



Національний
банк України

Монетарна політика НБУ в умовах воєнного стану

Володимир Лепушинський

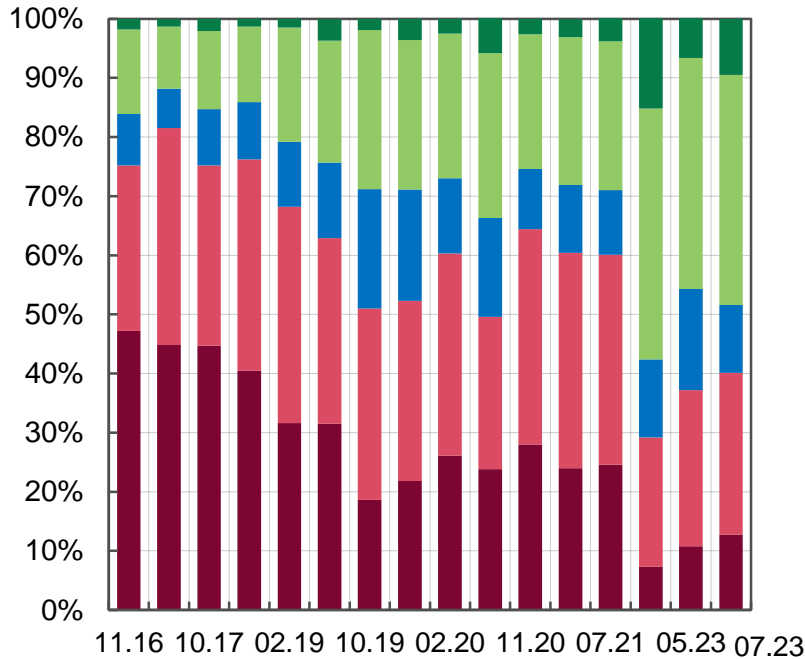
Директор Департаменту монетарної політики та
економічного аналізу

грудень 2023 року



Довіра є найціннішим ресурсом для центрального банку

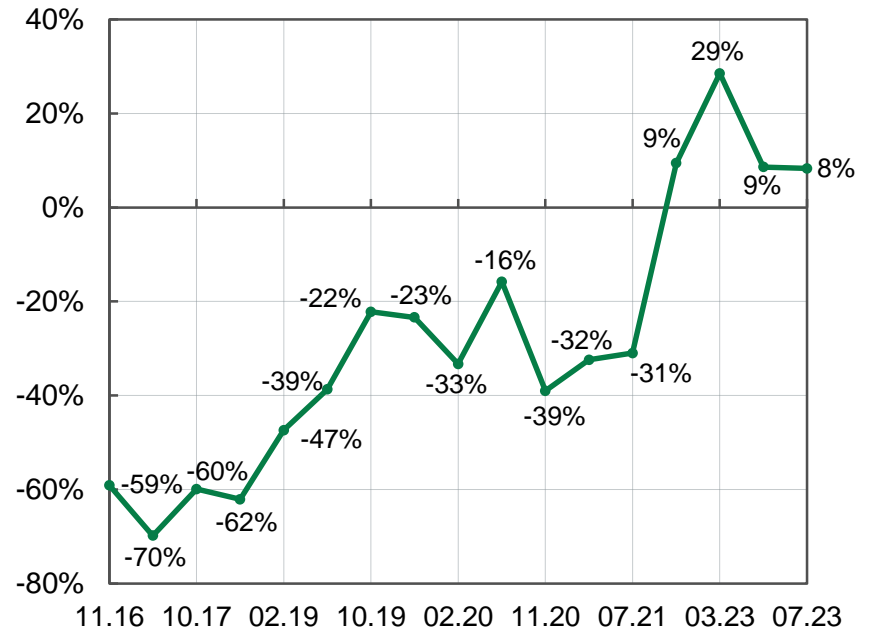
Рівень довіри суспільства до НБУ



- Зовсім не довіряю
- Скоріше не довіряю
- Важко відповісти
- Скоріше довіряю
- Повністю довіряю

Джерело: [Український центр економічних та політичних досліджень ім. О. Разумкова](#)

Баланс довіри-недовіри*



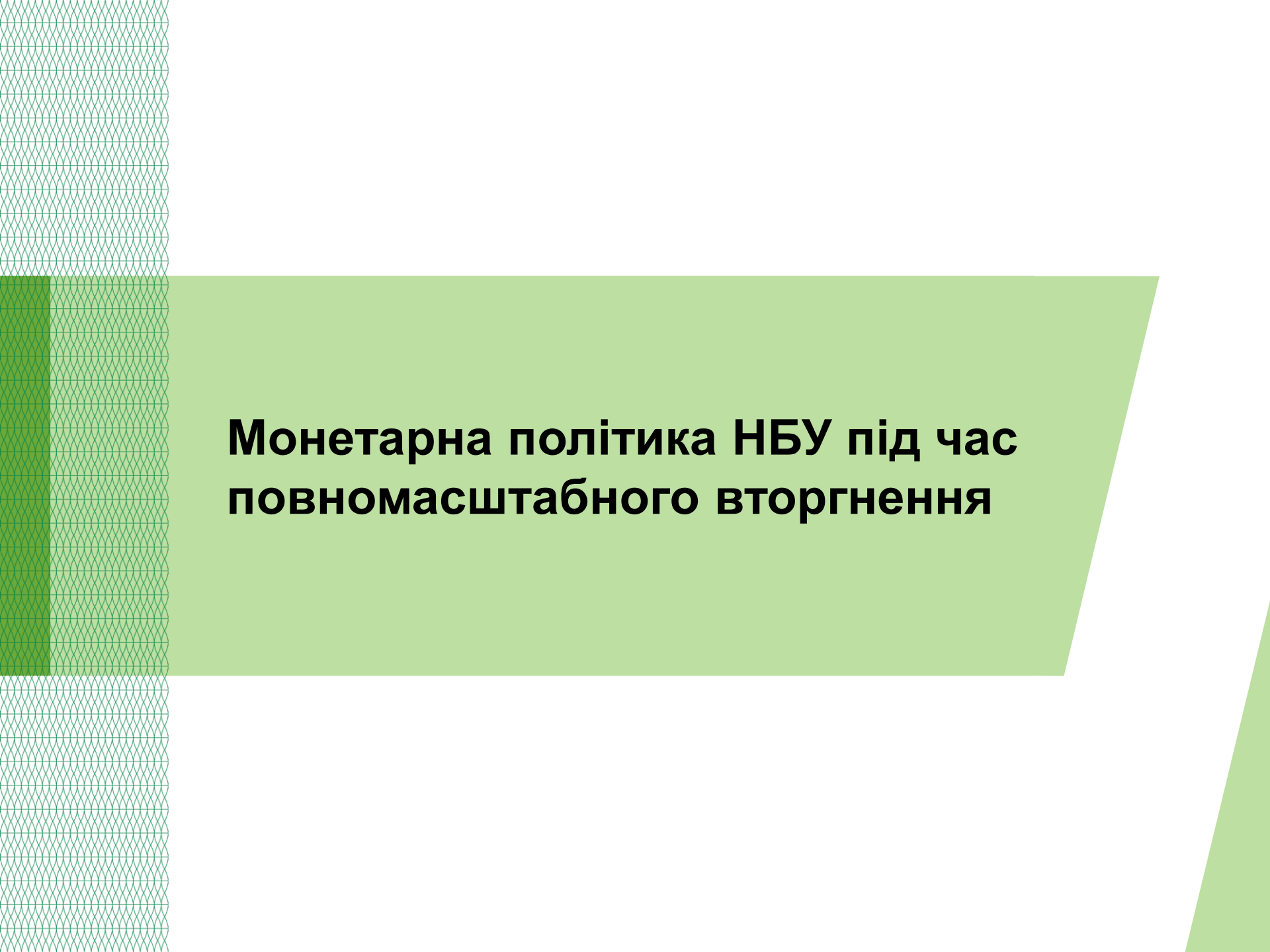
*різниця між частками тих, хто довіряє та тих, хто не довіряє Національному банку

Джерело: [Український центр економічних та політичних досліджень ім. О. Разумкова](#)

- Попри повномасштабну війну баланс довіри-недовіри до НБУ став позитивним

Еволюція монетарних режимів в Україні. Що змінилося з початком війни?





Монетарна політика НБУ під час повномасштабного вторгнення

Універсального рецепту монетарної політики на час війни немає. Однак, є деякі закономірності

Універсального рецепту антикризової політики немає

Кожна країна має свій унікальний досвід, що обумовлюється:

- різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх наслідками
- довоєнним станом та структурою економіки
- обсягом міжнародних резервів та державного боргу
- рівнем розвитку фінансових регуляторів та інституцій, **довірою до них та національної валюти**
- попередньою інфляційною динамікою та закореністю очікувань
- міжнародною військовою, політичною та фінансовою підтримкою
- **умовами зовнішнього середовища**

Грузія → розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках
Вірменія → світова дезінфляція, спровокована Covid-19
Ірак → зростання світових цін на нафту
Україна → зростання інфляції та посилення фінансових умов у світі, падіння “апетиту” інвесторів до ризиків

ОДНАК

Можна прослідкувати деякі закономірності в застосуванні інструментів МП

1

Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація обмінного курсу** → **Ізраїль, Ірак, Грузія, Сербія**

АЛЕ! Надмірно тривала **фіксація обмінного курсу** може виявитися нестійкою та призвести до накопичення макроекономічних дисбалансів → **Лівія** (у 2016–2020 рр.), **Ліван** (у 2020 р.)

2

Масштабна монетизація дефіциту бюджету генерує ризики для фінансової стійкості та цінової стабільності → **Німеччина** (інфляція 29500% м/м в жовтні 1923 р.), **Австрія** (129% м/м у серпні 1922 р.), **Польща** (275% м/м у жовтні 1923 р.), **Південна Корея** (213% р/р у 1951 р.), **Сербія** (1.16 × 10¹⁴% р/р у січні 1994 р.), **Ізраїль** (480 р/р у листопаді 1984 р.)

3

Успішні стабілізаційні плани здебільшого передбачають **проведення жорсткої та незалежної монетарної політики, фіскальну консолідацію, структурні реформи та використання ринкових інструментів для наповнення бюджету** → **Ізраїль** (протягом 1985–1986 рр. інфляцію знижено з 480% до 18%; на кінець 1998 р. - 5.4%), **Хорватія** (інфляція сповільнилася з 1839% у жовтні 1993 р. до 4% р/р у жовтні 1994 р.)

План Б завжди має лежати на полиці

Бомбардування України розпочалося 24 лютого о 4 ранку

24 лютого о 9:52 НБУ вже опублікував перелік заходів, впроваджених з метою **забезпечення фінансової стабільності**

Про роботу банківської системи та валютного ринку з 24 лютого 2022 року в умовах воєнного стану по всій території України

! 24 лют. 2022 9:52

Національний банк **оперативно ухвалив постанову** зв'язку із оголошенням воєнного стану по всій території України, якою, зокрема, передбачено, що:

- банки забезпечують роботу відділень в безперебійному режимі в умовах відсутності загрози життю та здоров'ю населення;
- банки продовжують роботу з урахуванням обмежень, визначених цією постановою;
- забезпечується доступ до сейфових скриньок в безперебійному режимі;
- безготівкові розрахунки здійснюються без обмежень;
- банкомати підкріплюються готівкою без обмежень;
- НБУ здійснює підкріплення готівкою без обмежень;
- НБУ здійснює бланкове рефінансування банків для підтримки ліквідності без обмежень за сумою терміном до одного року з можливістю пролонгації ще на один рік;
- платежі Уряду України здійснюються без обмежень, згідно із законодавством про особливий період.

Відповідна постанова також передбачає введення **тимчасових обмежень з 24 лютого 2022 року**, саме:

- призупинити роботу валютного ринку України, крім операцій з продажу іноземної валюти клієнтами;
- зафіксувати офіційний курс на 24 лютого 2022 року;
- обмежити зняття готівки з рахунку клієнта в обсязі 100 тис. грн на день (не враховуючи виплати заробітної плати та соціальних виплат), крім підприємств та установ, що забезпечують виконання мобілізаційних планів (завдань), Уряду та окремих дозволів Національного банку без нарахування та зняття комісій;
- заборонити видачу готівкових коштів з рахунків клієнтів в іноземній валюті, крім підприємств та установ, що забезпечують виконання мобілізаційних планів (завдань), Уряду та окремих дозволів Національного банку;
- увести мораторій на здійснення транскордонних валютних платежів (крім підприємств та установ, що забезпечують виконання мобілізаційних планів (завдань) та Уряду, окремих дозволів НБУ)

...

Відповідні дії є необхідними для забезпечення надійного та стабільного функціонування фінансової системи країни та максимального забезпечення діяльності Збройних Сил України, а також безперебійної роботи об'єктів критичної інфраструктури.

Зміна принципів проведення монетарної політики на час війни

Забезпечення цінової стабільності

У мирний час

Ключова (облікова) ставка – основний інструмент монетарної політики

Перспективний характер прийняття рішень з монетарної політики

Операційний дизайн МП для **дієвості облікової ставки**

Дотримання режиму **плаваючого обмінного курсу**

Згладжування коливань обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій

Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу

Заборона на монетарне фінансування бюджету

У період воєнного стану

Відтермінування рішень по обліковій ставці (лютий – травень). Із червня ключова ставка – допоміжний інструмент монетарної політики

Реакція на середовище, що стрімко змінюється

Операційний дизайн **market-maker'a останньої інстанції**: забезпечення належного рівня ліквідності та гнучкості банків в управлінні нею

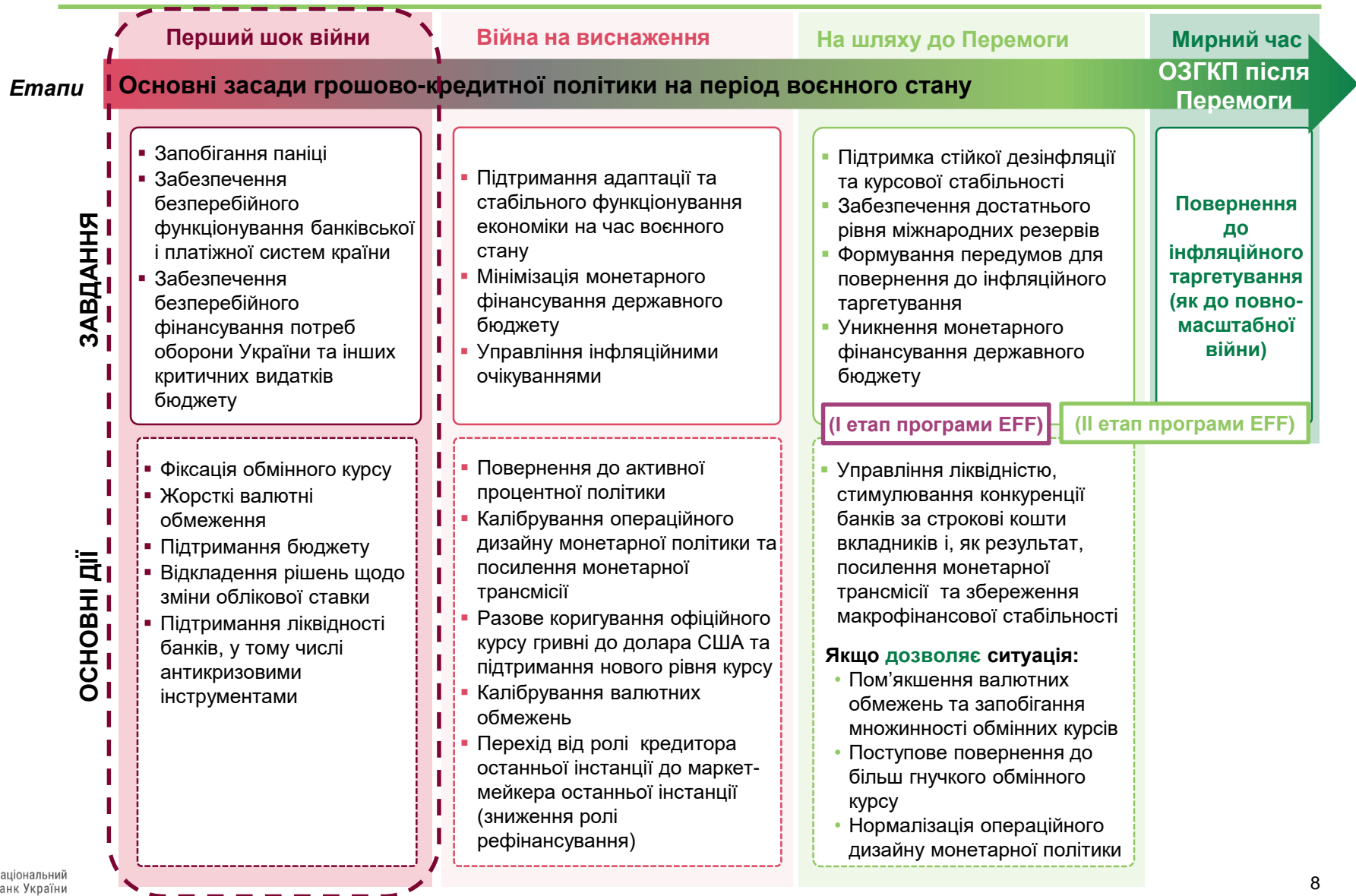
Фіксований обмінний курс – номінальний якір для очікувань та антиінфляційний інструмент

Валютні інтервенції як **основна монетарна операція**

Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу

Монетарне фінансування бюджету

З початком повномасштабної війни НБУ вимушено змінив підходи до виконання своїх пріоритетних функцій



Фіксація курсу та запровадження валютних обмежень дозволили уникнути паніки на валютному ринку, однак...

Курси гривні до долара США



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків, інтервенції НБУ та середній курс, млн дол.



Джерело: НБУ.

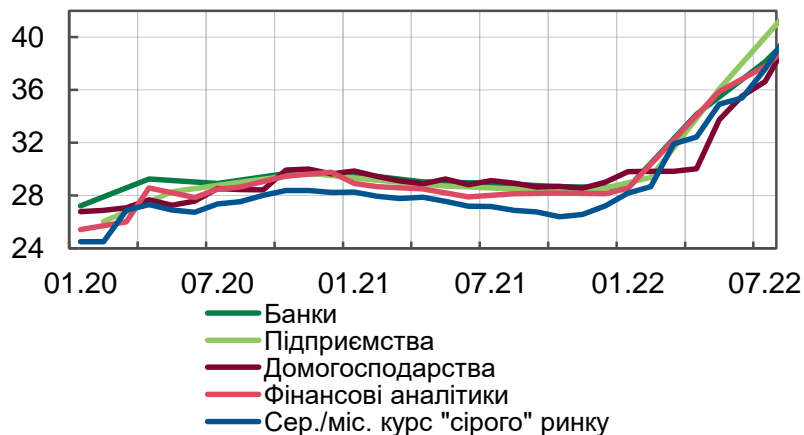
... тиск на курс та ЗВР продовжив зростати, посилювалося розбалансування інфляційних та курсових очікувань...

ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



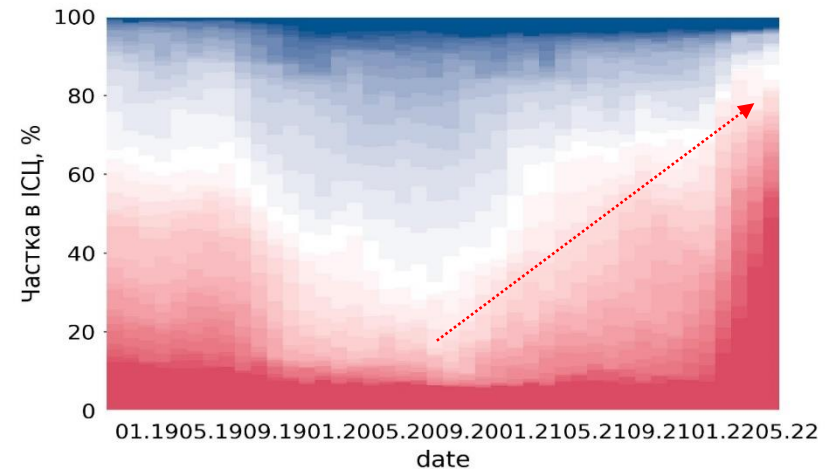
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, ТОВ "Інфо Сепієнс".

Курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол. США



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

Теплова карта* нормалізованих річних змін цін на товари та послуги в ІСЦ**, %



* Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

** Дані нормалізовані вираженням інфляційної цілі (5%) та діленням на стандартне відхилення (z-scores).

Розрахунковий період - 2019-2021 роки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

...це загрожувало неконтрольованим розгортанням інфляційної спіралі...



- За розгортання спіралі "інфляція-очікування-курс-заробітні плати" зростання цін починає саме себе підживлювати
- У випадках стійкого розбалансування інфляційних очікувань вже не обійтись без втручання ЦБ для гальмування інфляції за допомогою монетарних інструментів. Бо інакше таке розбалансування негативно позначається на фінансовій стабільності та економічному розвитку
- Це розуміння спонукало ЦБ до прискореного посилення процентної політики як у країнах ЕМ (зокрема, [Бразилії](#), [Чилі](#), [Угорщині](#), [Мексикі](#)), так і в розвинених країнах ([ФРС](#), [ЄЦБ](#), [Банк Англії](#))

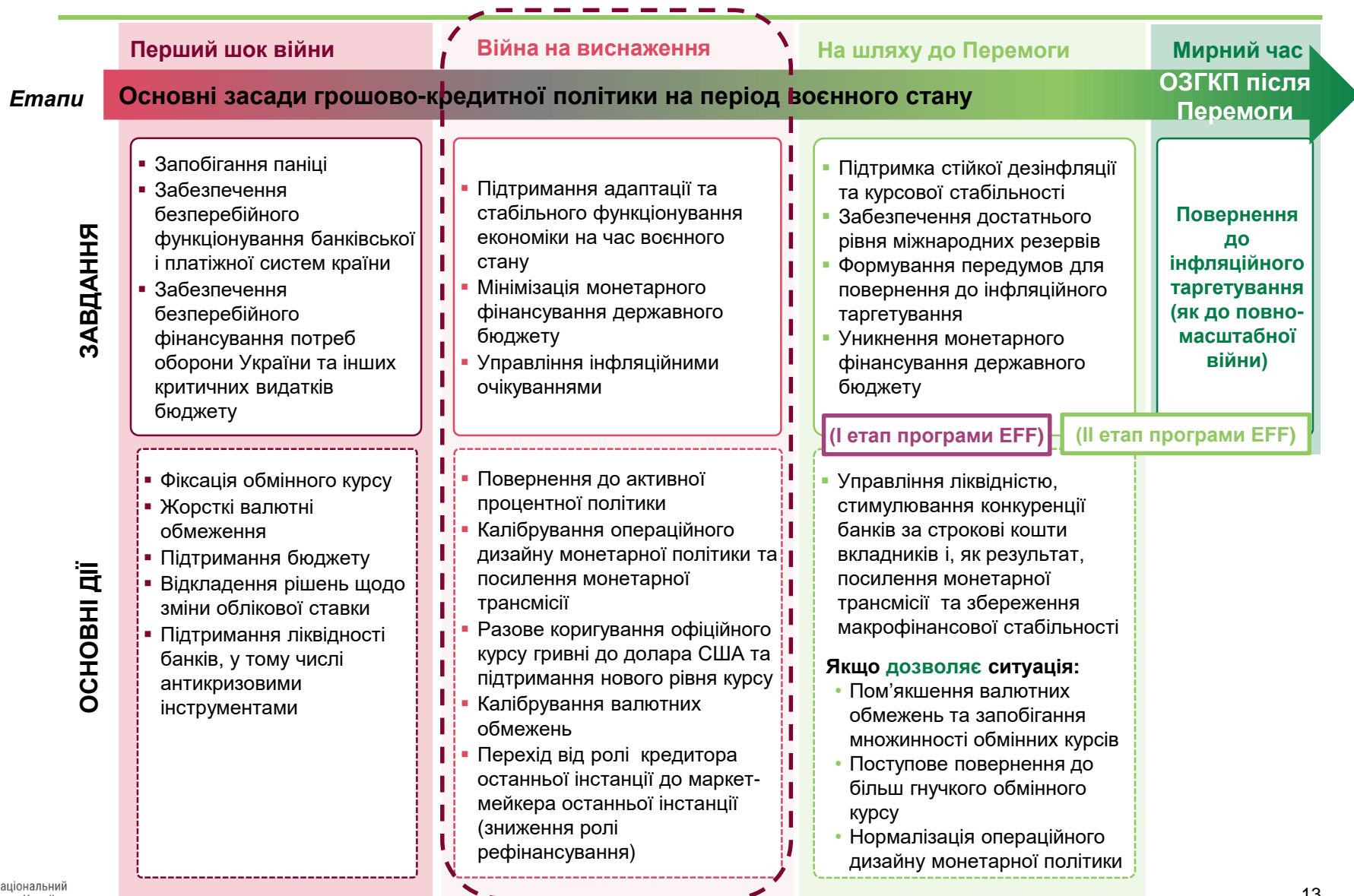
...та посиленням загрози валютної кризи...

КЛЮЧОВІ РИЗИКИ

- ❑ **Ризик розгортання валютної кризи**
 - розширення дефіциту бюджету (за підсумками січня – травня 2022 року від'ємне сальдо перевищило річні дефіцити попередніх двох років, доходи продовжували скорочуватися)
 - зростання обсягів монетизації (у червні 2022 року монетизація стала головним джерелом фінансування державного бюджету)
 - неритмічні надходження міжнародної фінансової допомоги (станом на кін. травня 2022 р. фактично надійшло лише близько 6.5 млрд дол. Для порівняння – НБУ у травні продав валюту на 3.4 млрд дол., а у червні продаж за оцінками НБУ міг сягнути 4 млрд дол.)
 - розширення переліку критичного імпорту (до 90% номенклатури товарів)
 - стрімке погіршення курсових очікувань
 - розбалансування готівкового сегменту валютного ринку
 - стрімке зростання обсягів інтервенцій та зниження ЗВР (станом на 30 травня 2022 р. ЗВР знизилися до 25.5 млрд дол.)
- ❑ **Ризик подальшого розгортання "інфляційної спіралі" та нелінійного прискорення інфляції**
 - інфляційний тиск охопив більше 80% споживчого набору
 - прискорене розбалансування інфляційних очікувань
 - м'які монетарна і бюджетна політики
 - зростання цін на енергоносії
 - формування локальних/тимчасових дефіцитів окремих товарів через розриви виробничих процесів, ланцюгів постачання
 - рекордна інфляція у світі

Надалі за незмінної політики можна було очікувати розгортання валютної кризи та «інфляційної спіралі», у т.ч. через вичерпання міжнародних резервів та відсутність гривневих інструментів з привабливою ринковою дохідністю

...тож НБУ адаптував монетарну політику до реалій війни на виснаження



Для зниження тиску на курс та захисту ЗВР НБУ підвищив облікову ставку та запровадив низку додаткових заходів...

Підвищення і збереження облікової ставки на високому рівні (25%)

Суттєве підвищення нормативу та зміна механізму розрахунку обов'язкових резервів за коштами на вимогу та на поточних рахунках у національній та іноземній валютах

Зміна операційного дизайну МП:
- можливість для банків розміщувати кошти в довгострокових (3-місячних) ДС під облікову ставку за умови залучення ними строкових депозитів фізичних осіб
- зниження ставки за ДС овернайт (до 20% з 23%)

Пожвавлення внутрішнього боргового ринку завдяки наданню банкам дозволу покривати частину обов'язкових резервів за рахунок бенчмарк-ОВДП

Стале зниження інфляції, поліпшення інфляційних очікувань та підтримка курсової стійкості за рахунок:

- сприяння подальшому підвищенню привабливості гривневих заощаджень
- розвитку культури заощаджень у гривні
- мінімізації ризиків, які генерують суттєві залишки на поточних рахунках в банках
- відмови від монетарного фінансування державного бюджету
- посилення впливу облікової ставки на стан грошово-кредитного ринку та бізнес-поведінку економічних агентів

Формування передумов для:

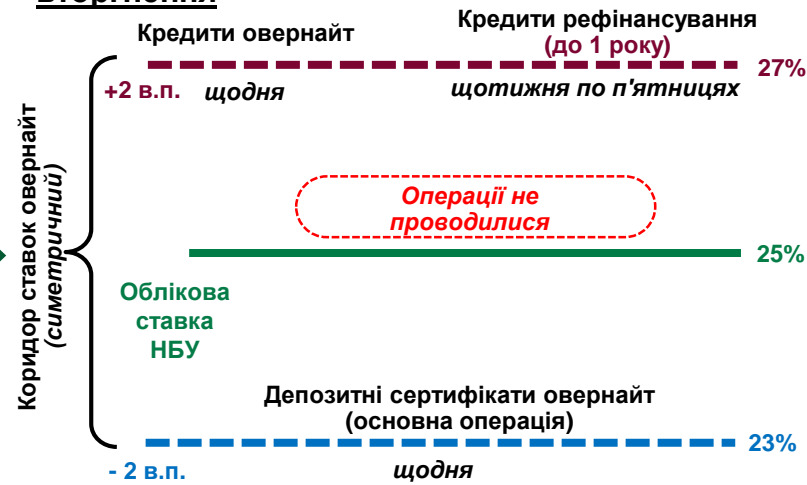
- поступового пом'якшення валютних обмежень
- більшої гнучкості обмінного курсу
- повернення до інфляційного таргетування

...НБУ запровадив унікальний операційний дизайн МП для посилення трансмісії у ставки за строковими депозитами ФО

Операційний дизайн МП до повномасштабного вторгнення



Операційний дизайн МП після повномасштабного вторгнення



Адаптація операційного дизайну МП

Новий операційний дизайн МП з 07 квітня 2023



- Зміна операційного дизайну МП:
 - можливість для банків розміщувати кошти в довгострокових (3-місячних) ДС під облікову ставку за умови залучення ними строкових депозитів фізичних осіб
 - зниження ставки за ДС овернайт (до 20% з 23%)
- У міру нормалізації економіки та фінансових ринків НБУ **планує повернутися до традиційного операційного дизайну монетарної політики**

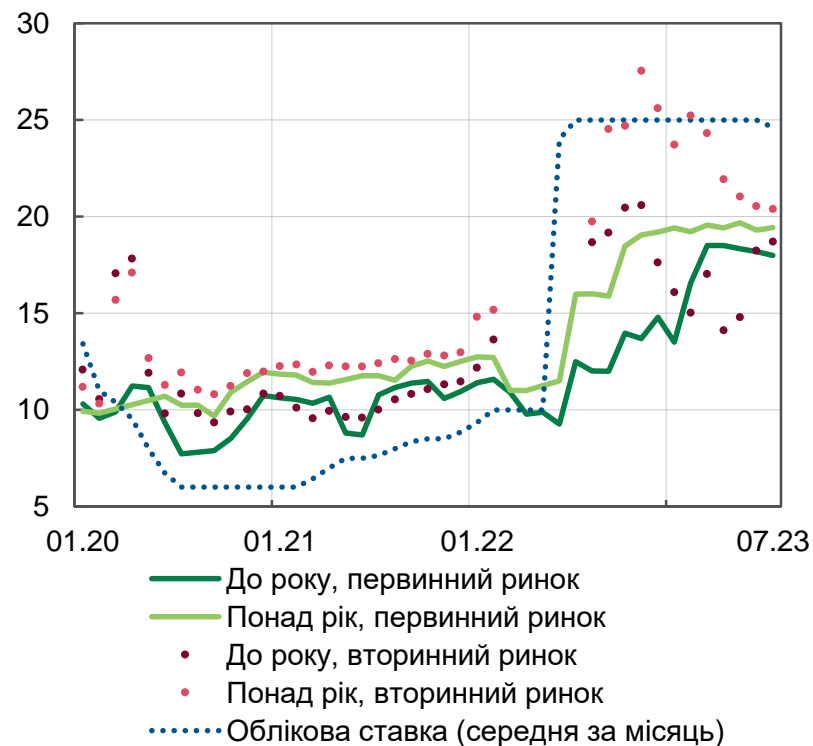
...що сприяло зростанню ринкових ставок...

Очікуваний та фактичний рівень середньозваженої ставки за новими строковими гривневими депозитами ФО, %



Джерело: розрахунки НБУ.

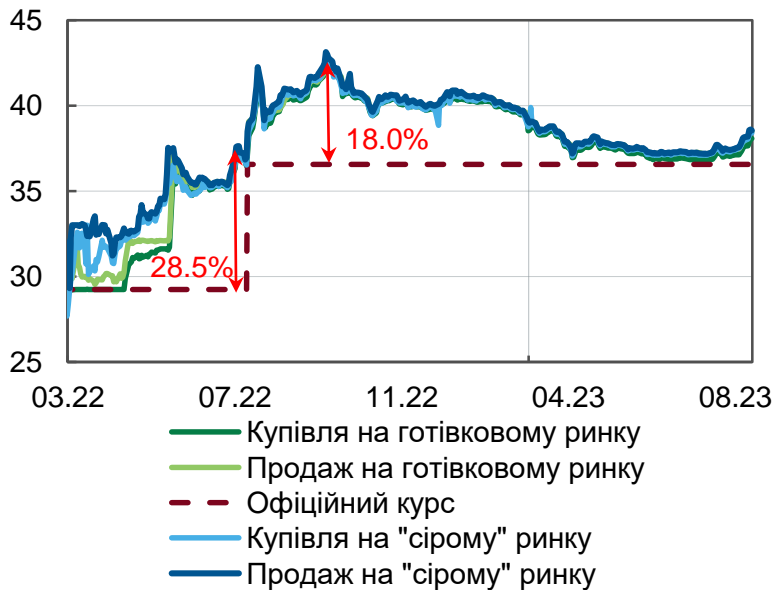
Дохідність гривневих ОВДП, %



Джерело: НБУ.

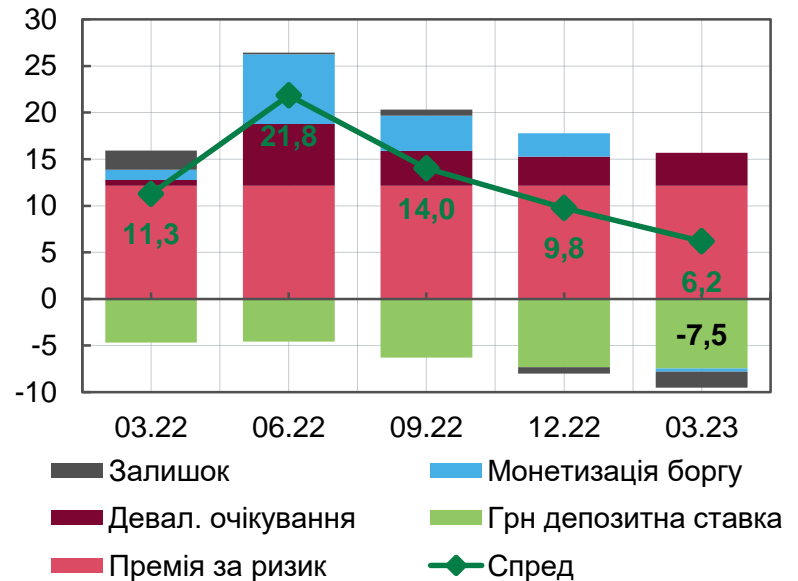
...що сприяло зниженню тиску на курс...

Курси гривні до долара *



* Останні дані – за 24.08.2023.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Внески факторів у скорочення спреду між готівк. і офіц. курсом USD/UAH, сер. за міс., в. п.

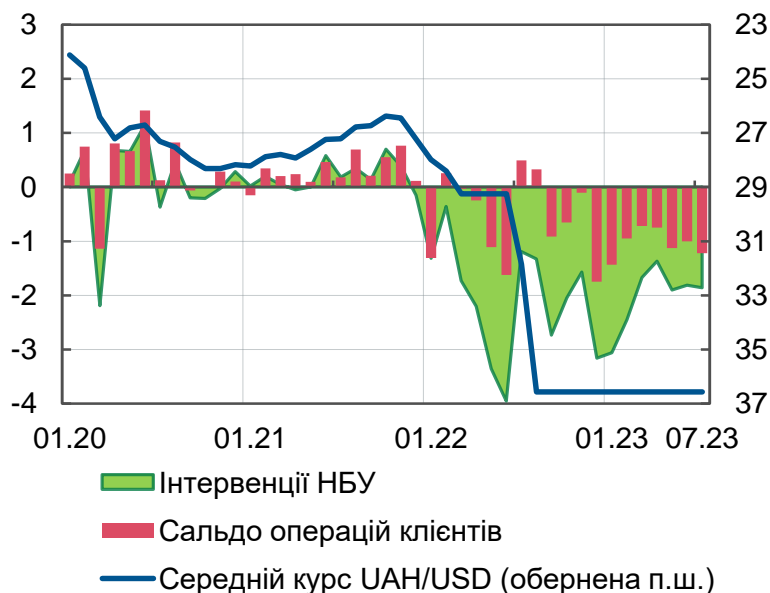


Джерело: розрахунки НБУ.

- Завдяки зовнішній фінансовій допомозі, заходам НБУ, а також високій адаптивності економіки до умов повномасштабної війни вдалося відчутно знизити тиск на валютному ринку

...дозволило захистити міжнародні резерви...

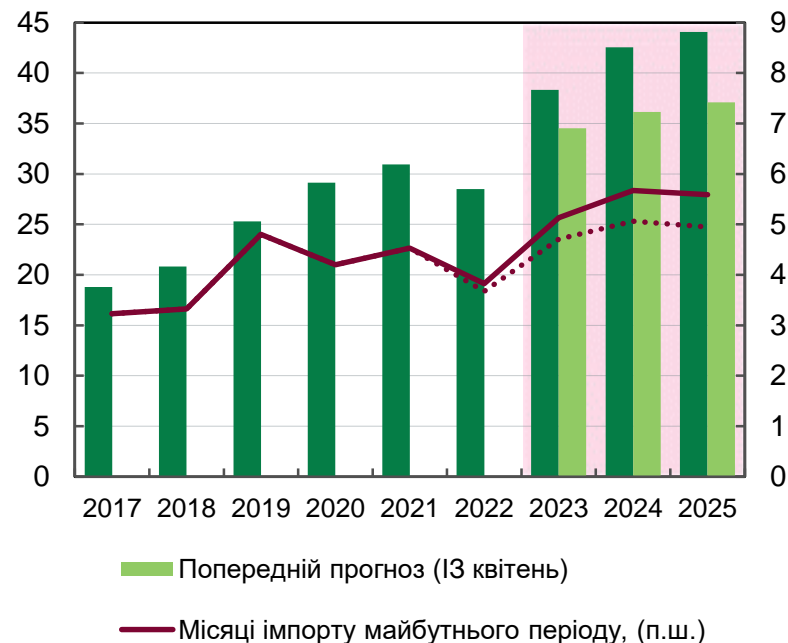
Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків*, інтервенції НБУ та середній курс, млн дол.



* - сальдо операцій з купівлі та продажу безготівкової та готівкової іноземної валюти клієнтами банків на умовах "тод", "том", "спот".

Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол. США



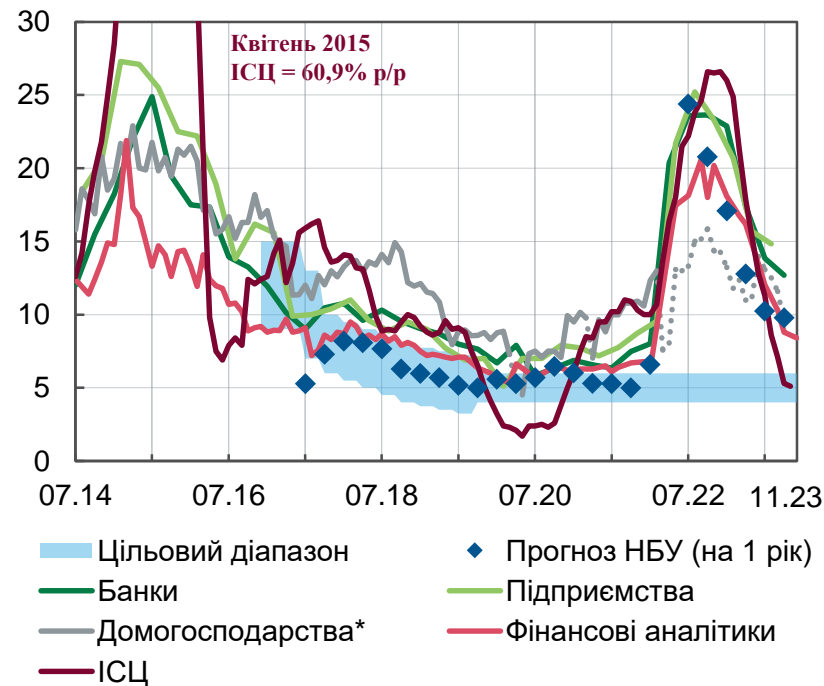
Джерело: НБУ.

■ Зниженню тиску на курс та міжнародні резерви сприяли зокрема такі заходи НБУ:

- підвищення облікової ставки та її утримання на незмінному рівні;
- липнева корекція обмінного курсу;
- калібрування валютних обмежень, створення додаткових інструментів для захисту заощаджень від курсових коливань;
- зменшення обсягів та подальша відмова від монетизації

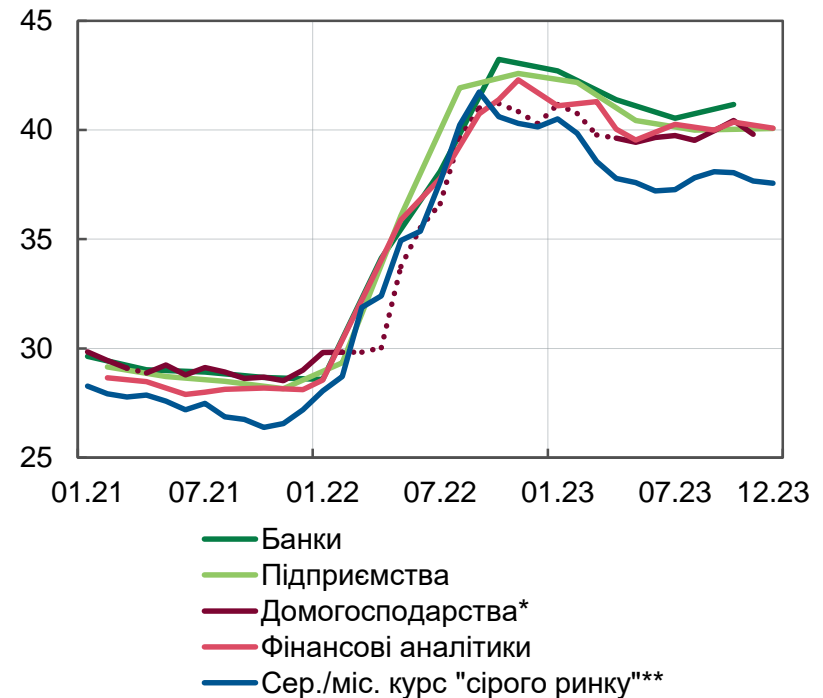
...стабілізувати та покращити очікування...

ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

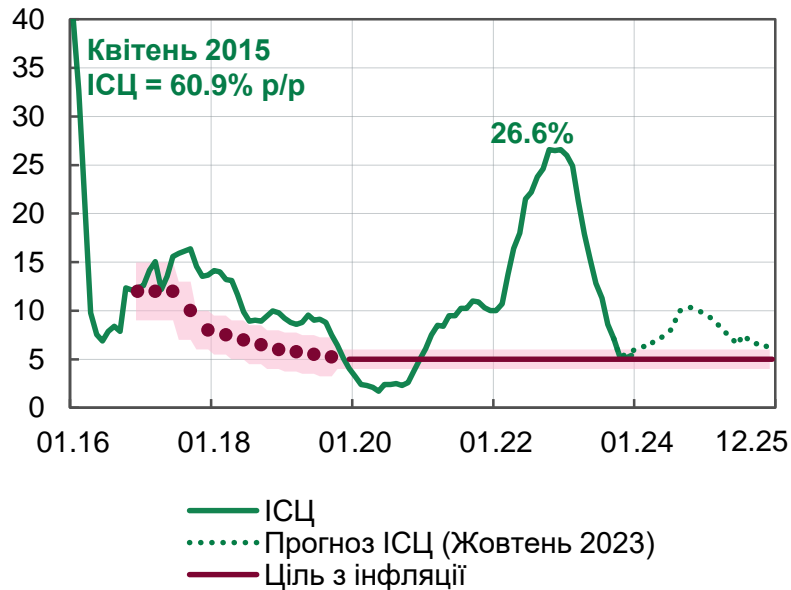
Курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол. США



* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.
** Станом за 20.12.2023.
Джерело: НБУ, Info Sapiens, відкриті джерела.

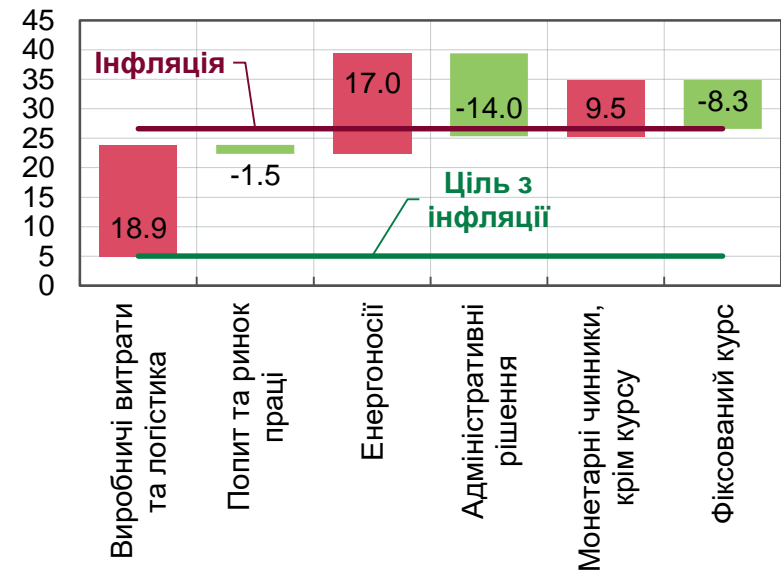
... уникнути неконтрольованого прискорення інфляції

Інфляція, прогноз та цілі з інфляції



Джерело: ДССУ, НБУ.

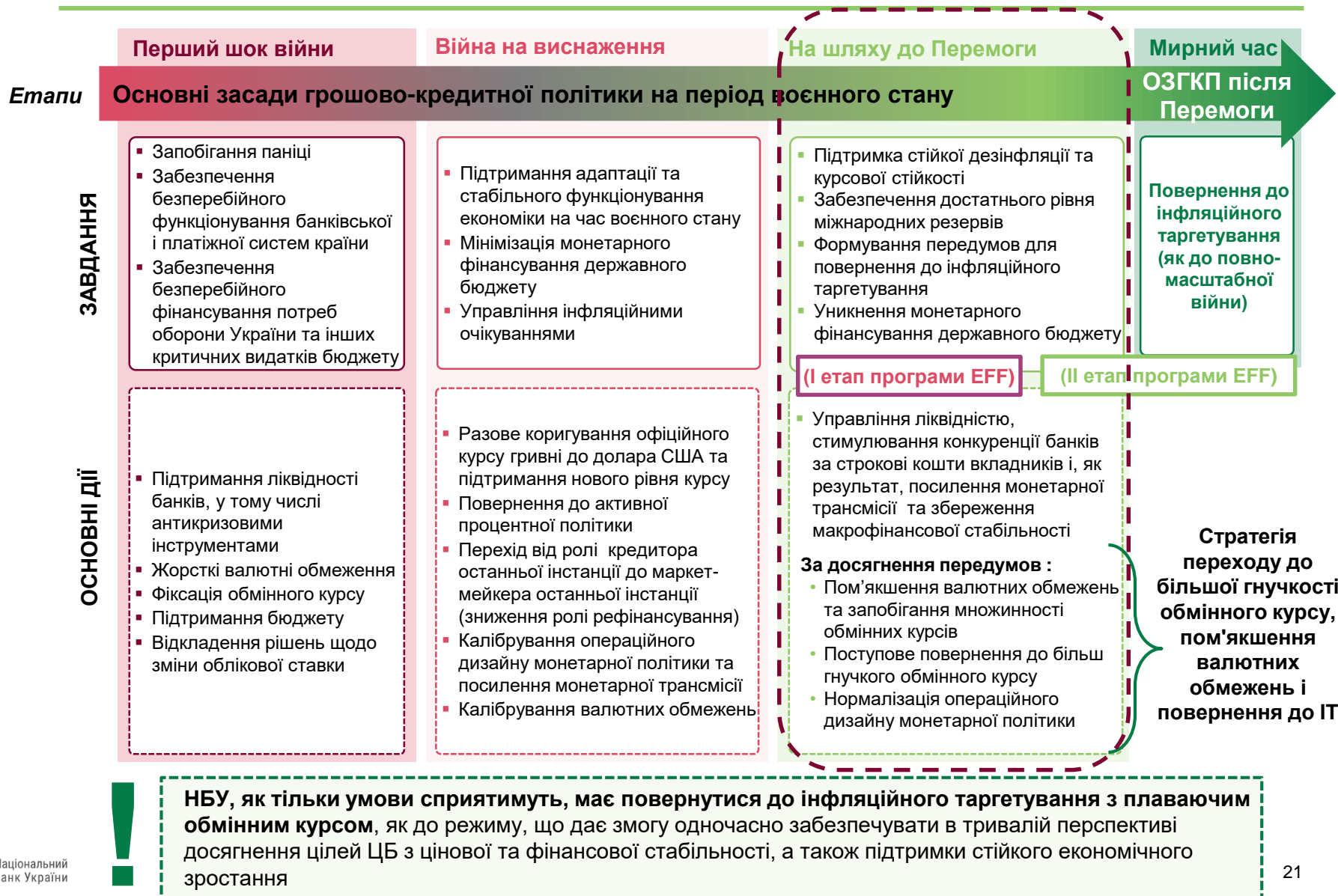
Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

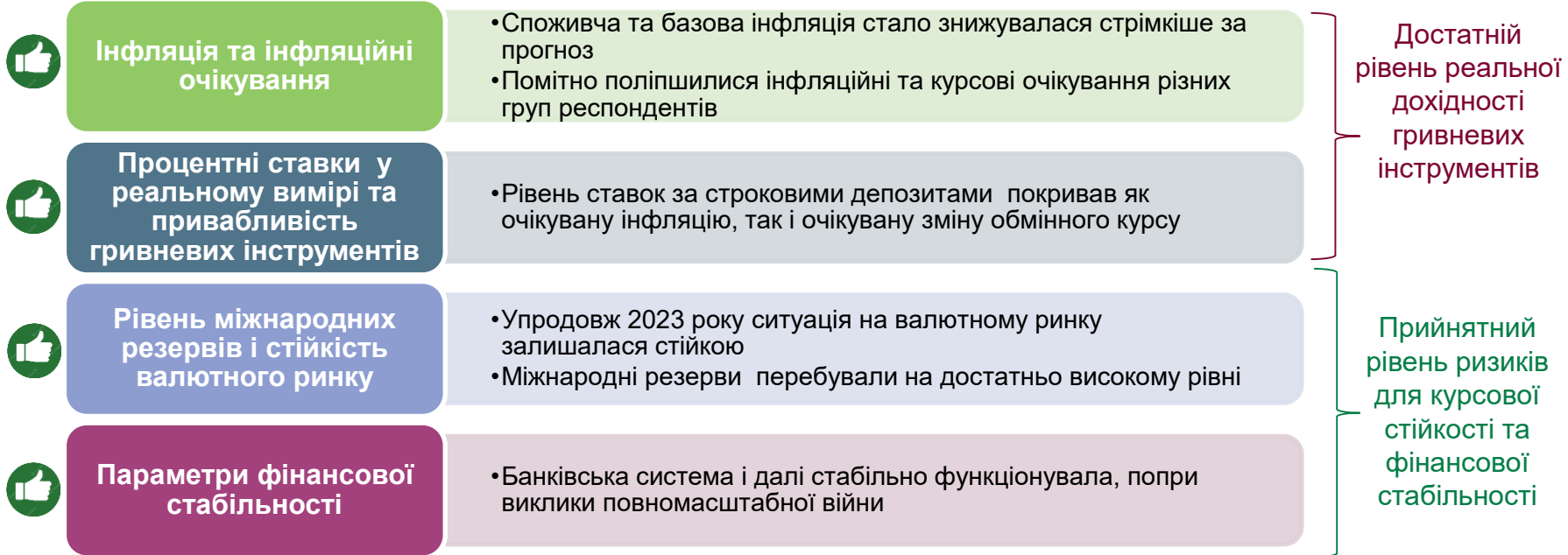
- **Зростання споживчих цін за підсумками 2022 року було помірним (ІСЦ зріс на 26.6% р/р) завдяки успішним діям українських сил оборони, комплексу антикризових заходів НБУ та уряду, а також підтримці міжнародних партнерів**
- **Важливу роль у збереженні контрольованості інфляційних процесів відіграла фіксація обмінного курсу гривні**
- **З початку 2023 року інфляція почала знижуватися стрімкіше, ніж очікувалося. За прогнозом НБУ, інфляція залишатиметься помірною, хоч і тимчасово прискориться наступного року**

Національний банк перейшов до наступного етапу адаптації монетарної політики...



... оскільки для цього сформувався відповідні передумови

Згідно зі Стратегією*, оцінка формування належних передумов для подальших кроків її реалізації ґрунтуватиметься на результатах аналізу розвитку таких ключових параметрів:



- ✓ Стійке, стрімкіше за прогноз сповільнення як споживчої, так і базової інфляції, а також покращення інфляційних очікувань підтримують достатній рівень реальної дохідності гривневих інструментів
- ✓ Краща за прогноз динаміка міжнародних резервів та валютних інтервенцій свідчить про прийнятний рівень ризиків для курсової стійкості та фінансової стабільності
- ✓ Такі умови дали можливість забезпечити пом'якшення низки валютних обмежень, розпочати цикл зниження ключової ставки та контролювано перейти до керованої гнучкості обмінного курсу, не створюючи загроз для привабливості гривневих заощаджень, а, отже, і для курсової стійкості та сталого зниження інфляції

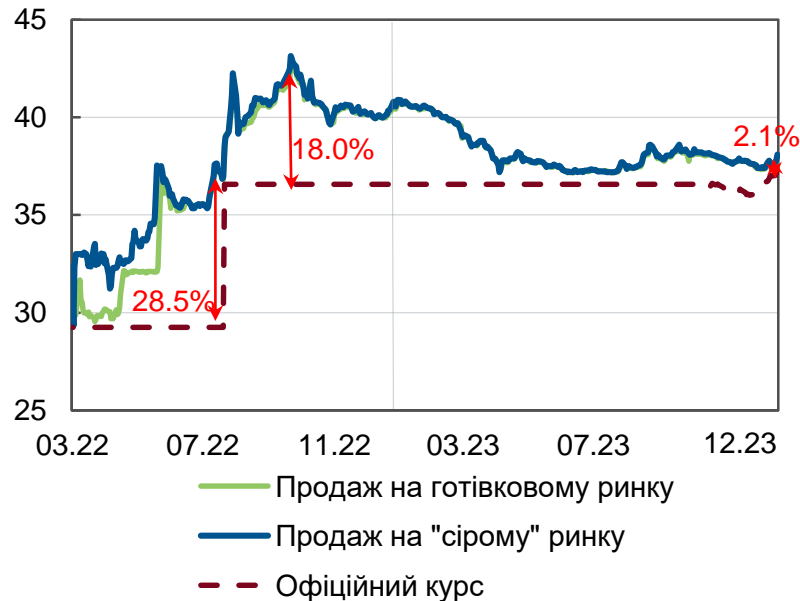
Зокрема НБУ продовжив пом'якшувати валютні обмеження та розпочав цикл пом'якшення процентної політики...

Облікова ставка, %



... а в жовтні перейшов до керованої гнучкості обмінного курсу

Обмінний курс гривні до долара



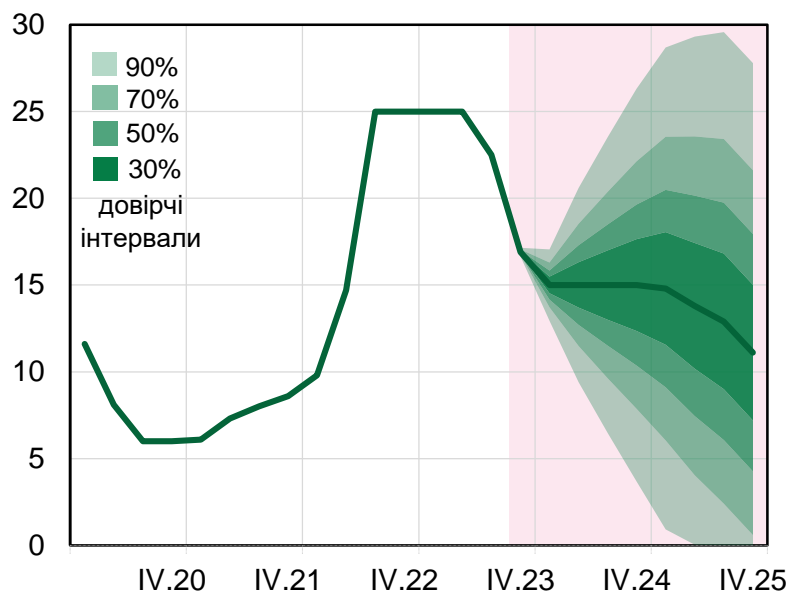
* За 20.12.23 (для готівкового ринку – 19.12.23).
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Принципи валютно-курсової політики НБУ:

- 1. Фокус на збереженні курсової стійкості через:**
 - компенсацію структурного дефіциту валюти
 - обмеження надмірних курсових коливань
 - підтримання достатньої привабливості гривні
- 2. Забезпечення двосторонніх курсових коливань**
- 3. Поступове збільшення амплітуди припустимих коливань обмінного курсу**
 - у прив'язці до макрофінансових передумов
- 3. Мінімізація множинності курсів**

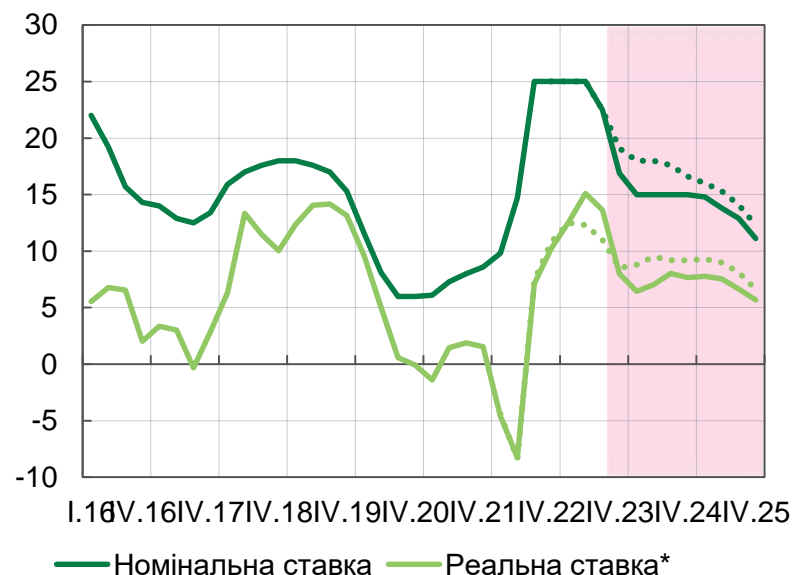
Подальше пом'якшення процентної політики враховуватиме необхідність підтримання привабливості гривневих активів...

Прогноз облікової ставки, %*



* в середньому за квартал.
Джерело: НБУ.

Облікова ставка, в середньому за період, %

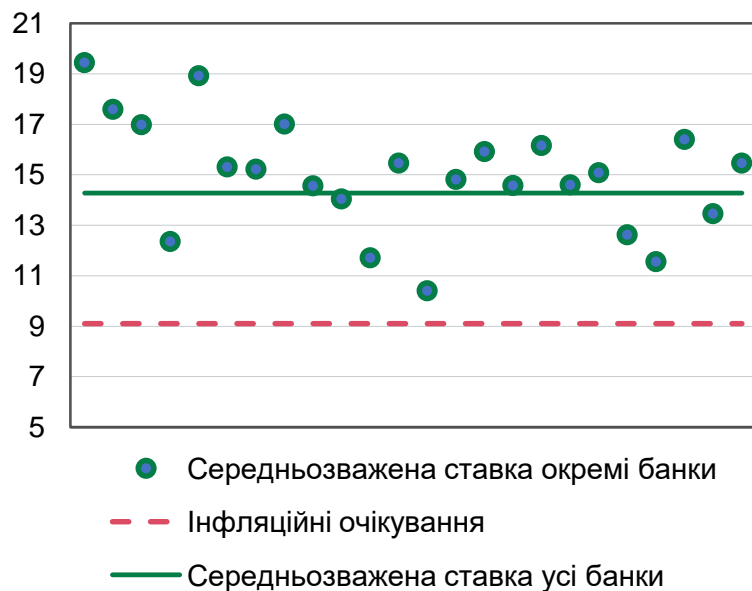


— Номінальна ставка — Реальна ставка*
* Дефльована на модельні очікування (КПМ).
Джерело: НБУ.

- За умови відсутності ознак погіршення балансу ризиків, а також успішної адаптації учасників ринку до нового валютного режиму НБУ бачить можливість додаткового зниження облікової ставки на найближчому засіданні
- Водночас очікувана траєкторія інфляції та плани щодо подальших кроків з валютної лібералізації обмежують простір для пом'якшення процентної політики у наступному році. Повернення до циклу зниження облікової ставки в 2024 році стане можливим лише в разі суттєвого зниження ризиків для курсової стійкості та інфляційної динаміки

... оскільки збереження привабливості гривні є важливою передумовою подальшого пом'якшення валютних обмежень

Середньозважені процентні ставки окремих банків* за гривневими депозитами ФО на строк понад 3 місяці (за листопад) та інфляційні очікування на наступні 12 місяців**, %



Частки окремих видів депозитів фізичних осіб, %



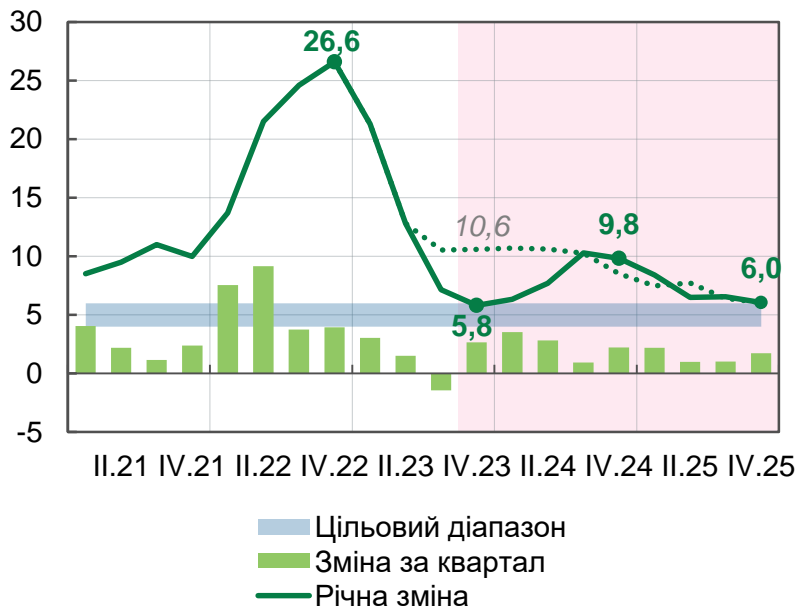
* Банки, залишки гривневих строкових депозитів ФО яких станом на 01.12.2023 перевищували 1 млрд грн (згідно із оперативної статистики).

** Відповідно до опитування ДГ у листопаді.
 Джерело: НБУ, Info Sapiens.

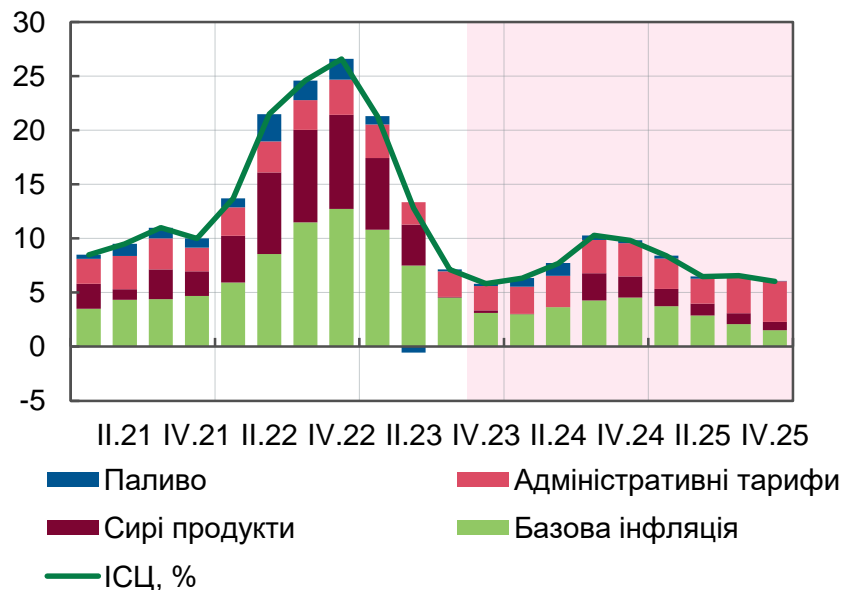
* - скореговано на орієнтовну величину депозитів з правом дострокового розірвання які обліковуються як строкові
 Джерело: НБУ.

Завдяки цьому інфляція залишатиметься помірною і контрольованою

Інфляція, р/р, %



Внески в річну зміну ІСЦ, в.п



- **Наступного року очікується сплеск інфляції** через низьку базу порівняння (зокрема тимчасовий сплеск продовольчої інфляції), курсові ефекти, зростання собівартості виробництва продукції бізнесом в умовах тривалих безпекових ризиків (зокрема з боку заробітних плат), прискорення адміністративної інфляції
- **У 2025 році інфляція уповільниться нижче 6%** завдяки зниженню виробничих витрат, поліпшенню логістики і проведенню виваженої монетарної політики. Проте вона залишатиметься вище цілі через потребу в коригуванні адміністративних цін і тарифів

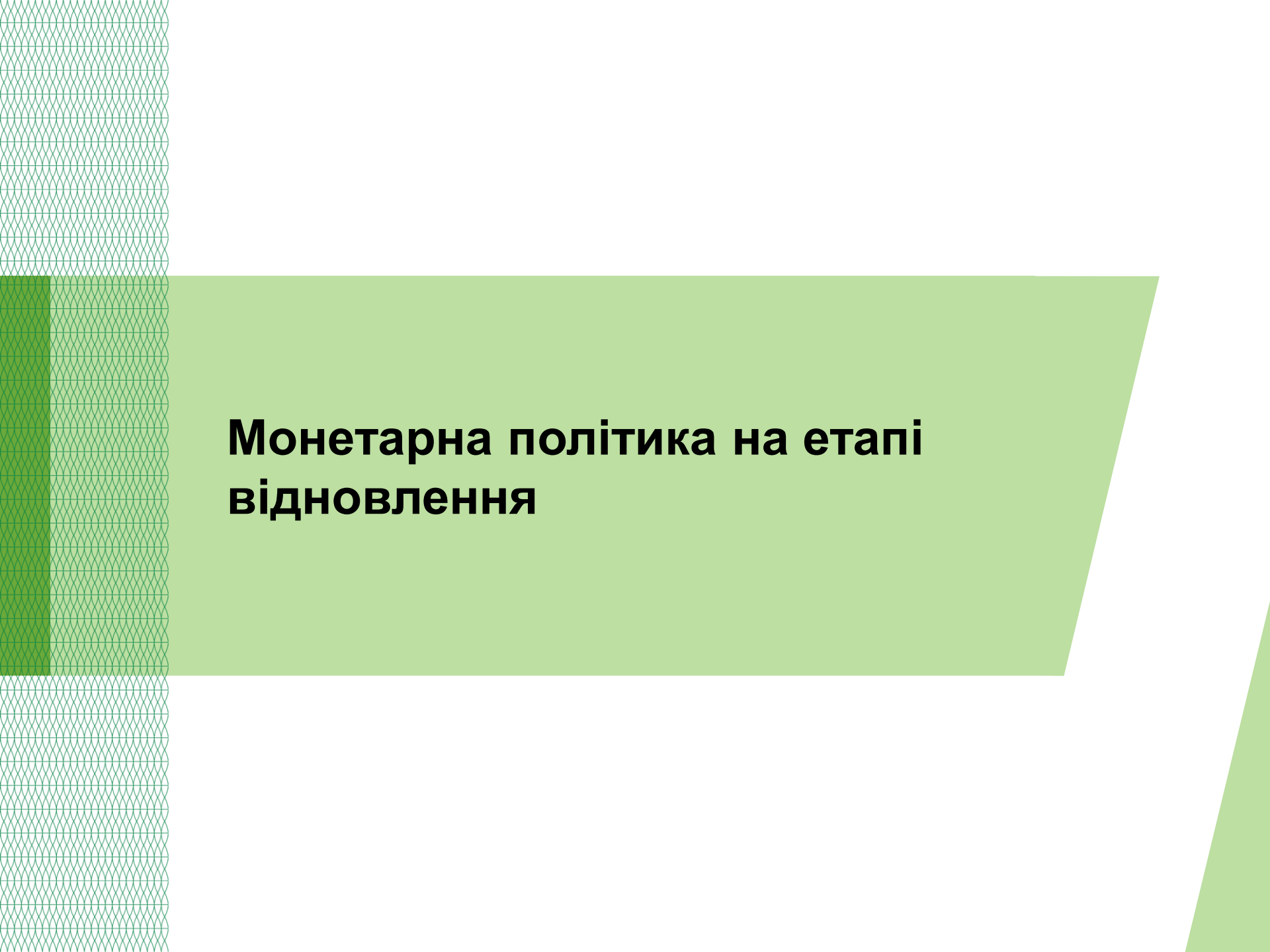
Основні досягнення на даний момент

Незважаючи на повномасштабне вторгнення та терористичні атаки росії, **фінансова система та НБУ добре функціонують і підтримують потреби оборони України**

Гривня виконує свої функції навіть під час війни. Найгіршого сценарію – демонетизації економіки - вдалося уникнути

Це результат **дотримання НБУ свого мандату**: пріоритетність забезпечення цінової та фінансової стабільності. Це важлива основа для обороноздатності країни під час воєнного стану та подальшого швидкого відновлення в мирний час

Для досягнення своїх цілей **НБУ має у своєму інструментарії комбінацію перевірених та ефективних інструментів** (курсова стійкість та контроль за рухом капіталу), а також **неортодоксальних** (наприклад, інструменти для стимулювання конкуренції між банками за вкладників, інструменти хеджування валютних ризиків для домогосподарств)



Монетарна політика на етапі відновлення

Характеристика економіки на етапі відновлення

Середовище з високою невизначеністю

Велика потреба в офіційній фінансовій підтримці та приватних ПІІ

Потреба в дешевих кредитах як для приватного, так і для державного сектору

Волатильність валютних потоків

Вразливість до зовнішніх і внутрішніх шоків

Структурні зміни в економіці = коригування відносних цін



Характеристики режиму МП, який задовольняє потребам відновлення:

- Надійний і передбачуваний навіть у невизначеному середовищі
- Стандартний і зрозумілий для міжнародних партнерів та інвесторів
- Здатний впоратися з інфляцією, щоб зменшити вартість запозичень
- У той же час достатньо гнучкий, щоб згладити економічний цикл
- Регульований і стійкий валютний ринок для запобігання шокам



Найкращий кандидат:
інфляційне таргетування з гнучким (тим не менш, керованим) обмінним курсом

Виклики для монетарної політики на етапі відновлення

ВИКЛИК	ПРОБЛЕМА	РІШЕННЯ
Необхідність поживлення кредитування з наслідками для монетарної трансмісії	Банки не наважуються видавати кредити через високі ризики	Страхування воєнних і політичних ризиків. Гарантії за кредитами
Зміцнення обмінного курсу через значний приплив іноземної валюти	Вразливість експортних секторів	Валютні інтервенції + контроль короткострокового капіталу
Профіцит ліквідності в банківській системі	Послаблення монетарної трансмісії	Заходи з регулювання структурного профіциту ліквідності
Коригування відносних цін через структурні зміни	Конфлікт між цілями цінової стабільності та економічного відновлення	Відносно висока ціль з інфляції (5%) упродовж тривалішого терміну



Національний
банк України

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