

Публікація прогнозу ключової ставки центральними банками: світовий досвід та результати більшої прозорості монетарної політики

Жовтень 2019



1

Навіщо центральні банки публікують прогноз ключової ставки?

*“Не обговорювати та не обирати конкретну траєкторію прогнозу ключової ставки є недосконалою практикою ухвалення рішень з монетарної політики. **Не оприлюднювати цей прогноз буде приховуванням найважливішої інформації**” [\(Svensson, 2007\)](#)*

- Національний банк став **восьмим** центральним банком у світі, який публікує прогноз ключової ставки. Такий досвід вже практикують центробанки Грузії, Нової Зеландії, Норвегії, Ізраїля, Ісландії, Чехії, Швеції
- Досвід цих ЦБ доводить, що публікація ключової ставки сприяє:
 - ✓ підвищенню прогнозованості дій центрального банку;
 - ✓ збільшенню горизонту планування в економіці;
 - ✓ посиленню ефективності трансмісійного механізму;
 - ✓ підвищенню ролі середньо- та довгострокових ставок;
 - ✓ посиленню впливу на криву дохідності та розмір премії за ризик;
 - ✓ аргументованішому поясненню впливу монетарної політики на інфляцію та довгостроковому *forward guidance*

*Над презентацією працювала експерт НБУ:
Альона Закутня*



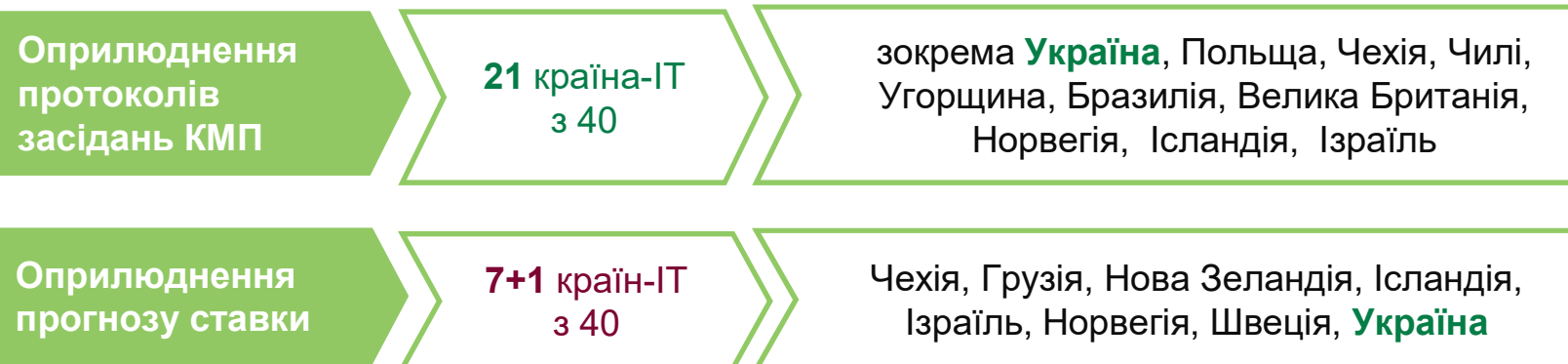
2

Чому не всі центральні банки публікують прогноз ключової ставки?

Причина —

“боязнь *forward guidance*” (того, що ринок може неправильно інтерпретувати прогноз):

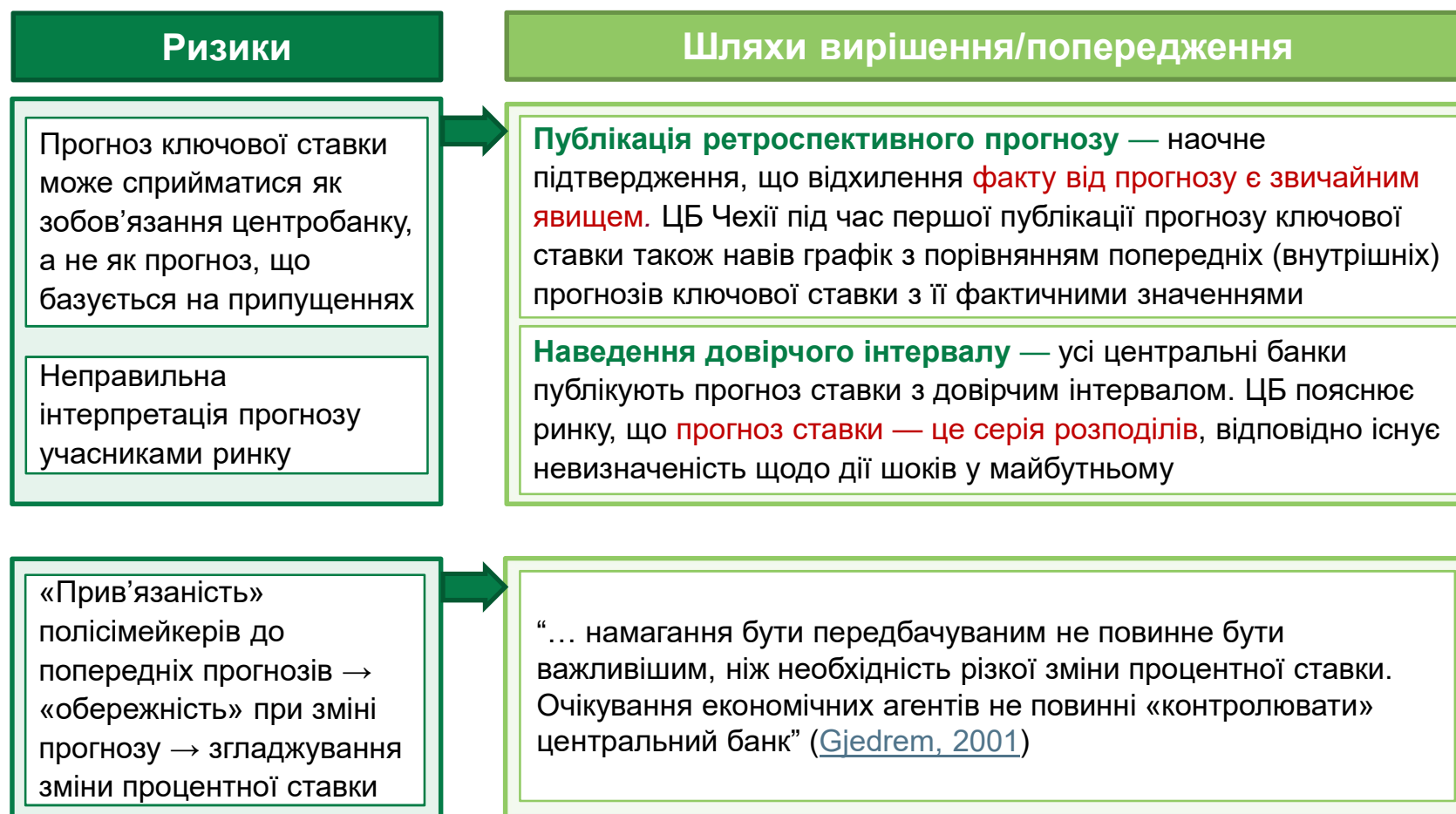
- Більша відкритість не завжди дорівнює кращому розумінню ([Winkler, 2002](#))
- Є ризик виникнення внутрішніх конфліктів (розбіжність думок членів комітету з монетарної політики, правління центробанку щодо прогнозного значення ключової ставки) ([Goodhart, 2005](#); [Mishkin, 2004](#))
- «Прив’язаність» полісімейкерів до попередніх прогнозів → «обережність» під час зміни прогнозу → згладжування зміни процентної ставки ([Isakov, Grishin, 2018](#))
- Є ризик підриву довіри до ЦБ у разі відхилення від прогнозу ([Mishkin, 2004](#))
- Якщо порівнювати з прогнозами інших макропоказників, прогнозне значення ключової ставки є менш зрозумілим для громадськості ([Phan, 2013](#))





3

Ризики, що можуть виникнути у зв'язку з оприлюдненням прогнозу ключової ставки, та їхнє упередження



Джерело: [Isakov A., Grishin P., O. Gorlinsky \(2018\). Fear of forward guidance](#)

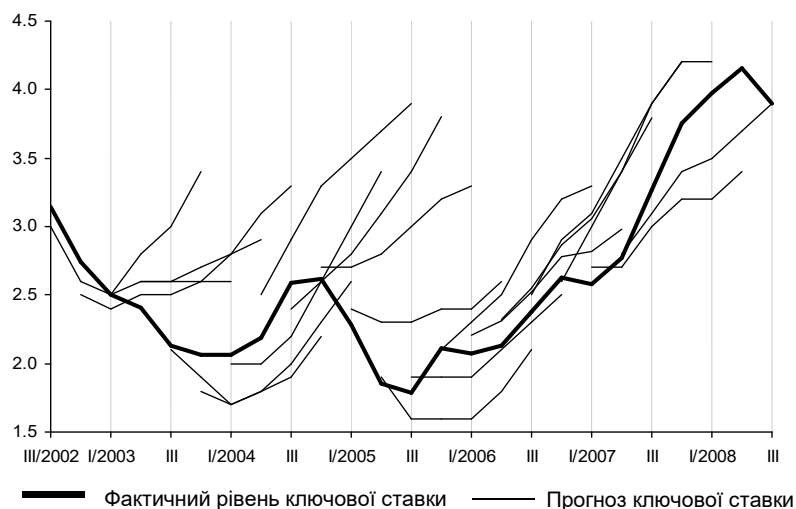


4

Попередження ризиків: публікація попередніх прогнозів

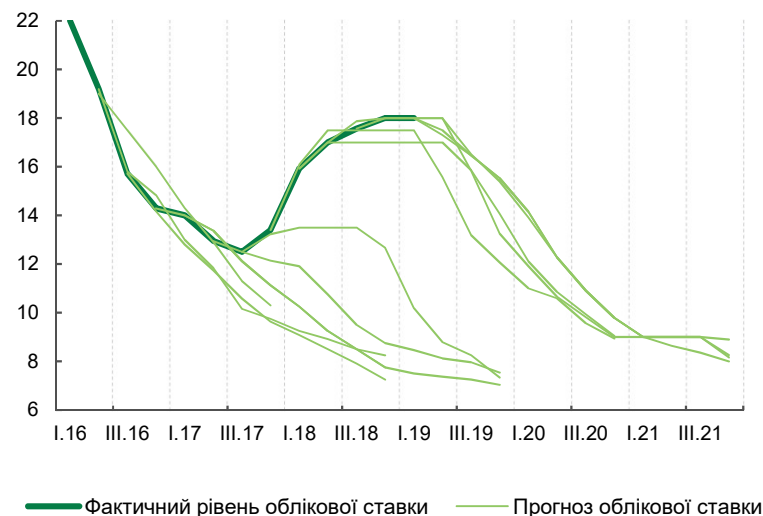
Порівняння попередніх прогнозів та фактичних значень ключової ставки — наочне підтвердження, що відхилення факту від прогнозу є звичайним явищем

Чехія



Джерело: центральний банк Чехії

Україна



Джерело: розрахунки НБУ

Факт відрізняється від прогнозу



Прогноз $\neq$ зобов'язання ЦБ дотримуватися прогнозної траєкторії

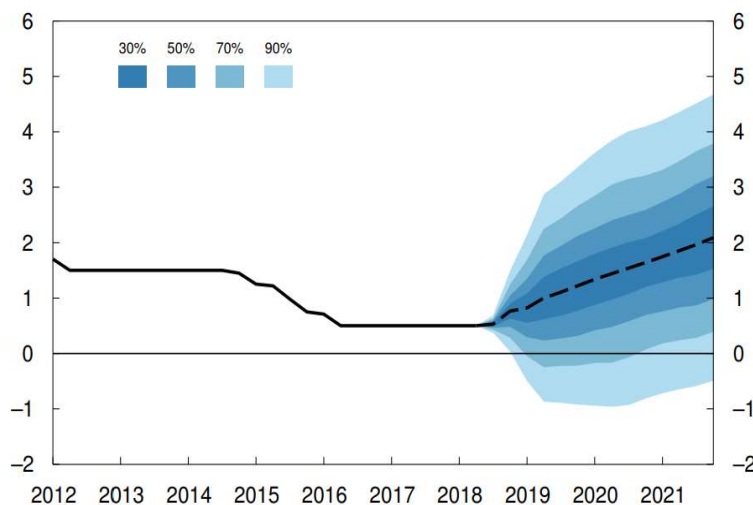


5

Попередження ризиків: наведення довірчого інтервалу

Норвегія

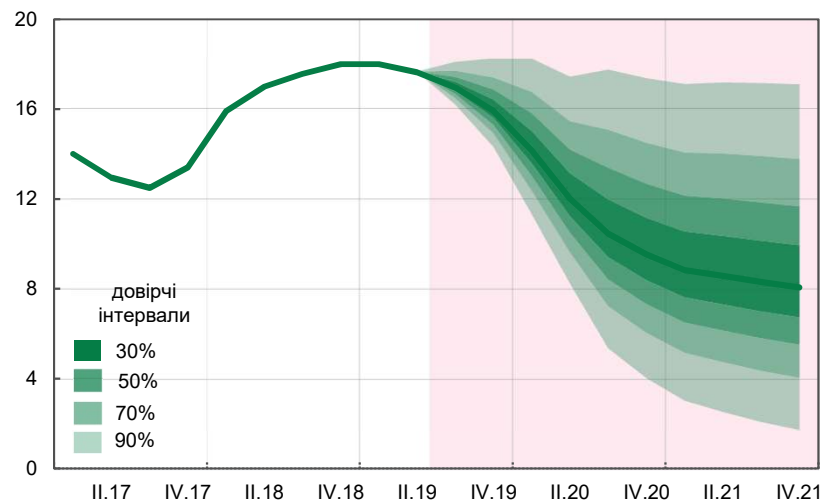
Ключова ставка центрального банку Норвегії, %



Джерело: центральний банк Норвегії

Україна

Облікова ставка НБУ, середня, %



Джерело: розрахунки НБУ

Центральна лінія графіка показує прогноз облікової ставки за базовим сценарієм, а смуги навколо цієї лінії є довірчими інтервалами. Інтенсивність кольору смуг довірчих інтервалів змінюється від найтемнішого (область навколо центральної лінії) до світлого та відображає ймовірність того, що фактичний рівень ключової ставки буде в межах певного діапазону значень



Топ-менеджери центральних банків та аналітики відмічають позитивні ефекти від розкриття прогнозу ключової ставки

«Я не знаю жодного ЦБ серед тих, що ухвалили рішення про публікацію прогнозу ставки, які б шкодували про це»

Девід Вавра, Senior Partner OGRsearch

ЦБ Нової Зеландії (публікація прогнозу з 1997 р.)

- «Ми «за» розкриття прогнозу ключової ставки як невід'ємної частини Monetary Policy Statements... Але ми визнаємо наявність ризику підірвання довіри до дій центрального банку»
- «Останніми роками ми публікуємо прогноз детальніше, ніж цього вимагає ринок... У подальшому будемо розкривати прогноз у менших деталях та чіткіше окреслюватимемо невизначеність, яка є невід'ємною рисою монетарної політики»
([Independent Review of the Operation of Monetary Policy supporting paper](#))

ЦБ Норвегії (публікація прогнозу з 2005 р.)

- «Позитивний ефект від публікації прогнозу ключової ставки буде досягнутий з часом (за умови зваженої та послідовної монетарної політики)»
([Bergo; Foreign Exchange Seminar of the Association of Norwegian Economists, 2007](#))
- «Публікація прогнозу ключової ставки дозволяє центральному банку направляти очікування економічних агентів в правильне русло»
([Brubakk, Ellen, Xu; Norges Bank Research, 2017](#))

ЦБ Швеції (публікація прогнозу з 2005 р.)

- «Потрібен час для того, щоб учасники ринку почали раціонально реагувати на прогнозне значення ключової ставки... так само час потрібен і центральному банку, щоб налагодити дієву систему комунікацій з ринком»
([Apel, 2007](#))
- «Розкриття прогнозу ключової ставки дало змогу підвищити рівень обізнаності громадськості щодо дій центрального банку. Однак багатьох проблем, пов'язаних із публікацією ставки, які ми 10 років тому окреслили, так і не виникло»
([Riksbank Studies, June 2017](#))



7

Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Нової Зеландії

Країна	Перехід до IT	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Нова Зеландія	1990	1997	Monetary Policy Statement	Щокварталу	3 роки	Лінійний графік, таблиця

Резервний банк Нової Зеландії — **перший** (і до 2005 року — **єдиний**) центральний банк, який почав публікувати прогноз ключової ставки

У своїх публікаціях Резервний банк Нової Зеландії постійно наголошує **на умовному характері прогнозу**:

- [Monetary Policy Statement \(June 1997\)](#): “Варто наголосити, що прогноз базується на припущеннях, зроблених на основі інформації, яка була у розпорядженні на момент підготовки прогнозу. Якщо під впливом шоків припущення будуть змінені, то й прогноз також підлягатиме перегляду”
- [McCaw and Ranchhod \(Reserve Bank Bulletin, 2002\)](#): “Ми постійно наголошуємо на умовності наших прогнозів, щоб не вводити користувачів інформації в оману”
- [Archer \(Sveriges Riksbank Conference on Inflation Targeting, 2005\)](#): “У більшості випадків ринок розуміє умовність прогнозів...”

Розкриття прогнозу ключової ставки в Monetary Policy Statement



Джерело: центральний банк Нової Зеландії

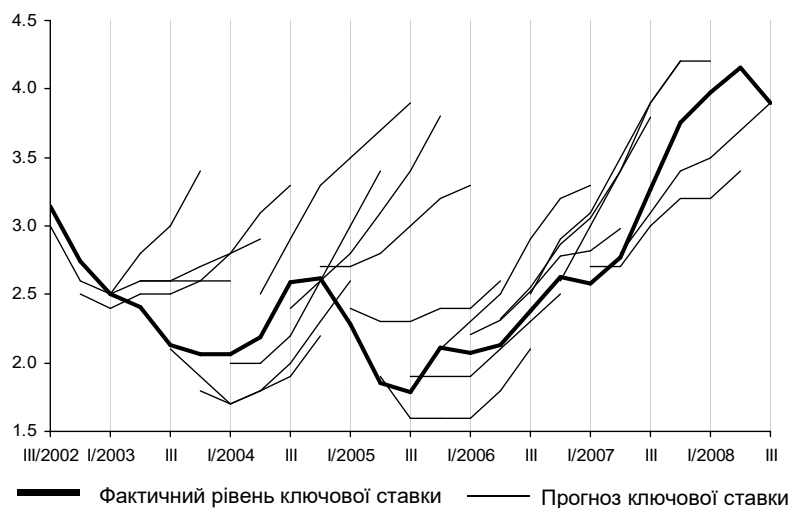


8

Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Чехії

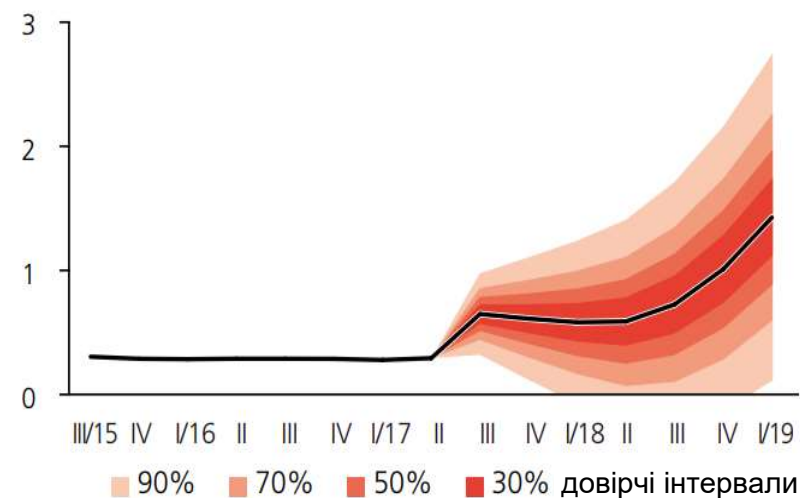
Країна	Перехід до ІТ	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Чехія	1998	2007	Інфляційний звіт, fan chart на сайті, презентація щодо обґрунтування рішення правління центрального банку	Щокварталу	2 роки	Fan chart

Відхилення прогнозованої траєкторії ключової ставки від її фактичного рівня не завадили початку її публікації у 2007 р.



Джерело: центральний банк Чехії

Прогноз ключової ставки (Інфляційний звіт)



Джерело: центральний банк Чехії



9

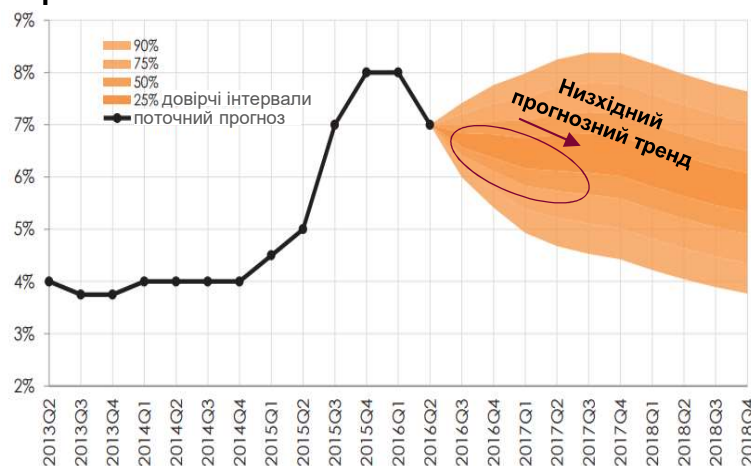
Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Грузії

Країна	Перехід до IT	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Грузія	2009	2016	Monetary Policy Report	Щокварталу	2,5 роки	Fan chart

Серпень 2016 р. → Серпень 2017 р.

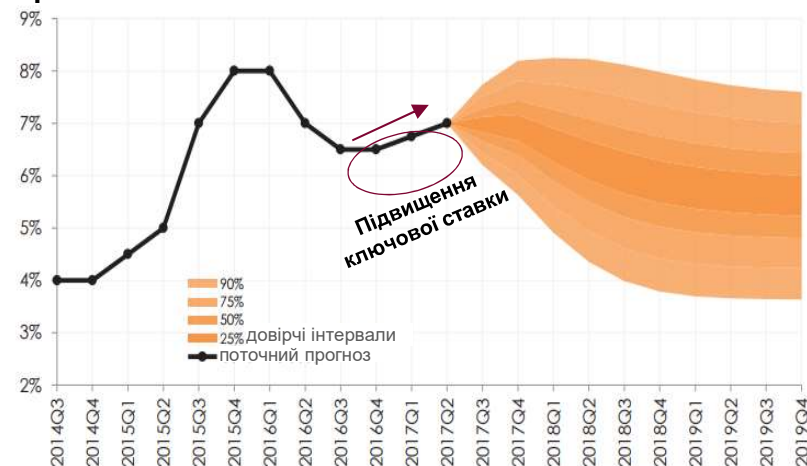
Перегляд прогнозу внаслідок зміни зовнішніх та внутрішніх умов

Прогноз ключової ставки



Джерело: центральний банк Грузії

Прогноз ключової ставки



Джерело: центральний банк Грузії

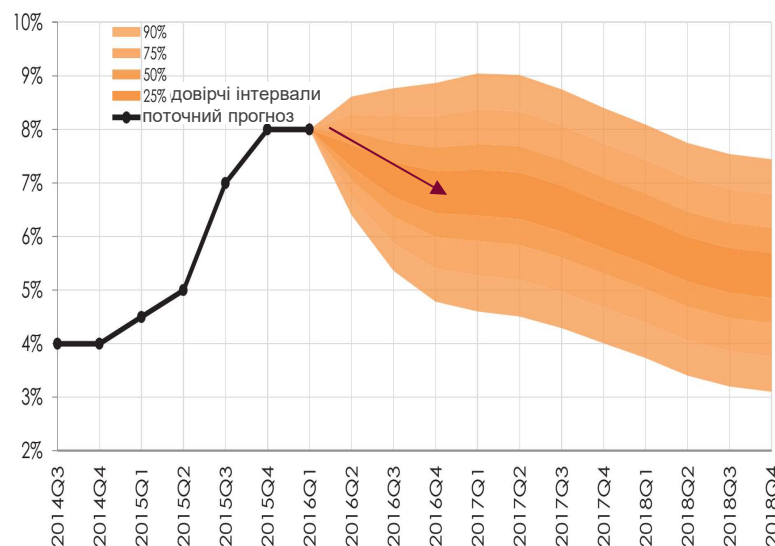


10

Досвід Грузії доводить, що публікація прогнозу ключової ставки впливає на криву дохідності

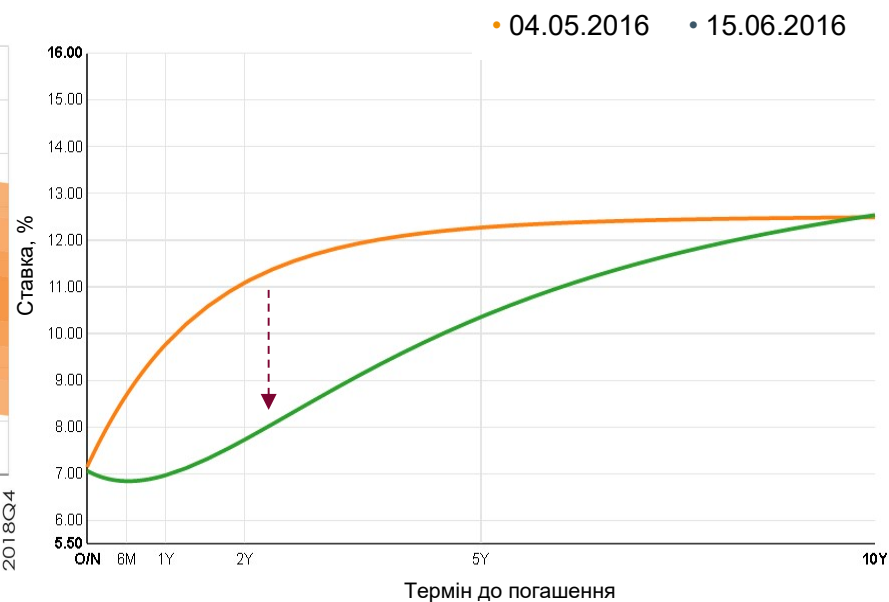
- Оприлюднення прогнозу ключової ставки з низхідним трендом вплинуло на зниження дохідності всього спектру цінних паперів
- Крива дохідності **змістилась униз** відповідно до прогнозової траєкторії ключової ставки

Прогноз ключової ставки
(Інфляційний звіт, травень 2016 рік)



Джерело: центральний банк Грузії

Крива дохідності до та після публікації прогнозу



Джерело: центральний банк Грузії



11

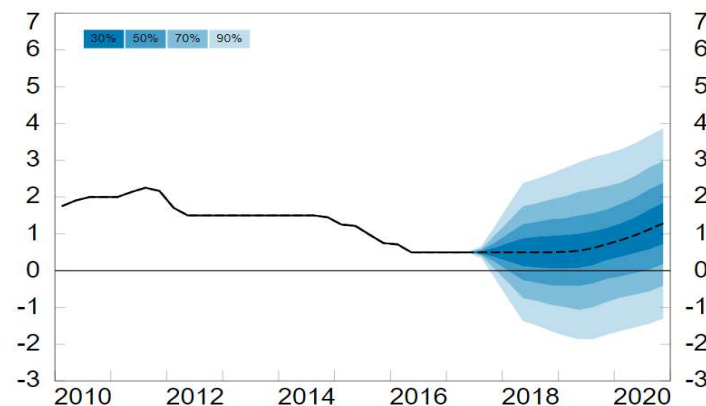
Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Норвегії

Країна	Перехід до ІТ	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Норвегія	2001	2005	Monetary Policy Report with financial stability assessment	Щокварталу	3,5 роки	Fan chart

Перехід центрального банку Норвегії до регулярного оприлюднення прогнозу ключової ставки був **поступовим**:

- до 2002 року макропрогнози виходили з припущення щодо незмінності ключової ставки;
- у 2003 році було опубліковано прогноз ключової ставки на один рік;
- у 2005 році – на три роки вперед

Розкриття прогнозу ключової ставки на сайті центрального банку в Норвегії



Джерело: центральний банк Норвегії

Працівниками ЦБ Норвегії ([Working papers from Norges Bank, 2006](#)) були розроблені **шість критеріїв, яких має дотримуватися ЦБ для забезпечення позитивного ефекту від публікації прогнозу ключової ставки**: (1) заякореність інфляційних очікувань; (2) відповідність розриву інфляції розриву ВВП; (3) стійкість (надійність) ставки; (4) поступова зміна ключової ставки; (5) врахування дисбалансів на фінансовому ринку; (6) проведення перехресних перевірок під час розробки прогнозу



12

Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральним банком Швеції

Країна	Перехід до IT	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Швеція	1995 (applied)	2007	Monetary Policy Report, прес-реліз рішення з монетарної політики	Щокварталу	3 роки	Fan chart, таблиця

Оцінка «результативності» публікації прогнозу представниками центрального банку Швеції:

«... багатьох проблем, пов'язаних із публікацією ставки, які ми 10 років тому окреслили, так і не виникло».

Так, було спростовано побоювання, що прогноз буде тлумачитися як «неухильна обіцянка» (Ріксбанк змінював ставку неодноразово), що шість членів КМП не дійдуть згоди щодо прогнозного значення ставки (у зв'язку з тим, що декілька членів КМП є менш принциповими і їх можливо схилити до іншої точки зору)

[\(Riksbank Studies, June 2017\)](#)

Розкриття прогнозу ключової ставки та інших макропоказників у прес-релізі рішення з монетарної політики («Monetary Policy decision»)

	2016	2017	2018	2019
CPI	1.0	1.8 (1.6)	2.1 (2.0)	2.9 (2.9)
CPIF	1.4	2.0 (1.8)	1.9 (1.7)	2.1 (2.0)
GDP	3.2	3.2 (2.2)	2.7 (2.4)	2.0 (2.1)
Unemployment, ages 15-74, per cent	6.9	6.7 (6.7)	6.5 (6.6)	6.5 (6.7)
Repo rate, per cent	-0.5	-0.5 (-0.5)	-0.4 (-0.4)	0.0 (0.0)

Джерело: центральний банк Швеції



13

Досвід оприлюднення прогнозу ключової ставки центральними банками Ісландії та Ізраїля

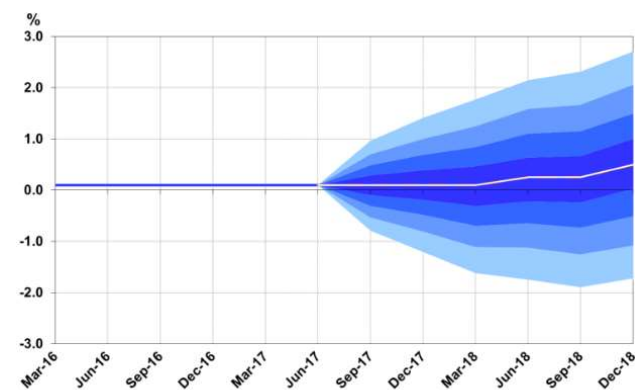
Країна	Перехід до IT	Початок публікації прогнозу ключової ставки	Оприлюднення прогнозів ключової ставки			Форма
			де оприлюднюють	періодичність	прогнозний період	
Ісландія	2001	2015	Monetary Bulletin	Щокварталу	3 роки	Лінійний графік
Ізраїль	1997	2007	У тексті рішення з монетарної політики наводиться посилання на «Research Department Staff Forecast»	Щокварталу	1,5 роки	Fan chart, таблиця

Розкриття прогнозу ключової ставки у «Monetary Bulletin» (Ісландія)



Джерело: центральний банк Ісландії

Розкриття прогнозу ключової ставки у документі «Research Department Staff Forecast» (Ізраїль)



Джерело: центральний банк Ізраїля