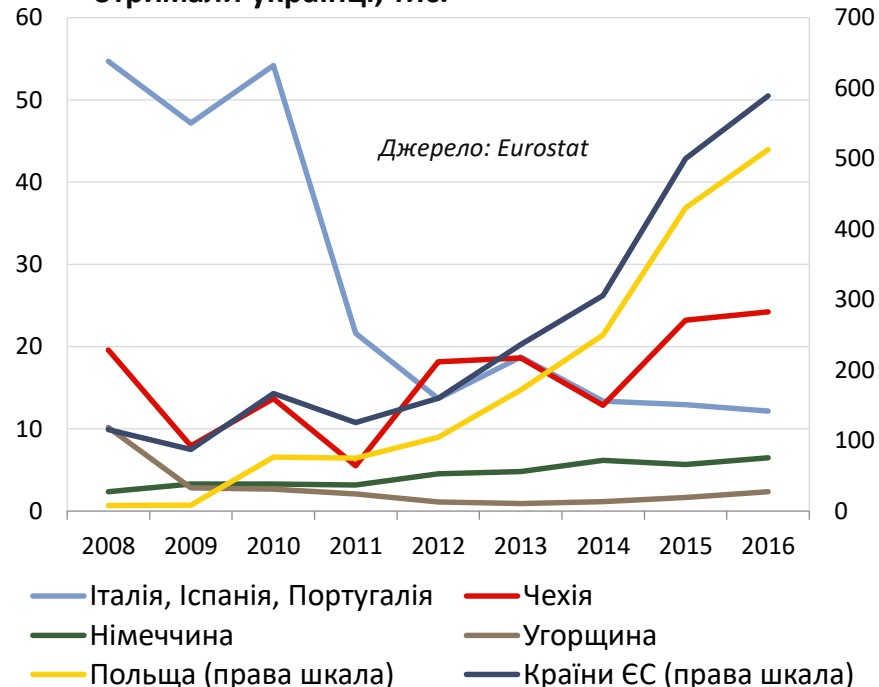
## Виклик №3: високі темпи зростання заробітної плати на тлі міграції

### Заробітна плата, % річна зміна



Джерело: ДССУ; розрахунки НБУ

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



Джерело: Eurostat

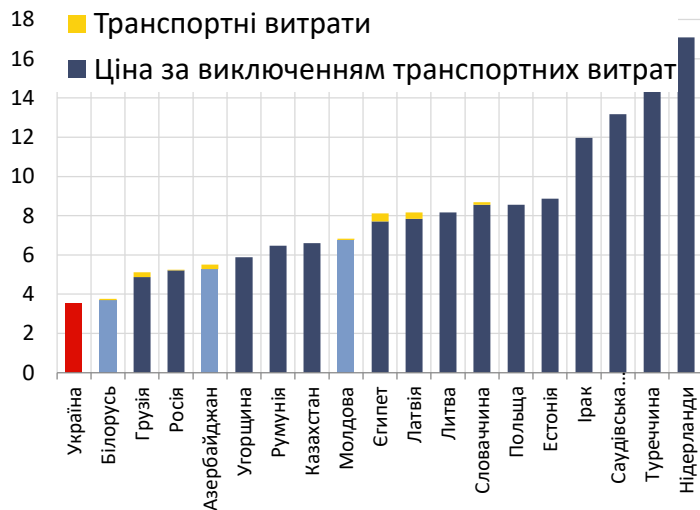
Окрім підвищення МЗП, однією з причин зростання середньої заробітної плати є зниження пропозиції робочої сили окремих спеціальностей через посилення її відтоку. Посилення трудової міграції є серйозним ризиком для розвитку економіки та створюватиме тиск на ціни:

- зменшення пропозиції робочої сили підвищуватиме конкуренцію серед працедавців із відповідним зростанням виробничих витрат
- зниження економічно активного населення, що зменшує рівень потенційного ВВП
- посилення тиску на ПФ, оскільки зменшується кількість платників пенсійних внесків

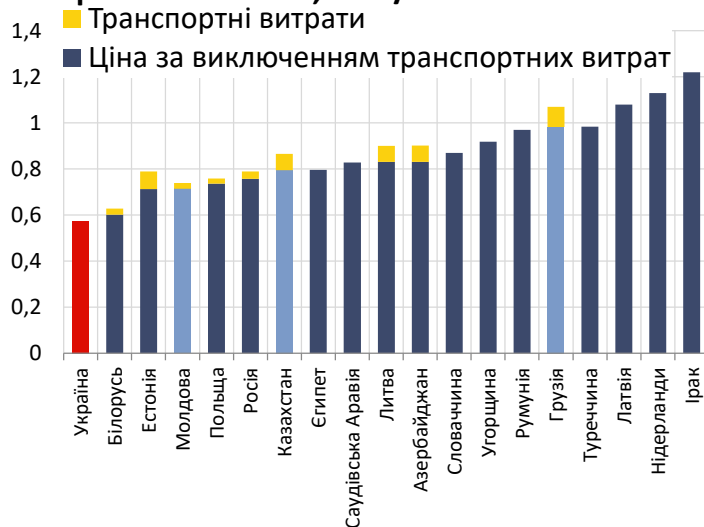


# Виклик №4: швидка конвергенція цін на продовольчі товари до рівня цін торгових партнерів

## Ціни на яловичину, EUR/кг



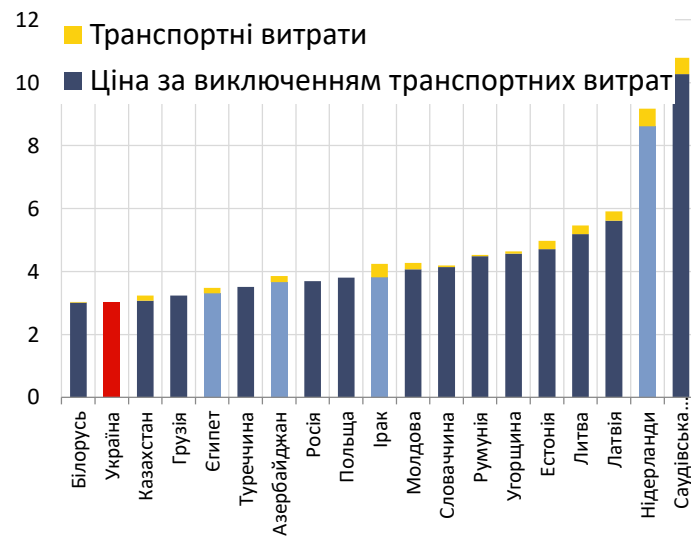
## Ціни на молоко, EUR/л



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)

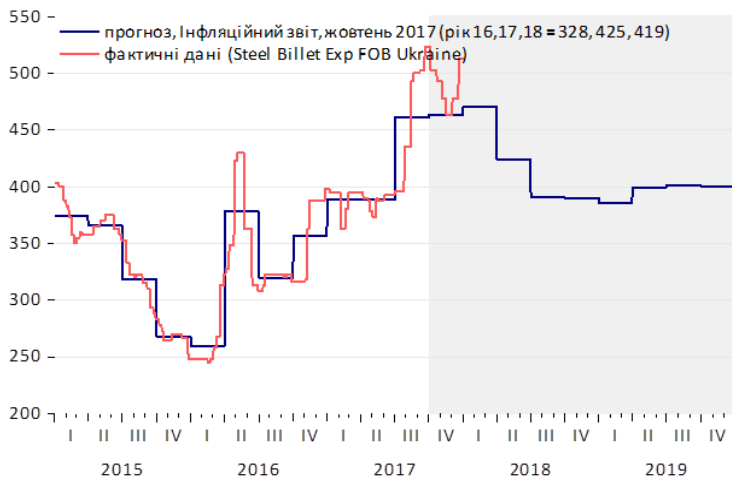
Джерело: інтернет-магазини відповідних країн станом на 11.12.17, ціни для Іраку від numbeo.com (середнє значення за останні 12 місяців)

Блакитним кольором виділено країни – імпортери зазначених видів української продукції

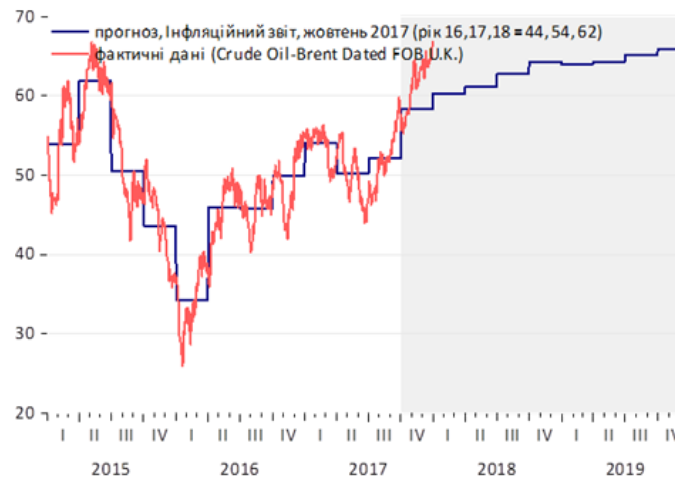


# Виклик №5: економіка України (в т.ч. обмінний курс та інфляція) значно залежать від кон'юнктури глобальних товарних ринків

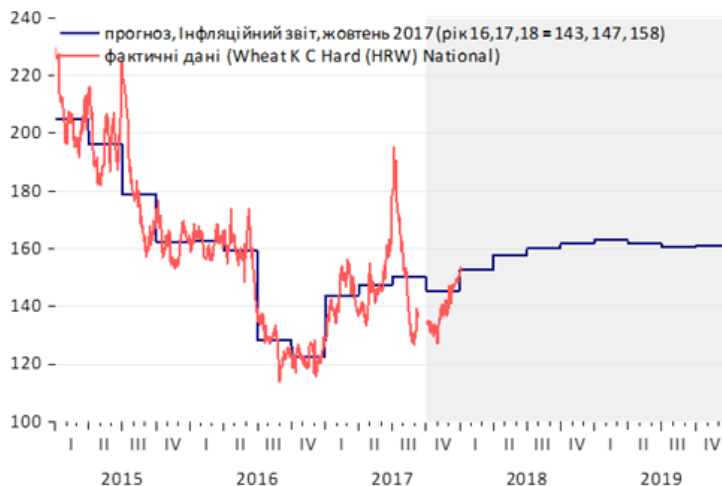
Світові ціни на сталь, дол./т.



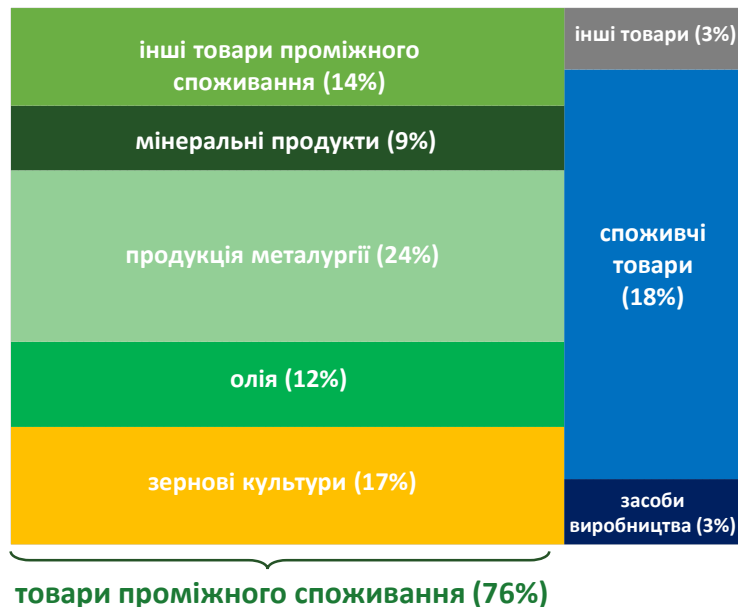
Ціна на нафту, Brent, \$ за бар.



Світові ціни на пшеницю, дол./т.



Структура експорту товарів за 10 місяців 2017 року







## Політика НБУ за різних сценаріїв

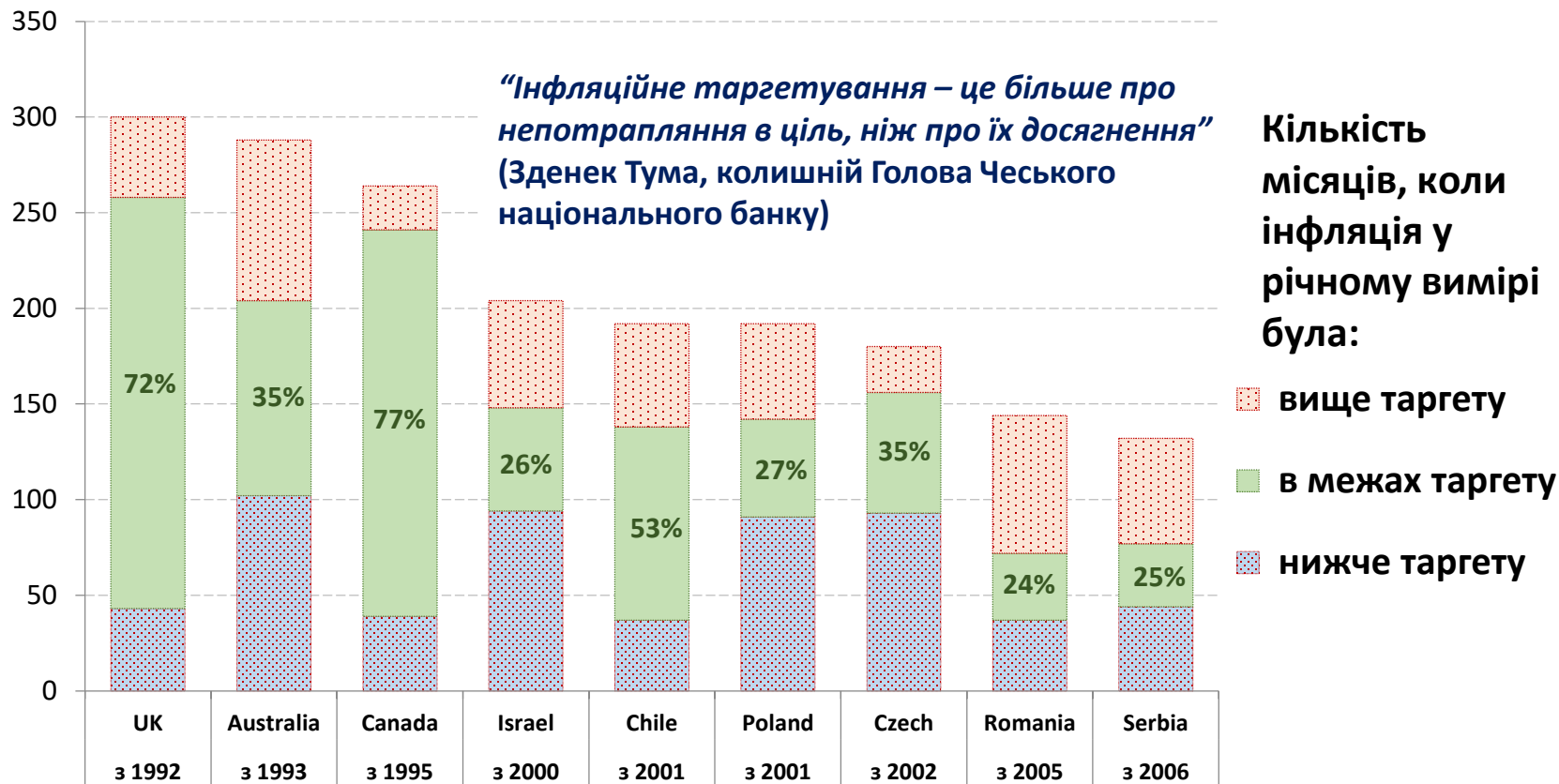
Сценарій	Результат (2018-2019)	Політика НБУ
<b>Базовий</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- статус-кво на сході</li><li>- проведення структурних реформ</li><li>- подальша кооперація з міжнародними фінансовими організаціями</li></ul>	ВВП +3.2% +3.5% ІСЦ 7.3% 5.0%	Адмін. обмеження ↓ Процентна ставка ↓
<b>Оптимістичний</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- нижчі світові ціни на енергоносії</li><li>- вищі експортні ціни</li><li>- притік капіталу</li></ul>	ВВП ↑ грн/дол ↓ ІСЦ ↓	Адмін. обмеження ↓↓ Процентна ставка ↓ (раніше)
<b>Песимістичний</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- затримка програми МВФ</li><li>- експансійна фіскальна політика (чергові вибори)</li><li>- негативні шоки торгівлі</li></ul>	ВВП ↓ грн/дол ↑ ІСЦ ↑	Адмін. обмеження = Процентна ставка ↑



## **IV. Щодо незмінності цілей монетарної політики НБУ**



# Інфляційні шоки трапляються досить часто, тому центральні банки – таргетери інфляції часто не потрапляють у ціль

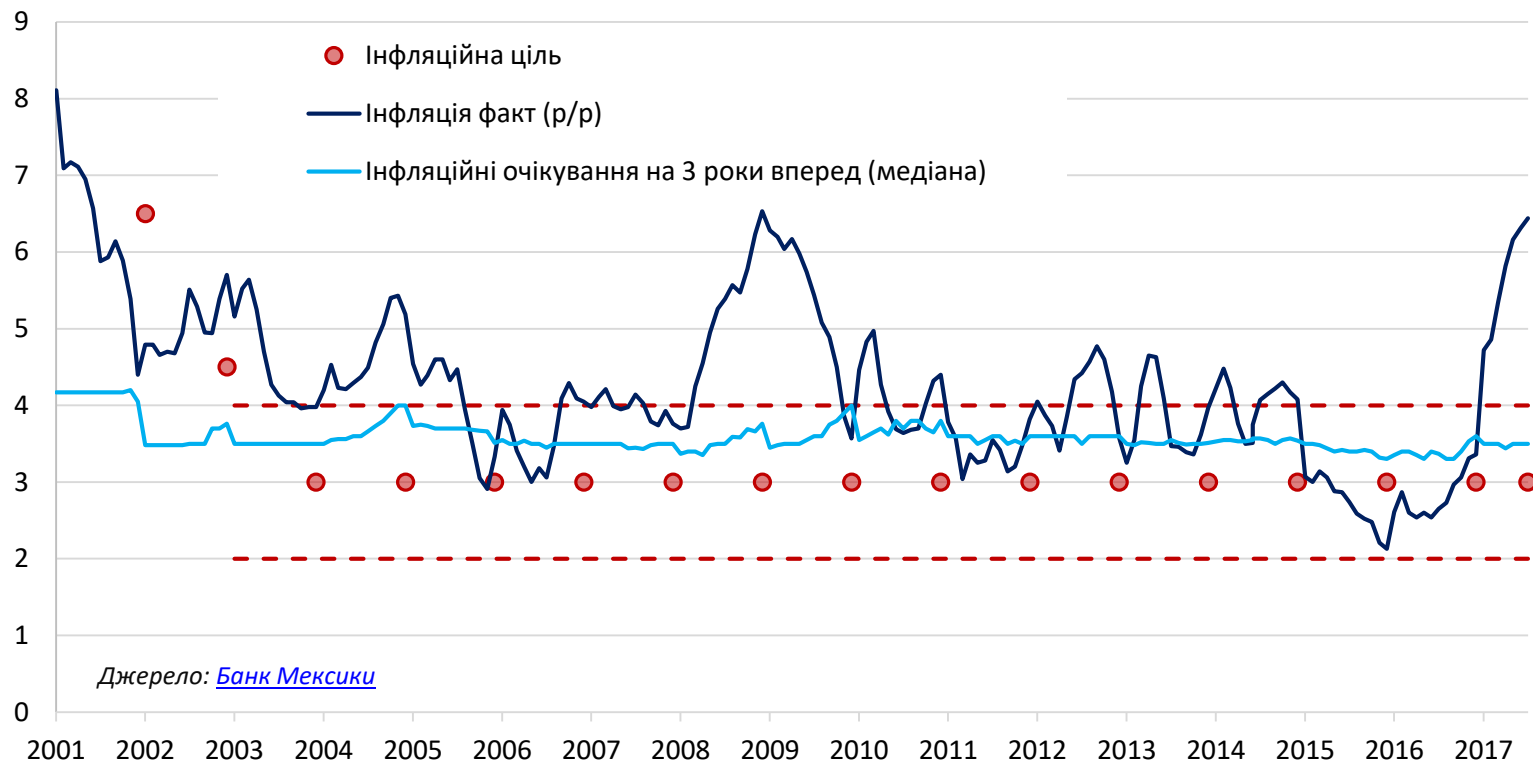


Центральні банки – таргетери інфляції відхиляються від цілі внаслідок впливу різних внутрішніх та зовнішніх чинників

Правильне проведення комунікацій з поясненням причин відхилення інфляції, обґрунтуванням періоду, упродовж якого інфляція повернеться до цілі, дозволяє зберігати довіру до монетарного режиму та дій ЦБ



## За досягнення інфляційної цілі треба не переглядати їх, а змінювати політику. Досвід Мексики – незмінні цілі з інфляції

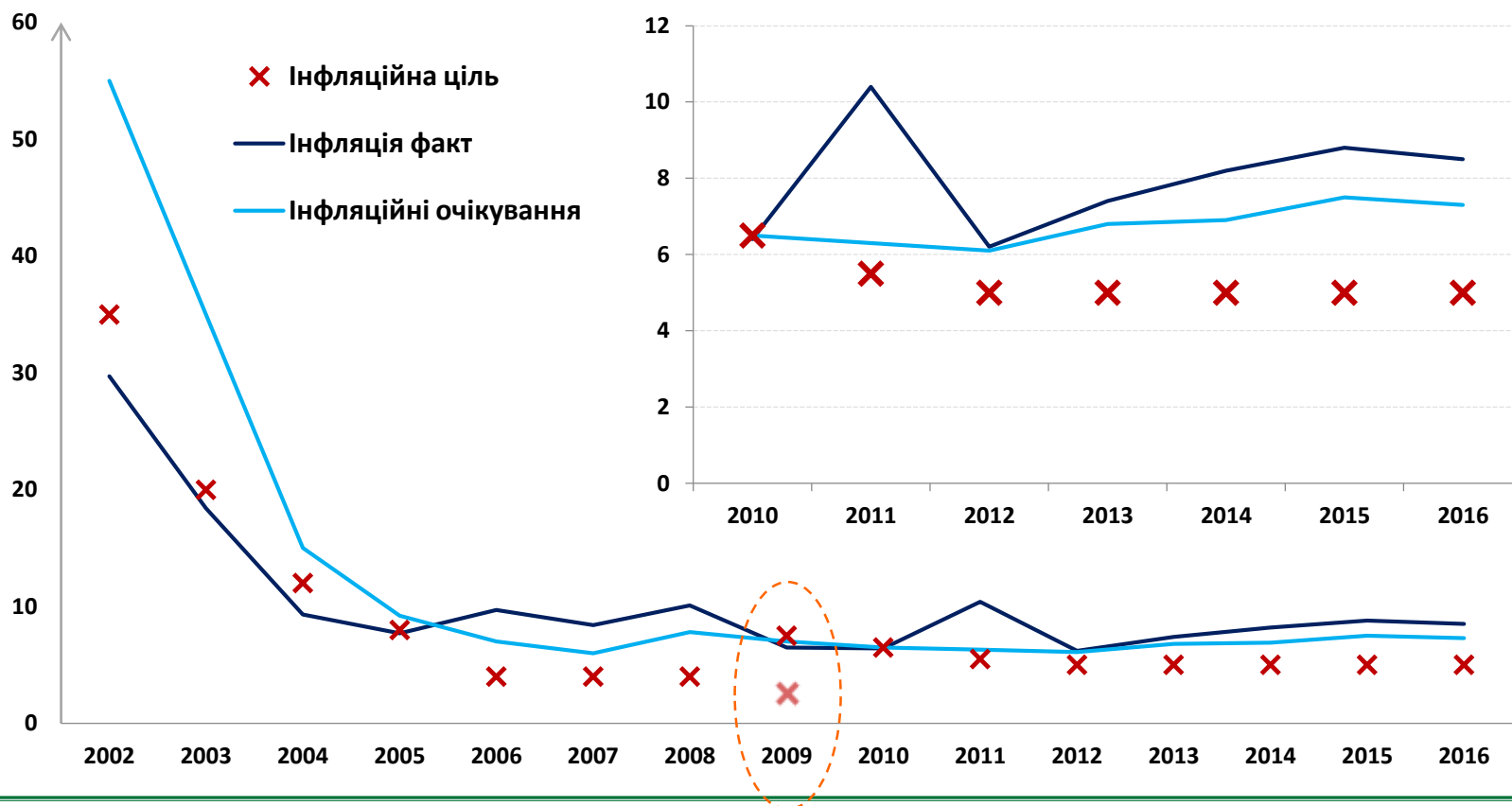


ЦБ Мексики у перші роки після переходу до інфляційного таргетування часто не «влучав» у ціль, але:

- послідовність монетарної політики сприяла зниженню інфляційних очікувань та їх наближенню до середньострокового таргету
- навіть після значних інфляційних сплесків довіра до політики допомагає швидко повернути інфляцію до цілі



## Досвід Туреччини – перегляд цілі щодо інфляції



ЦБ Туреччини після декількох років не потрапляння у інфляційну ціль підвищив її, що мало такі наслідки:

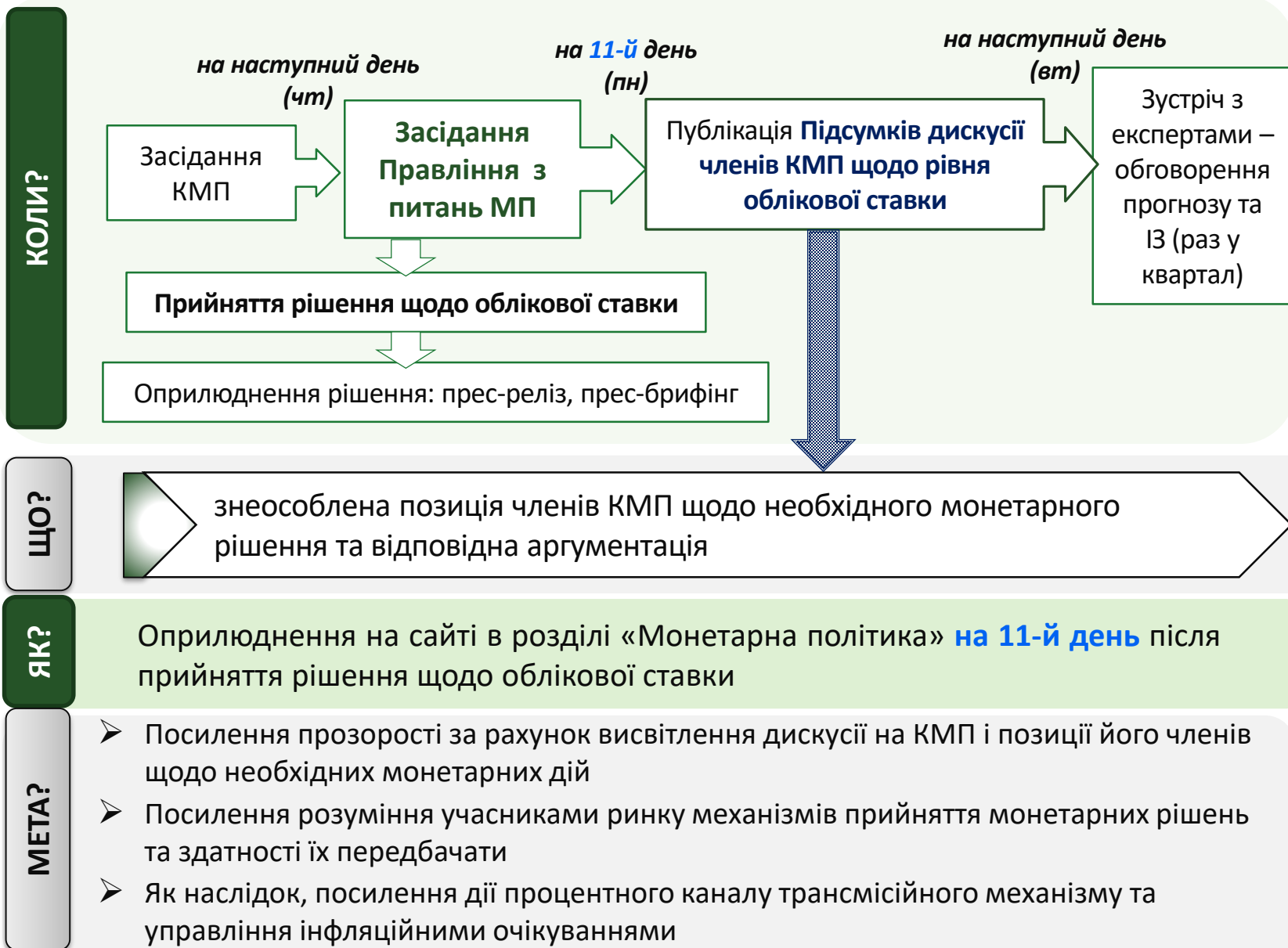
- перегляд цілі спричинив втрату контролю над очікуваннями – після інфляційних шоків вони залишаються вищими за ціль і продовжують зростати
- дестабілізація очікувань є однією з причин, чому ЦБ не може знизити інфляцію до таргета



## **V. Посилення прозорості в комунікаціях щодо рішень з монетарної політики**



# Анонс публікації документу «Підсумки дискусії членів КМП щодо рівня облікової ставки»





## Висновки

- ❖ Інфляційне таргетування – не є панацеєю, проте безальтернативний монетарний режим, який дає можливість НБУ проводити відповідальну та прозору грошово-кредитну політику, націлену на забезпечення цінової стабільності
  - Інфляційне таргетування – колекція сучасних практик монетарної політики
  
- ❖ Проведення монетарної політики за режиму інфляційного таргетування – це прийняття рішень щодо монетарних інструментів (процентної ставки) для досягнення інфляцією цільового рівня на горизонті політики в умовах невизначеності
  - пріоритет довгострокових результатів над короткостроковими успіхами
  
  - врахування всієї можливої інформації, оптимальний вибір інструментів, компроміс між цілями (однак, **інфляція має повернутись до цілі на прийнятному горизонті політики!**)