



Національний  
банк України

# У пошуках дієвого рецепту: монетарна політика в умовах значного структурного профіциту ліквідності

**Михайло Ребрик**

начальник управління монетарної політики  
Департаменту монетарної політики та економічного  
аналізу

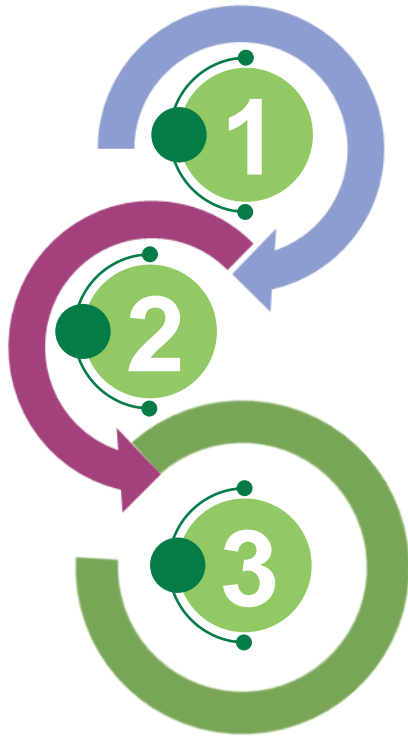
Національного банку України

Семінар для викладачів ЗВО  
02 червня 2023 року



# Структура презентації

---



**Неконвенційні інструменти МП та неконвенційні (утім цілком передбачувані?) наслідки їх застосування**

**Монетарний "мікс" в умовах значного структурного профіциту ліквідності**

**Кейс Національного банку України**

# Для стимулювання економіки під час пандемії Covid-19 ЦБ широко застосували неконвенційні інструменти МП...

Протягом десятиліть **ЦБ використовували ключову ставку** як основний інструмент МП

ЦБ багатьох розвинених країн **знизили ключові ставки до майже нульового рівня** у відповідь на Глобальну фінансову кризу (2007–2009)

ЦБ почали покладатися на **неконвенційні інструменти МП**

**Неконвенційні інструменти МП знову вийшли на перший план**, коли ЦБ (як розвинених країн, так і країн з ринками, що розвиваються) реагували на економічні наслідки COVID-19

## Купівля активів

ЦБ можуть встановлювати ціль щодо:

- **цін на активи**
- **кількості активів**, які він придбає = **кількісне пом'якшення (QE)**

## Від'ємні ставки

ЦБ встановлює від'ємні ставки, мотивуючи це необхідністю запобігти укріпленню курсу валюти на тлі дефляції

## Адаптація умов проведення ринкових операцій

- розширення переліку застави
- розширення кола контрагентів

## Довгострокове рефінансування

ЦБ надають дешеве довгострокове фінансування установам за ставками, нижчими від вартості більшості їх джерел фінансування

## ... у т.ч. до активного застосування неконвенційних інструментів МП вдалися й ЦБ країн ЕМ...

Напрямок	Ключові інструменти	Країни (ЕМ+ІТ), ЦБ яких застосовують інструменти
Зниження рівня процентних ставок	Викуп цінних паперів («кількісне пом'якшення»)	Польща, Румунія, Угорщина, Мексика, ПАР, Туреччина, Індія, Індонезія, Таїланд, Філіппіни, Колумбія, Індія, Чилі
Підтримання ліквідності та розширення ресурсного потенціалу банків	Запровадження валютних свопів з банками	Сербія, Туреччина, Грузія
	Інструменти довгострокового кредитування банків та інших фінансових установ	<b>Україна</b> , Угорщина, Індія
	Програми цільового рефінансування	Польща, Угорщина, Мексика, Казахстан, Туреччина, Грузія, Єгипет та ін.
	Своп процентних ставок між ЦБ та банками	<b>Україна</b>
Стимулювання кредитування адміністративними засобами	Обмеження ставок за кредитами	Угорщина
	Кредитні канікули, мораторій на виплати за кредитами	<b>Україна</b> , Угорщина, Індія, Грузія, ПАР, Сербія
	Подовження строку погашення кредитів	Бразилія, Туреччина

## ...хоча раніше країни ЕМ проводили більш обережну МП та переважно уникали неконвенційних інструментів...

Країна	Кількість років з моменту запровадження ІТ	Середня інфляція у 2018-2022 рр. і таргет, % <sup>1)</sup>	Однорічні інфляційні очікування фін. аналітиків, % <sup>2)</sup>	Доларизація зобов'язань банків, % <sup>3)</sup>	EMBI+, % <sup>4)</sup>	Суверенний кредитний рейтинг (S&P)	Відповідність міжнародних резервів критерію ARA <sup>5)</sup> , %
Україна	8	10.22 (5±1)	12.70	38.47	32.2	CCC	97.0
Туреччина	17	27.14 (5±2)	32.00	52.44	8.7	B	95.4
Молдова	13	9.17 (5±1.5)	6.10	41.25	-	-	212.3
Грузія	14	6.83 (3)	4.10	54.66	6.5	BB	103.9
Румунія	18	5.99 (2.5±1)	5.40	29.26	6	BBB-	100.7
Угорщина	22	5.84 (3±1)	5.50	-	5.1	BBB-	109.5
Бразилія	24	5.64 (3.25±1.5)	4.99	-	6.2	BB-	135.7
Чехія	25	5.42 (2±1)	3.50	-	-	AA-	365.7
Польща	25	5.37 (2,5±1)	6.40	-	3.8	A-	145.7
Індія	8	5.31 (4±2)	-	5.2	4.8	BBB-	165.3
Мексика	22	5.10 (3±1)	5.11	-	5.5	BBB	115.9
Чилі	32	4.76 (3±1)	4.30	-	4.2	A	75.0
ПАР	23	4.69 (3-6)	4.88	6.96	9.7	BB-	78.2
Колумбія	24	4.59 (3±1)	-	10.84	7.1	BB+	128.6
Сербія	17	4.29 (3±1.5)	8.00	-	-	BB+	144.3
Філіппіни	21	3.97 (3±1)	5.80	17.28	4.5	BBB+	123.3
Індонезія	18	2.78 (3±1)	3.40	19.4	4.7	BBB	110.9
Албанія	14	2.77 (3)	4.72	52.72	-	B+	186.9

Довіра до ЦБ

Довіра до нац. валюти

Ризик відтоку капіталу та ↑ девальваційного тиску

Стійкість до валютних шоків

Примітки:

- 1) World Economic Outlook Database, April 2023
- 2) Офіційні сторінки центральних банків, Consensus Economics, Focus Economics
- 3) IMF, FSI: Зобов'язання в іноземній валюті до загальних зобов'язань, %. Останні наявні дані за 2021/2022 рр.
- 4) Розрахунок НБУ на основі EMBI spread, середнє за 2022-2023 рр.
- 5) За даними IMF станом на кінець 2022 р.

# ЦБ недооцінили негативні ефекти для МП від застосування неконвенційних монетарних інструментів

Разом з очікуваними ризиками для фінстабільності від застосування неконвенційних інструментів МП...

Схильність і готовність ЦБ надавати ліквідність банкам під низькі ставки **може деформувати сприйняття ризиків (ризик ліквідності, кредитного, процентного ризику тощо) фінансовими установами** → вища ймовірність майбутніх епізодів фінансового стресу

**Несприятливі наслідки стабільно низьких або навіть від'ємних процентних ставок:**

- завдають шкоди прибутковості банків
- дозволяють менш продуктивним підприємствам вижити, коли вони за звичайних умов не були б життєздатними
- стимулюють надмірне зростання цін на активи, незважаючи на слабке економічне зростання → це може збільшити ризик фінансової нестабільності

Вважається, що купівля активів ЦБ приносить непропорційну користь деяким соціальним групам

**... виникли й відносно «неочікувані» монетарні ефекти:**

**Прискорення інфляції, яке виявилось набагато більш значним і персистентним (не транзитивним), ніж очікувалося, зокрема через розбалансування очікувань (яке мало хто прогнозував)**

**Зниження здатності ЦБ впливати на інфляцію, зокрема внаслідок:**

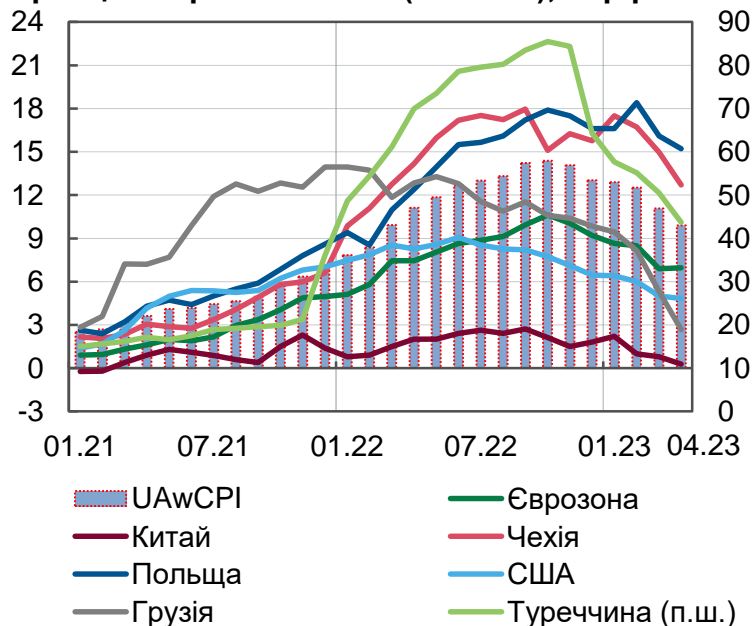
- зниження дієвості традиційних інструментів МП (у т.ч. через значний профіцит ліквідності та зниження довіри до ЦБ та національних валют)
- ускладнення операційного каркасу монетарної політики (монетарні умови визначаються не лише міжбанківською ставкою)

**Викривлення на фінансових ринках та в економіці через значне втручання ЦБ (у т.ч. атрофія міжбанківського кредитного ринку, атрофія бізнес-моделей фінансових посередників)**

**Репутаційні втрати ЦБ (у т.ч. через посилення фіскального домінування, прискорення інфляції, значні витрати на абсорбування надлишкової ліквідності, що сприймаються як «субсидування» банків)**

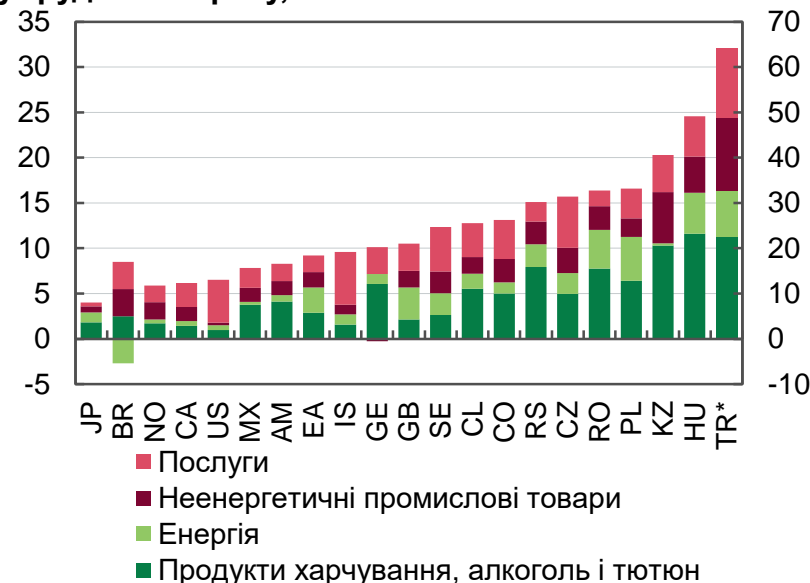
# Масштабні програми стимулювання економік стали однією з причин рекордного цінового сплеску у світі

ІСЦ в окремих країнах і середньозважена інфляція в країнах – ОТП (UAWCPI), % р/р



Джерело: національні статистичні агенції, НБУ.

Внески компонент у річну зміну ІСЦ окремих країн у грудні 2022 року, в.п.



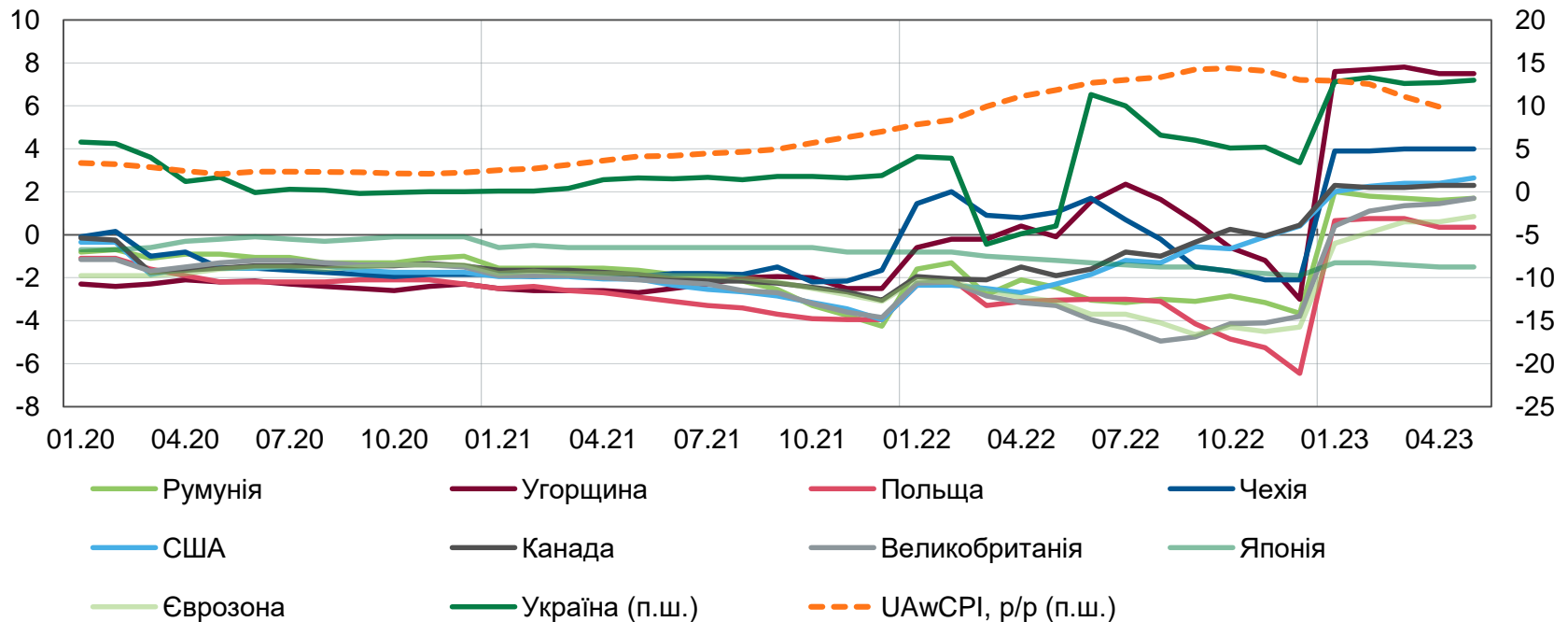
\*Туреччина – права шкала

Джерело: ОЕСР, національні статистичні агенції, розрахунки НБУ.

- Цінова динаміка не в останню чергу підживлювалася шоками пропозиції: розривами ланцюгів постачання через локдауни і стрімким зростанням світових цін на сировинні товари, зокрема енергоносії
- В умовах перебоїв з пропозицією безпрецедентні монетарні та фіскальні стимули підживлювали споживчий попит і негативно позначалися на очікуваннях, посилюючи фундаментальний тиск. Про це сигналізувало пришвидшення й базової інфляції

# Монетарні та фіскальні стимули тривали й тоді, коли прискорення інфляції вже набирало обертів...

## Ключові реальні ex-ante ставки у окремих країнах, %



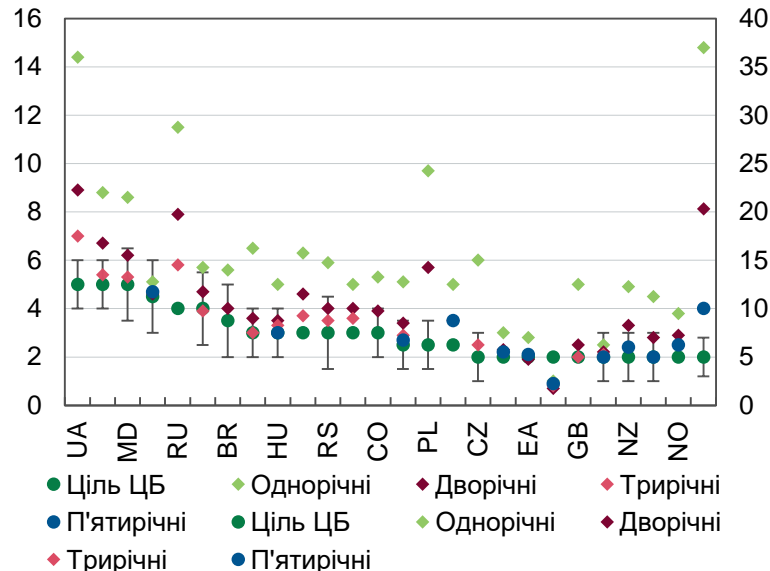
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Consensus Economics, станом на 19.05.23.

- ЦБ переважно не квапилися з реакцією ключовими ставками на зростання цін, оскільки вважали таке зростання *тимчасовим* (мине вплив «транзитивних» чинників пропозиції → проблема вичерпається сама собою) та *викликаним немонетарними чинниками* (поза межами впливу ЦБ)



# ...що стало каталізатором розбалансування інфляційних очікувань...

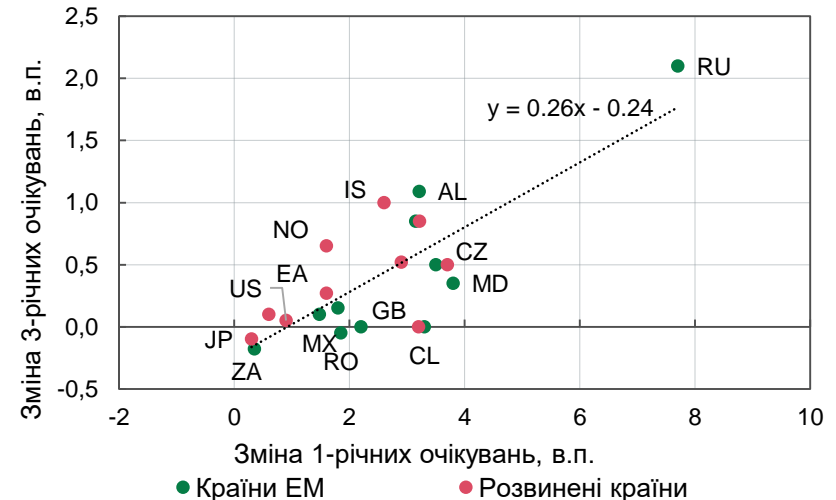
Інфляційна ціль ЦБ та інфляційні очікування фінансових аналітиків у окремих країнах за горизонтом прогнозу, в.п.



\* Туреччина – права шкала.

Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Consensus Economics, Focus Economics (червень 2022 року).

Зміна одно- та трирічних\* інфляційних очікувань фінансових аналітиків в окремих країнах порівняно з IV кварталом 2019 року, в.п.

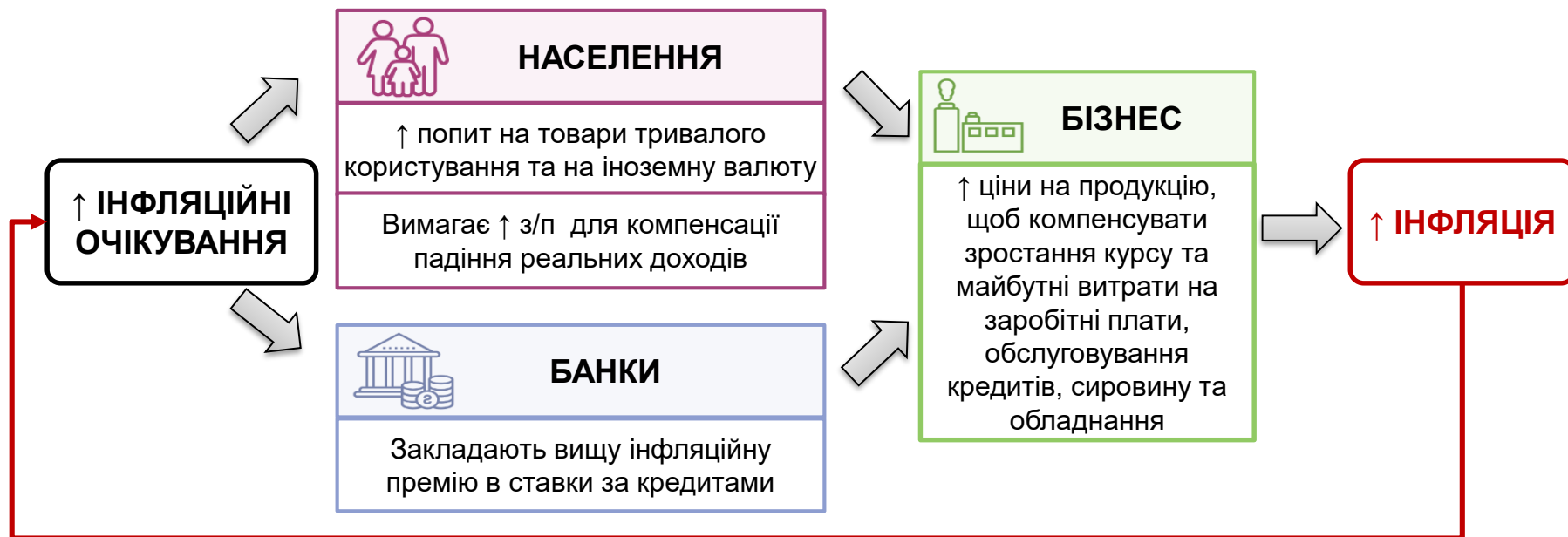


\* Для країн, що мають лише дво- та п'ятирічні інфляційні очікування, трирічні очікування розраховані за допомогою моделі Nelson-Siegel (1987).

Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Consensus Economics, розрахунки НБУ.

- Довгий час ЦБ вважали, що тимчасові шоки пропозиції не спричинять стійкого розбалансування очікувань, закорених протягом останніх десятиліть
- Проте рекордне прискорення інфляції не залишилося непоміченим: інфляційні очікування погіршилися. Спочатку короткострокові, а згодом – і довгострокові

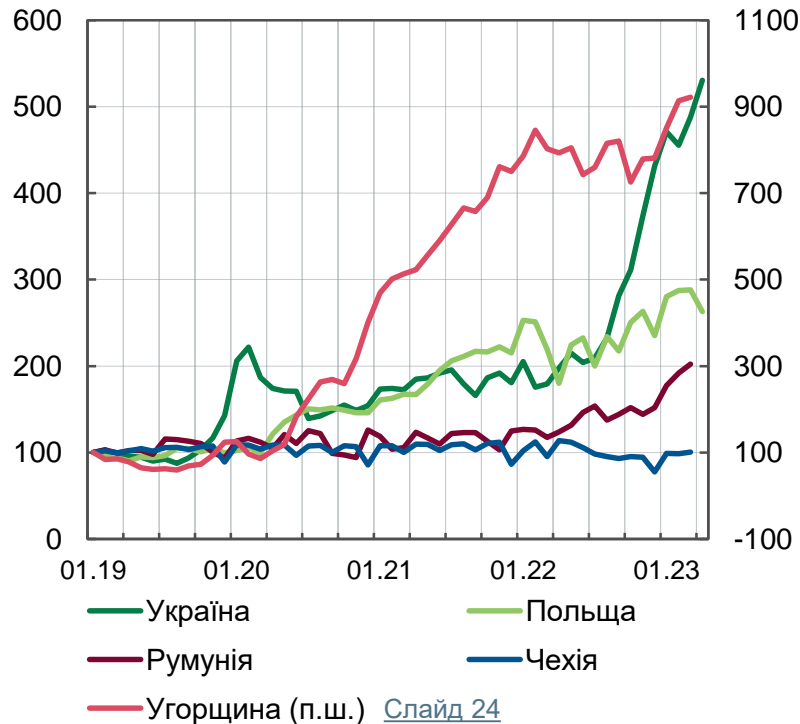
## ...а розбалансування очікувань спричинило розгортання інфляційної спіралі, яку підживлює і надалі



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

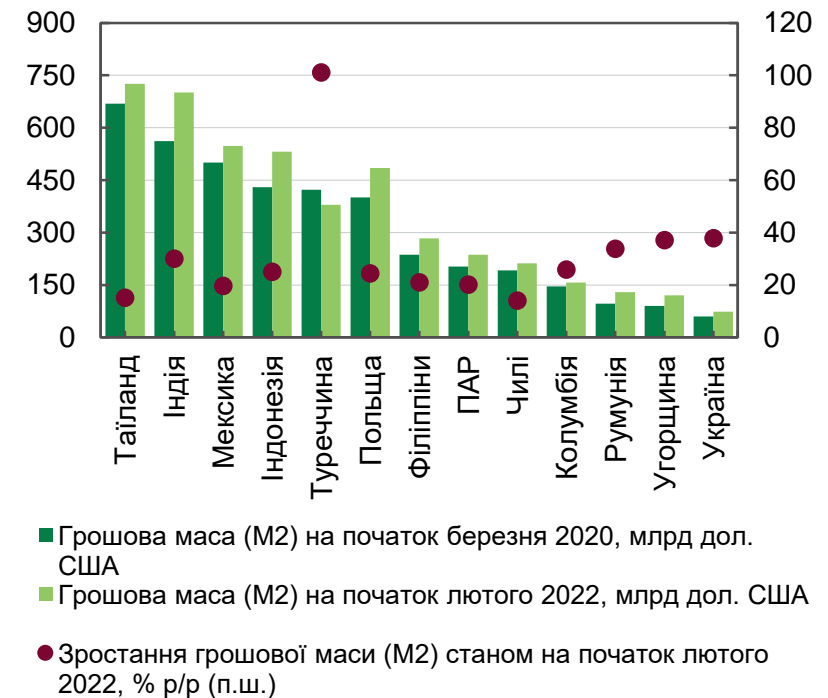
# Через масштабні програм стимулювання економік в окремих країнах профіцит ліквідності банків суттєво розширився...

Ліквідність банківських систем обраних країн, 2019 = 100%



Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

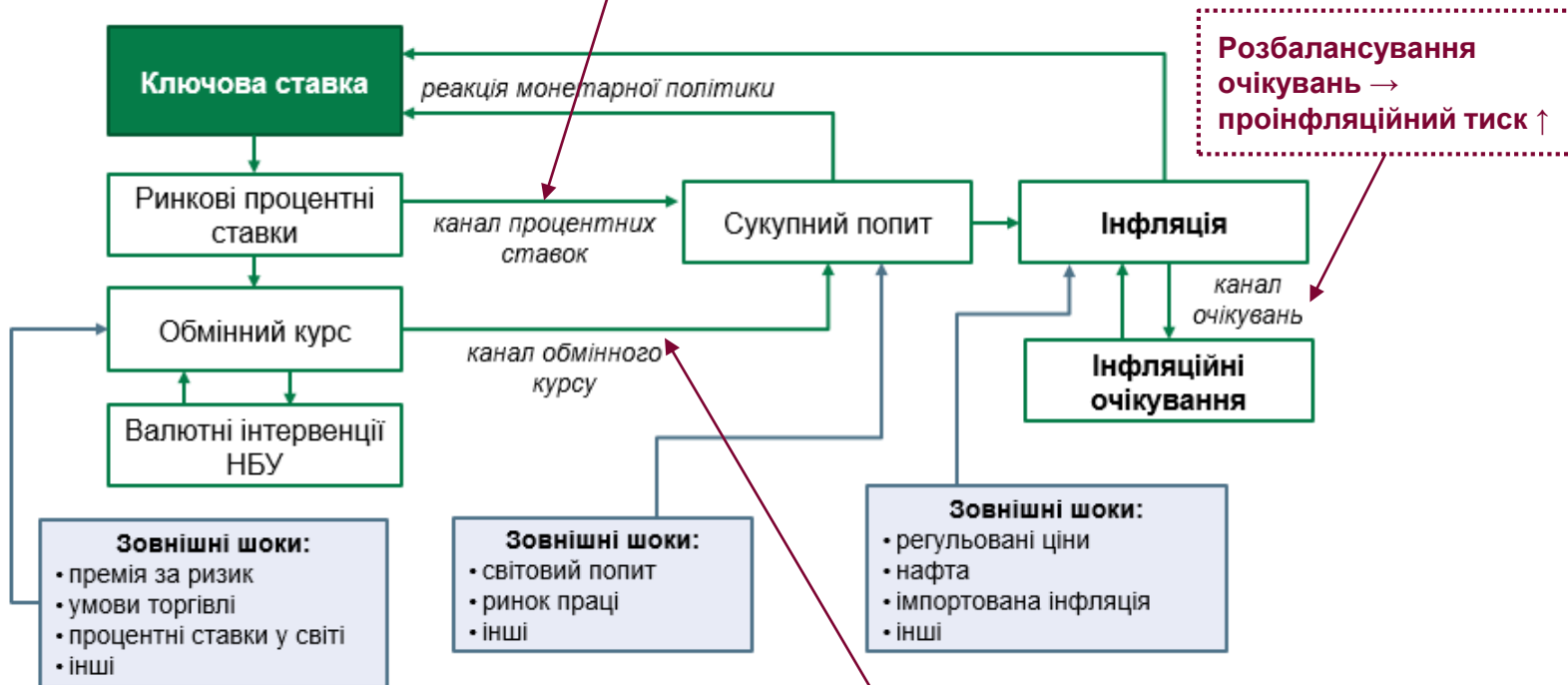
Грошова маса (M2) окремих країн ЕМ, які запровадили кількісне пом'якшення



Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

## ... разом з розбалансуванням очікувань це суттєво послабило дієвість каналів монетарної трансмісії...

- **Профіцит ліквідності** → менше стимулів у банків конкурувати за вкладників підвищенням ставок за депозитами → млява реакція ринкових ставок на підвищення ключової ставки ЦБ
- **Погіршення очікувань** → реальні ставки в національній валюті ↓ → схильність до заощаджень ↓ + схильність купувати більше товарів тривалого користування (у т.ч. Імпортованих) ↑ → проінфляційний тиск ↑



- **Профіцит ліквідності** → більший попит на іноземну валюту через портфельний ефект (диверсифікація вкладень)
- **Погіршення очікувань** → реальні ставки в національній валюті ↓ → попит на іноземну валюту для захисту заощаджень від знецінення ↑ → тиск на валютному ринку ↑ → проінфляційний тиск ↑

## ...тож коли ЦБ почали посилювати МП, вони зіштовхнулися з млявою реакцією ринкових ставок на монетарні імпульси

«...**високий рівень ліквідності** утримує ставки на грошовому ринку на низькому рівні та **запобігає трансмісії від підвищень ключової ставки ЄЦБ** через ставки банків до компаній та домогосподарств».

*Reuters, 28.10.2022*



«Нам **потрібна найкраща трансмісія**, і це головна причина, чому ми змінюємо ключову ставку».

«Ключовим моментом є **ефективна трансмісія** нашої монетарної політики та **усунення перешкод**, які стоять на її шляху».

*Крістін Лагард, Президентка ЄЦБ, 27.10.2022*

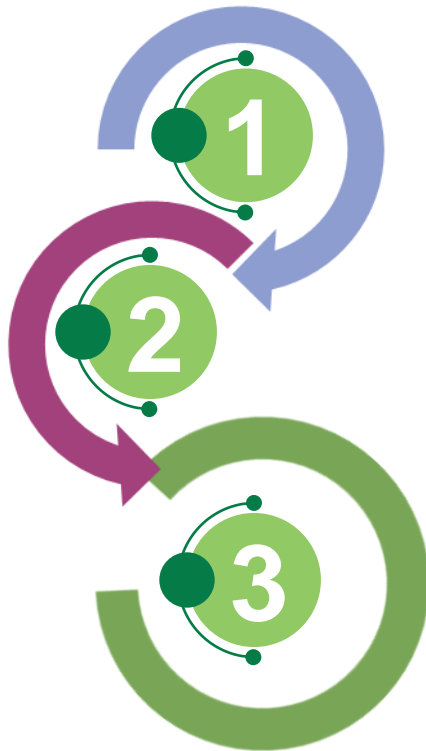
«Нещодавні підвищення ключової ставки в Угорщині позначилися на кредитних ставках з лагом, але значно менше на депозитних ставках...через **значний профіцит ліквідності у банківській системі...**»

*Монетарні операції ЦБ Угорщини до, під час, після пандемії, МВФ, 02.2023*



# Структура презентації

---



Неконвенційні інструменти МП та неконвенційні (утім цілком передбачувані?) наслідки їх застосування

**Монетарний "мікс" в умовах значного структурного профіциту ліквідності**

Кейс Національного банку України

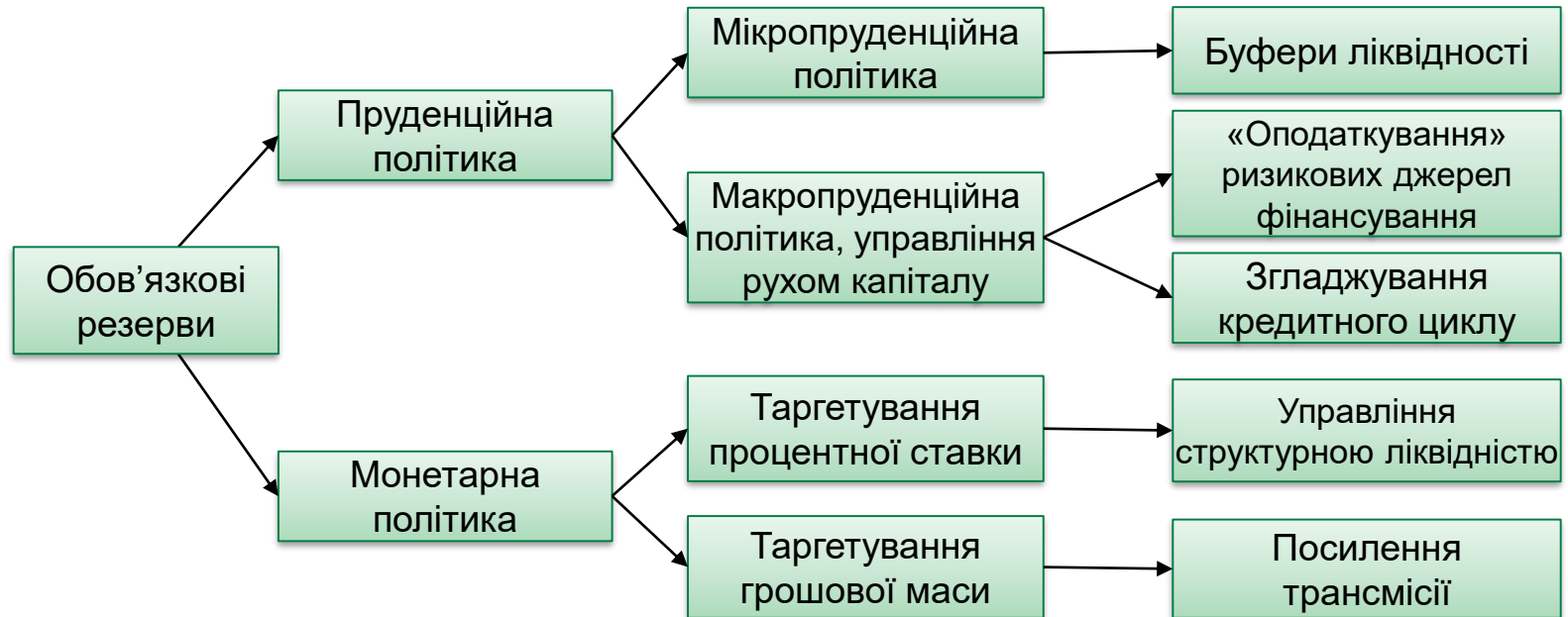
## ЦБ ЕМ активніше за ЦБ АЕ комбінують (іноді напівзабуті) монетарні інструменти для посилення трансмісії

Країна	Зростання ІСЦ, % р/р		Ключова ставка			↑ Нормативів ОР	Боргові інструменти ЦБ <sup>4</sup>
	макс. у 2022 р.	на кінець 2023 р. <sup>1</sup>	зміна, б.п. <sup>2</sup>	поточна, %	реальна ex-ante, % <sup>3</sup>		
Албанія	8.3	3.9	<b>+250</b>	3.00	-0.9		
Гана	54.1	29.4	<b>+1500</b>	29.50	0.1	✓	✓
Грузія	13.9	4.0	<b>0</b>	10.50	6.5		✓
Єгипет <sup>5</sup>	21.3	26.8	<b>+1000</b>	18.75	-8.1	✓	✓
Польща	17.9	7.2	<b>+500</b>	6.75	-0.5	✓	
Індія	7.8	4.5	<b>+250</b>	6.50	2.0	✓	
Індонезія	6.0	3.2	<b>+225</b>	5.75	2.6	✓	✓
Колумбія	13.1	8.4	<b>+1025</b>	13.25	4.9		
Молдова	34.6	8.0	<b>+350</b>	10.00	2.0	✓	
ПАР	7.8	5.3	<b>+400</b>	7.75	2.5		✓
Румунія	16.8	7.5	<b>+525</b>	7.00	-0.5		
Сербія	15.1	8.2	<b>+500</b>	6.00	-2.2		
Угорщина	24.5	6.8	<b>+1060</b>	13.00	6.2	✓	✓
<i>Україна</i>	26.6	20.0	<b>+1600</b>	25.00	5.0	✓	✓
Чехія	18.0	8.8	<b>+325</b>	7.00	-1.8		
Чилі	14.1	5.0	<b>+725</b>	11.25	6.3		✓

<sup>1</sup> IMF WEO, квітень 2023. <sup>2</sup> Зміна з початку 2022 року. <sup>3</sup> Поточна, скоригована на очікуваний ІСЦ на кін. 2023 року згідно з IMF WEO, квітень 2023. <sup>4</sup> - з терміном > 2 тижнів. <sup>5</sup> ЦБ у процесі переходу до IT (AREAER, 2021).

- На посилення інфляційного тиску ЦБ ЕМ відреагували підвищенням ключових ставок
- Додатково для підвищення ефективності трансмісійного механізму монетарної трансмісії окремі ЦБ ЕМ абсорбували ліквідність банківської системи підвищенням нормативів обов'язкових резервів та емісією власних боргових інструментів, у т.ч. середньострокових.

# Ще донедавна обов'язкові резерви використовувалися здебільшого для досягнення макропруденційних цілей...



- Мотивація ЦБ використовувати обов'язкові резерви (ОР), як правило, узгоджується з його завданнями підтримувати цінову та фінансову стабільність. Відповідно, нормативи ОР встановлюються для досягнення цілей монетарної або пруденційної політики. Окремі ЦБ застосовують ОР для досягнення комбінації різних цілей
- У більшості країн-таргетерів основним монетарним інструментом є проведення операцій з надання/абсорбування ліквідності у прив'язці до ключової ставки. Тож донедавна нормативи обов'язкових резервів застосовувалися здебільшого для макропруденційних цілей (зокрема, для зменшення рівня доларизації економіки) та змінювалися вкрай рідко



## ...утім у 2022 році деякі ЦБ чітко артикулювали, що використовують ОР з метою посилення монетарних умов

КРАЇНА	ЦІЛІ ВИКОРИСТАННЯ ОР			ОР В НАЦІОНАЛЬНІЙ ВАЛЮТІ			ОР В ІНОЗЕМНІЙ ВАЛЮТІ		
	МП	Регул. лікв.	Макро-пруд-ні	%	Зміни з початку 2022 року	Плата, %	%	Зміни з початку 2022 року	Плата, %
ЧЕХІЯ	-	-	-	2%	- (остання зміна 07.10.1999)	Ключова ставка	2%	- (остання зміна 07.10.1999)	Ключова ставка
ПОЛЬЩА	+	+	-	↑3.5%	31.03.2022 30.11.2021 (↑до 2%)	Ключова ставка	↑3.5%	31.03.2022	Ключова ставка
РУМУНІЯ	+	+	-	0%/8%	- (остання зміна 24.08.2002/ 24.05.2015)	0.70%, 24.03.2023	0%/5%	- (остання зміна 24.05.2009/ 24.11.2020)	0.04% EUR, 24.03.2023; 0.24% USD, 24.03.2023
УГОРЩИНА	+	+	-	↑10%/ 15% <sup>1</sup>	01.04.2023 01.10.2022 (↑до 5%/10%)	Спец. схема <sup>2</sup>	↑10%/ 15% <sup>1</sup>	01.04.2023	Спец. схема <sup>2</sup>
СЕРБІЯ	+	+	+	0% <sup>3</sup> / 5% <sup>4</sup>	- (остання зміна 17.10.2018)	0.75%, 18.06.2022	13% <sup>3</sup> / 20% <sup>4</sup>	- (остання зміна 17.10.2018)	Плата відсутня
МОЛДОВА				↓34%	16.12.2022 16.11.2022 (↓до 37%) 16.08.2022 (↑до 40%) 16.07.2022 (↑до 37%) 16.06.2022 (↑до 34%) 16.05.2022 (↑до 32%) 16.04.2022 (↑до 30%) 16.01.2022 (↑до 28%)	Ставка за депозитом ЦБ овернайт, 07.05.2019	↑45%	16.08.2022 16.07.2022 (↑до 42%) 16.06.2022 (↑до 39%) 16.05.2022 (↑до 36%) 16.04.2022 (↑до 33%)	0.01%, 07.05.2019

<sup>1</sup> - банкам надається можливість щокварталу добровільно обирати норматив від обов'язкових 10% до 15%

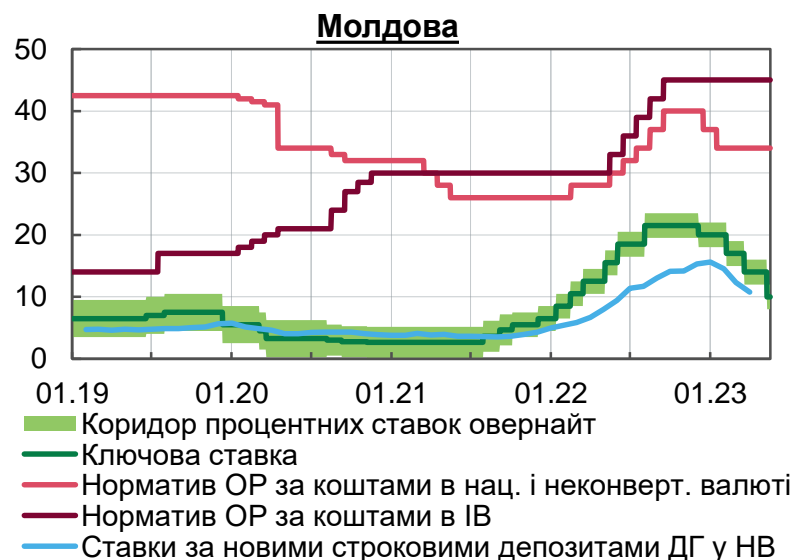
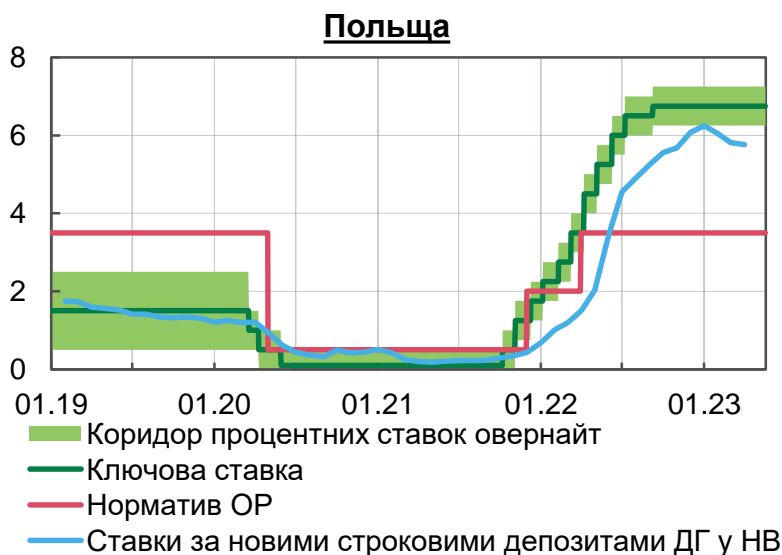
<sup>2</sup> – на 25% обсягу резервів плата 0%, на 75% - плата у розмірі ключової ставки, резерви понад норматив – плата за ставкою депозитних тендерів овернайт

<sup>3</sup> - за зобов'язаннями терміном більше 2 років <sup>4</sup> - за зобов'язаннями терміном до 2 років

Джерело: сайти ЦБ.

# ЦБ Польщі та Молдови у 2022 році продовжили цикл підвищення ключової ставки та збільшили нормативи ОР

Ключова ставка, коридор процентних ставок, ставки за строковими депозитами домогосподарств (ДГ) в національній валюті (НВ) та резервні вимоги, %



Джерело: офіційні сторінки ЦБ.

- У 2022 році ЦБ Польщі підвищив ключову ставку на 500 б.п. до 6.75% – найвищого з 2002 року рівня і на додаток підвищив норматив ОР – спочатку з 0.5% до 2%, а згодом – до 3.5% (станом на грудень 2022 року абсорбовано **~19% ліквідності БС\***)
- ЦБ Молдови на тлі суттєвого інфляційного тиску (у жовтні зростання цін сягнуло піку 34.6% р/р) підвищив ключову ставку з 2.65% до 21.5% та посилив нормативи ОР: з 26% до 40% за коштами в національній валюті та з 30% до 45% за коштами у вільноконвертованій валюті

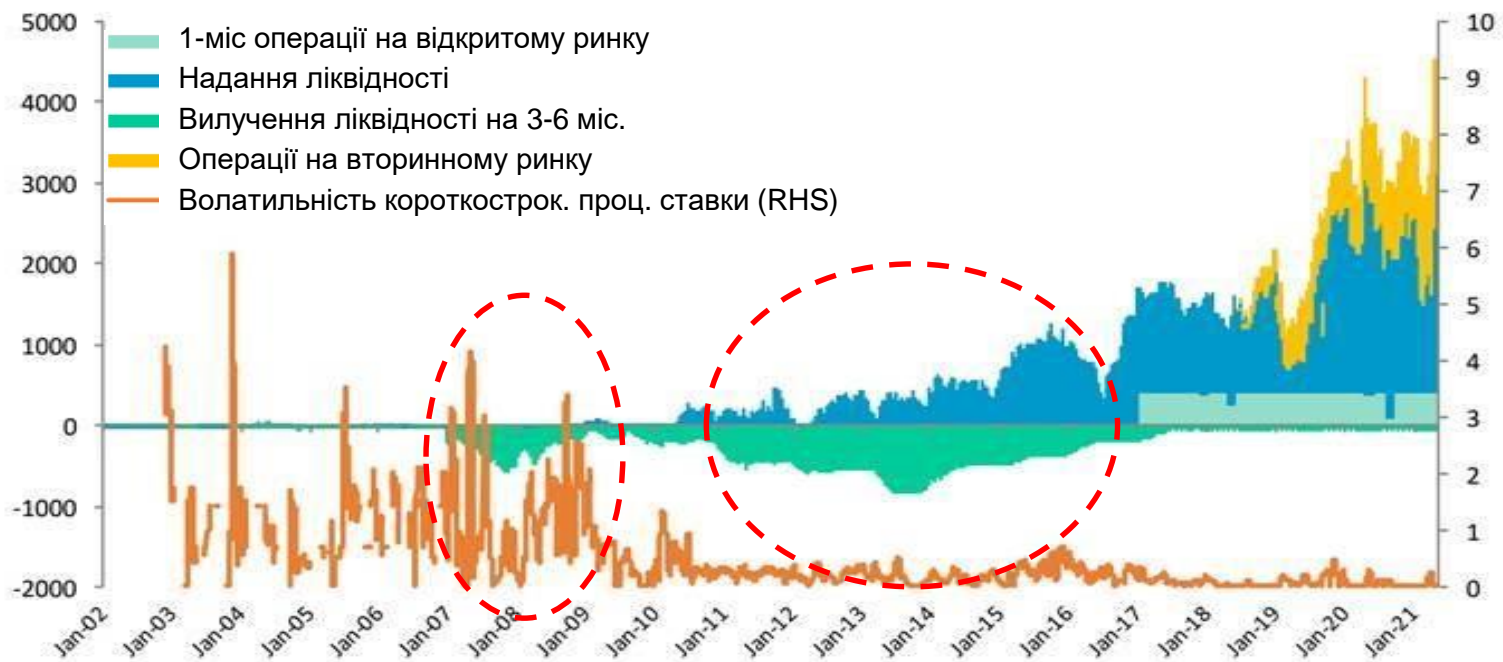
\* - обсяг ліквідності в банківській системі розраховано як суму залишків на коррахунках банків у ЦБ та залишків за інструментами ЦБ з мобілізації ліквідності банків

# Емісія власних боргових інструментів ЦБ і раніше застосовувалася для посилення монетарної трансмісії...

Країна	Борговий інструмент	Термін дії інструмента	Процентна ставка	Період випуску	Обсяг вилученої ліквідності
Угорщина	Дисконтний вексель ЦБ	До 1 місяця	<a href="#">Тендер з фіксованою ставкою</a> $\text{price} = \frac{100}{1 + \frac{i}{100} \times \frac{t}{360}}$	3 грудня 2021 року - аукціони на нерегулярній основі  3 жовтня 2022 року – аукціони на регулярній основі	~13%* (Грудень 2022)
	Депозит ЦБ	До 6 місяців	<a href="#">Середня ставка 17.95%</a> (Грудень 2022) (Тендер зі змінною ставкою)	3 жовтня 2022 року	~20% (Грудень 2022)
Грузія	Депозитний сертифікат	3 місяці	Середня ставка 8.98% (2007) 4.85% (2013) (Тендер з множинними цінами)	2007-2008	~15% (2007) ~12% (2013)
	Депозитний сертифікат	6 місяців	Середня ставка 10.19% (2007) 4.85% (2013) (Тендер з множинними цінами)	2011-2016	~26% (2007) ~16% (2013)
Індонезія	Депозитний сертифікат	6 місяців	n/a	2017-2020	~12% (2017, max обсяг ДС)
	Депозитний сертифікат	9 місяців	n/a		~3% (2017)
	Депозитний сертифікат	12 місяців	n/a		~5% (2017)

## ... зокрема ЦБ Грузії позитивно оцінює застосування шестимісячних ДС для підвищення ефективності МП

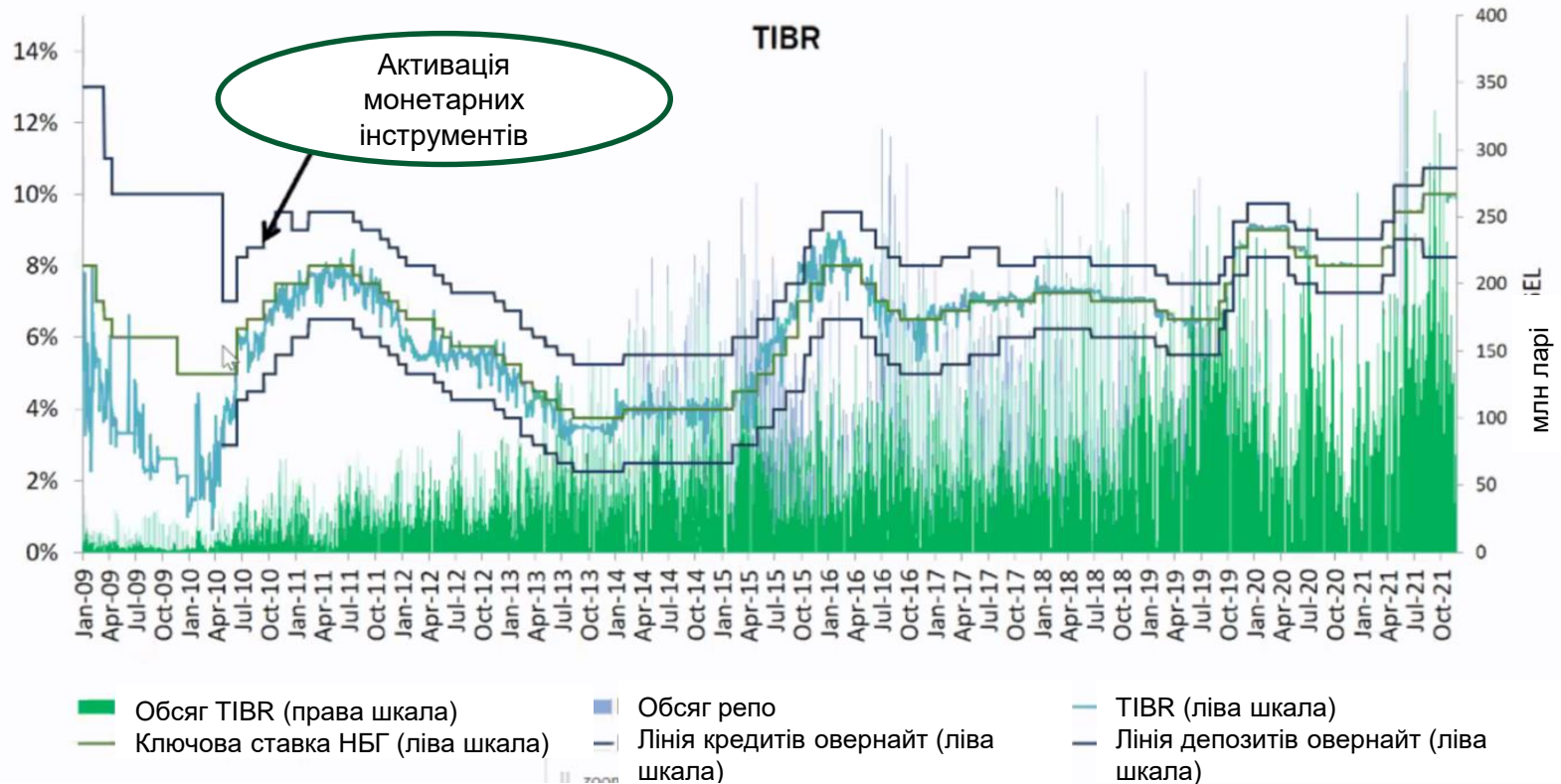
Монетарні операції ЦБ Грузії у 2002-2021 рр.



Джерело: сайт Національного банку Грузії

- 2007-2008 роки: першочерговим завданням ЦБ Грузії було посилення ефективності управління ліквідністю та контролю за короткостроковою ринковою ставкою. Досягнення цього було важливим для переходу до інфляційного таргетування
- ЦБ Грузії спочатку запровадив ДС терміном на три місяці, а згодом на шість. Проведення операцій мало позитивний результат
- ЦБ Грузії відновив операції з довгостроковими ДС з II кв. 2011 року, з поверненням профіциту ліквідності, і проводив до кінця 2016 року

# Оптимізація операційного дизайну МП сприяла досягненню операційної цілі і посиленню монетарної трансмісії



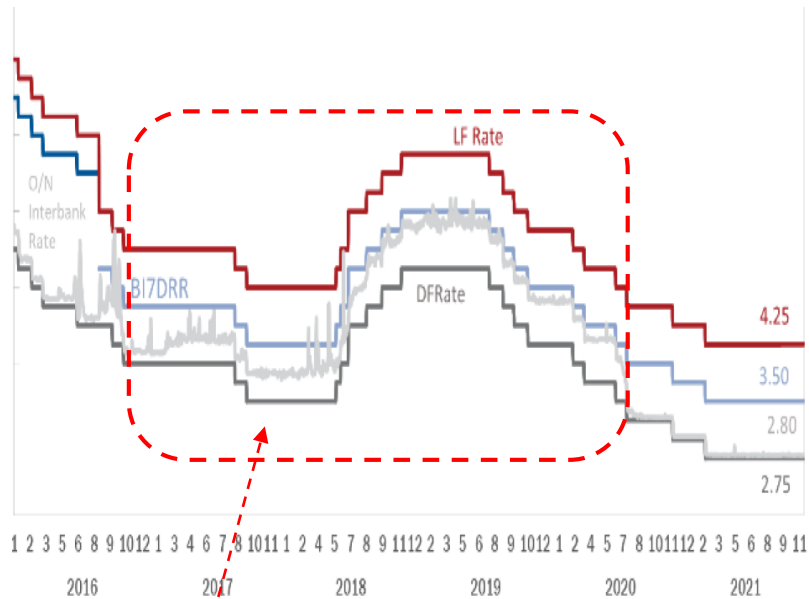
Джерело: сайт Національного банку Грузії

## Результати застосування:

- ✓ зросла ефективність управління середньостроковою ліквідністю
- ✓ посилилася ефективність трансмісійного механізму
- ✓ знизилася волатильність короткострокових ринкових ставок
- ✓ разом із цінними паперами уряду сформована стабільна крива доходності. Спред між довгостроковими і короткостроковими ставками зменшився, ефективність грошового ринку підвищилася

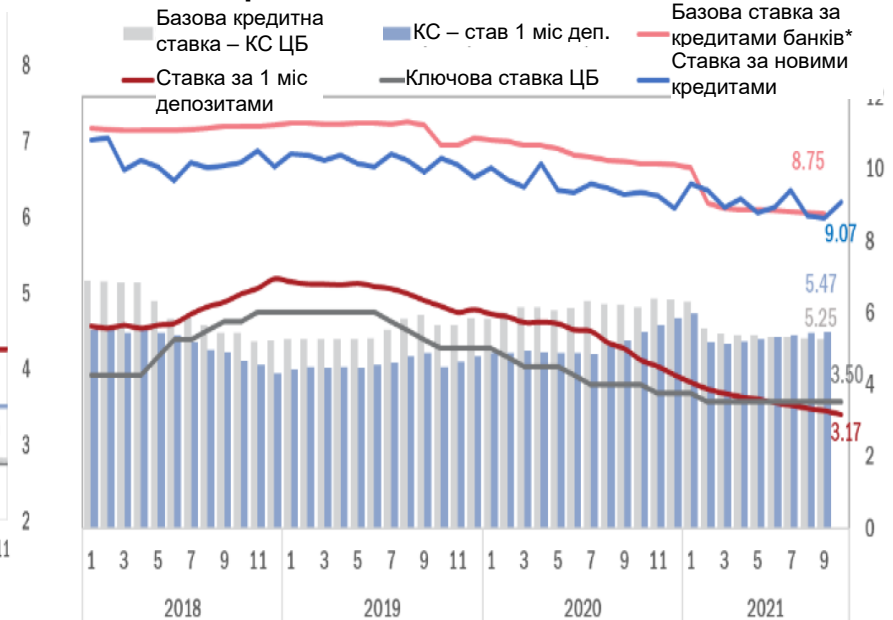
# Досвід ЦБ Індонезії: депозитні сертифікати з терміном 6, 9 та 12 місяців

## Ключова ставка ЦБ Індонезії (7BIDRR) та міжбанківська ставка овернайт



Джерело: сайт ЦБ Індонезії

## Трансмісія ключової ставки у базову ставку банків за кредитами

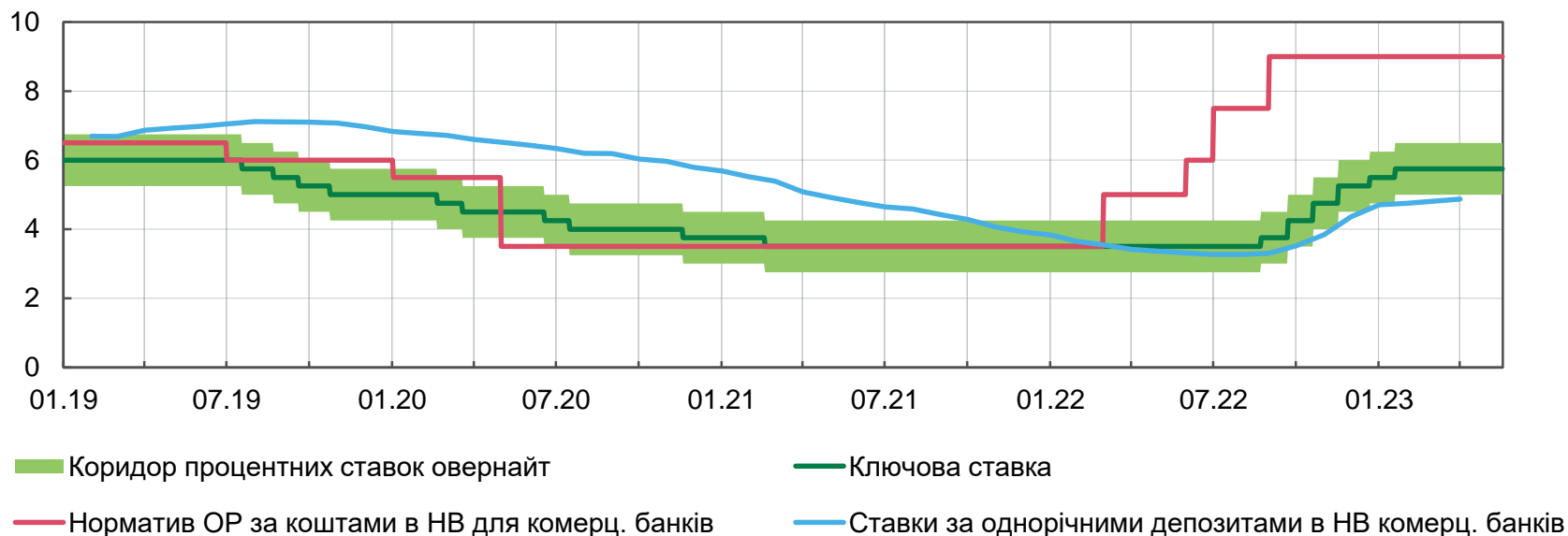


Джерело: сайт ЦБ Індонезії

- У **2017-2020** роках для вилучення ліквідності ЦБ Індонезії використовував: 6-ти, 9-ти та 12-ти місячні депозитні сертифікати
- У періоди, коли ЦБ активно застосовував довгострокові інструменти з абсорбування ліквідності банківської системи, ставка овернайт грошового ринку коливалася близько ключової ставки

# Комбінація монетарних інструментів ЦБ Індонезії: підвищення ОР + операції з вилучення ліквідності + підвищення ставки

Індонезія: ключова ставка, коридор процентних ставок, ставки за однорічними депозитами в НВ та резервні вимоги, %



Джерело: ЦБ Індонезії.

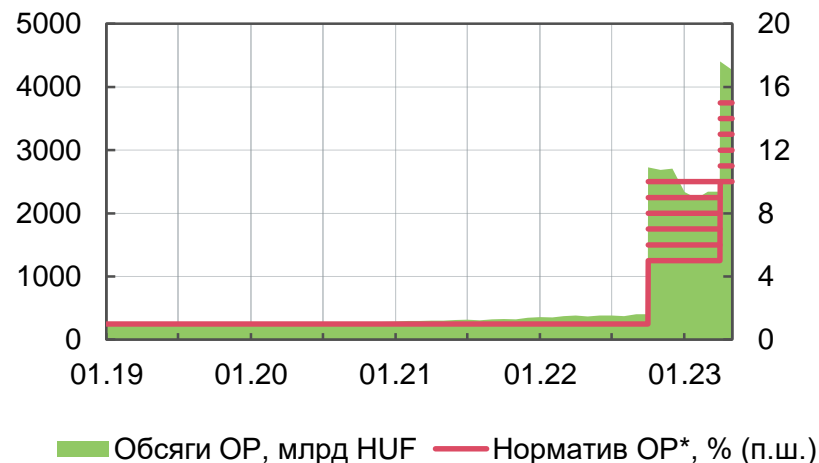
- У січні 2022 р. ЦБ перейшов до політики нормалізації ліквідності, поступово підвищуючи норматив ОР для комерційних банків з 3,5% до 9% – історичного максимуму (в березні-вересні 2022 року було абсорбовано **~22% ліквідності БС**)
- Для додаткового зв'язування вільної ліквідності ЦБ запровадив операції із продажу державних облігацій зі свого портфеля та емісії власних боргових інструментів терміном від 1 до 12 місяців
- Із серпня ЦБ розпочав цикл підвищення ключової ставки, підвищивши її з 3,5% до 5,75%

# Для стримування інфляційного тиску та посилення трансмісії ЦБ Угорщини використав як класичні інструменти МП ...

Ключова ставка, коридор процентних ставок, ставки за депозитами ДГ в НВ та норматив ОР, %



Обсяги та норматив ОР



\* Банкам надається можливість щокварталу добровільно обирати норматив від обов'язкових 5% до 10%.

Джерело: офіційна сторінка ЦБ Угорщини.

- ❑ **ЦБ підвищив ключову ставку** з 0.9% у червні 2021 року до 13% у вересні 2022 року та вже **вісім місяців поспіль зберігає її на цьому рівні**
- ❑ **ЦБ у декілька кроків переглядав норматив обов'язкового резервування:**
  - у жовтні 2022 року **підвищено ОР** з 1% до 5-10% («зв'язано» ~25% ліквідності БС у грудні 2022 року)
  - на початку 2023 року **внесено зміни до параметрів нарахування % на ОР:**
    - на 25% сформованих ОР – відсотки не нараховуються;
    - на 75% ОР – відсоток у розмірі ключової ставки (13%);
    - на резерви понад норматив – ставка за «швидкими» депозитами на термін овернайт (до 24.05.2023 – 18%, після – 17%)
  - у квітні 2023 року **підвищено ОР ще на 5 в.п.** до 10-15%
- ❑ **ЦБ змінив операційний дизайн МП** – звужив коридор ставок за інструментами постійного доступу овернайт, **зниживши ставку за кредитами овернайт з 25% до 20.5% у квітні 2023 року та з 20.5% до 19.5% у травні 2023 року**



# ... так і нові інструменти

## Короткостроковий дисконтний вексель ЦБ

Запроваджено 16 листопада 2021 року у відповідь на стійке зростання зовнішнього інфляційного тиску та посилення вторинних ефектів інфляційних ризиків

**Мета:** зменшити рівень напруги на ринку валютних свопів (важлива ланка трансмісійного механізму), що наростає наприкінці кожного кварталу та посилити ефективність трансмісії (**абсорбовано ~13% ліквідності БС у грудні 2022 року**)

### Особливості інструменту :

- тендери проводяться шляхом **кількісного аукціону**
- *до жовтня 2022 року на нерегулярній основі* (по факту – наприкінці кожного кварталу в різні дні), з *1 жовтня 2022 року на регулярній основі* строковість – **до одного місяця**
- **ЦБ не обмежує право на передачу векселя**

## Довгостроковий депозит у ЦБ

Анонсовано 1 жовтня 2022 року, запроваджено з 3 жовтня 2022 року

**Мета:** подальше посилення монетарної трансмісії (**абсорбовано ~20% ліквідності БС у грудні 2022 року**)

### Особливості інструменту :

- тендери проводяться шляхом **кількісного аукціону на нерегулярній основі**
- ставка - фіксована або змінна (довідковою ставкою у цьому випадку є ключова)
- строковість депозиту – **шість місяців**

## «Швидкі» депозитні тендери (deposit quick tenders)

Рішення про початок проведення операцій 14 жовтня 2022 року для розміщення ліквідності, що перевищує обсяги сформованих ОР

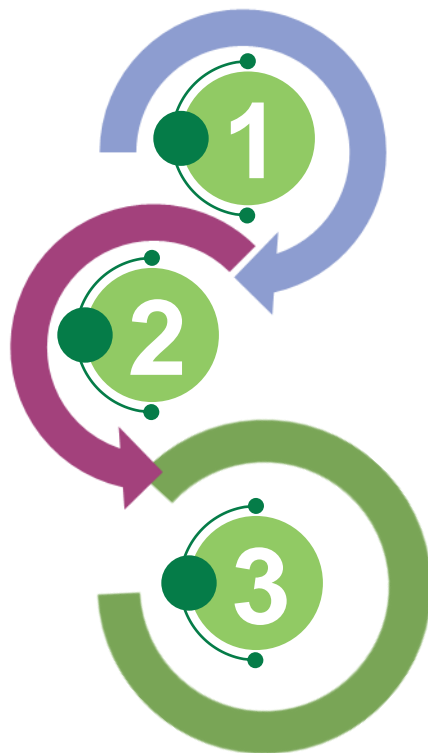
**Мета:** подальше (пришвидшене) посилення монетарної трансмісії (**виходячи з середньоденних залишків абсорбовано ~40% ліквідності БС у грудні 2022 року**)

### Особливості інструменту:

- тендери проводяться щодня за фіксованою ставкою (до 24.05.2023 – 18%, після 24.05.2023 року – 17%)
- строковість – **овернайт**
- ці тендери стали основним інструментом МП, а ставка за ними – де-факто ключовою

# Структура презентації

---



Неконвенційні інструменти МП та неконвенційні (утім цілком передбачувані?) наслідки їх застосування

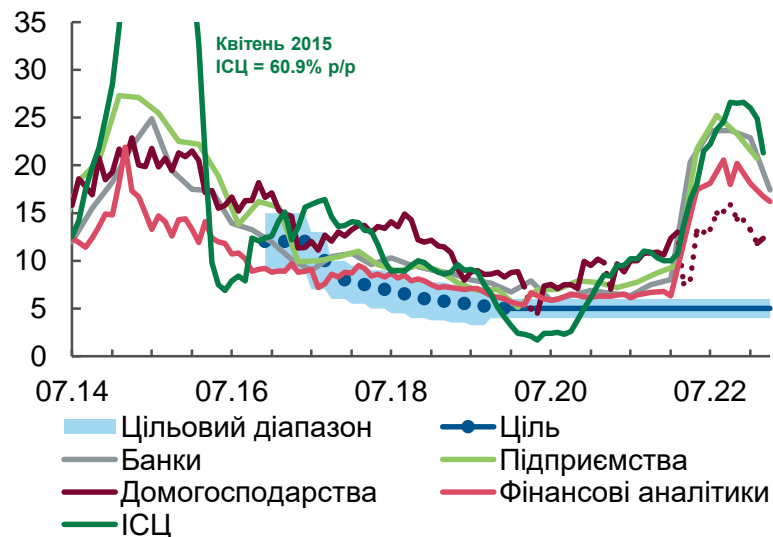
Монетарний "мікс" в умовах значного структурного профіциту ліквідності

**Кейс Національного банку України**



# Підвищуючи ключову ставку одним із перших ЦБ світу, НБУ у т.ч. зважав на погіршення інфляційних очікувань

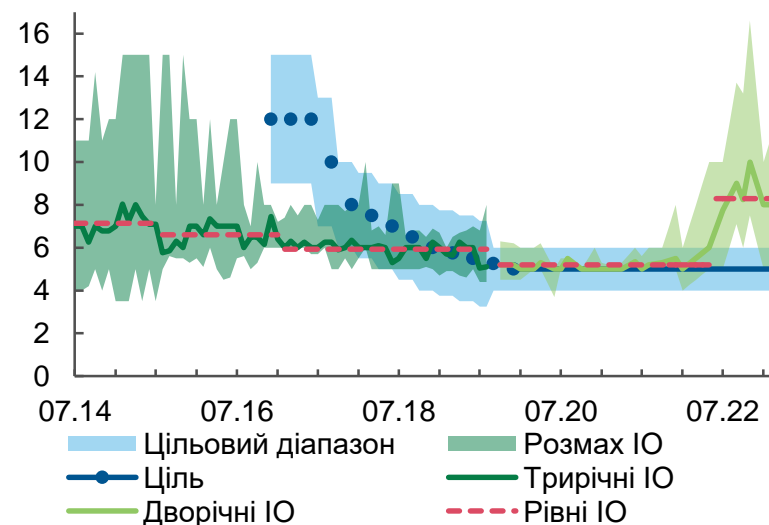
Україна: ІСЦ, інфляційна ціль та інфляційні очікування на наступні 12 місяців\*, %



\* Пунктирні лінії – зміна методу опитування з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Інфляційна ціль НБУ, середньострокові ІО фінансових аналітиків, їх рівні та розмах\*, %



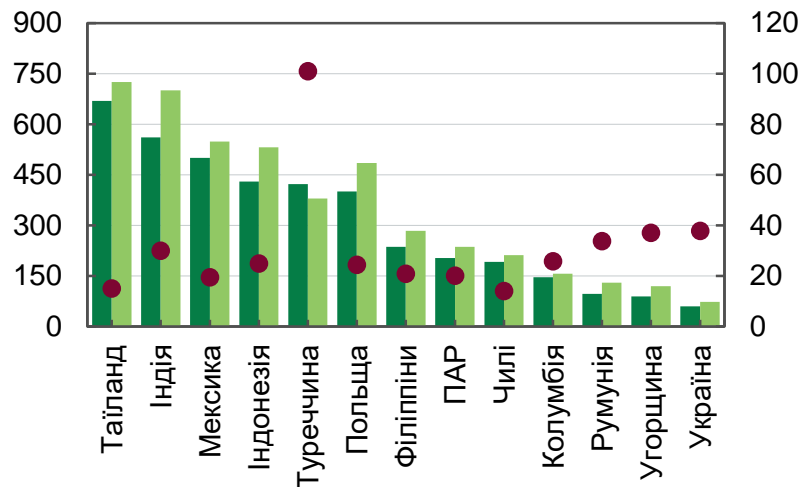
\* Медіанне значення. Оцінку рівнів ІО здійснено на основі методології Bai і Perron (2003).

Джерело: НБУ.

- **Прозора та передбачувана МП НБУ від запровадження ІТ у 2015 році сприяла посиленню закореності ІО.** Попри прискорення інфляції у 2021 році, НБУ вдалося зберегти закореність ІО на відносно високому рівні порівняно з більш глибокою ретроспективою. Утім висока геополітична напруга спричинили погіршення ІО ще восени 2021 року
- Повномасштабне вторгнення РФ зумовило стрімке розбалансування як коротко-, так і середньострокових ІО
- У 2022 році, попри погіршення, **короткострокові ІО усіх груп респондентів залишилися близькими до поточних рівнів споживчої інфляції, прогнозованими та відносно раціональними**
- Фіксація обмінного курсу гривні, зниження обсягів монетизації бюджету, збереження незмінних тарифів на ЖКП, забезпечення жорстких монетарних умов та інші заходи НБУ сприяли поступовій стабілізації короткострокових ІО, починаючи з другої половини 2022 року. **Утім ІО залишаються підвищеними**

# НБУ ще до війни зіштовхнувся з проблемою надмірного профіциту ліквідності в банківській системі...

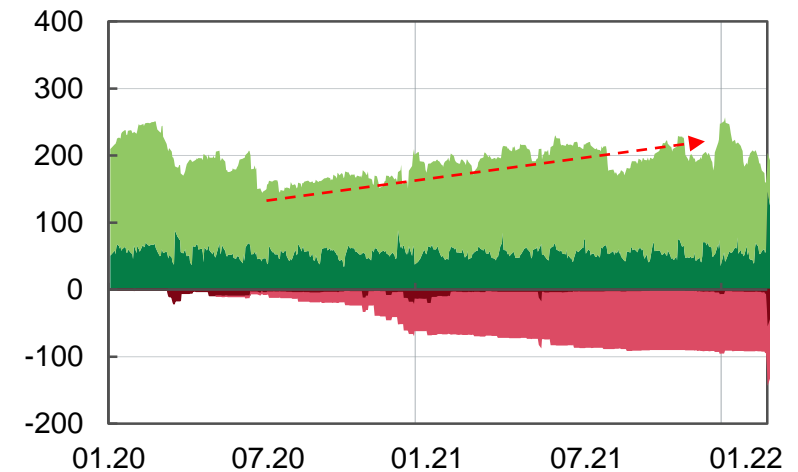
Грошова маса (M2) окремих країн ЕМ, які запровадили кількісне пом'якшення



- Грошова маса (M2) на початок березня 2020, млрд дол. США
- Грошова маса (M2) на початок лютого 2022, млрд дол. США
- Зростання грошової маси (M2) станом на початок лютого 2022, % р/р (п.ш.)

Джерело: офіційні сторінки центральних банків.

Баланс операцій з регулювання ліквідності банків, млрд грн



- Депозитні сертифікати
- Коррахунки банків
- Довгострокове рефінансування
- Короткострокове рефінансування\*\*

\* Останні дані — за 24.02.2022.

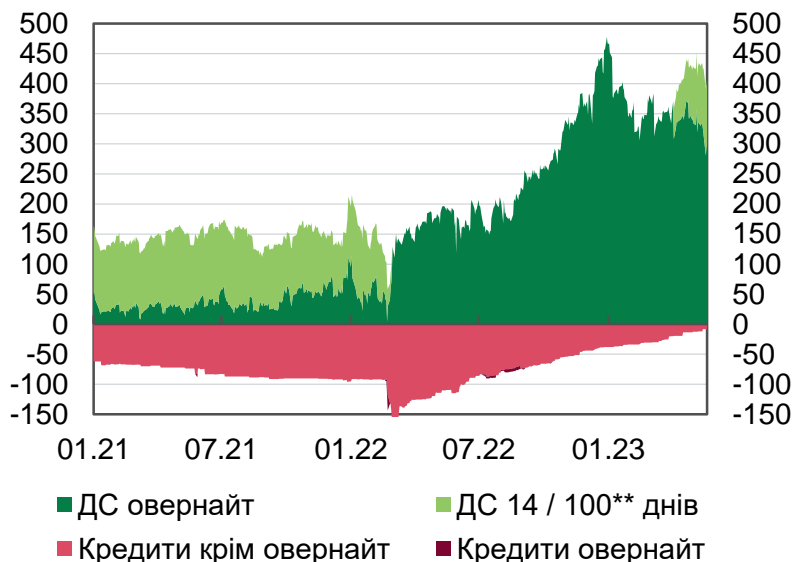
\*\* Включає кредити за позачерговими тендерами до 1 року, які були введені з 25.02.2022.

Джерело: НБУ.

- Наприкінці січня 2022 року НБУ анонсував, що у лютому підвищить нормативи ОР за поточними рахунками в національній та іноземній валютах
- Однак після повномасштабного вторгнення РФ для підтримання ліквідності українських банків НБУ скасував рішення про підвищення нормативів ОР

# ...ця проблема посилилася з початком повномасштабного вторгнення рф...

Баланс операцій з регулювання ліквідності банків\*, млрд грн

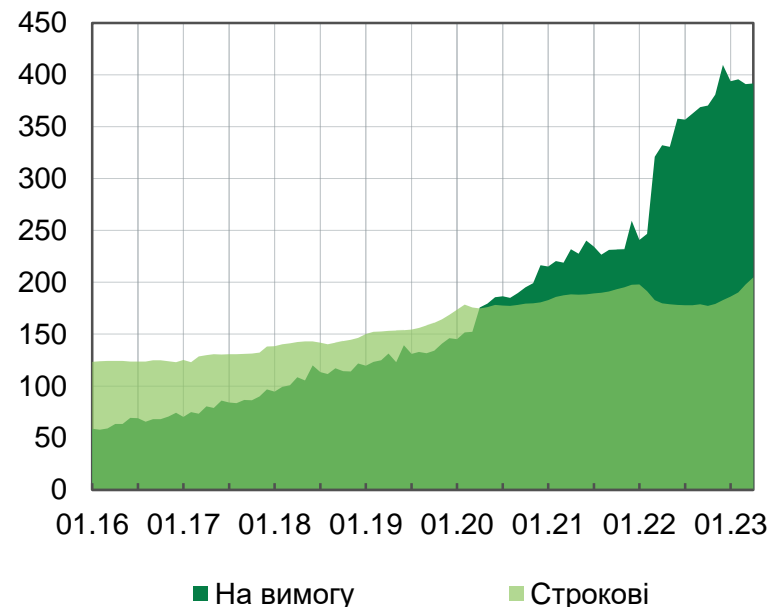


\* За виключенням неплатоспроможних банків.

\*\* з 07.04.23 нові тримісячні ДС.

Останні дані за 24.05.2023. Джерело: НБУ.

Гривневі депозити, залучені банками у фізичних осіб, млрд грн

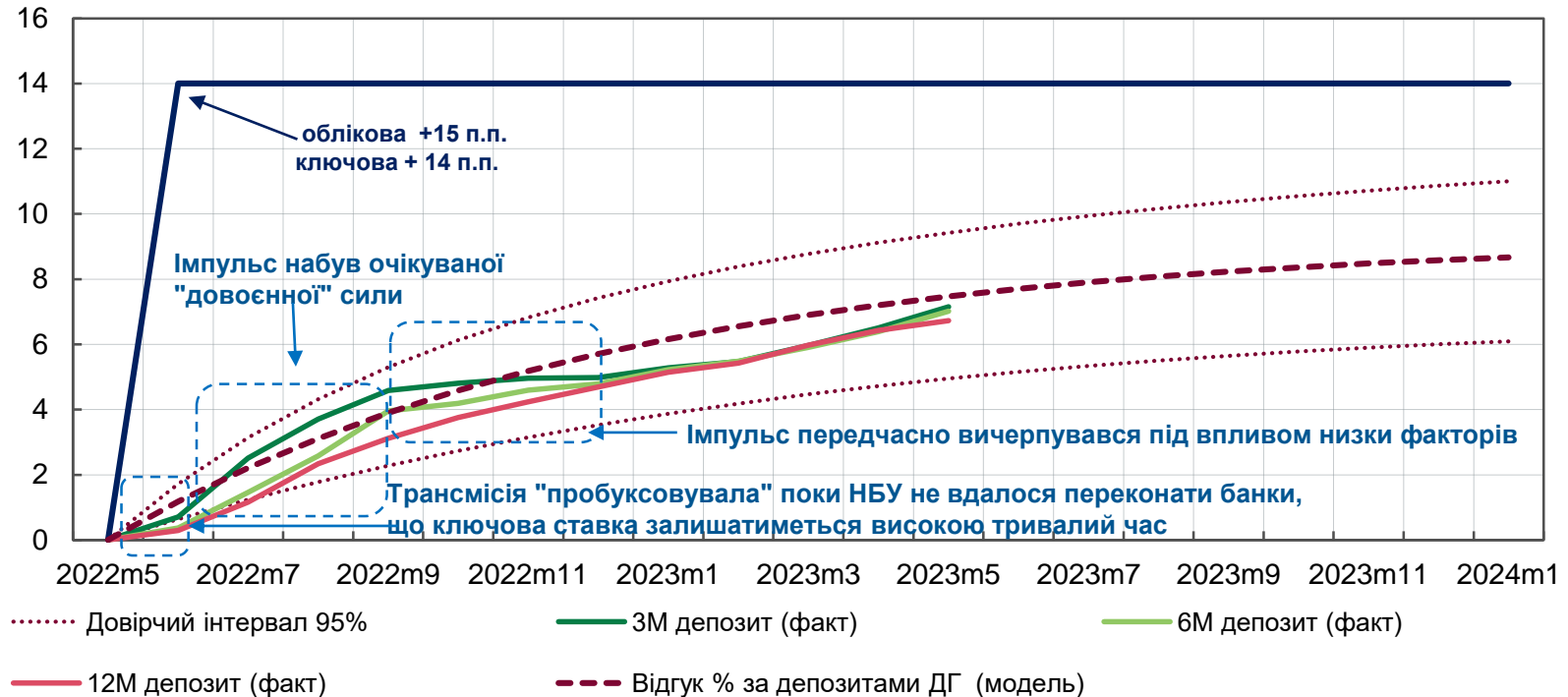


Джерело: НБУ.

- В умовах повномасштабної воєнної агресії рф НБУ був змушений тимчасово вдаватися до емісійного фінансування бюджету (400 млрд грн протягом 2022 року) для забезпечення обороноздатності країни, що разом з конвертацією урядом валюти, отриманої від міжнародних партнерів зумовило розширення профіциту ліквідності в банківській системі до рекордних рівнів
- Ці кошти здебільшого осіли на поточних рахунках українців у банках з огляду на обмежену кількість привабливих альтернатив для заощаджень та мотиви перестороги населення. Станом на 01.05.23 на рахунках до запитання ФО було накопичено ~ 392 млрд грн

# ...профіцит ліквідності послабив трансмісію за процентним каналом...

Очікувані та фактичні зміни Українського індексу ставок за роздрібними депозитами, п.п.

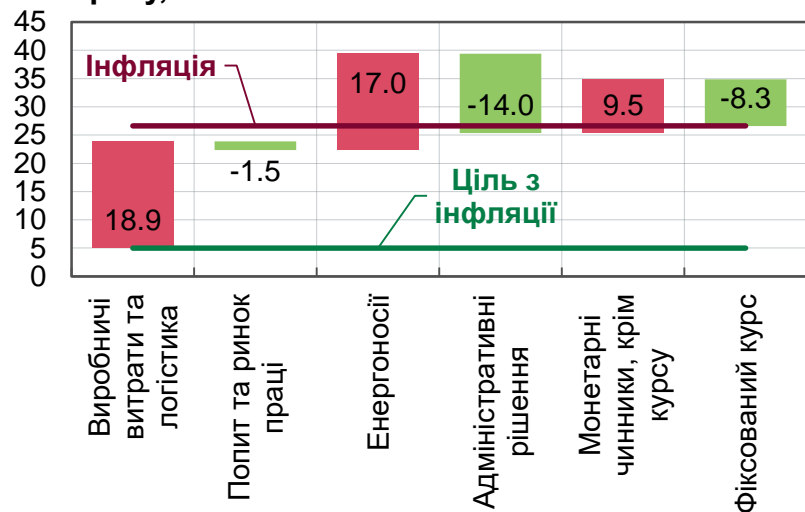


Джерело: НБУ.

- Високий структурний профіцит ліквідності знижує стимули до посилення цінової конкуренції банків за ресурси вкладників, послаблюючи трансмісію ключової ставки у депозитні ставки
- "Інерційна" політика ціноутворення на депозитні послуги окремих банків, які мають високу ринкову силу, також негативно позначається на ефективності процентного каналу монетарної трансмісії

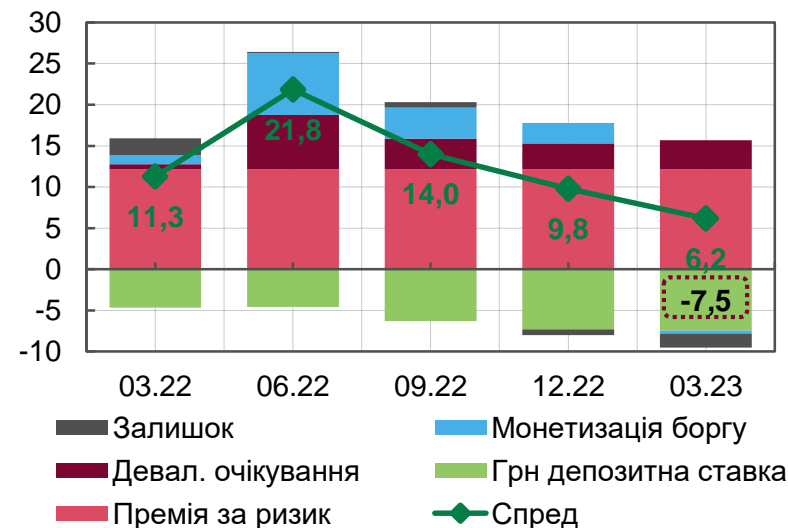
## ...а рекордні залишки на поточних рахунках створили загрозу курсовій стійкості...

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



Джерело: розрахунки НБУ.

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



Джерело: розрахунки НБУ.

- Збереження курсової стійкості – важлива передумова виконання ключового завдання НБУ із забезпечення сталого зниження інфляції. Курсова стійкість не лише безпосередньо стримує зростання собівартості товарів та послуг, але й пом'якшує фундаментальний ціновий тиск, позитивно впливаючи на інфляційні і курсові очікування громадян і бізнесу
- Навіть в умовах повномасштабної війни процентна ставка зберігає вагоме значення для ухвалення рішень щодо заощаджень. Тож з огляду все ще високу невизначеність та безпрецедентні залишки коштів на поточних рахунках **для забезпеченні керованості курсової динаміки важливе збереження належної привабливості гривневих заощаджень**
- Так, за оцінками НБУ, **внесок зростання ставок за гривневими депозитами у скорочення спреда між готівковим і офіційним курсом склав -7.5 в.п. у березні 2023 року**
- Також завдяки відмові від монетарного фінансування дефіциту бюджету з боку НБУ внесок цього фактору в курсовий спред знизився з 7.5 в.п. у червні 2022 до -0.3 в. п. у березні 2023



# ...тож НБУ запровадив низку заходів для підвищення ефективності МП в умовах значного профіциту ліквідності

Збереження облікової ставки на високому рівні (25%) з червня 2022

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:

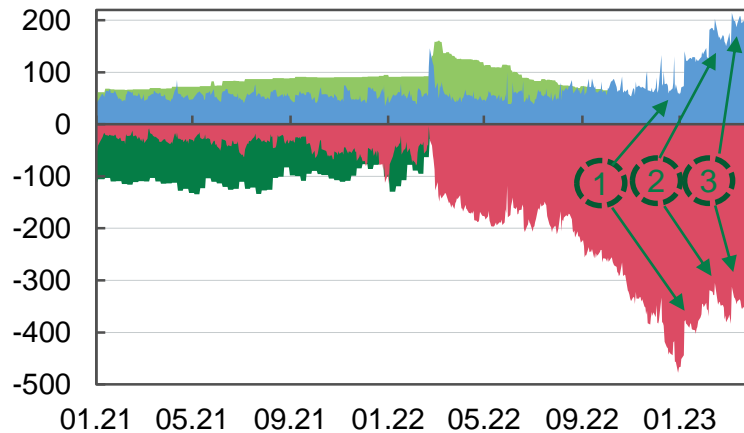
- сприяння подальшому підвищенню привабливості гривневих заощаджень
- розвитку культури заощаджень у гривні
- мінімізації ризиків, які генерують суттєві залишки на поточних рахунках в банках
- відмови від монетарного фінансування державного бюджету
- сприяння поживленню активності банків на міжбанківському ринку
- 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

# Для посилення конкуренції між банками за строкові депозити НБУ підвищив нормативи ОР...

Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд грн



- ДС 14 днів
- Кредити крім овернайт
- ДС овернайт
- Коррахунки

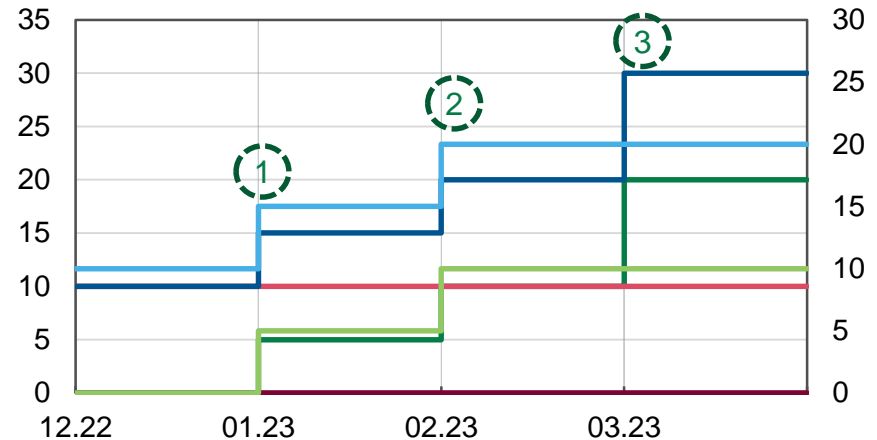
\*Кредити за виключенням неплатоспроможних банків і банків, що знаходяться у стадії ліквідації.

Останні дані за 31.03.2023.

Джерело: НБУ.

- ① З 11.01 ↑ ОР, дозволено покриття до 50% ОР бенчмарк-ОВДП
- ② З 11.02 ↑ ОР, розширення переліку бенчмарк-ОВДП

Динаміка нормативів обов'язкових резервів (ОР)



- За коштами на поточних рахунках ФО в НВ
- За строковими коштами ФО в НВ
- За строковими коштами ФО в ІВ
- За коштами на поточних рахунках ФО в ІВ
- За коштами на поточних рахунках ІОО в НВ (RHS)
- За коштами на поточних рахунках ІОО в ІВ (RHS)

НВ – у національній валюті, ІВ – у іноземній валюті.

Джерело: НБУ.

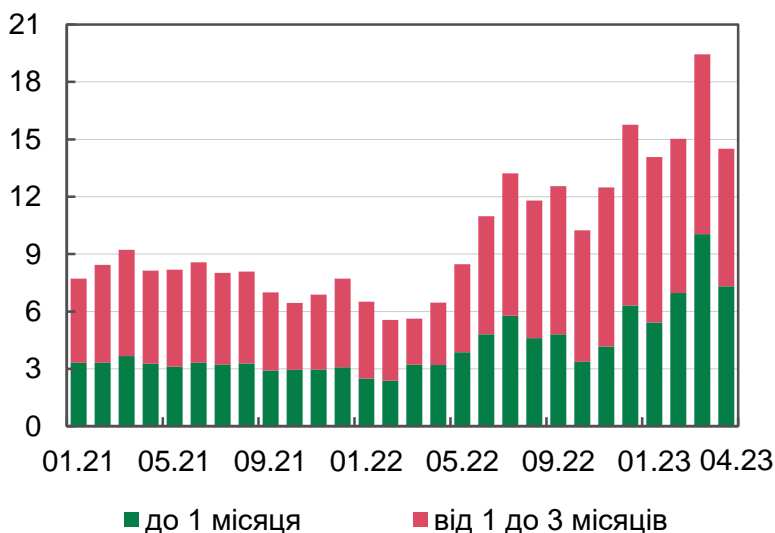
- ③ З 11.03 ↑ ОР, без покриття бенчмарк-ОВДП
- ④ З 11.05 пільгові нормативи ОР лише за депозитами ФО від 3м



Для поживлення внутрішнього боргового ринку та уникнення емісійного фінансування дефіциту бюджету у 2023 році, НБУ дозволив банкам формувати до 50% ОР за рахунок бенчмарк-ОВДП

# ...та відкалібрував механізм розрахунку ОР для посилення їх ефективності як монетарного інструменту

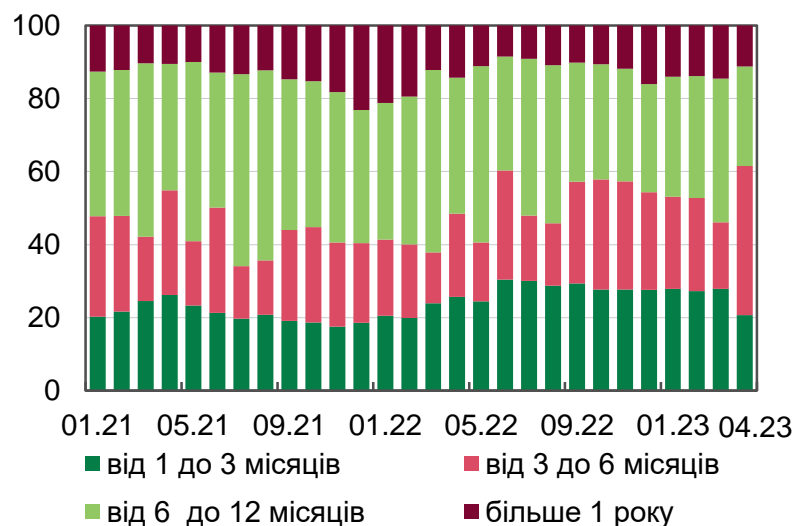
Залучення гривневих депозитів фізичних осіб на короткі строки (обороті), млрд грн



Джерело: НБУ.

- Ультракоткострокові інструменти для заощаджень природньо користуються підвищеним попитом з боку населення через посилення переваг ліквідності та мотивів перестороги під час війни. У свою чергу, банки зацікавлені у залученні таких квазі-строкових депозитів для дешевого "подовження" бази фінансування
- Додаткові стимули активізації залучення саме таких депозитів з'явилися після підвищення нормативів ОР: ультракоткі депозити ФО (до місяця і навіть овернайт) класифікуються як строкові, що дозволяє формувати за ними ОР за низькими нормативами (0% в національній валюті, 10% в іноземних валютах)
- **Калібрування механізму розрахунку ОР за коштами ФО таким чином, що норматив ОР за строковими коштами застосовувався лише до депозитів строком від 3 місяців:**
  - ускладнило оптимізацію ОР через квазістрокові депозити (овернайт, 7-14 днів) → дозволить зберегти стимули для посилення конкуренції банків за строкові вклади
  - сприятиме зниженню профіциту вільної ліквідності (обсяг ОР збільшився на ~22 млрд грн)

Частки залучення строкових депозитів фізичних осіб понад 1 місяць (обороті), %



Джерело: НБУ.

# Операційний дизайн – каркас механізму монетарної політики, що зазвичай сфокусований на досягненні операційної цілі...

Операційний дизайн МП включає **операційний таргет** і монетарні інструменти, які центральний банк використовує для управління ліквідністю банківської системи та умовами на міжбанківському грошовому ринку для досягнення своєї операційної мети

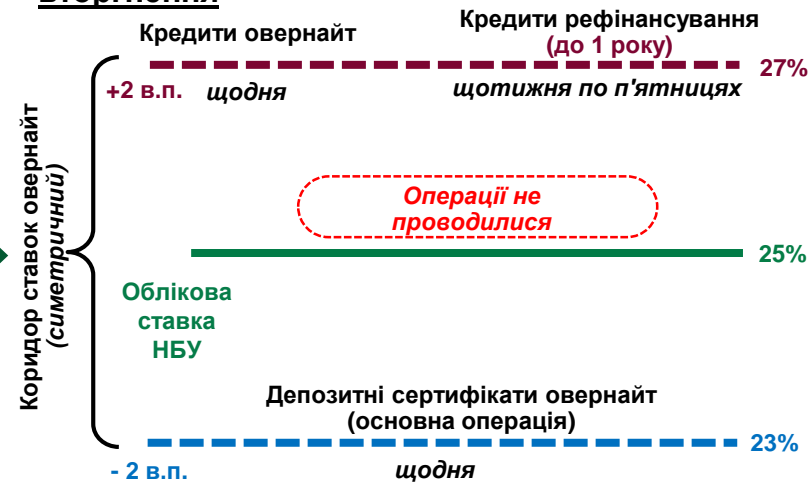


# ...НБУ запровадив унікальний операційний дизайн МП для посилення трансмісії у ставки за строковими депозитами ФО

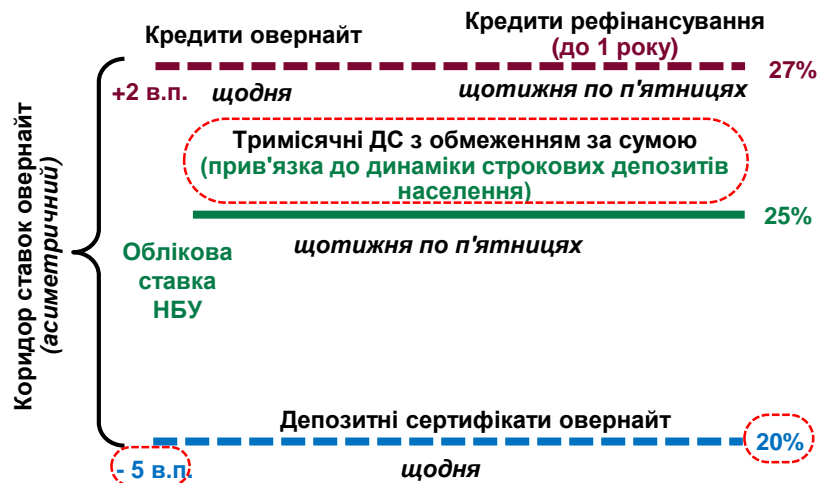
## Операційний дизайн МП до повномасштабного вторгнення



## Операційний дизайн МП після повномасштабного вторгнення

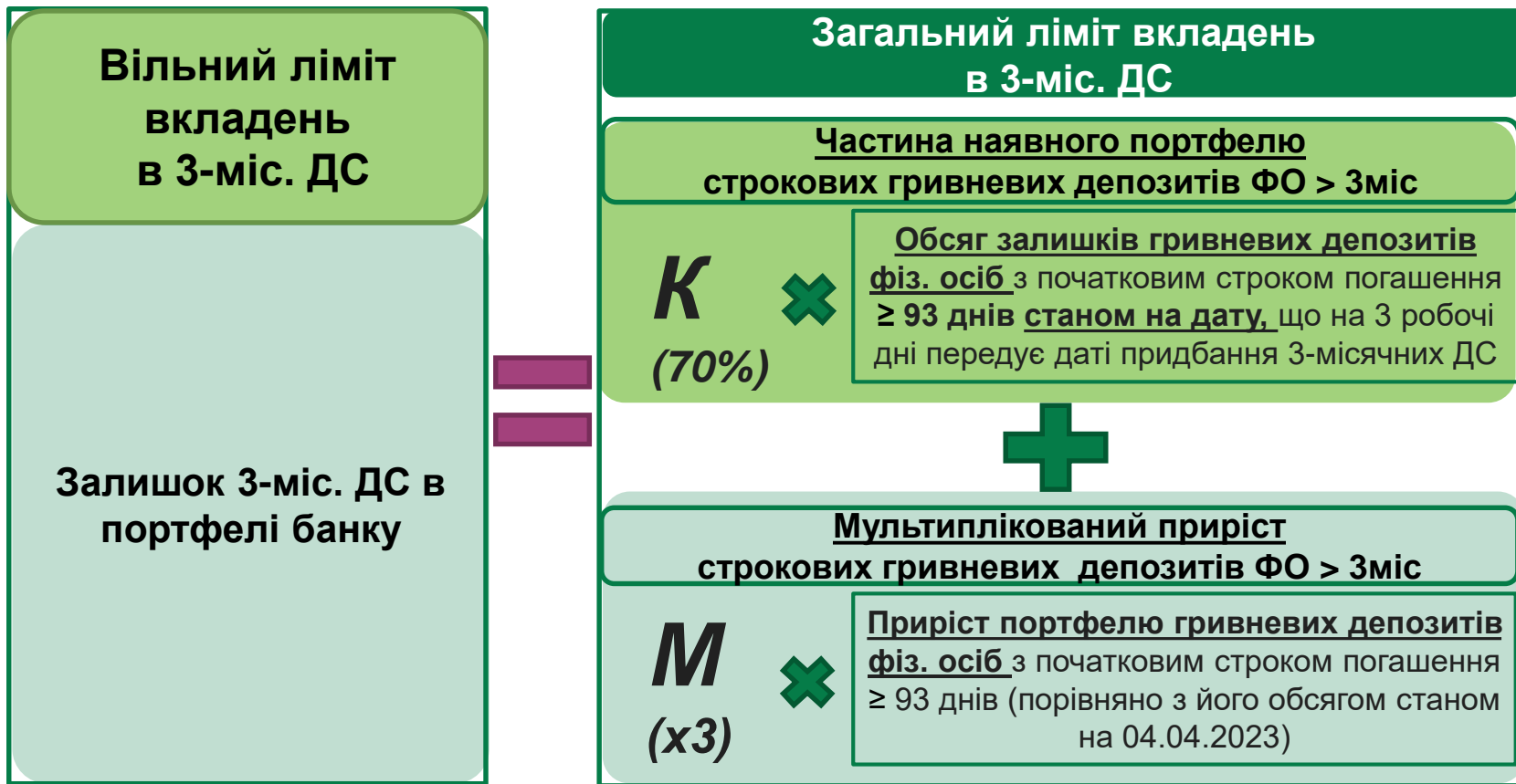


## Новий операційний дизайн МП з 07 квітня 2023



- 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**

# Банки можуть подавати заявки на придбання 3-міс. ДС тільки в межах залучення ними строкових депозитів фізичних осіб...



## Примітки:

- **K** – частка обсягу залишків гривневих строкових коштів фіз. осіб у національній валюті з початковим строком погашення  $\geq 93$  днів, що **встановлюється рішенням Правління Національного банку**
- **M** – мультиплікатор, що **встановлюються рішенням Правління Національного банку**

# ...тож новий операційний дизайн сприяє посиленню конкуренції банків за строкові кошти вкладників

## Стимули для залучення банками строкових депозитів населення

Розширення (+2 в.п.) простору для подальшого підвищення депозитних ставок (3-міс ДС розміщуються під облікову ставку – 25%, тоді як до змін у дизайні ставка за ДС ОН становила 23%)

Більша диференціація ставок за ДС різної строковості (3-міс ДС під 25% vs ДС овернайт під 20%)

Завдяки мультиплікатору банки зможуть компенсувати різницю у вартості фондування строковими депозитами та коштами з поточних рахунків

Розміщення в 3-міс. ДС частини наявного портфелю строкових депозитів дозволить компенсувати частину процентних витрат від роловеру залишків строкових депозитів за новими підвищеними ставками

## Вплив на діяльність банків

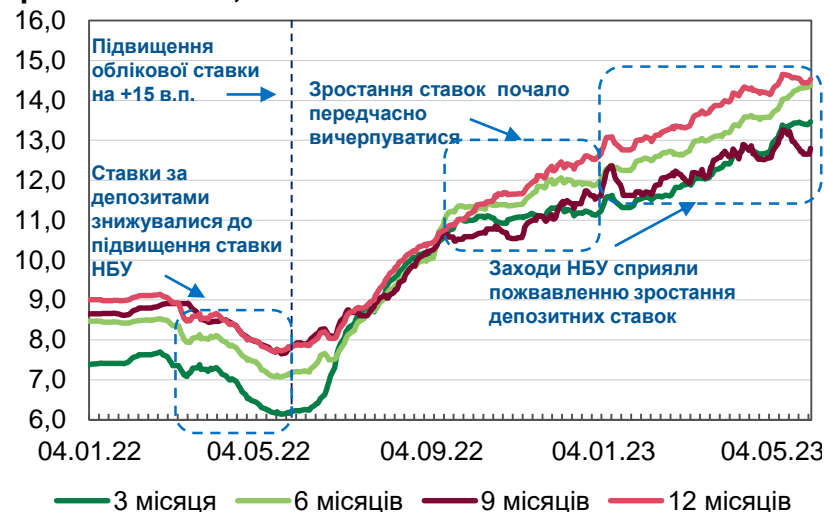
Частині банків вигідно активізувати роботу з вкладниками та посилити маркетингові зусилля, а також і далі підвищувати ставки за строковими депозитами в гривні

Ще частина банків вимушена слідувати за ринком аби зберегти ліквідність та не втратити клієнтів, яких потім завжди складно і дорого повертати

Для тих банків, які продовжують розміщувати вільну ліквідність тільки в ДС овернайт, такі операції генеруватимуть нижчі доходи як через зміни в операційному дизайні, так і внаслідок оновлення розрахунку ОР

# Заходи НБУ вже дають ефект у вигляді зростання дохідності і строковості гривневих депозитів...

## Український індекс ставок за депозитами фізичних осіб, п.п.



\*Останні дані – станом на 11.05.23

Джерело: НБУ.

- Попередні заходи НБУ, у тому числі підвищення обов'язкових резервів та запровадження нового операційного дизайну, довели свою ефективність
- У березні-квітні середньозважена ставка за новими строковими депозитами населення в гривні зросла на 0.7 в. п.
- Вдалося розгорнути тренд на зниження частки строкових депозитів у загальному обсязі вкладів населення: у січні – квітні 2023 року їх частка зросла на 3.5 в. п. – до 34.3%. Як свідчать результати опитування НБУ про банківське фондування, фінустанови очікують що тенденція до зростання строковості депозитів зберігатиметься і в наступні 12 місяців
- Ефекти від заходів НБУ посилюються сповільненням інфляції та поліпшенням інфляційних очікувань, що сприяють зростанню реальної дохідності і строковості гривневих депозитів

## Частка строкових депозитів в загальному обсязі гривневих депозитів ФО (залишки), %

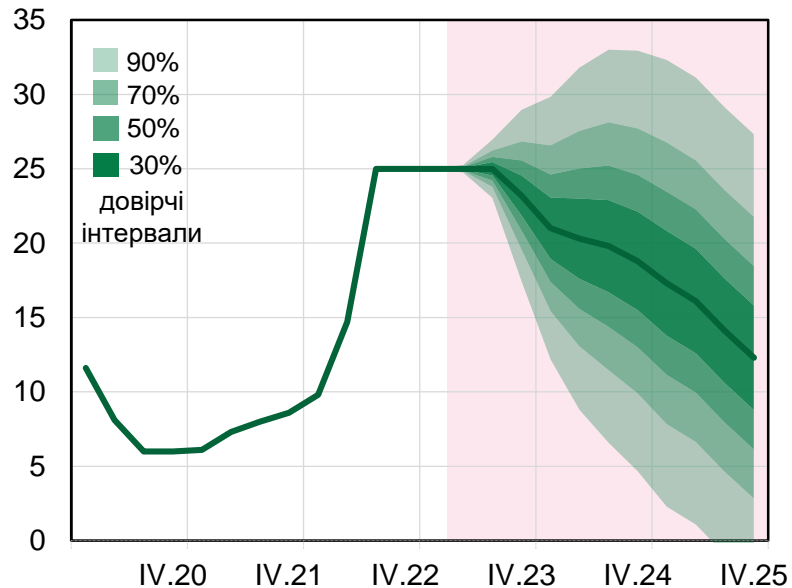


Джерело: НБУ.



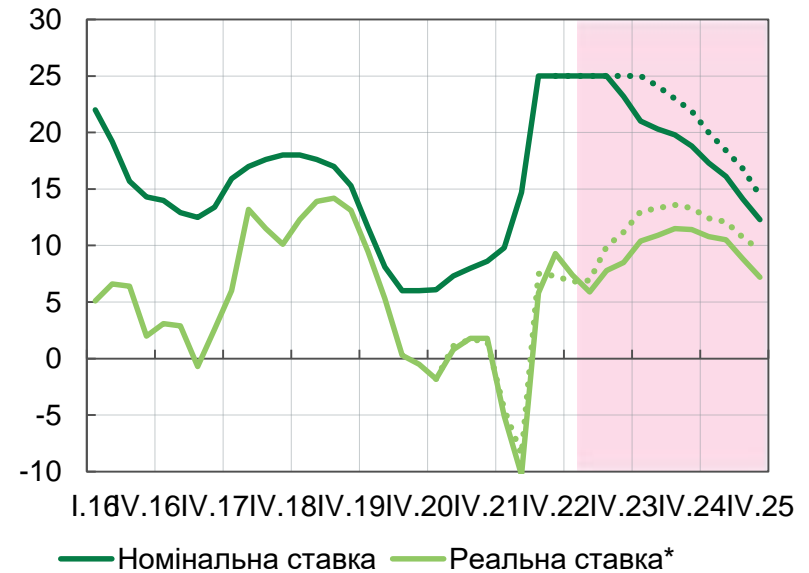
# ...для продовження бажаного ефекту від заходів НБУ уникатиме передчасного пом'якшення процентної політики

Прогноз облікової ставки, %\*



\* в середньому за квартал.

Облікова ставка, в середньому за період, %



\* Дефльована на модельні очікування (КПМ).

- Збереження облікової ставки на високому рівні підтримає ефекти від попередніх заходів НБУ та залишатиме простір для подальшого зростання привабливості заощаджень у гривні та зв'язування коштів з поточних рахунків у строкові інструменти
- Це дасть змогу НБУ паралельно перейти до обережного пом'якшення валютних обмежень без шоків для макрофінансової стійкості
- Також важливою передумовою збереження курсової стійкості та подальшого зниження інфляції є уникнення монетарного фінансування дефіциту бюджету з боку НБУ
- Водночас поліпшення макроекономічної ситуації, у тому числі стрімкіше зниження інфляції та накопичення комфортного рівня міжнародних резервів, створює передумови для перегляду прогнозу облікової ставки. Оновлений макропрогноз передбачає початок циклу зниження облікової ставки в IV кварталі 2023 року

# Уроки з практики боротьби інфляційним тиском, у т.ч. в умовах високого профіциту ліквідності (1)

Якою б не була початкова природа інфляційного імпульсу, за відносно високої потужності і тривалості він може викликати розбалансування ІО

*Особливо в країнах з ринками, які розвиваються, де довіра до нац. валюти та МП все ще формується*

Розбалансування ІО здебільшого відбувається нелінійно, що у свою чергу, обумовлює нелінійність розгортання інфляційних процесів...

*Незначне зростання цін економічні агенти часто просто не помічають. А от суттєві зміни цінників потрапляють в заголовки ЗМІ і привертають увагу навіть тих, хто звик не дивитися на цінники. Момент і рівень переходу від "незначного" до "значного" зростання цін вкрай складно прорахувати, а відповідно – прогнозувати, а отже – вчасно відреагувати належним чином*

...та робить застосування концепції "гнучкого монетарного відгуку" на "немонетарну" чи "транзитивну" інфляцію вкрай складним у практичній реалізації...

*Застосування такої концепції – це ходіння по лезу зі значним ризиком затримки належної монетарної реакції, а відповідно – потенційною потребою більш жорсткої реакції у майбутньому*

...водночас запізніла монетарна реакція може лише підлити масла у "вогонь" розбалансування ІО, спричинити зростання світових цін на товари та фінансові активи, а відповідно – й посилити стійкість інфляції

*Ультрам'яка процентна політика ЦБ, значні обсяги незабезпеченої емісії, масштабні "кількісні пом'якшення" та "програми стимулювання економічного зростання" в умовах прискорення інфляції негативно позначаються на очікуваннях → економічні агенти починають працювати в режимі "кожен сам за себе", перестраховуються, закладаючи надлишкові інфляційні та курсові премії в ціни → це підживлює інфляційну спіраль*

# Уроки з практики боротьби інфляційним тиском, у т.ч. в умовах високого профіциту ліквідності (2)

## Профілактика ефективніша і дешевша за лікування...

*Для вгамування інфляційної спіралі та забезпечення стійкого зниження інфляційного тиску ЦБ доводиться довше утримувати жорсткі монетарні умови, ніж на етапі профілактики такого розгортання → більші процентні та репутаційні втрати ЦБ + витрачання міжнародних резервів + зниження економічної активності + знецінення заощаджень громадян*

**... тож ЦБ вкрай важливо неухильно дотримуватися принципів послідовності, передбачуваності і прозорості МП, вчасно реагуючи на реалізацію проінфляційних ризиків...**

*Навіть в умовах здавалося б "немонетарного характеру" ключових драйверів інфляції, підвищення ключової ставки може бути необхідним в аспекті недопущення розбалансування ІО, як сигнал, що ЦБ залишається на варті цінової стабільності і не допустить суттєвих інфляційних сплесків*

**...а також враховувати, що розбалансування ІО та значний профіцит ліквідності і послаблюють здатність ЦБ ефективно стримувати інфляційний тиск...**

*Розбалансування очікувань призводить до зниження реальної дохідності заощаджень в нац. валюті, підвищує попит на імпорتنі товари та іноземну валюту, що посилює тиск на валютному ринку. Зниження довіри до ЦБ та нац. валюти також знижують схильність до заощаджень. Водночас високий структурний профіцит ліквідності в банківській системі знижує стимули до посилення цінової конкуренції банків за ресурси вкладників. Усе це послаблює трансмісію ключової ставки ЦБ у депозитні ставки та інші ринкові ставки*

**...тому варто уникати фіскального домінування та надмірного розширення профіциту ліквідності в банківській системі, а за необхідності – вчасно та рішуче застосовувати інструменти нормалізації (кількісного стиснення) ліквідності**



# Національний банк України

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