



НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

Сучасна монетарна політика НБУ: виклики та перспективи

Сергій Ніколайчук

Директор Департаменту монетарної політики
та економічного аналізу Національного банку України



Київ, 3 березня 2017 року
Київський університет імені Бориса Грінченка



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

Як «друкуються» сучасні гроші

Центральний банк

Фондовий



Валютний



Кредитний



Банківські резерви



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

Еволюція концепцій монетарної політики

Велика депресія



Класична теорія:

Гроші не впливають на економічні процеси

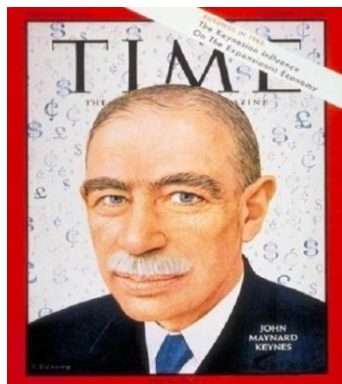


Інфляція та нафтова криза 70-х рр..



Кейнсіанська теорія:

Державне втручання є необхідним



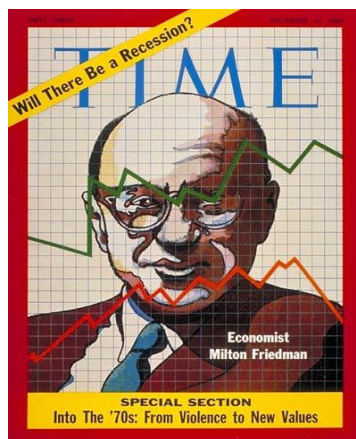
Нестабільність швидкості обігу грошей



Монетаризм:

Стабільність попиту на гроші.

Нейтральність грошей

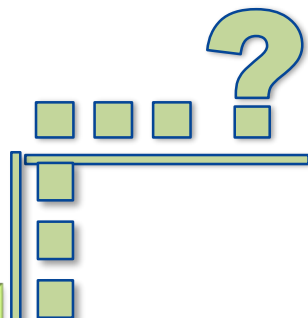
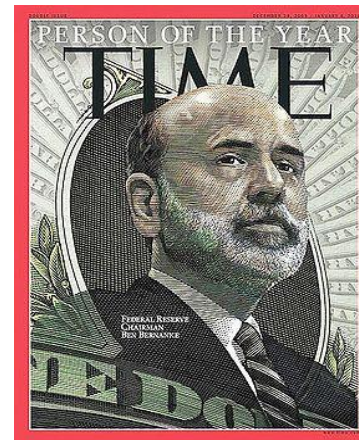


Криза 2007 р. - ...



Неокласичний синтез:

Об'єднання раціональних та практично корисних висновків всіх теорій





Монетарні режими – вибір «номінального якоря»

Режим	Сутність	Переваги	Недоліки
Фіксація обмінного курсу	Підтримка стабільного рівня обмінного курсу	Дає можливість швидкого зниження інфляції; Простий режим, добре сприймається населенням;	Втрата незалежності монетарної політики; Схильність до економічних шоків, фінансової нестабільності
Таргетування грошової маси	Встановлення цільового рівня зростання грошей в економіці	Високий рівень координації монетарної та макроекономічної політики; Можливість швидкого реагування на зміну таргету	Необхідна умова - стабільність попиту на гроші; Мало зрозумілий широким верствам
Таргетування інфляції	Відповідальність ЦБ за досягнення цільового показника інфляції	Довгострокова мета з короткостроковою гнучкістю; Системний підхід і передбачуваність	Вплив немонетарних чинників на інфляцію; Процес закріплення інфляційних очікувань вимагає часу
Таргетування номінального ВВП	Зобов'язання з підтримки певного темпу зростання номінального попиту	Змішаний характер мети ЦБ (балансування між інфляцією і «розривом» виробництва)	Неоперативний підрахунок ВВП і часта зміна оцінок; Складно для комунікації і підзвітності



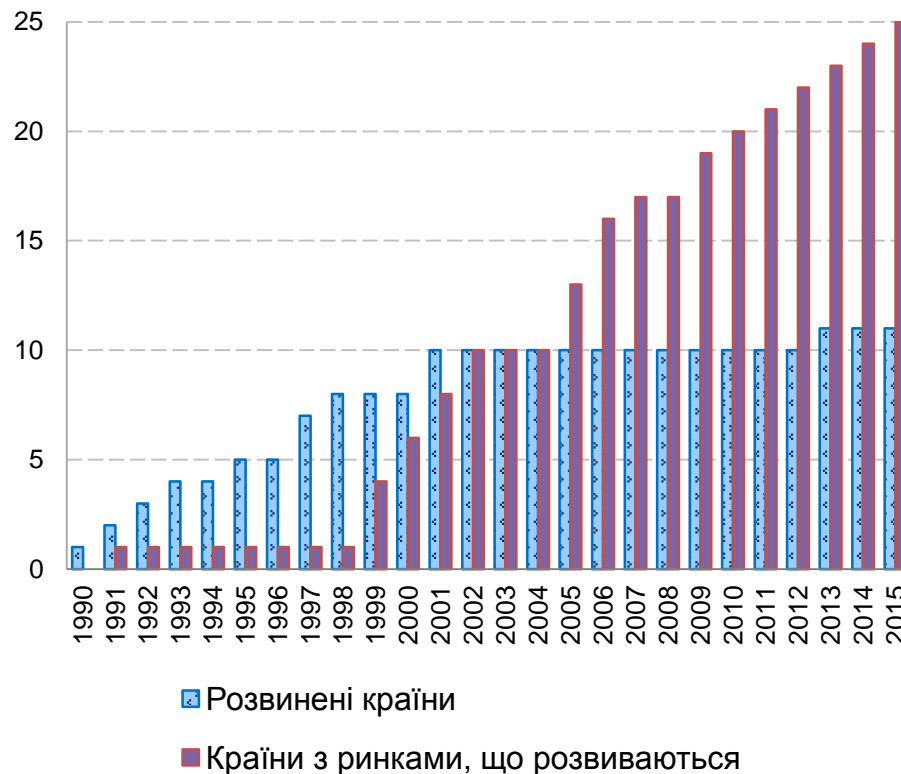
Популярність режиму інфляційного таргетування зростає...

Монетарні режими країн світу



Джерело: IMF, Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2006, 2011, 2016

Країни з режимом ІТ, 1989-2015

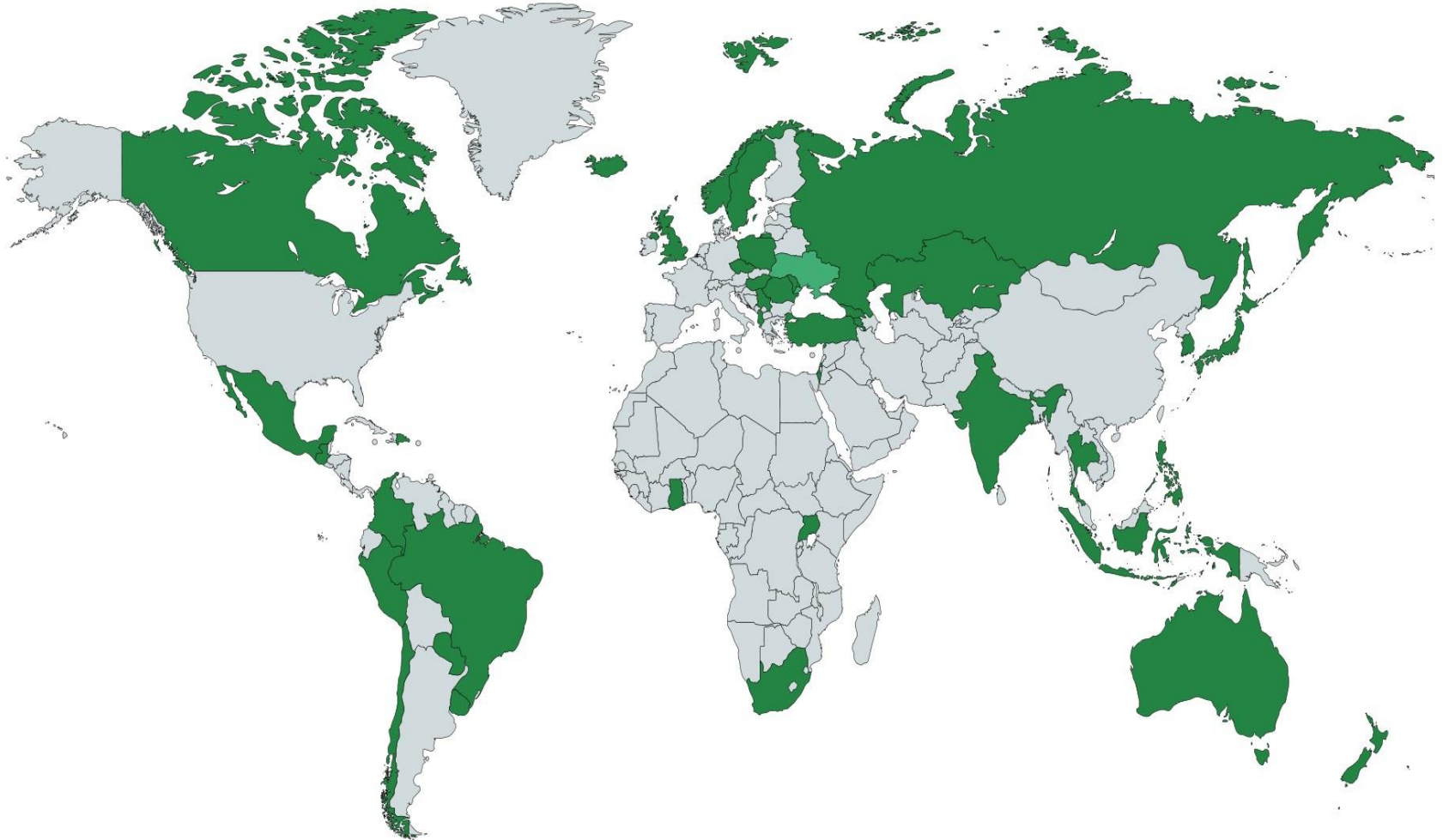


Джерело: Klaus Schmidt-Hebbel, Martín Carrasco (2016)



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

... як у розвинених країнах, так і країнах з ринками, що розвиваються



1990 рік – Нова Зеландія першою перейшла до інфляційного таргетування

2016 рік – 38 країн (розвинених та з ринками, що формуються) дотримуються ІТ



Що таке режим інфляційного таргетування? (1)

Інфляція є єдиною кількісною ціллю
центрального банку

Інституційний мандат центрального банку
з досягнення цієї цілі є чітко визначеним



- Для попередження виникнення конфлікту між інфляційною ціллю та іншими цілями ЦБ повинні мати **чітко визначені цілі та достатній рівень незалежності** від політичного процесу в їх досягненні
- Гнучкість обмінного курсу
- Основний інструмент монетарної політики – ключова **процентна ставка**
- Успіх режиму ІТ залежить від узгодженості **державної політики**. Її ефективність полегшує завдання монетарної політики і сприяє підвищенню довіри.
 - Принцип відсутності «фіскального домінування»



Що таке режим інфляційного таргетування? (2)

- Рішення з монетарної політики базуються на **прогнозі інфляції та аналізі ризиків**: процентні ставки за інструментами монетарної політики повинні забезпечувати наближення прогнозу інфляції до таргету в середньостроковому періоді
 - Так як монетарна політика діє з певним лагом, а також з огляду на побоювання щодо відхилення як інфляції від своєї цілі, так і рівня випуску від потенційного, **неможливо, а також і небажано, дотримуватись інфляції чітко на рівні таргету**
 - На практиці інфляційне таргетування стає режимом **таргетування інфляційного прогнозу** (рішення з монетарної політики ґрунтуються на значному обсязі інформації)
- **Посилення транспарентності та підзвітності ЦБ**
 - «Говори, що робиш. І роби, що говориш»
 - Управління інфляційними очікуваннями



ІТ є комбінацією «правил» та «свободи дій» і часто називається режимом «обмеженої свободи дій»



Переваги інфляційного таргетування



Незалежність
проведення
політики

Поєднання
довгострокової
мети з
короткостроковою
гнучкістю

Підвищення
ефективності
проведення
політики



Прозорість та
зрозумілість
рішень ЦБ

Концентрація на
внутрішньо-
економічних
умовах

Покращення
бізнес-
середовища



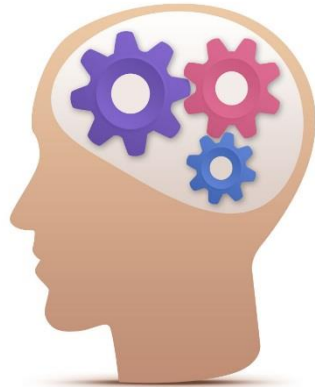
Збереження
платоспромож-
ності

Захист доходів та
заощаджень від
інфляційного
знецінення



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

Інфляційне таргетування – управління очікуваннями...



Упорядкування системи прийняття рішень у ЦБ на основі макро-економічного прогнозу



Оголошення цілі та проведення прозорої і зрозумілої політики, спрямованої на її досягнення

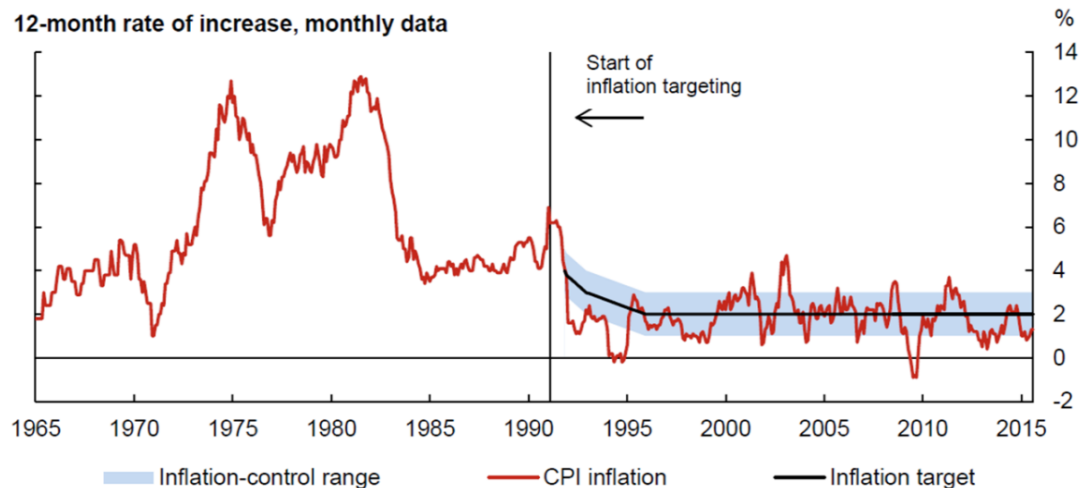


Досягнення цілі, формування механізму впливу на очікування



... і як наслідок – фактичною інфляцією

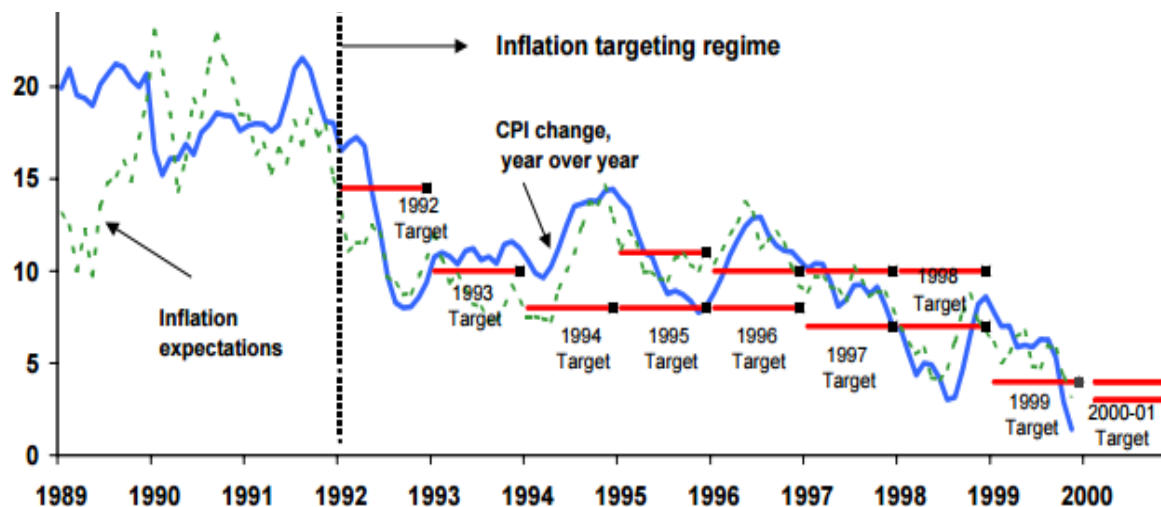
Канада



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Last observation: August 2015

Ізраїль



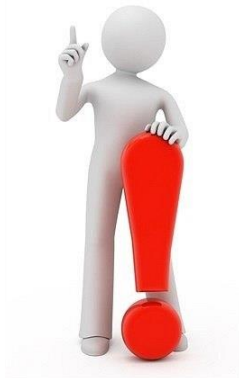
■ Indicates December of each year.

Note: Inflation expectation are derived from capital market data on indexed and nonindexed bonds.

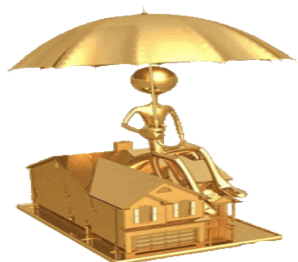


НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

Пріоритетність цінової стабільності



Досягнення та підтримка цінової стабільності



Сприяння фінансовій стабільності, в т. ч. стабільності банківської системи



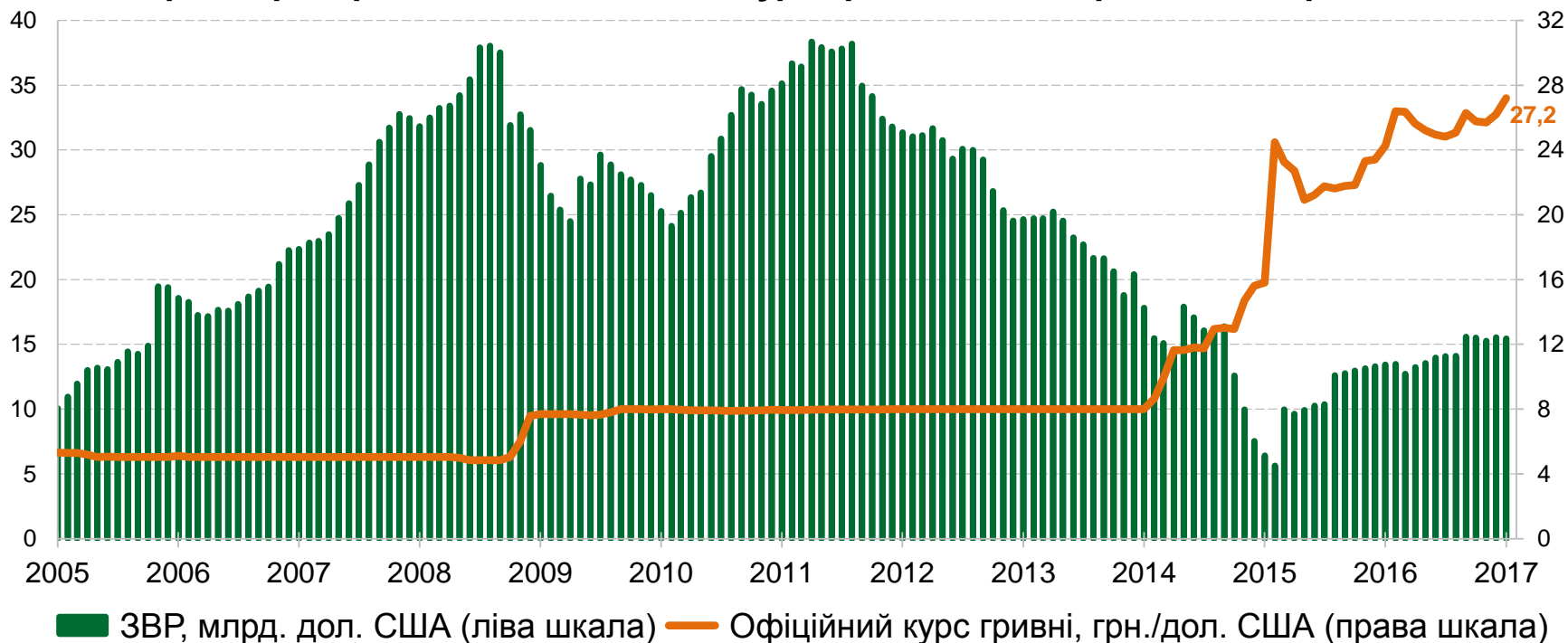
Сприяння додержанню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики КМУ



НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

НБУ, як і багато інших центральних банків, почав перехід до ІТ від режиму фіксованого курсу

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



**Підтримка
стабільного
(незмінного)
обмінного курсу**



скорочення золотовалютних резервів



втрата конкурентоспроможності вітчизняними виробниками



девальвація національної валюти та зростання інфляції



Фіксація обмінного курсу – не стабільність, а її ілюзія



Основні принципи нової монетарної політики



Інфляційне таргетування

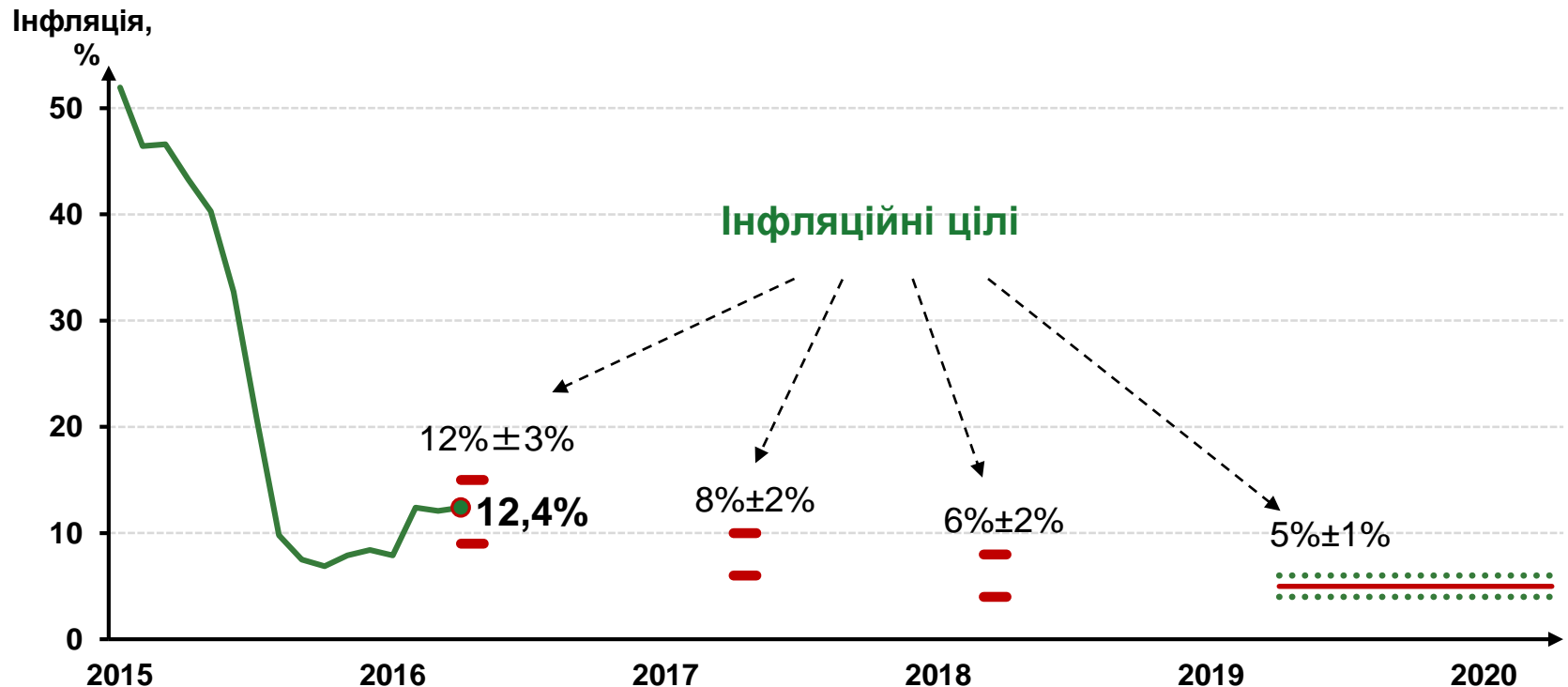


НАЦІОНАЛЬНИЙ
БАНК
УКРАЇНИ

Основна ціль монетарної політики НБУ – досягнення цінової стабільності

Цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються **індексом споживчих цін** (ЗУ «Про Національний банк України»).

Використання режиму інфляційного таргетування вперше було затверджено в **Стратегії монетарної політики на 2016-2020 роки** Правлінням НБУ (серпень 2015 року) та підтверджено в **Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу**, схвалених Радою НБУ





Плаваючий обмінний курс



монетарна політика **не буде** спрямована на **досягнення** певного рівня або діапазону **обмінного курсу**

переорієнтація уваги громадськості з коливань обмінного курсу на рівень інфляції

можливість здійснення валютних інтервенцій для приведення до помірних рівнів швидкості змін курсу або запобігання його надмірним коливанням (МВФ, 2014)

використання валютних інтервенцій з метою

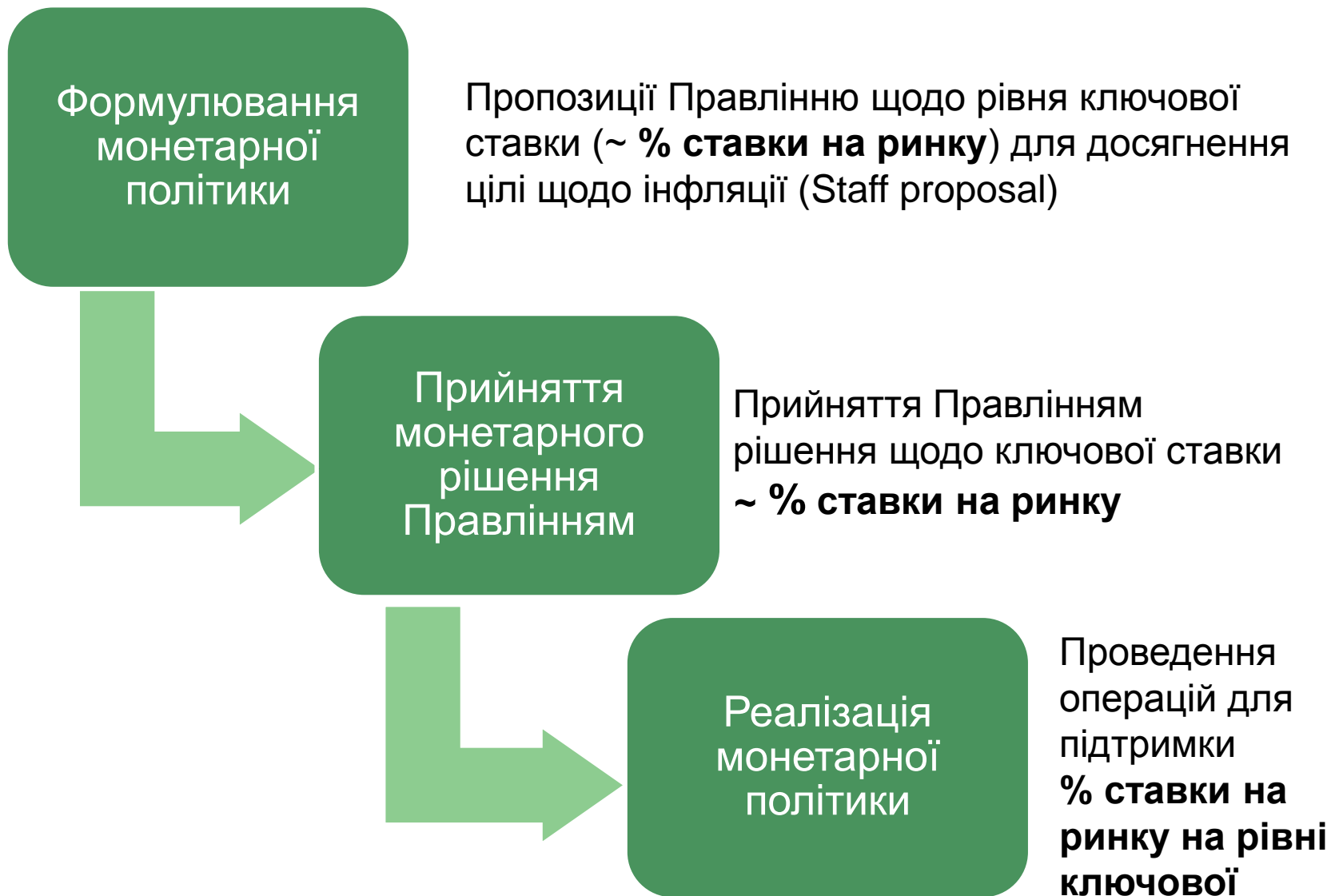
- згладжування функціонування валютного ринку
- накопичення міжнародних резервів
- підтримання трансмісії ключової процентної ставки як основного інструменту грошово-кредитної політики

розвиток прозорого та ліквідного внутрішнього валютного ринку

- поступове послаблення адміністративних заходів, які обмежують гнучкість обмінного курсу
- оприлюднення та роз'яснювання учасникам ринку нормативно-правових актів НБУ (постанови, положення, правила тощо)



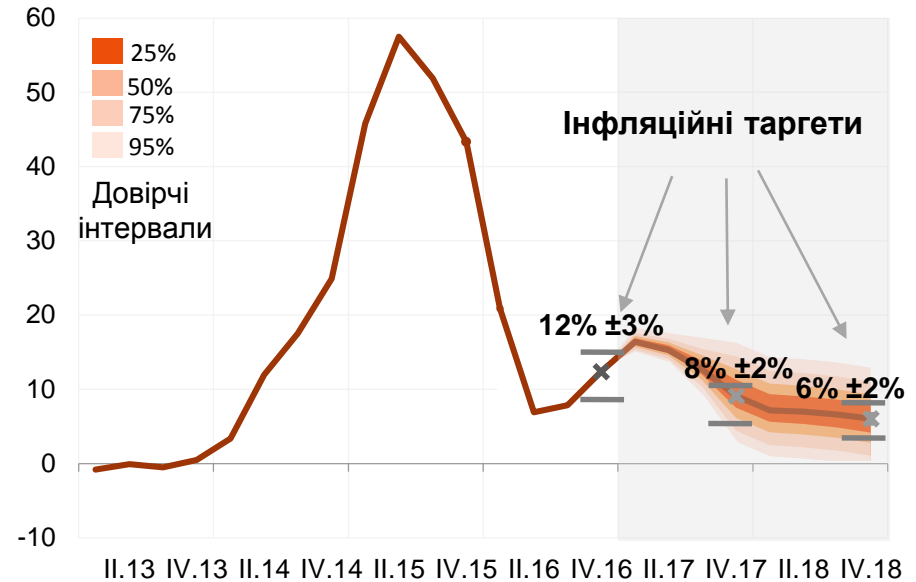
Процес прийняття рішень з монетарної політики





Прийняття рішень з монетарної політики: проактивно на основі прогнозу

Рішення з монетарної політики базуються на прогнозі інфляції: процентні ставки за інструментами монетарної політики повинні забезпечувати зближення прогнозу інфляції та таргету в середньостроковому періоді



- На практиці правило політики є гнучкішим (як правило Тейлора):

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

Ретроспективна
процентна
ставка

Рівноважна
реальна
% ставка

Очікувана
інфляція

Відхилення
інфляції від
таргету

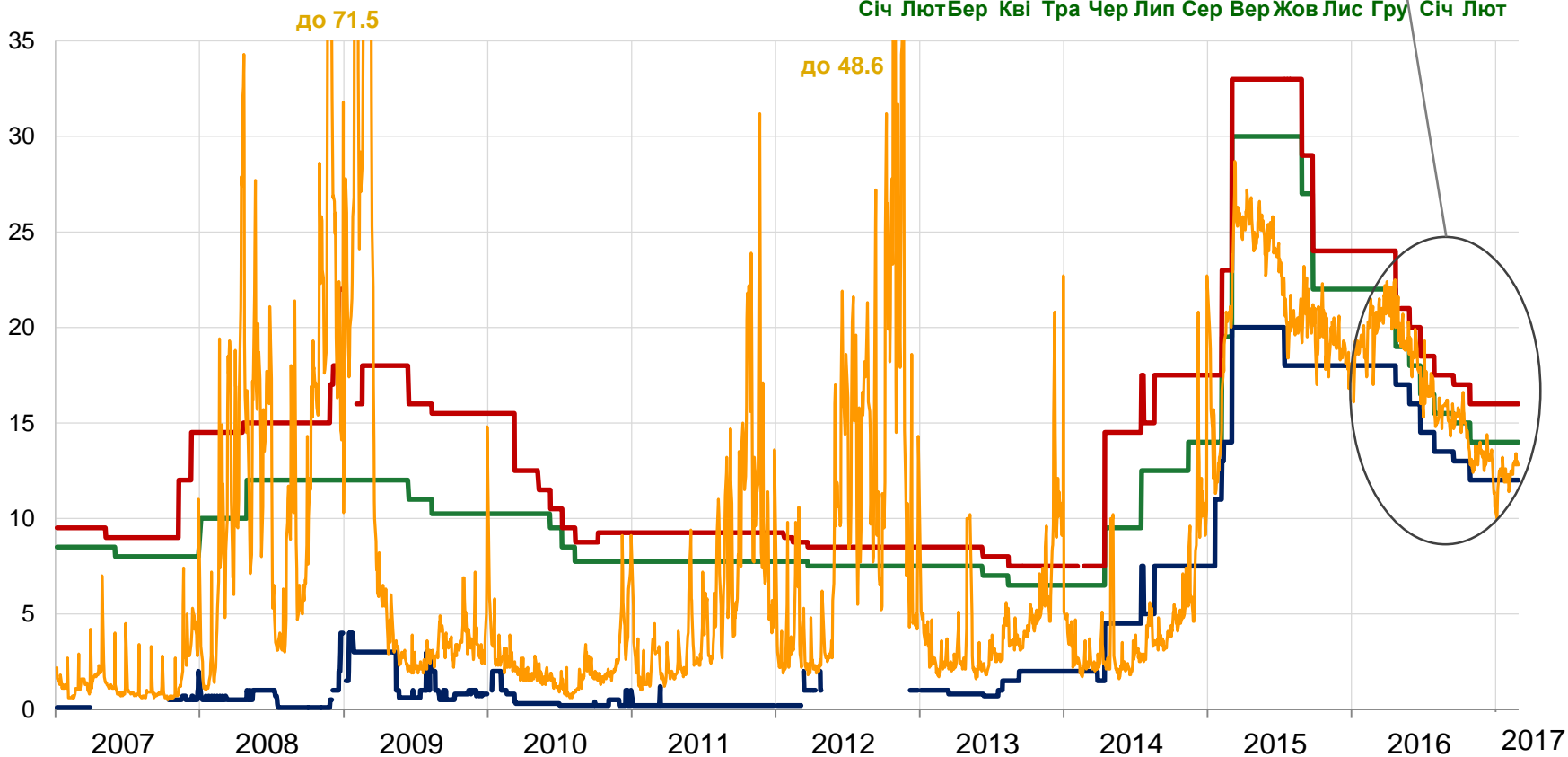
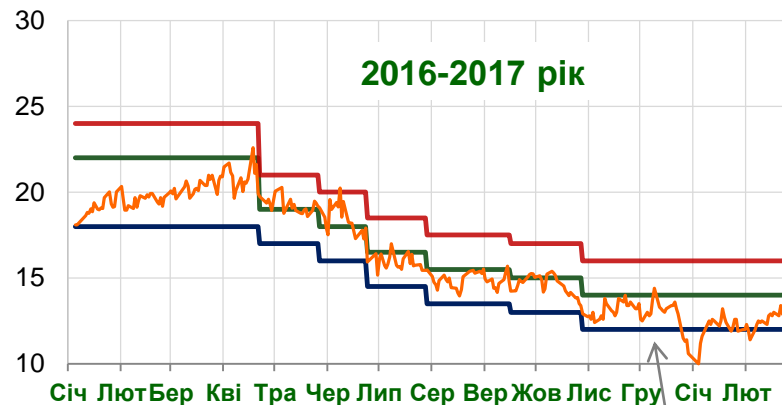
Розрив
ВВП



Облікова ставка – основний інструмент монетарної політики

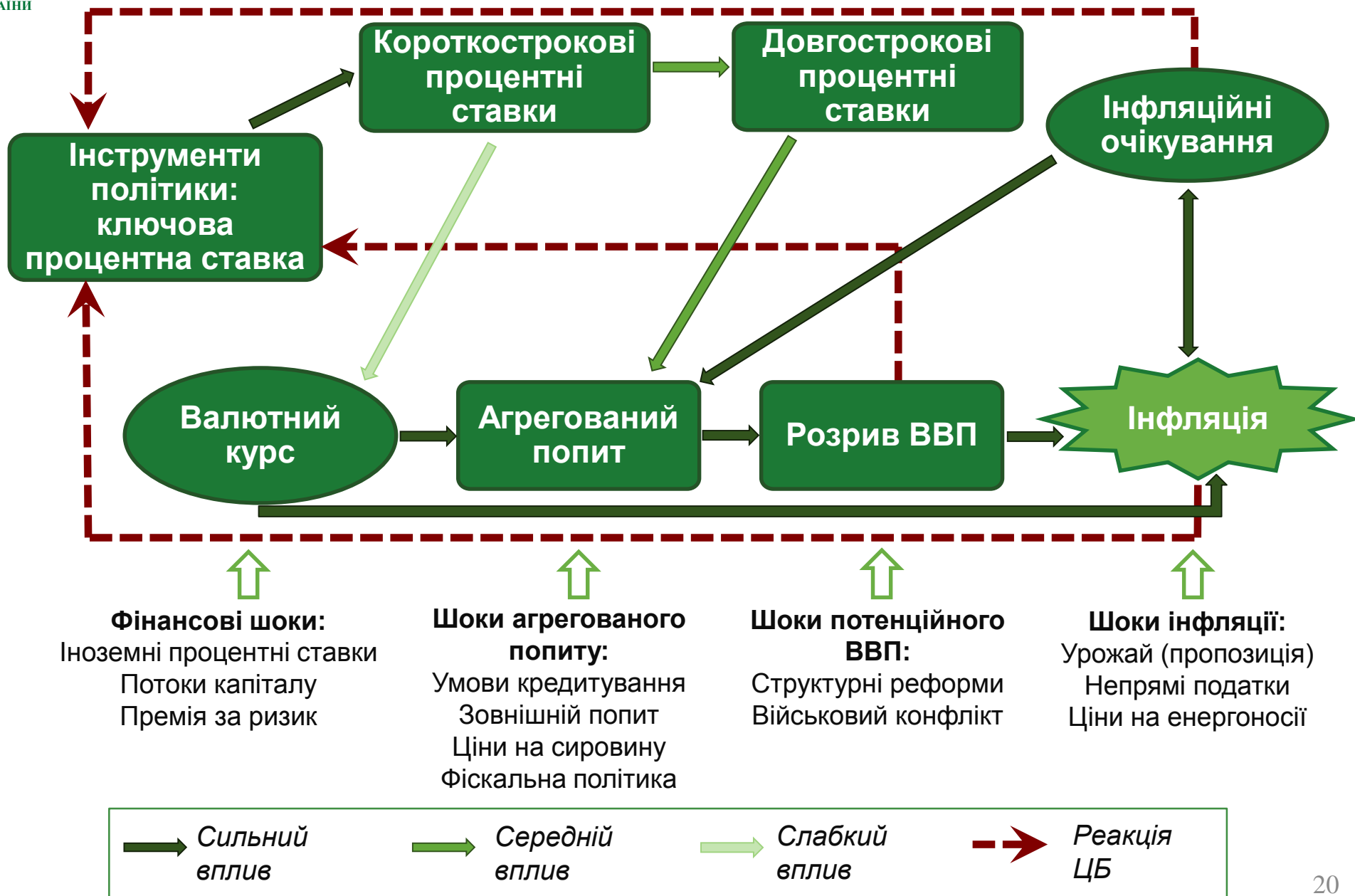
Процентні ставки НБУ, % річних

- Облікова ставка
- Кредити рефінансування овернайт
- Мінімальна ставка за ДС (овернайт або 2 дні)
- Міжбанківська ставка овернайт





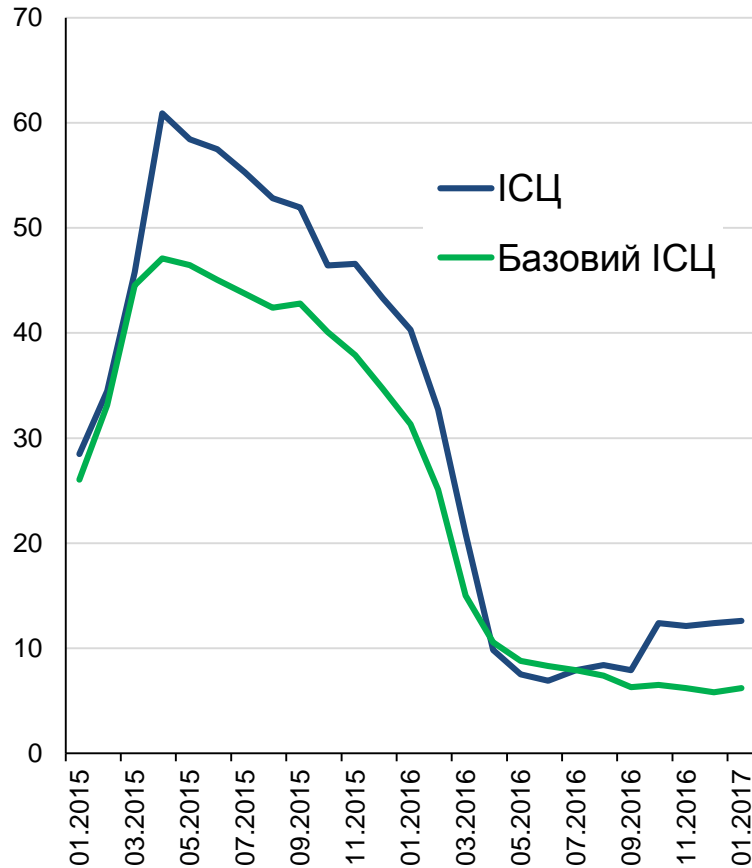
В основі монетарних рішень – трансмісійний механізм монетарної політики та реакція на шоки





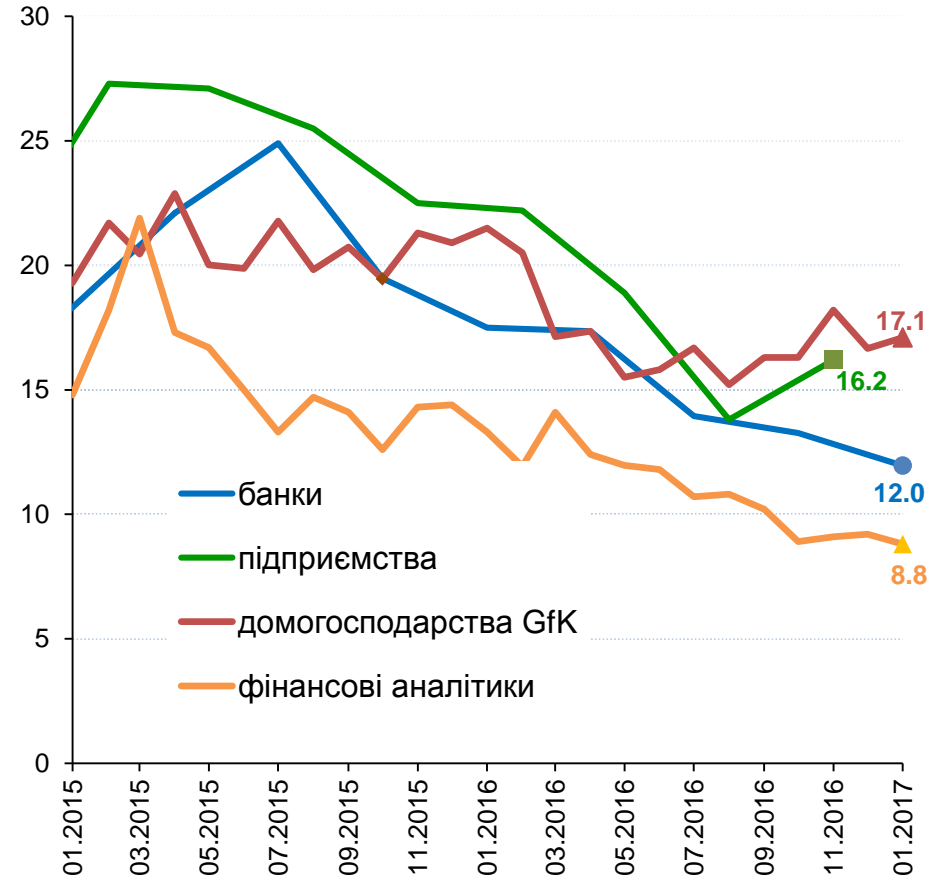
Впровадження режиму інфляційного таргетування сприяло зниженню інфляції та інфляційних очікувань

Інфляція у річному вимірі, %



Джерело: НБУ

Інфляційні очікування в наступні 12 місяців (у середньому по Україні, %)



Джерело: власні розрахунки за результатами опитувань НБУ, GfK



Основні канали комунікацій:



Регулярні прес-брифінги,
прес-релізи



Зустрічі з експертами,
ad hoc зустрічі, круглі
столи



Зустрічі з представниками
бізнесу



Лекції у ВНЗ



ІНФЛЯЦІЙНИЙ
ЗВІТ



Інфляційний звіт,
щомісячний огляд,
регулярні аналітичні
записки



Офіційна інтернет-
сторінка НБУ (розділ
«Монетарна політика»)

ВІСНИК
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



Вісник НБУ, інші
дослідницькі публікації



Незалежність Національного банку України

Інституційна незалежність

Законодавче
закріплення
положення,
згідно з яким
НБУ є
самостійним і
незалежним
державним
органом

Особиста незалежність

Створення
умов для
неухильного
виконання
керівництвом
та
працівниками
НБУ своїх
обов'язків

Функціональна незалежність

Незалежність у
встановленні
цілей (Рада
НБУ) та
використанні
інструментів
монетарної
політики
(Правління НБУ)

Фінансова незалежність

Незалежне
формування
власного
кошторису для
виконання
своїх функцій
(Рада НБУ)



Етапи переходу до режиму інфляційного таргетування

Етап I «Створення технічних передумов»

До 2015 року

- ☑ Побудова макроекономічних моделей
- ☑ Квартальний прогнозний цикл
- ☑ Початок реформування НБУ



Етап II «Створення інституційних передумов»

I пол. 2015 року

- ☑ Зміни в процесі прийняття рішень щодо монетарної політики
- ☑ Створення Комітету з монетарної політики
- ☑ Публікація Інфляційного звіту
- ☑ Розробка проекту Стратегії монетарної політики на 2016 –2020 роки



Етап III «Впровадження режиму ІТ»

II пол. 2015 року – 2016 рік

- ☑ Затвердження Дорожньої карти ІТ
- ☑ Проведення монетарної політики, спрямованої на цінову стабільність
- ☑ Прийняття рішень згідно з оголошеним графіком
- ☑ Розвиток системних комунікацій з монетарної політики
- ☑ Нові операційні засади управління ринковими процентними ставками
- ☑ Узгодження параметрів ІТ з МВФ



У грудні 2016 року Рада НБУ офіційно підтвердила застосування режиму інфляційного таргетування в Україні



Основні напрямки подальших дій

Напрямок дії

Кінцева мета

**Інституційна
спроможність**

Забезпечення ефективної координації з
установами, від яких залежить
ефективність режиму ІТ

**Процес прийняття
рішень з монетарної
політики**

Посилення аналітичної підтримки
прийняття рішень та дослідницького
напрямку

**Розвиток монетарних
інструментів та
фінансового сектору**

Поглиблення механізму монетарної
трансмисії та удосконалення роботи
ринку

**Комунікація і
прозорість**

Підвищення обізнаності та розуміння
громадськістю монетарної політики НБУ



Висновки

Інфляційне таргетування – це набір сучасних практик монетарної політики центрального банку

- для досягнення основної цілі – цінової стабільності

Зміни в методах проведення монетарної політики

- відносно гнучкий обмінний курс
- процентна ставка – основний інструмент
- вагома роль прогнозів і аналізу ризиків
- фокус на прозорості та звітності

Пріоритет довгострокових результатів над короткостроковими успіхами

Прогнозованість і прозорість дій центрального банку, їх розуміння суспільством – важливий елемент «заякорення» інфляційних очікувань, що є ключовим показником ефективності монетарної політики центрального банку