



Національний
банк України

Еволюція монетарної політики НБУ під час повномасштабної війни: погляд через призму міжнародного досвіду

**Матеріал відображає позицію доповідача,
яка може не збігатися з позицією Національного
банку України**

Михайло Ребрик

Департамент монетарної політики та
економічного аналізу

29 листопада 2024 року



Реалізація монетарної політики в Україні ніколи не була легкою прогулянкою...

Помаранчева революція



Революція гідності



Пік бойових дій / ескалація економічної кризи



Повномасштабне вторгнення росії



Світова фінансова криза

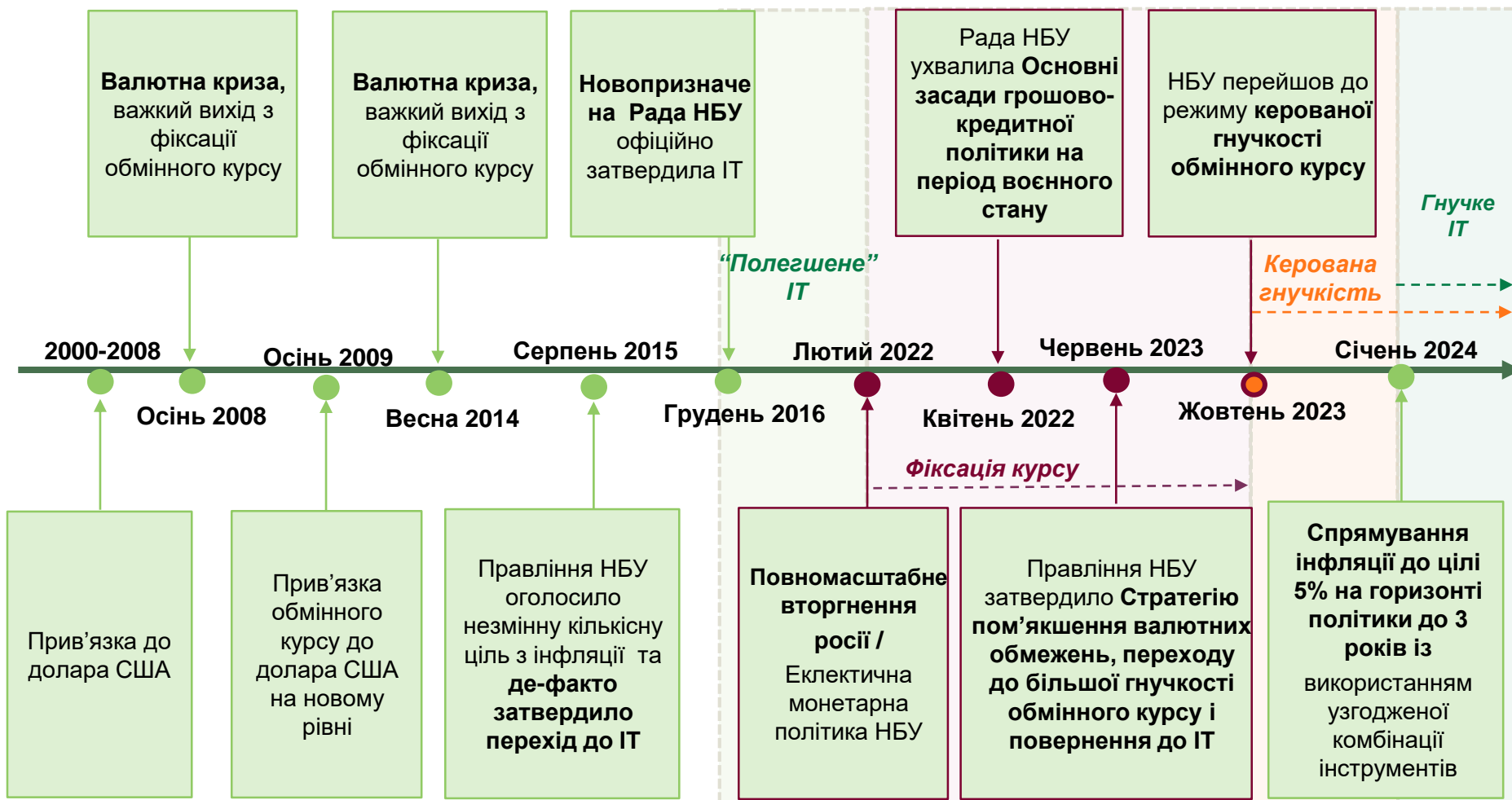


Анексія Криму / Початок війни росії проти України



Коронакриза

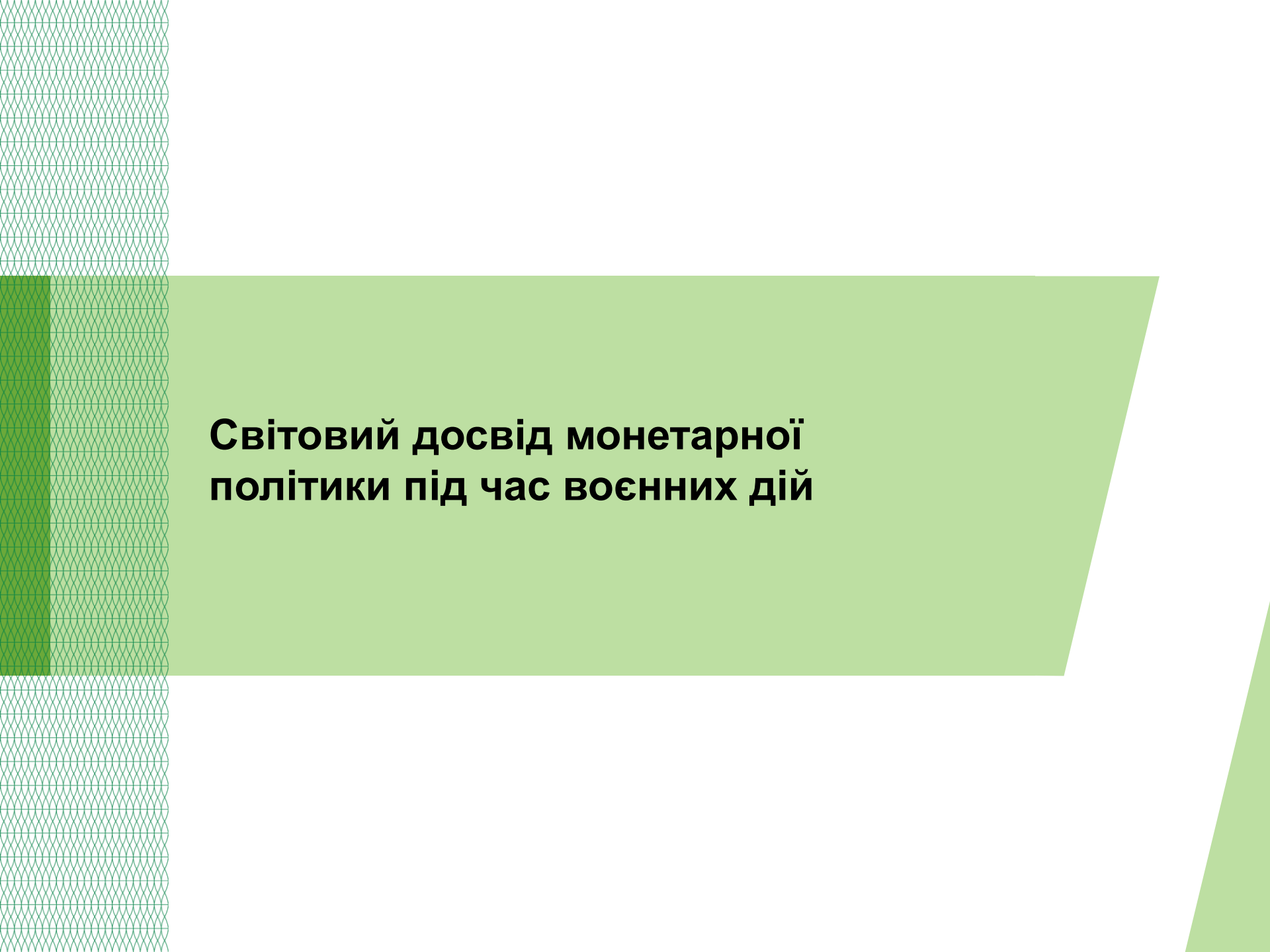
... НБУ має досвід роботи з різними монетарними режимами, що допомогло адаптувати МП до умов війни...



... водночас міжнародний досвід містить цінні інсайти, варті для врахування в МП в умовах складних викликів

Зміст

- ❑ Світовий досвід монетарної політики під час воєнних дій
- ❑ Світовий досвід адаптації монетарних режимів до функціонування в умовах високої невизначеності: тренд на посилення гнучкості монетарної реакції
- ❑ Уроки боротьби ЦБ з суттєвим посиленням інфляційного тиску
- ❑ Еволюція монетарної політики НБУ під час повномасштабної війни: від фіксації курсу до гнучкого інфляційного таргетування



Світовий досвід монетарної політики під час воєнних дій

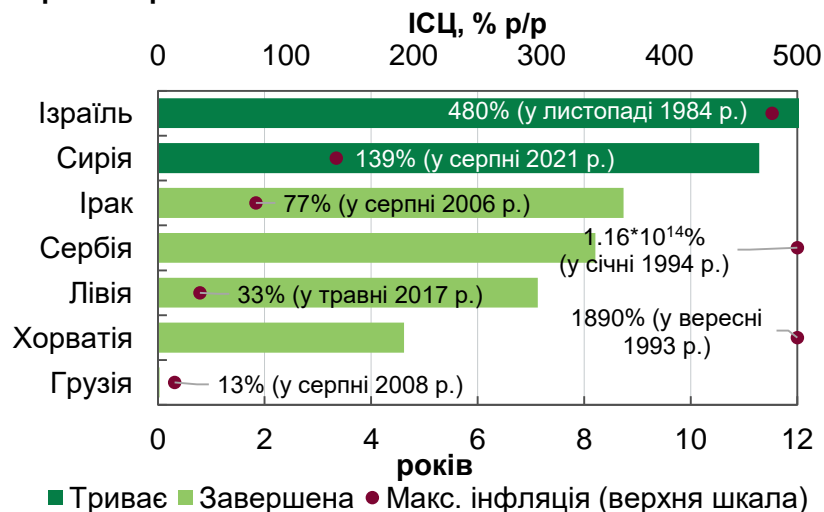
Універсального інструментарію МП на період війни не існує...

Кожна країна має свій унікальний досвід, що обумовлюється:

- Різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх наслідками
- Довоєнним станом та структурою економіки
- Рівнем розвитку фінансових регуляторів та інституцій, **довірою до них та до національної валюти**
- Рівнем міжнародних резервів та державного боргу
- Попередньою інфляційною динамікою та закореністю очікувань
- Обсягами міжнародної військової, політичної та **фінансової підтримки**
- **Впливом зовнішнього середовища**

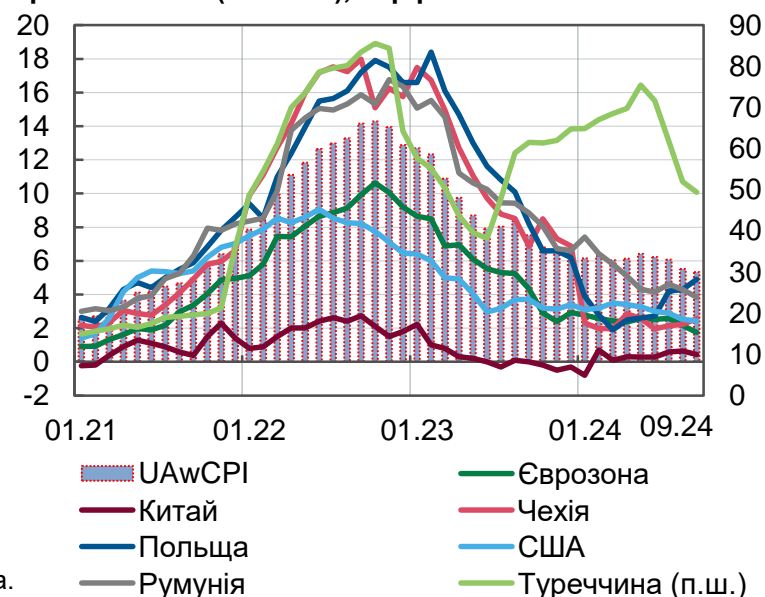
Грузія → розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках
Вірменія → світова дезінфляція, спровокована Covid-19
Ірак → зростання світових цін на нафту
Україна → зростання інфляції та посилення фінансових умов у світі, падіння "апетиту" інвесторів до ризиків

Тривалість війни та піки інфляції в річному вимірі в окремих країнах*



*Ізраїль – війна триває починаючи з 1947 року й по сьогодні; Ірак – війна 2003-2011 років, закінчення війни з поваленням режиму Хусейна.
 Джерело: розрахунки НБУ на основі даних з відкритих джерел, IFS, офіційні сторінки центральних банків, Trading Economics

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



Джерело: національні статистичні агенції, НБУ.

... однак, можна прослідкувати деякі закономірності в застосуванні інструментів МП для подолання кризи

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.)

Виважена процентна політика є важливим елементом стабілізаційних програм під час війни та в післявоєнний період

ІСЦ, офіційний обмінний курс національної валюти та ключова процентна ставка ЦБ Ізраїлю



Джерело: IFS, Karnit Flug, Bank of Israel.

- ЦБ Ізраїлю у післявоєнний період протягом тривалого часу (допоки інфляція залишалася волатильною) утримував ключову ставку на відносно високому рівні (навіть в умовах епізодичної дефляції)
- Така монетарна політика дала змогу ЦБ керовано перейти до плаваючого обмінного курсу, стабілізувати інфляцію та надалі утримувати ключову ставку на низькому рівні протягом тривалого періоду

Фіксація курсу – чудове “знеболювальне”, утім з часом починає генерувати значні ризики

- 1 Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація чи жорстка прив'язка обмінного курсу** (Ізраїль, Хорватія, Грузія)

АЛЕ! ЦБ країн, досвід яких досліджувався, розглядали режими фіксації обмінного курсу здебільшого як тимчасовий стабілізаційний захід. Повернення до плавання відбувалося шляхом поступового посилення гнучкості



- 2 Валютні інтервенції – **основний монетарний інструмент**. Для врівноваження кон'юнктури валютного ринку потрібні активні дії з боку центрального банку

- 3 Ключова процентна ставка – **допоміжний інструмент для зниження тиску на міжнародні резерви й підтримки стійкості валютного ринку**

НБУ врахував світовий досвід для подолання перших шоків війни. Надалі виникла потреба адаптації МП до високої невизначеності

Досягнення та підтримання цінової стабільності

У мирний час

В умовах повномасштабної війни

Принципи монетарної політики

Ключова (облікова) ставка – основний інструмент МП

Валютні інтервенції – допоміжний інструмент для згладжування курсових коливань та накопичення ЗВР

Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу

Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу

Заборона на монетарне фінансування бюджету

Перспективний (forward-looking) характер прийняття рішень з МП (горизонт політики 9-18 місяців)

Подолання перших шоків війни

Відтермінування рішень щодо ключової ставки (02-05.2022) → з червня 2022 р. ключова ставка – допоміжний інструмент МП

Валютні інтервенції як основна монетарна операція

Фіксований обмінний курс як тимчасовий якір для очікувань та антиінфляційний інструмент

Обмеження на валютні операції та рух капіталу

Обмежене монетарне фінансування бюджету

Реакція на середовище високої невизначеності, що стрімко змінюється

Подальші кроки з повернення до повноцінного ІТ

Ключова ставка поступово відновлює свою роль дієвого монетарного інструменту

Узгоджена комбінація інструментів процентної та валютно-курсової політики, валютних обмежень

Керована гнучкість обмінного курсу як проміжний етап на шляху до плаваючого курсоутворення

Поступове пом'якшення валютних обмежень у чіткій прив'язці до макроекономічних передумов

«Друк коштів» – засіб «останньої надії»

Forward-looking підхід з усвідомленням високої невизначеності та готовністю реагувати на зміни у поточних макротенденціях та балансі ризиків (подовжений горизонт політики до 3 років)

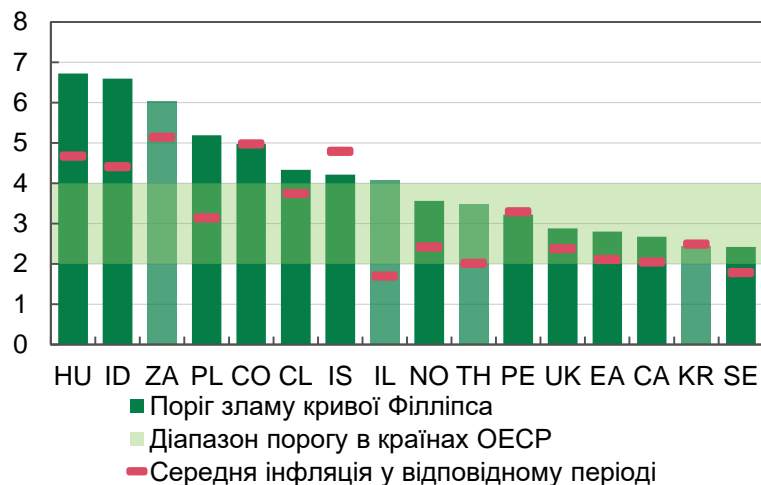
Інституційна, фінансова та операційна незалежність НБУ, уникнення фіскального домінування

Прозорість та підзвітність діяльності НБУ суспільству

Світовий досвід адаптації монетарних режимів до функціонування в умовах високої невизначеності: тренд на посилення гнучкості монетарної реакції

Агресивне утримання інфляції близько цілі може бути шкідливим навіть за звичайних умов, а надто – за високої невизначеності...

Поріг зламу кривої Філліпса*, % кв/кв, аннуалізовано



Джерело: МВФ, Bloomberg, розрахунки НБУ.

- За оцінками [Forbes et al. \(2021\)](#), у країнах ОЕСР взаємозв'язок між розривом ВВП та інфляцією майже зникає, коли остання сповільнюється нижче 2–4% (зокрема нижче свого медіанного значення). У країнах ЕМ цей рівень зазвичай є вищим і в окремих випадках може досягати майже 7%
- У періоди низького рівня уваги до інфляції вплив її динаміки на інфляційні очікування знижується, стає помірнішим й ефект перенесення вартості високоволатильних компонентів, зокрема енергоносіїв, на базову інфляцію → ризики для цінової стабільності ↓ → **необхідність проведення агресивної монетарної політики** ↓
- В умовах зростання інтенсивності та/або очікуваної стійкості немонетарних шоків проведення доволі агресивної монетарної політики для швидкого повернення й стійкого утримання інфляції близько цілі може посилювати волатильність на фінансових ринках, генерувати додаткові негативні ефекти для кредитування, економічного зростання та зайнятості

Ключові причини зниження ефективності жорсткої монетарної політики за відносно низької інфляції:

- *крива Філліпса стає пласкою*: працівники не схильні погоджуватися на нижчі зарплати, а підприємства – знижувати номінальні ціни
- *економічні агенти стають “раціонально неуважними”*, що пов'язано з небажанням шукати релевантну інформацію, труднощами з її опрацюванням, а також відносно незначними втратами від ігнорування низької інфляції
- *ЦБ ризикує потрапити у “пастку уваги”*: намагання ЦБ привести до цілі вже відносно низьку інфляцію ризикують залишитися непоміченими → обмежений вплив за каналом очікувань, утім стримуючий вплив на економічну активність за іншими каналами

...тож посилення економічної невизначеності спонукає ЦБ посилювати гнучкість монетарної політики

Типові елементи адаптації монетарної політики до умов високої невизначеності:

Толерування ЦБ відносно передбачуваних, помірних та нетривалих відхилень інфляції від цілі / цільового діапазону

- поліпшується усвідомлення "природності" тимчасових помірних відхилень інфляції від цілі в умовах інтенсивних шоків ([Apel and Claussen, 2017](#))
- розуміння неможливості мікроменеджменту та тотального контролю за інфляцією з боку ЦБ
- звикання економічних агентів до цінових коливань, що зменшує ризики розбалансування очікувань і втрати довіри до ЦБ ([Bernanke et al., 1999](#))

Зміна типу інфляційної цілі

Подовження горизонту політики

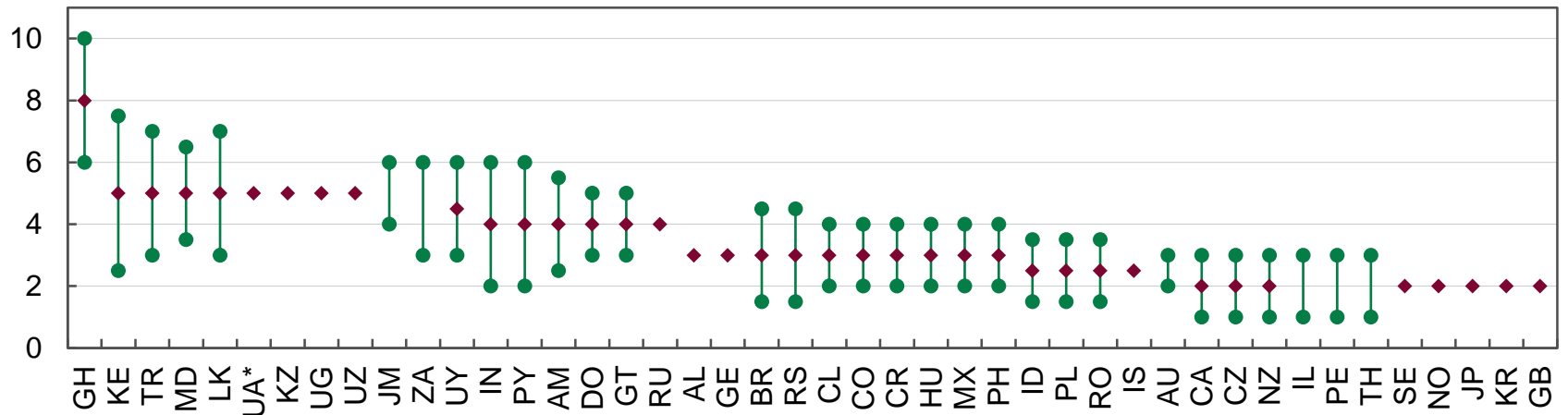
Гнучке підлаштування операційного дизайну монетарної політики під потреби ЦБ

Більш активне застосування додаткових інструментів для доповнення/посилення ефектів від ключової ставки

- валютних інтервенцій
- обов'язкових резервів
- інструментів абсорбування ліквідності з більш довгими строками

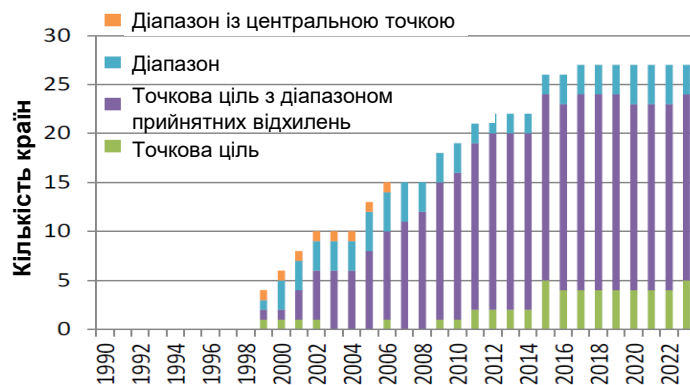
Низький рівень, тривала незмінність інфляційної цілі, а також послідовне повернення інфляції до неї – запорука дієвості режиму ІТ...

Кількісні інфляційні цілі ЦБ – таргетерів інфляції, %



* З 11 вересня 2024 року НБУ має точкову інфляційну ціль на рівні 5%.
Джерело: AREAER 2023, офіційні сторінки ЦБ, станом на 11.10.2024.

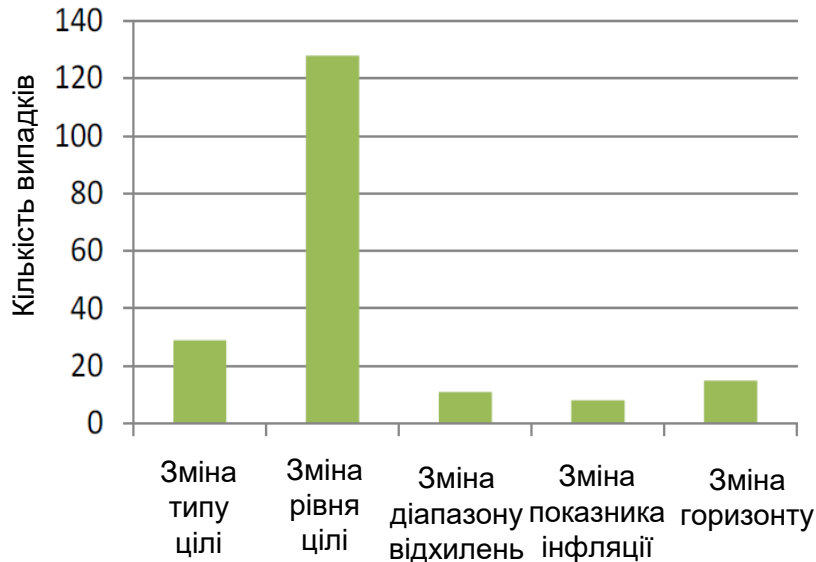
Типи інфляційних цілей в ЕМ



- Найбільш поширений тип інфляційної цілі в ЕМ – **точкова ціль з діапазоном прийнятних відхилень**, утім точкова ціль поступово набуває поширення
- **Інфляційні цілі ЦБ країн з ринками, що розвиваються, є вищими, ніж у провідних ЦБ, що пов'язано з:**
 - конвергенцією загального рівня цін відповідно до ефекту Баласса-Самуельсона
 - вищими інфляційними очікуваннями, слабшою довірою до нац. валюти та монетарної політики → ЦБ складніше постійно підтримування низьку інфляцію та швидко повертати її до цілі
 - вразливістю економік до коливань цін на світових сировинних ринках та шоків, які впливають на відносні ціни на внутрішньому ринку

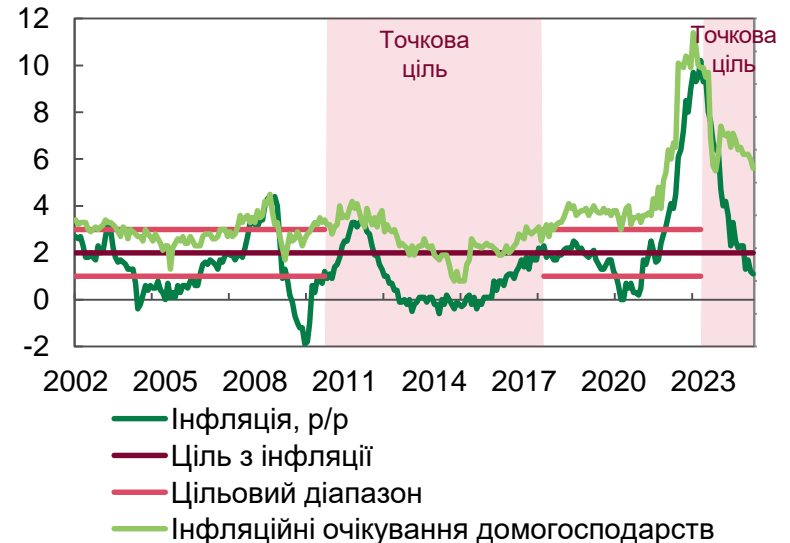
...утім посилення невизначеності може вимагати тимчасового коригування типу інфляційної цілі

Зміна інфляційної цілі ЦБ – таргетерами інфляції



Джерело: [Niedźwiedzińska \(2022a\)](#)

Швеція: інфляція*, інфляційна ціль та інфляційні очікування ДГ на наступні 12 місяців, %



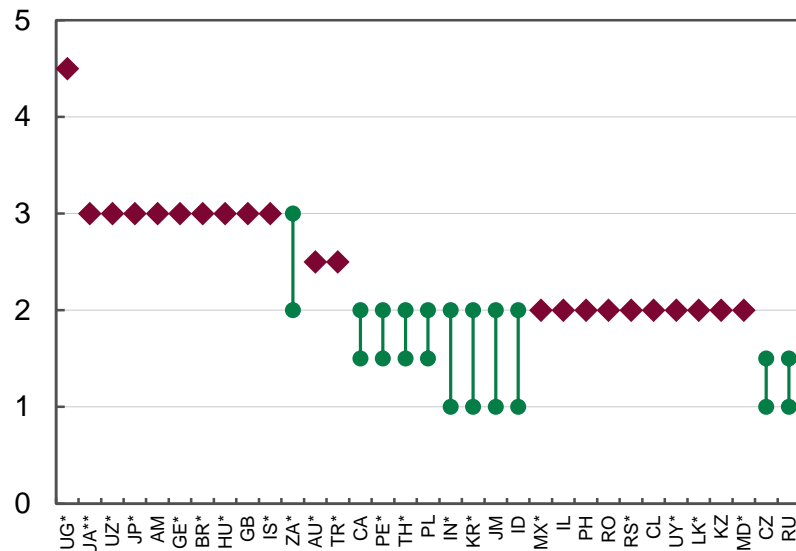
* ІСЦ – до серпня 2017 року включно, далі - СРІФ.

Джерело: [ЦБ Швеції](#), [Статистичне управління Швеції](#).

- Найчастіше ЦБ переглядають саме рівень інфляційної цілі, утім випадки перегляду типу цілі також не є поодинокими
- Загалом вважається, що точкова ціль сприяє кращому заякоренню очікувань, а застосування діапазону прийнятних відхилень чи цільового діапазону – посилює гнучкість політики ЦБ. На практиці в умовах високої економічної невизначеності все може бути з точністю до навпаки: вихід інфляції за межі зазначених діапазонів може сприйматися як "сигнал тривоги" чи навіть провал політики
- У 2010–2017 роках і з початку 2023-го в умовах суттєвого \uparrow волатильності цін ЦБ Швеції тимчасово переходив від цільового діапазону 1-3% до точкової цілі 2%. Такий перехід додав гнучкості МП, проте не спричинив суттєвого відхилення інфляційних очікувань від інфляційної цілі

Подовження горизонту політики залишає більше простору ЦБ для гнучкого реагування на макроекономічну турбулентність

Тривалість горизонту монетарної політики ЦБ – таргетерів інфляції, роки

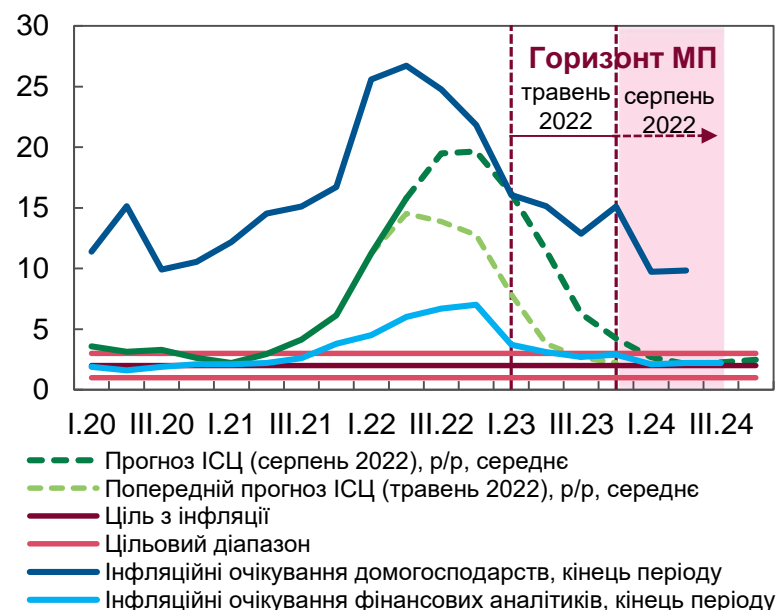


* Тривалість прогнозного горизонту монетарної політики.

** З 11 вересня 2024 року НБУ має горизонт політики до 3 років.

Джерело: AREAER 2023, офіційні сторінки ЦБ, станом на 11.10.2024

Чехія: ІСЦ, інфляційна ціль та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %

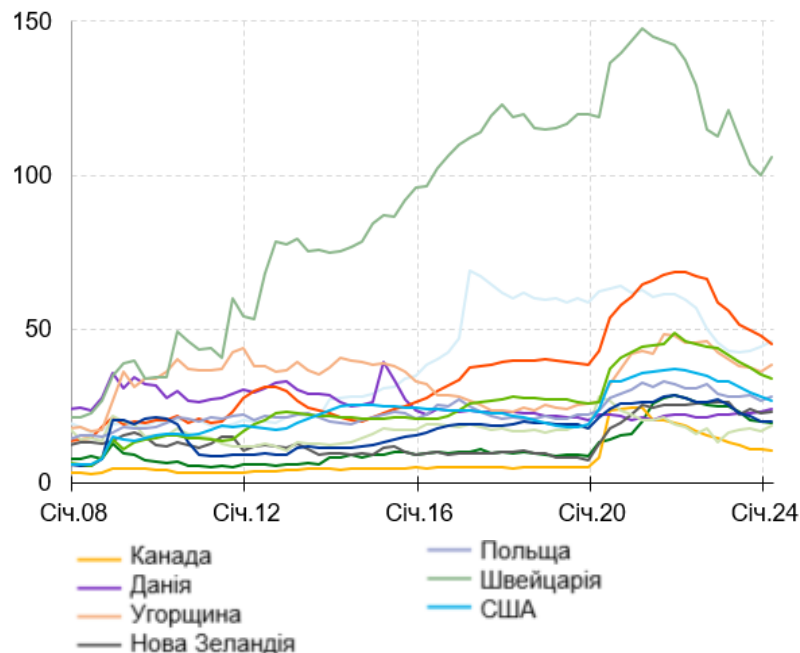


Джерело: ЦБ Чехії.

- Горизонт політики не має бути занадто тривалим, щоб не поставити під сумнів бажання та/або спроможність ЦБ забезпечувати цінову стабільність. Здебільшого ЦБ визначають горизонт політики в діапазоні від одного року до двох – трьох років
- Однак деякі ЦБ застосовують гнучкіше формулювання – "середньостроковий горизонт", а ЦБ Швеції та Норвегії взагалі не вважають за доцільне визначати тривалість свого горизонту політики й декларують, що він може змінюватися залежно від умов
- ЦБ Чехії у серпні 2022 року тимчасово продовжив горизонт МП на 2 квартали через "надзвичайний тиск витрат на тлі значної невизначеності"
- ЦБ Канади гнучко адаптує горизонт політики за кожного перегляду макропрогнозу

ЦБ все більше експериментують з операційними дизайнами, активніше застосовують ОР, строкові інструменти абсорбування

Активи ЦБ до ВВП, %



Джерело: BIS.

Типи операційних дизайнів та застосування ОР окремими ЦБ

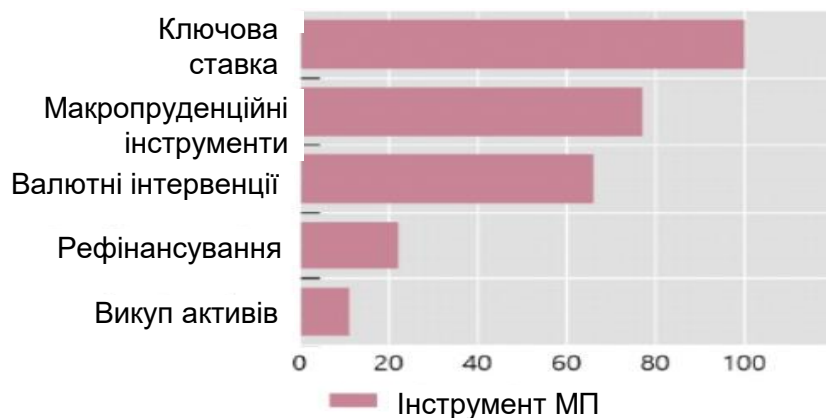
Країна	Тип операційного дизайну МП	Застосування ОР
Австралія	Система надлишкових резервів	Так
Канада	Система «нижньої межі»	Ні
Чехія	Система середини коридору	Так
Данія	Система середини коридору	Ні
Євросона	Система «нижньої межі»	Так
Угорщина	Система середини коридору	Так
Індонезія	Система середини коридору	Так
Нова Зеландія	Система «нижньої межі»	Ні
Норвегія	Система «нижньої межі» з квотами	Ні
Польща	Система середини коридору	Так
Швеція	Система середини коридору	Ні
Швейцарія	Система «нижньої межі» з квотами	Так
Великобританія	Система «нижньої межі»	Ні
США	Система «нижньої межі»	Ні

Джерело: Hansson and Wallin Johansson (2023).

- Після глобальної фінансової кризи та пандемії COVID-19 відбувся масовий перехід банківських систем різних країн від функціонування в умовах структурного дефіциту до значного профіциту ліквідності
- За таких умов ЦБ починають все більше експериментувати з операційними дизайнами процентної політики, а також обов'язковими резервами, підлаштовуючи їх параметри під власні потреби, умови функціонування та обмеження

Після Світової фінансової кризи посилилася роль валютних інтервенцій та валютних обмежень

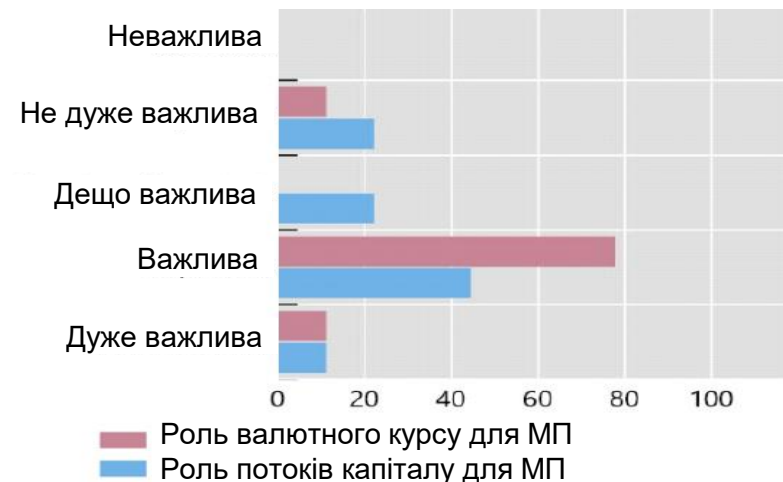
Використання інструментів МП (період до пандемії), %*



* Відповіді не виключають одна одну. Для деяких країн інструменти макропруденційної політики включають заходи з управління потоками капіталу.

Джерело: опитувальник BIS, квітень 2021 року.

Роль валютного курсу та потоків капіталу для прийняття рішень з МП, %*



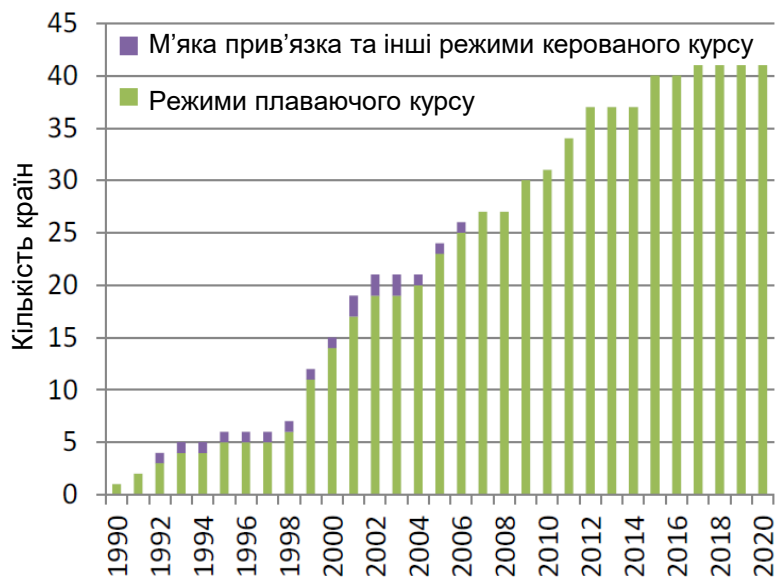
* Відповіді не виключають одна одну.

Джерело: Опитувальник BIS, квітень 2021 року.

- У той час як процентні ставки продовжили відігравати ключову роль в операційних дизайнах МП, ЦБ відреагували на різкі коливання обмінних курсів після Світової фінансової кризи та тісніший зв'язок між внутрішніми та зовнішніми фінансовими умовами застосуванням додаткових інструментів МП для зменшення вразливості економік країн до потоків капіталу та коливань обмінних курсів
- Обмінні курси, а також характер шоку, що лежить в основі їх змін, є важливими вхідними даними для прийняття монетарних рішень
- Послідовне використання валютних інтервенцій призводить до зміцнення довіри до режиму ІТ
- Під час пандемії COVID-19 валютні інтервенції широко застосовувалися багатьма ЦБ

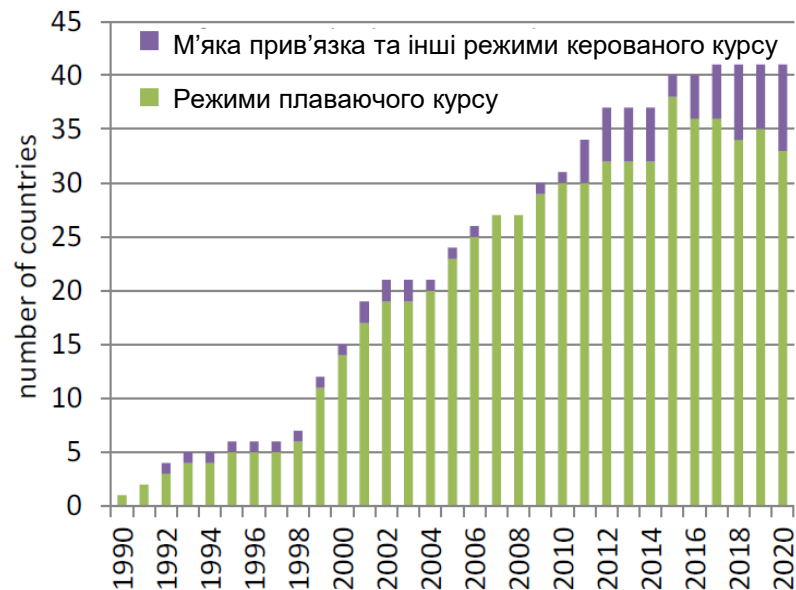
...ЦБ також активніше модифікують валютні режими, хоча зазвичай це офіційно не визнається

Режими обмінного курсу, які ЦБ-таргетери інфляції використовують де-юре



Джерело: [Niedźwiedzińska \(2022a\)](#)

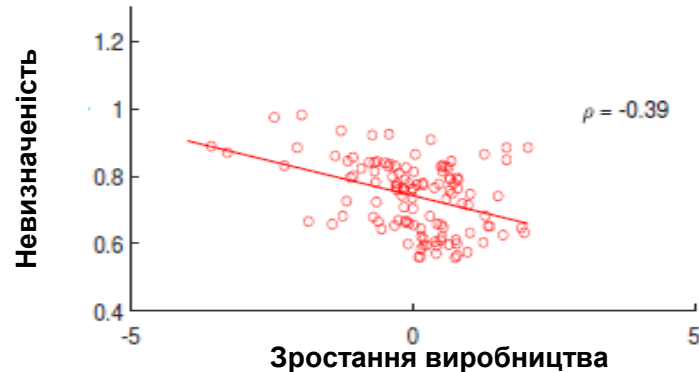
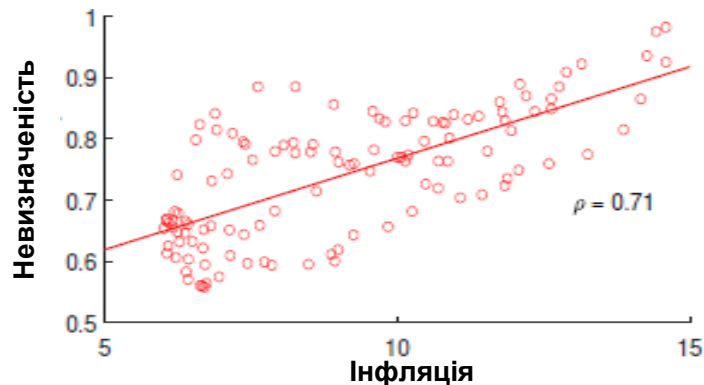
Режими обмінного курсу, які ЦБ-таргетери інфляції використовують де-факто



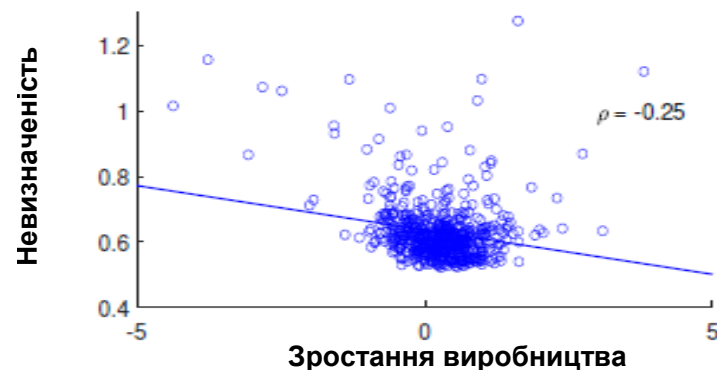
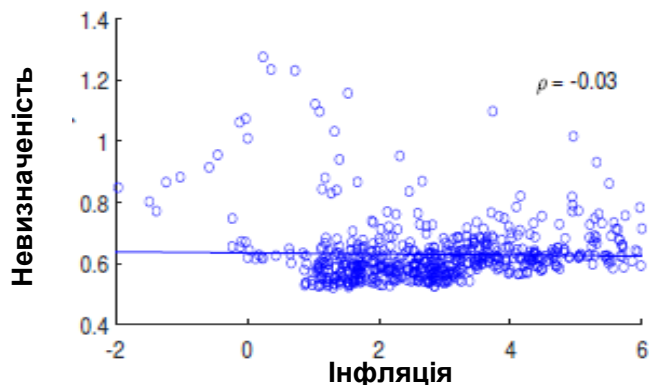
Джерело: [Niedźwiedzińska \(2022a\)](#)

Водночас гнучкість має межі: в умовах високої невизначеності важливо зберегти помірні та контрольовані темпи інфляції...

Середовище з високою інфляцією (>6%)



Середовище з низькою інфляцією (<6%)



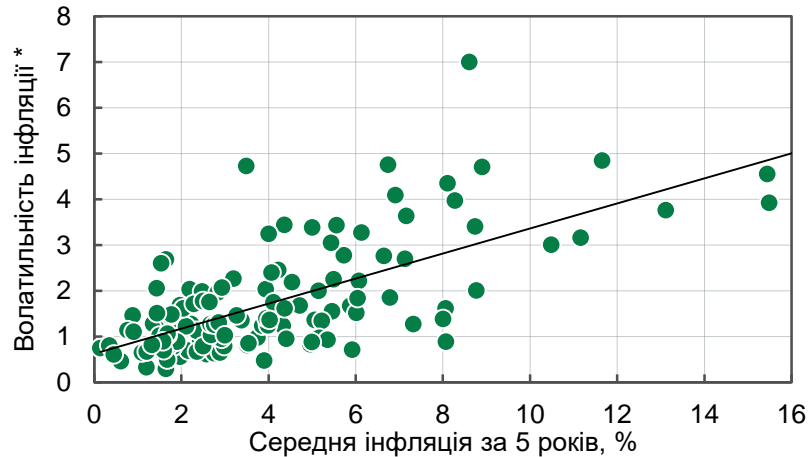
* Дані для США за січень 1962-липень 2022. Для EM пороговим рівнем інфляції вважається 7-12% (див. [Khan and Senhadji \(2001\)](#), [Espinoza et al. \(2010\)](#), [Рупко \(2009\)](#), [Mohaddes and Raissi \(2014\)](#), [Ndoricimpa \(2017\)](#)).

Джерело: дослідження [Castelnuovo та ін. \(2023\)](#) презентовано на [воркшопі Національного банку 15 грудня 2023 року](#)

- Посилення гнучкості монетарної політики не має ставити під сумнів бажання / спроможність ЦБ забезпечувати цінову стабільність, не має зашкодити довірі до монетарної політики ЦБ
- У середовищі з високою інфляцією вища невизначеність супроводжується вищою інфляцією, та відчутнішим падінням виробництва ([Castelnuovo та ін. \(2023\)](#))

...для уникнення втрати контролю над інфляційною динамікою...

Залежність між середньою інфляцією (вісь x) та волатильністю інфляції* (вісь y) в країнах світу**

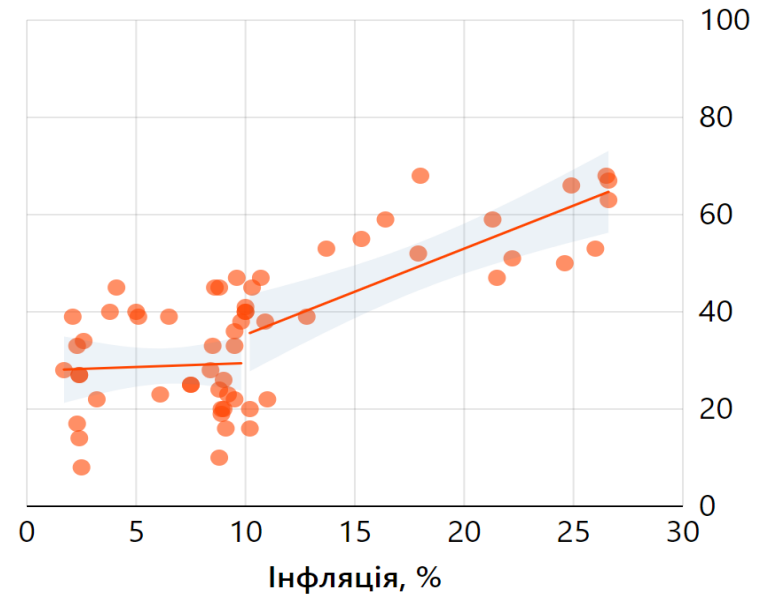


* Розрахована як стандартне відхилення інфляції

** На основі даних 41 країни з початку ІТ до 2019 року, розділених на п'ятирічні періоди (загалом 132 спостереження).

Джерело: Розрахунки НБУ на основі даних ДССУ, МВФ та веб-сторінок ЦБ світу.

Інтенсивність пошуку в Google слова «інфляція» для України, 2018-2023

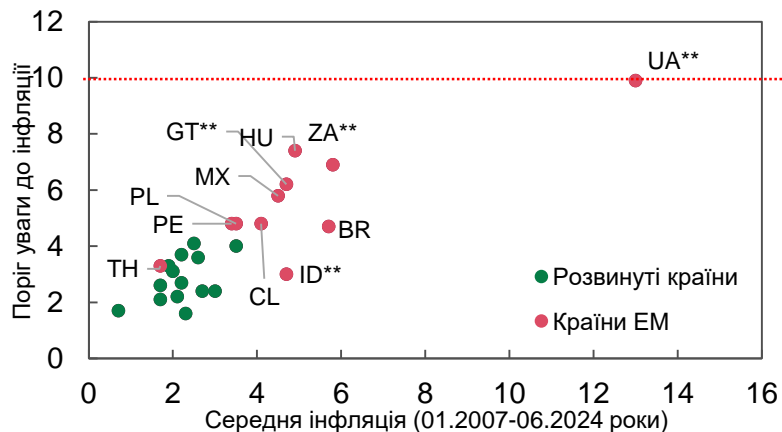


Джерело: [розрахунок «ЕП»](#).

- Чим вища інфляція, тим суттєвіші її коливання. Немає жодної успішної країни, яка мала би високу і водночас стабільну інфляцію
- Емпіричні оцінки порогових рівнів інфляції за іншими підходами свідчать, що ЦБ ЕМ варто підтримувати інфляцію на однозначних рівнях ([Khan and Khan, 2020](#))
- Це дає змогу уникати асиметрично негативних ефектів від розбалансування інфляційних очікувань і розгортання інфляційної спіралі ([Arias et al., 2020](#))

...оскільки стійке перевищення інфляцією порогового рівня уваги посилює ризики розбалансування очікувань...

Середня інфляція в окремих країнах з ІТ та поріг уваги до неї*, %

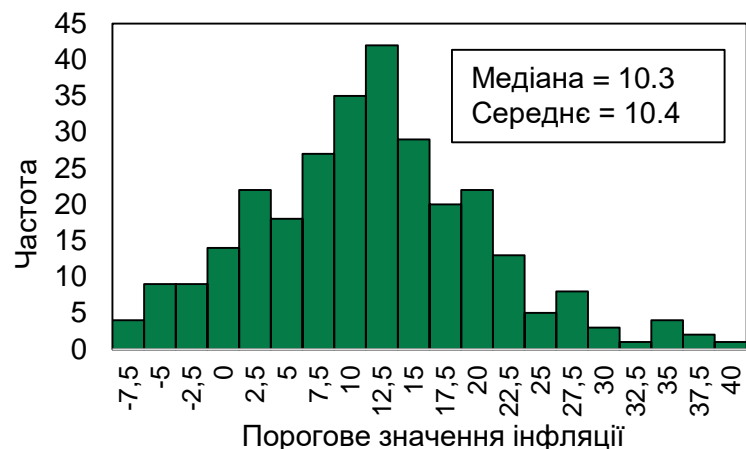


* Оцінений за методологією [Korenok et al. \(2022\)](#) із с/с індексом у Google Trends за темою "Інфляція" у 2007–2024 роках. Зазначені лише країни, де величини коефіцієнтів у рівнянні відповідали очікуванню.

** Скориговано на тренд у 2007–2010 роках, до зміни методології. Для України також скориговано на періоди активних бойових дій у 2014–2016 роках та з 2022 року за допомогою даммі-змінних.

Джерело: Google Trends, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Розподіл оцінених* порогових рівнів уваги до інфляції в Україні для окремих компонент ІСЦ**



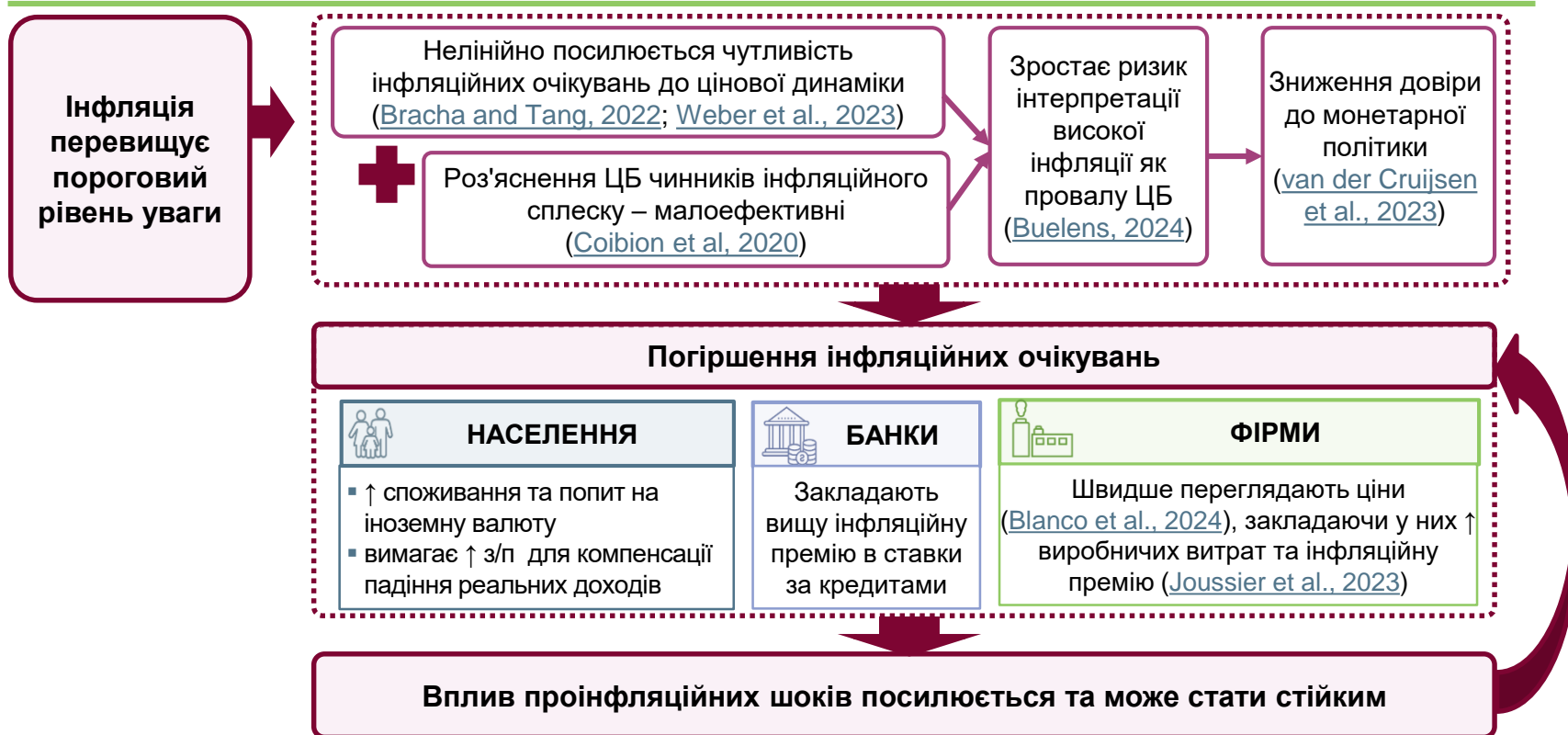
* Розрахунки ДМПЕА на основі [Korenok et al. \(2023\)](#) з використанням пошукових запитів Google за темою "Інфляція".

** Оцінено для 320 компонент ІСЦ, які були в споживчому кошику протягом усього періоду спостережень (2018 - 2024). Оцінені порогові рівні очищено від викидів (зображено результати від 5 по 95 перцентиль).

Джерело: Google Trends, ДССУ, розрахунки НБУ.

- Суттєве та/або тривале зростання цін привертає увагу економічних агентів ([Link et al., 2023](#)), посилює їх очікування стосовно стійкості інфляційного сплеску ([Sims, 2003](#)), змушує враховувати під час ухвалення рішень → **посилюються ризики для макрофінансової стабільності та економічного зростання**
- Увага до інфляції *нелінійно* зростає, коли вона перетинає певний пороговий рівень, підвищення цін охоплює широкі групи товарів, а новини та політичні дискусії щодо антиінфляційних заходів набирають популярності ([Buelens, 2024](#))
- Оцінки* для України на основі пошукових запитів у Google для різних компонент ІСЦ свідчать, що найчастіше увага до інфляції стрімко зростає після досягнення її двозначкового рівня (10.3%). Це також підтверджується розрахунками для базової інфляції (9.8%), що відображає загальну інфляційну динаміку

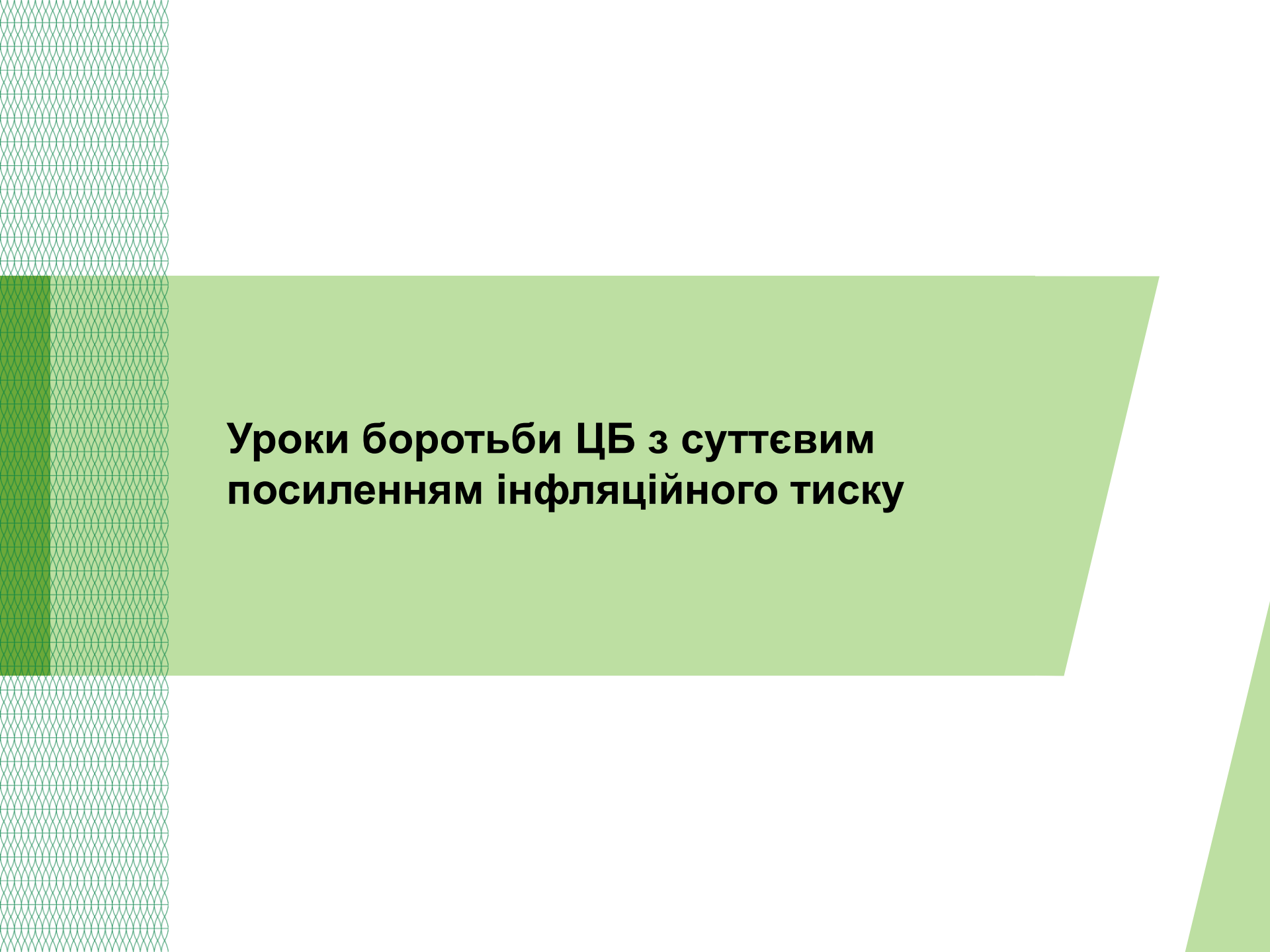
...водночас розгортання інфляційної спіралі посилює ризики для макрофінансової стійкості та економічного зростання



Крім того!

Коли інфляція стійко перевищує пороговий рівень (Ekinci et al., 2020; Khan and Khan, 2020):

- Знижується очікувана віддача від інвестиційних проектів
- Знижується зовнішня конкурентоспроможність виробників
- Скорочується експорт
- Падає купівельна спроможність та схильність населення до заощаджень в національній валюті
- Погіршується стійкість економічного зростання та поглиблюється нерівність
- Посилюється соціальна нестабільність



Уроки боротьби ЦБ з суттєвим посиленням інфляційного тиску

Світовий досвід свідчить, що у боротьбі з інфляцією варто уникати “передчасного святкування перемоги” ...



Аналіз* понад 100 епізодів інфляційного сплеску в 56 країнах світу з 1970х років доводить, що:

Інфляційні сплески мають довготривалий характер

Епізоди інфляції в різних країнах найчастіше тривали роками (40% сплесків не вдавалося подолати навіть через 5 років; у інших 60% випадків ЦБ знадобилося у середньому 3 роки)

Поширеними, але водночас ризикованими є «передчасні святкування»

Короткочасні зниження інфляції спокушали ЦБ пом'якшити МП занадто рано. Інфляція може суттєво знизитися в перші рік-два після початкового шоку, але потім знову прискоритися або закріпитися на високому рівні

Запорука повернення інфляції до низьких та стабільних рівнів – послідовна та достатньо жорстка МП

Короткострокові втрати для економіки внаслідок такої політики повністю нівелювалися в середньостроковій перспективі. Послідовна та достатньо жорстка МП дає змогу швидше впоратися з інфляцією, стримати девальвацію та зростання номінальної зарплати порівняно з випадками передчасного пом'якшення МП



Утриматися від передчасного пом'якшення МП закликають представники міжнародних фінансових організацій та ЦБ

«Головним пріоритетом є стійке зниження інфляції. Попри те, що прогрес є, робота ще не завершена - курс МП має зберігати рух в тому ж напрямку. Передчасне святкування може знищити важко здобуті успіхи, досягнуті в процесі зниження інфляції»

Липень 2023



Kristalina Georgieva,
Managing Director of
the IMF

«Ще не час святкувати перемогу над інфляцією. Природа інфляційного процесу в Єврозоні свідчить про те, що ми маємо бути пильними до ризиків стійкої інфляції»

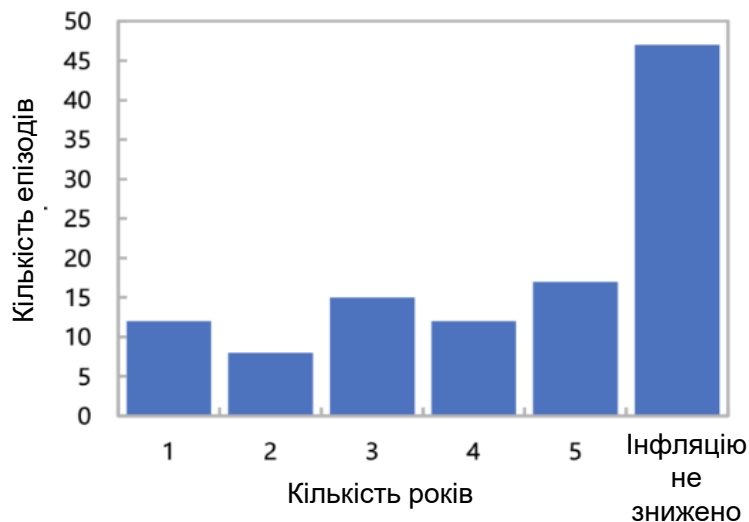
Листопад 2023



Christine Lagarde,
President of the ECB

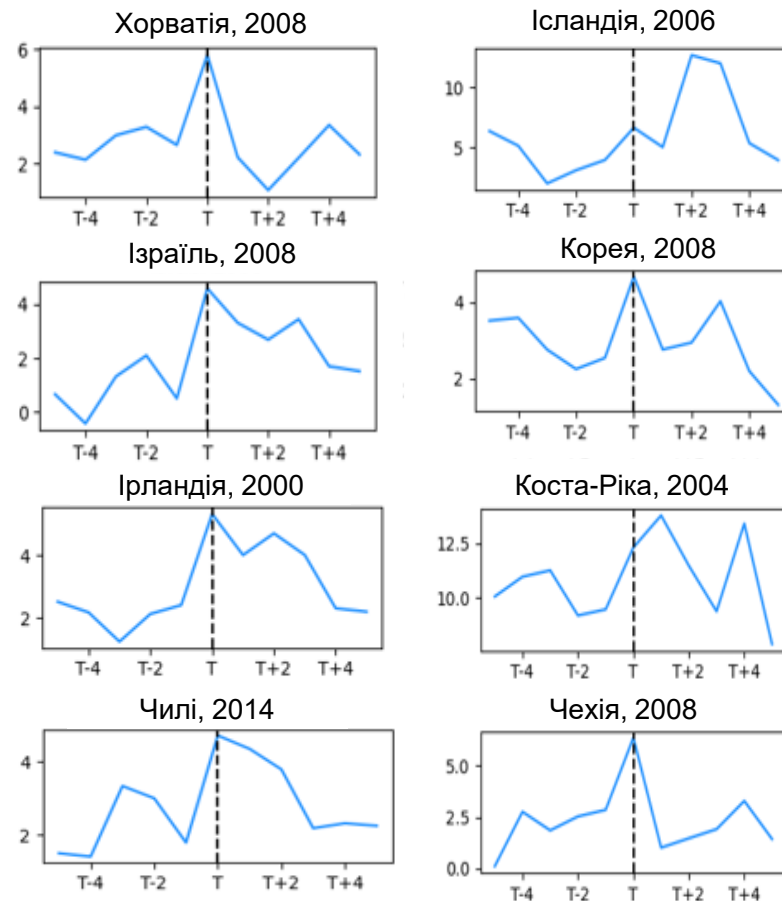
... та вчасно реагувати МП для уникнення рецидивів цінових сплесків та запобігання закріплення інфляції на високих рівнях

Роки, потрібні для зниження інфляції до рівня, на якому вона була до початку дії шоку



Джерело: [Alfred Kammer, Anil Ari, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski, Wei Zhao, 3 Oct 2023](#)

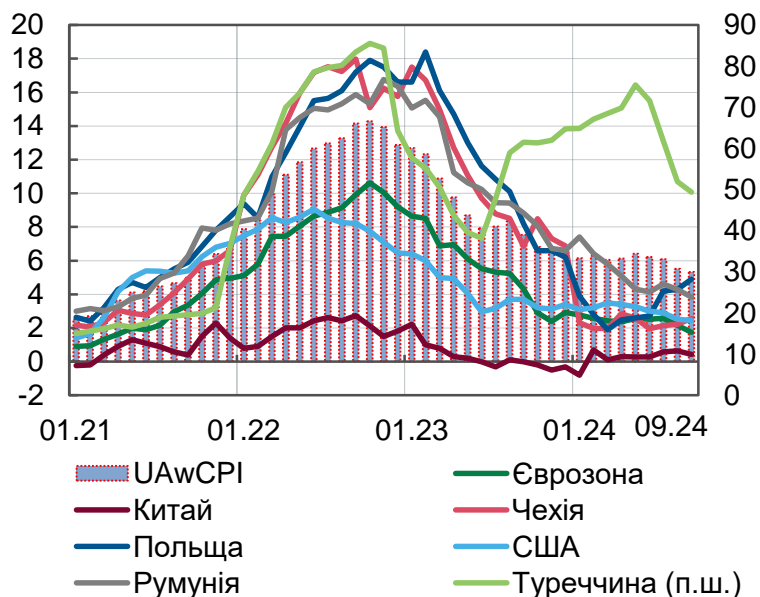
Приклади «передчасного святкування» (ICЦ, % р/р)



Джерело: [Alfred Kammer, Anil Ari, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski, Wei Zhao, IMF Working Papers 2023/190.](#)

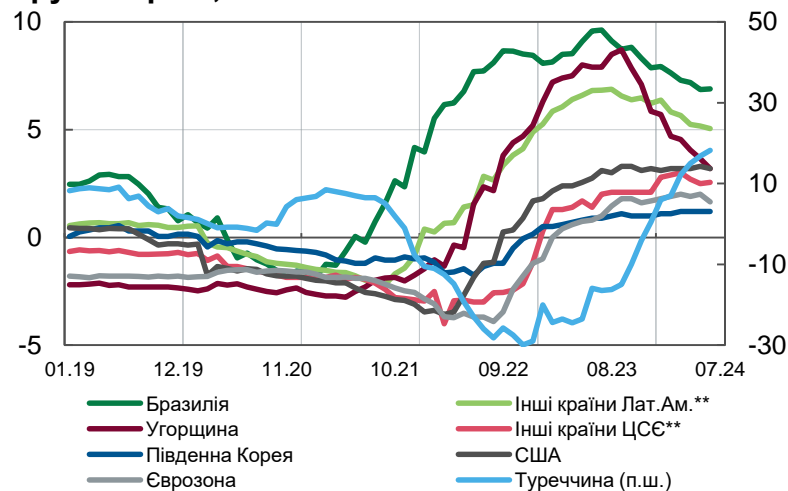
Так, затримка належної монетарної реакції під час коронакризи стала одним з ключових чинників рекордного цінового сплеску у світі...

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



Джерело: національні статистичні агенції, НБУ.

Ключові реальні ex-ante* ставки в окремих країнах та групах країн, %



* Ключова ставка за вирахуванням очікуваної через 12 місяців інфляції. Зміна методології розрахунку очікувань з вересня 2022 року для Угорщини, Польщі, Румунії, Єврозони і США.

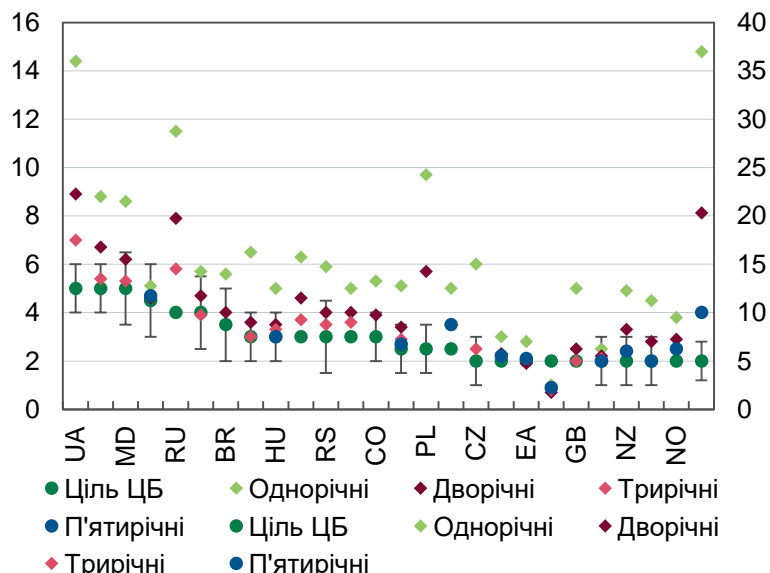
** Медіана. Інші країни Латинської Америки – Чилі, Колумбія, Мексика, Перу. Інші країни ЦСЄ – Чехія, Польща, Румунія.

Джерело: офіційні сторінки ЦБ, Consensus Economics.

- ЦБ були переконані в **немонетарній природі** й **тимчасовості** інфляційного сплеску, а тому переважно не квапилися з реакцією ключовими ставками на зростання цін
- Монетарні та фіскальні стимули тривали й тоді, коли прискорення інфляції вже набирало обертів, тож надмірно м'яка монетарна політика під час коронакризи стала одним із чинників інфляційного сплеску ([Gagliardone and Gertler, 2023](#))
- Проте подальше її посилення стало безпрецедентним у багатьох вимірах, але передусім – у своїй синхронності, агресивності та тривалості ([Forbes et al., 2024](#)).

... оскільки стрімке зростання цін стало катализатором розбалансування інфляційних очікувань

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

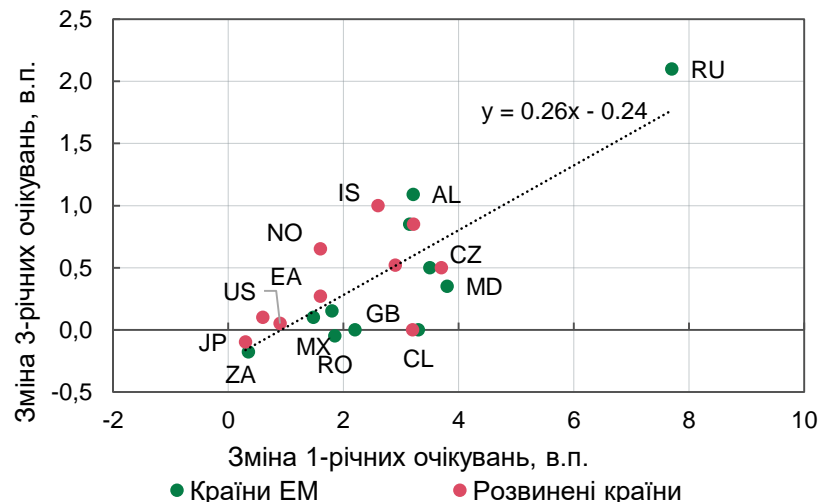


* Туреччина – права шкала.

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

- Ціновий сплеск на початковому етапі, дійсно, не в останню чергу підживлювався шоками пропозиції: розривами ланцюгів постачання через локдауни і стрімким зростанням світових цін на сировинні товари, зокрема енергоносії
- Проте рекордне прискорення інфляції не залишилося непоміченим: інфляційні очікування погіршилися. Спочатку короткострокові, а згодом – і довгострокові
- Розуміння **наслідків розгортання інфляційної спіралі** 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](#))

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

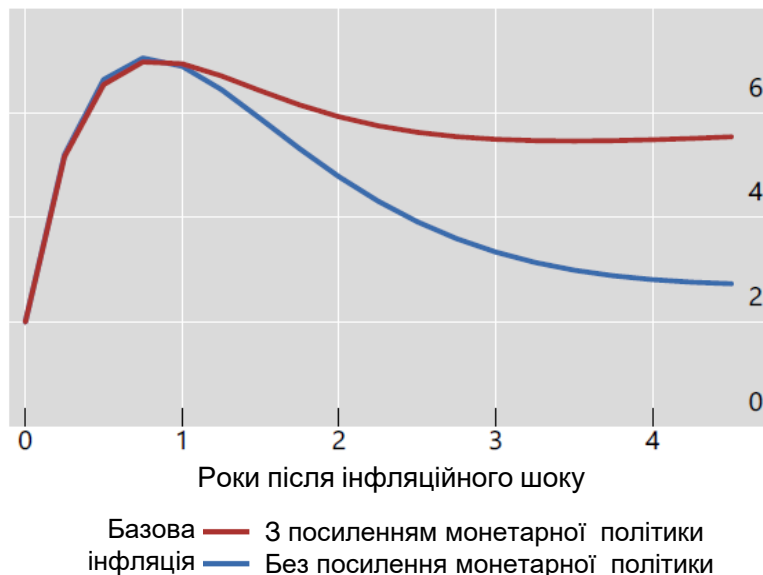


* Для країн, що мають лише дво- та п'ятирічні інфляційні очікування, трирічні очікування розраховані за допомогою моделі Nelson-Siegel (1987).

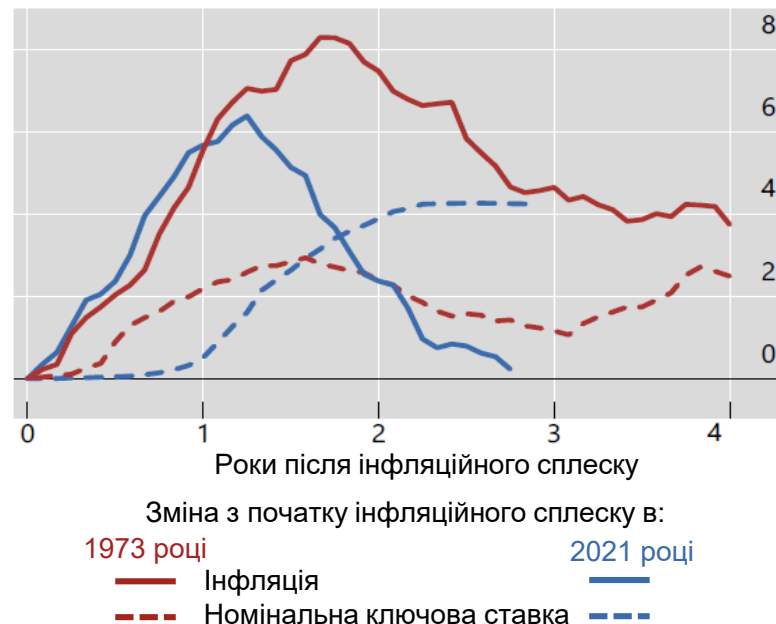
Джерело: офіційні сторінки центральних банків, Focus Economics, Consensus Economics, розрахунки НБУ.

Попри затримку, рішуче посилення політики дозволило ЦБ вгамувати інфляцію і здійснити "м'яку посадку"

Інфляція у випадках з та без посилення процентної політики



Інфляційні сплески: 1973 vs постпандеміний

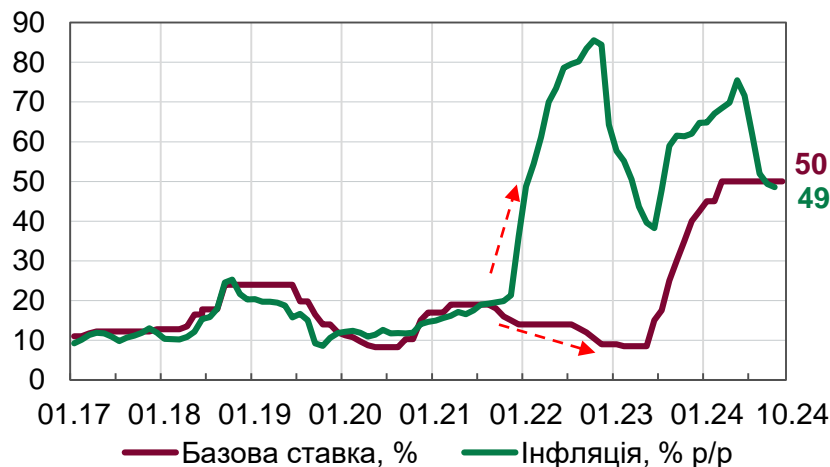


Джерело: [BIS Bulletin №82](#), [Hofmann et al.](#)

- У постковідний період ключові ставки в країнах ЄМ (переважно за винятком Азії), які першими розпочали цикл підвищення, зросли на 6-12 в.п. менш ніж за півтора роки. США та Єврозона були вимушені підвищити ставки з близько 0% до 4-5.5% за аналогічний період
- Завдяки беспрецедентній синхронності, агресивності та тривалості посилення політики вдалося уникнути занадто тривалого закріплення інфляції на високих рівнях (наприклад, порівняно з інфляційним сплеском 1970-х)
- Успіх інфляційного таргетування у подоланні постпандемічної інфляції посилив довіру до цього монетарного режиму

Попри тимчасові переваги, збереження м'якої МП на тлі прискорення інфляції призводить до суттєвих втрат в довгостроковому періоді

Ключова ставка ЦБ Туреччини та інфляція



Джерело: ЦБ Туреччини.

Обмінний курс турецької ліри до долара США

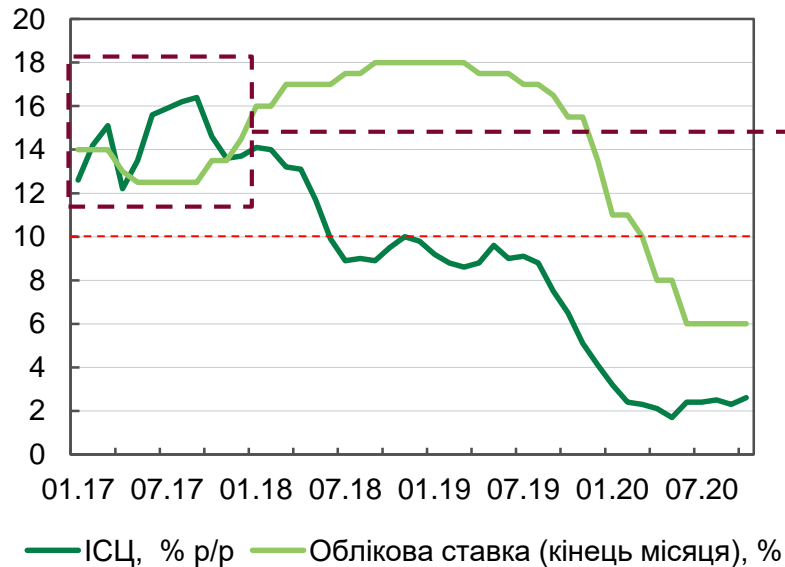


Джерело: ЦБ Туреччини.

- ЦБ Туреччини під політичним тиском намагався стимулювати економічне зростання, проводячи м'яку монетарну політику без урахування інфляційної динаміки
- **У вересні 2021 року на тлі прискорення інфляції ЦБ розпочав цикл пом'якшення процентної політики:** ключову ставку було знижено з 19% до 14% наприкінці 2021 року. У 2022 – першій половині 2023 року на тлі рекордної інфляції (у жовтні 2022 року інфляція досягла рекордних 85.51% р/р) та глобального циклу посилення фінансових умов ЦБ продовжив зниження ставки до 8.5% у лютому 2023
- **Така політика призвела до втрати довіри до ЦБ, відтоку капіталу, стрімкого знецінення національної валюти, прискорення та розбалансування інфляційних очікувань, стрімкого скорочення міжнародних резервів**
- У червні 2023 року за нової очільниці ЦБ розпочав посилення монетарної політики: у червні 2023 – березні 2024 року ключову ставку було підвищено з 8.5% до **50%**
- У травні 2024 року споживча інфляція досягла піку 75% (середньострокова ціль 5%), утім надалі почала знижуватися

Досвід НБУ також підтверджує важливість вчасного реагування ціновий сплеск

Споживча інфляція та облікова ставка НБУ, %



Джерело: ДССУ, НБУ.

- Власний досвід НБУ свідчить, що незалежно від початкової природи посилення інфляційного тиску, затримка реакції ЦБ на нього суттєво збільшує ризик суттєвішого та тривалішого інфляційного сплеску, а відповідно – суттєвішого і тривалішого посилення МП з відповідними наслідками для кредитування, зростання економіки

Уроки з практики боротьби з суттєвим посиленням інфляційного тиску (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 національної 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 – спрогнозувати, а отже – вчасно відреагувати належним чином

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

Застосування такої концепції – це ходіння по лезу зі значним ризиком затримки належної монетарної реакції, а відповідно – потенційною потребою більш жорсткої та тривалої 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 з суттєвим посиленням інфляційного тиску (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

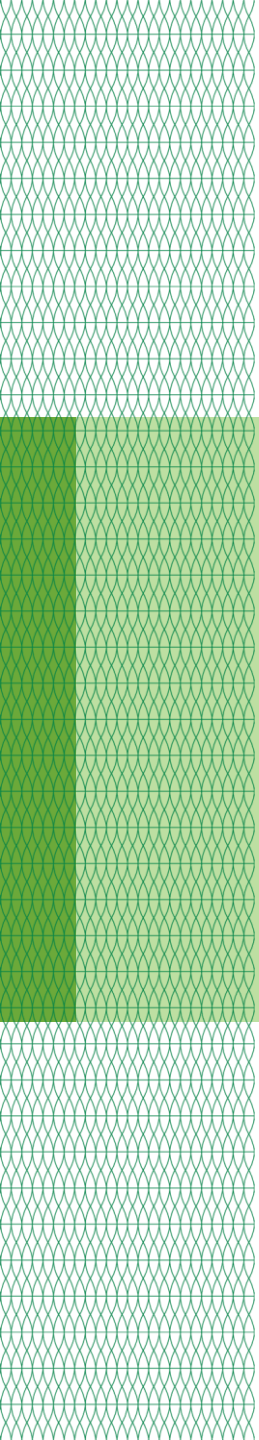
... тож ЦБ вкрай важливо неухильно дотримуватися принципів послідовності, передбачуваності і прозорості МП, вчасно реагуючи на реалізацію проінфляційних ризиків...

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 спроможність ЦБ приборкувати "понадпорогову" інфляцію є достатньо слабкою...

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 знижує 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



Еволюція монетарної політики НБУ під час повномасштабної війни: від фіксації курсу до гнучкого інфляційного таргетування

Повномасштабне вторгнення було шоком, але НБУ підготувався до нього заздалегідь...

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 у 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)

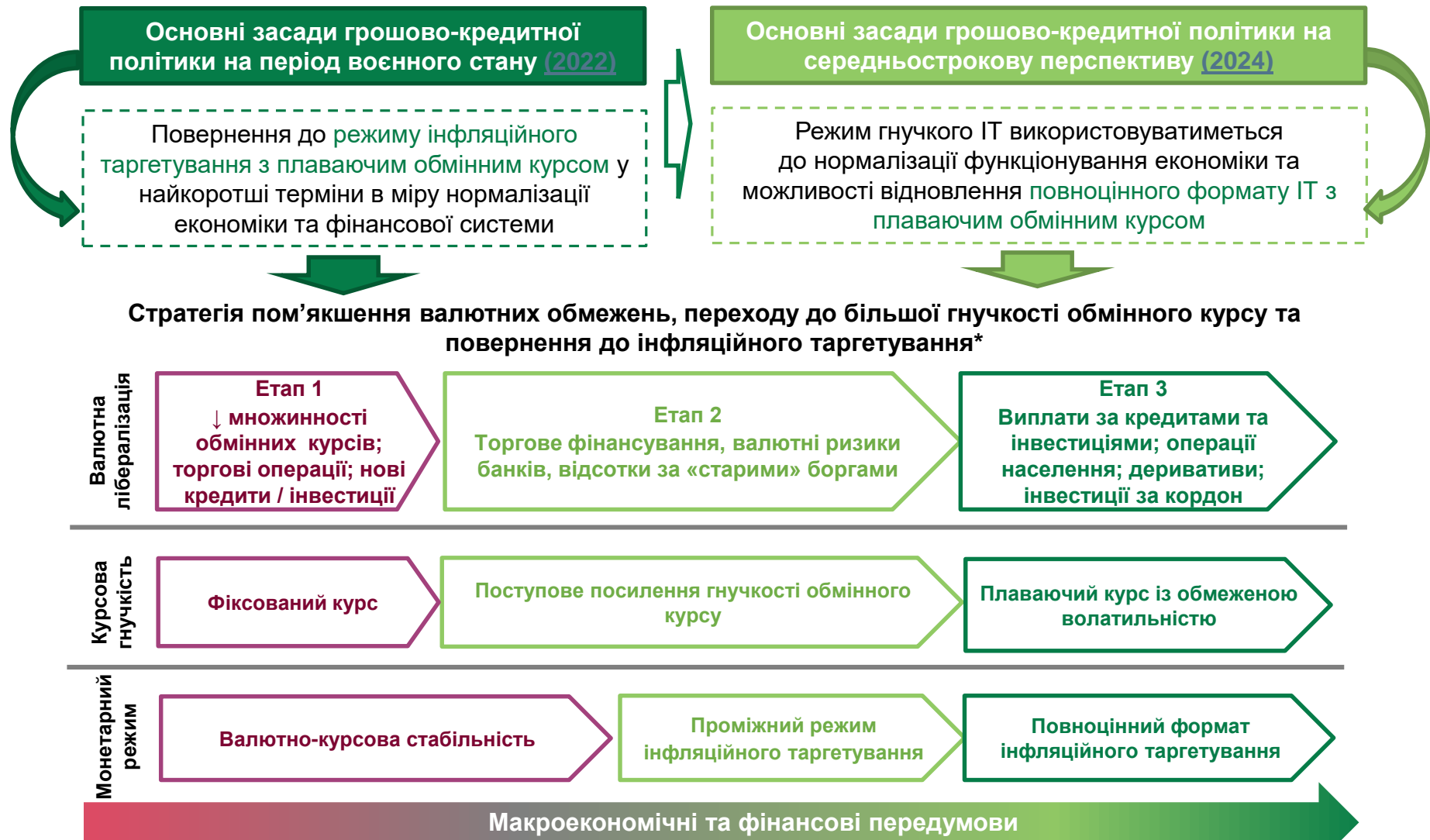
...

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.

...завдання та принципи реалізації МП НБУ вимушено зазнали кардинальних змін...



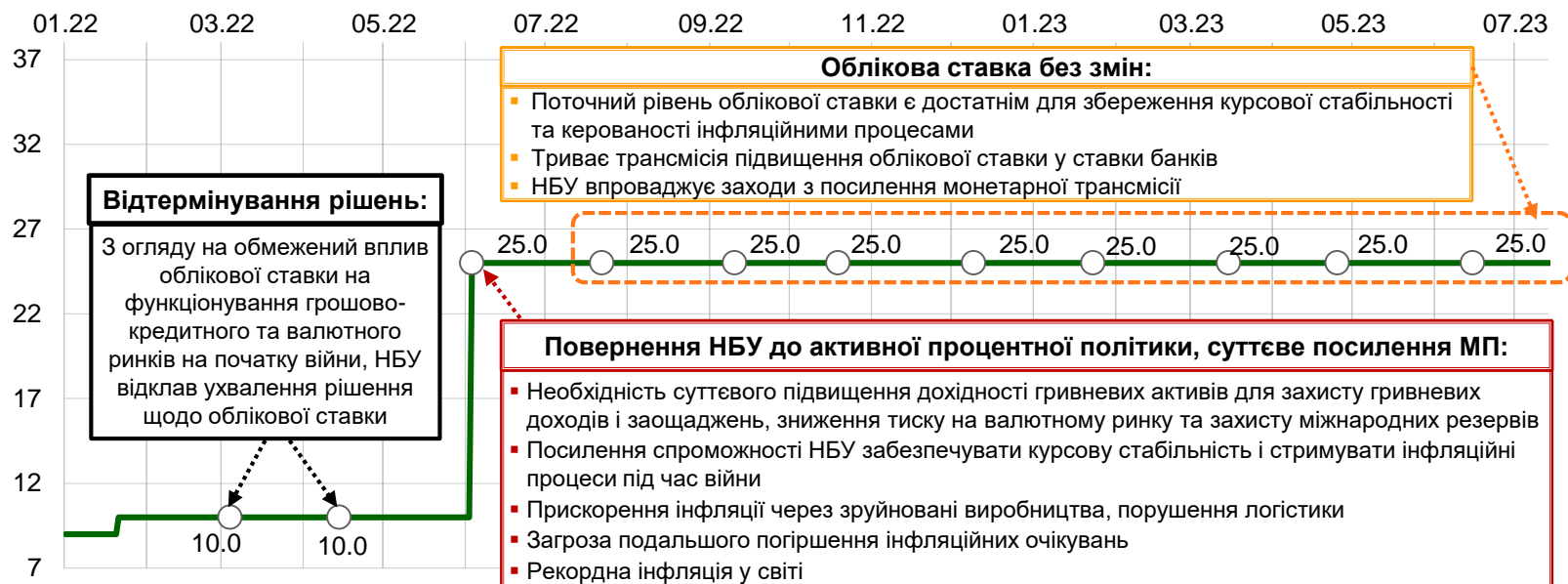
...водночас НБУ задекларував зобов'язання повернутися до інфляційного таргетування за відповідних передумов



Перші кроки на шляху повернення до інфляційного таргетування були зроблені ще у 2022 році

1 Повернення до активної процентної політики, облікова ставка – допоміжний інструмент для обмеження тиску на валютному ринку на додачу до валютних інтервенцій

Облікова ставка, %



2 Точкове пом'якшення адміністративних обмежень для недопущення формування загрозливих тенденцій на "сірому" й готівковому сегментах валютного ринку

3 Відновлення публікації Інфляційного звіту як основного аналітичного документу для роз'яснення аргументів і очікуваних ефектів від прийнятих рішень з монетарної політики

Надалі НБУ зосередився на заходах із посилення трансмісії в умовах значного структурного профіциту ліквідності...

Суттєве підвищення, диференціація нормативу та зміна механізму розрахунку обов'язкових резервів

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

Уникнення монетизації дефіциту державного бюджету

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

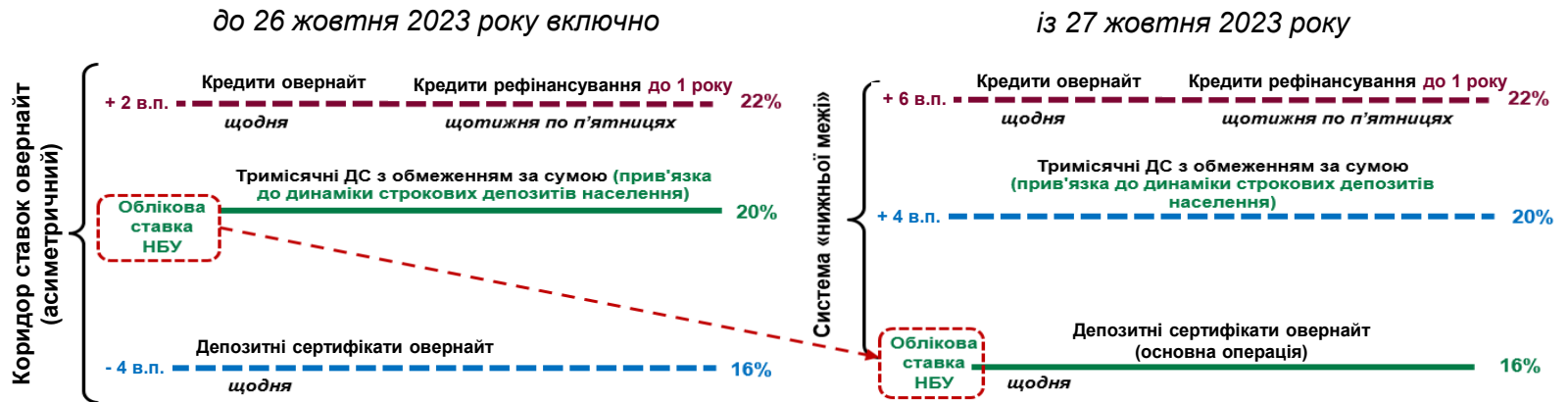
- сприяння подальшому підвищенню привабливості гривневих заощаджень
- розвитку культури заощаджень у гривні
- мінімізації ризиків, які генерують суттєві залишки на поточних рахунках в банках
- відмови від монетарного фінансування державного бюджету
- посилення впливу облікової ставки на стан грошово-кредитного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

Формування передумов для:

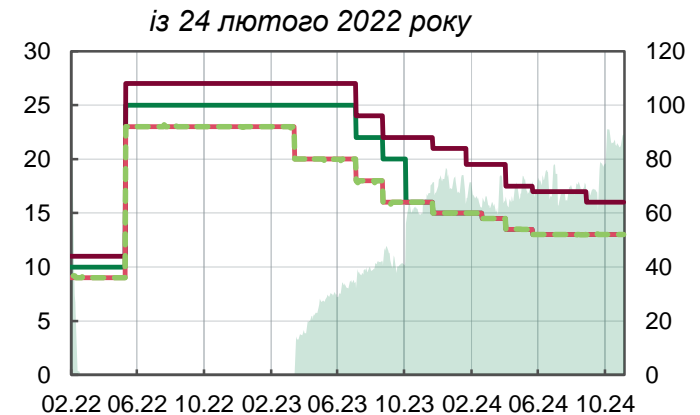
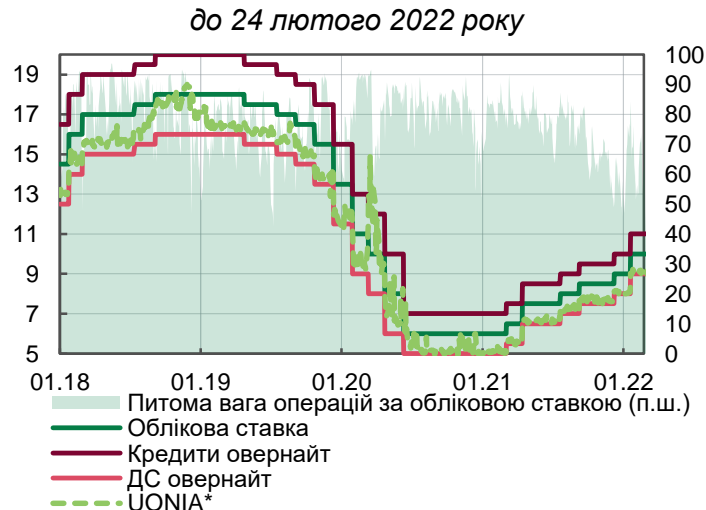
- поступового пом'якшення валютних обмежень
- більшої гнучкості обмінного курсу
- повернення до інфляційного таргетування

...перехід до системи «нижньої межі» сприяв посиленню дієвості облікової ставки як монетарного інструменту...

Операційний дизайн процентної політики НБУ

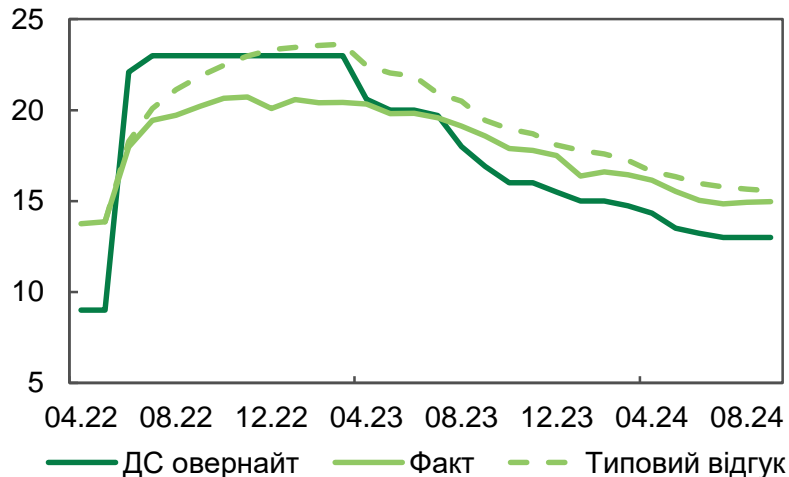


Коридор процентних ставок НБУ, UONIA та частка операцій за обліковою ставкою



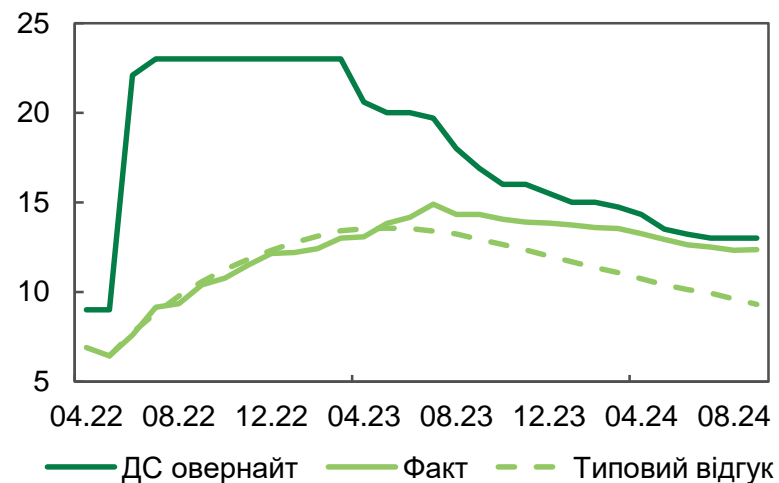
... що разом зі зниженням невизначеності і пом'якшенням валютних обмежень сприяло відновленню трансмісії в банківські ставки...

Ставка ДС овернайт* та середньозважені ставки за новими гривневими кредитами НФК**, %



* Середньомісячна **Без урахування угод за додатковими договорами, за якими відбулася зміна суми та/або процентної ставки, а також пролонгації.
Джерело: розрахунки НБУ.

Ставка ДС овернайт* та середньозважені ставки за гривневими строковими депозитами ФО, %



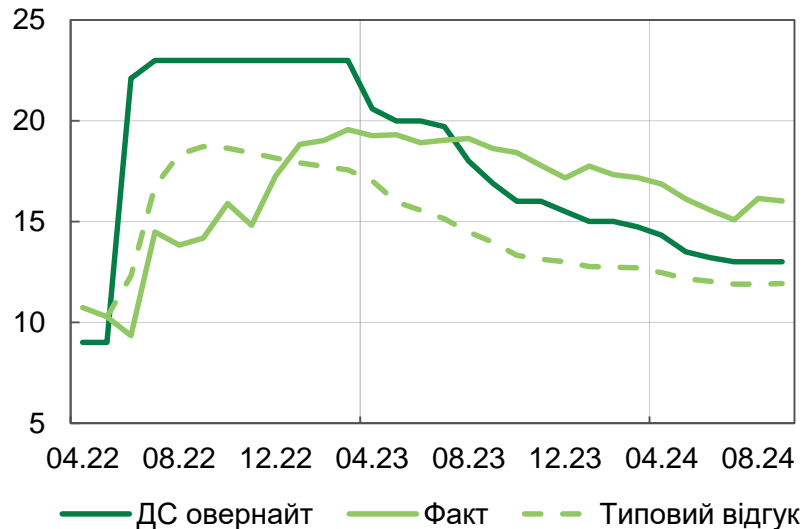
* Середньомісячна
Джерело: розрахунки НБУ.

- НБУ вдалося таргетовано визначати силу трансмісії в ставки за строковими депозитами населення
- Сила і прогнозованість реакції ринкових ставок на ключову поступово зростає:
 - комплекс заходів НБУ сприяв ↑ конкуренції банків за строкові гривневі депозити населення, а після переходу до циклу пом'якшення політики дав змогу таргетовано стримувати зниження депозитних ставок
 - збільшенню швидкості/сили трансмісії в ставки за корпоративними кредитами сприяло збереження макростабільності та відновлення ринкового кредитування підприємств

...поліпилася й трансмісія облікової ставки в дохідності гривневих ОВДП на вторинному ринку

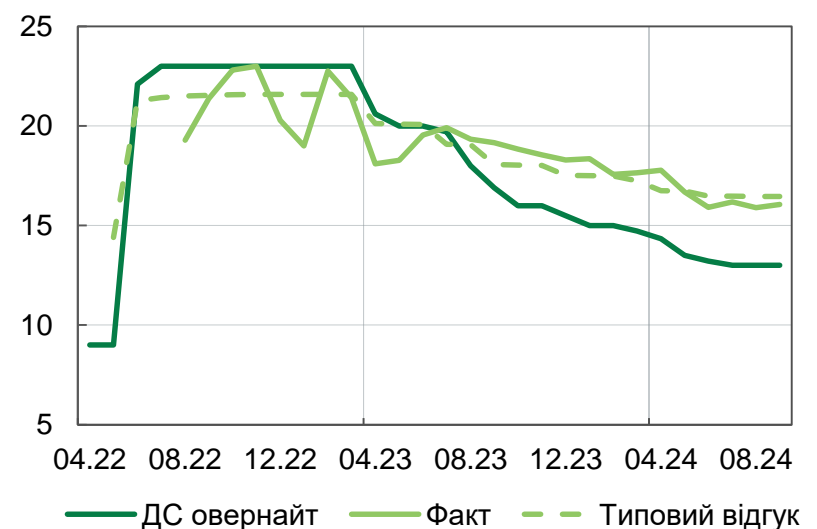
Середньомісячна ставка ДС овернайт та середньозважені процентні ставки за гривневими ОВДП, %

а) на первинному ринку



Джерело: розрахунки НБУ.

б) на вторинному ринку



Джерело: розрахунки НБУ.

- Ціноутворення на первинних аукціонах з розміщення ОВДП визначається здебільшого бюджетними потребами. У результаті посилення координації зусиль НБУ та Міністерства фінансів України щодо активізації внутрішнього боргового ринку зростання дохідності гривневих ОВДП на первинному ринку не тільки надолужило, а й перевершило траєкторію типового відгуку
- Трансмісія в дохідності на вторинному ринку – близька до типової
- НБУ й надалі докладатиме зусиль для посилення ефективності облікової ставки як ролі монетарного інструменту

У жовтні 2023 року НБУ перейшов до керованої гнучкості обмінного курсу для посилення адаптивності економіки...



Kristalina Georgieva, IMF

“The recent shift to a managed exchange rate regime has been an important step toward normalizing monetary and exchange rate policies, and increased exchange rate flexibility will help strengthen the resilience of the economy to external shocks”



ВИКЛИКИ РЕЖИМУ ФІКСОВАНОГО КУРСУ:

- накопичення дисбалансів
- ризики для міжнародних резервів
- ризики валютної кризи, якщо тримати надто довго



РІШЕННЯ:

- перехід до керованої гнучкості обмінного курсу



➤ Підтримання стійкої та контрольованої ситуації на валютному ринку завдяки:

- ✓ компенсації структурного дефіциту іноземної валюти
- ✓ обмеженню надмірних курсових коливань
- ✓ мінімізації множинності обмінних курсів
- ✓ заходам процентної політики (зокрема підтриманню достатньої реальної доходності гривневих інструментів)
- ✓ калібруванню валютних обмежень

➤ Узгодженість курсової динаміки із завданням підтримувати цінову стабільність

➤ Забезпечення двосторонніх курсових коливань під впливом змін балансу попиту та пропозиції на валютному ринку завдяки

➤ Поступове посилення ролі обмінного курсу як коригуючого механізму для економіки

... без загрози для макрофінансової стабільності

Місячна волатильність* курсів гривні до долара США, а також спред між офіційним та готівковим** курсами, %

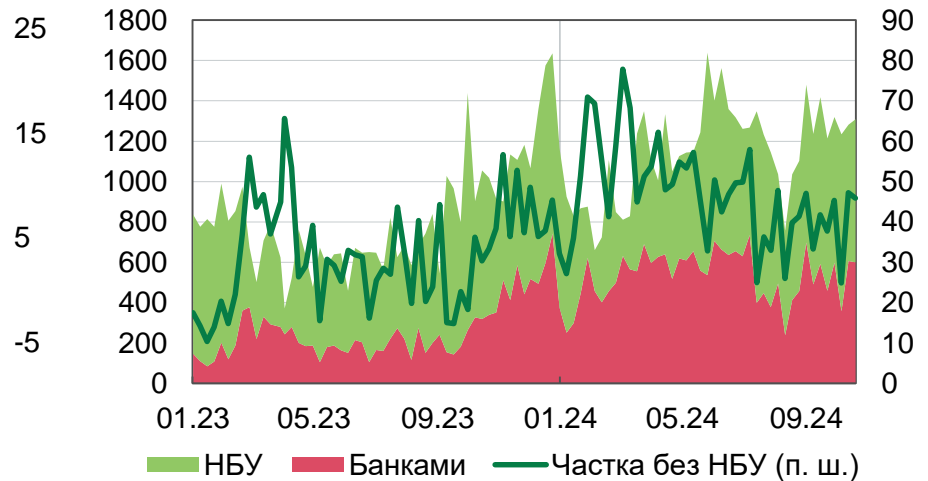


* Стандартне відхилення щоденної зміни обмінного курсу протягом кожного місяця приведене до річного виміру.

** Курс продажу на "сірому" ринку.

Джерело: НБУ, відкриті джерела, розрахунки НБУ.

Обсяги торгів на валютному ринку*, млн дол. та частка операцій без НБУ, %



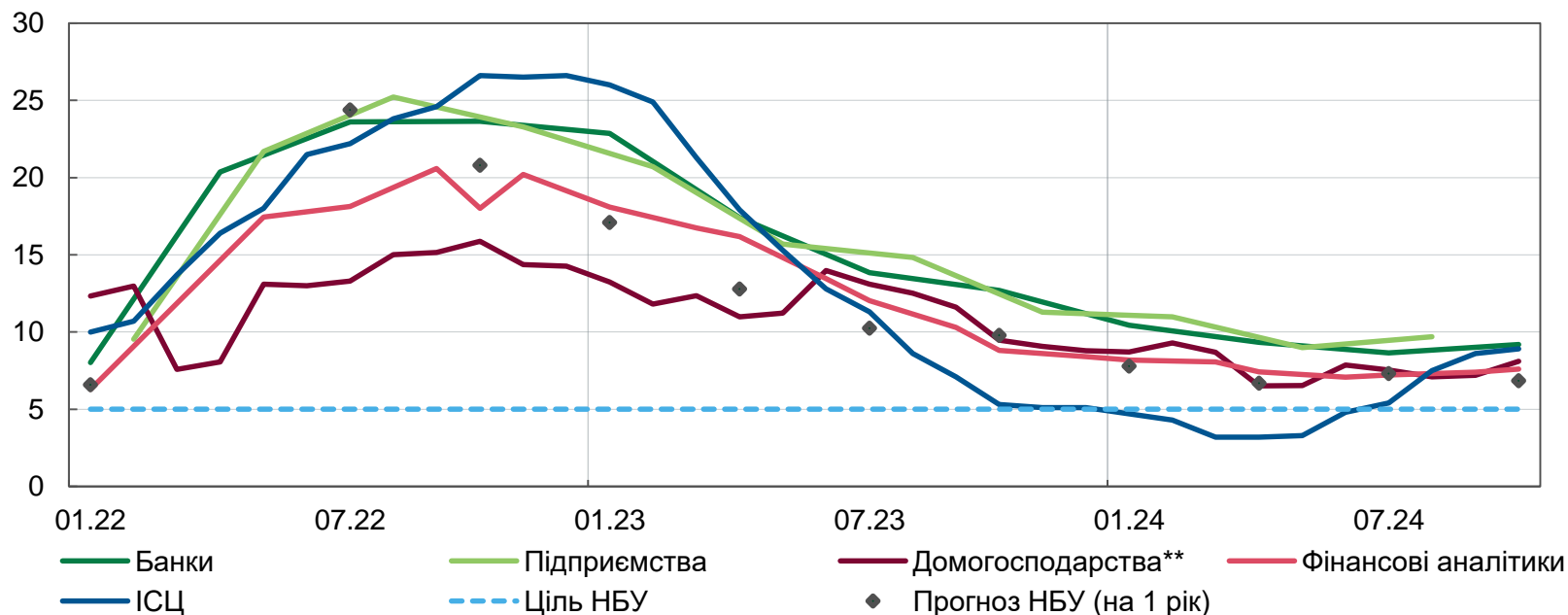
* Тижневі обсяги продажу банками та НБУ на умовах "тод", "том", "спот" (всі валюти в доларовому еквіваленті).

Джерело: НБУ.

- За режиму керованої гнучкості для недопущення розбалансування очікувань **НБУ зберігав активну присутність на валютному ринку**, компенсуючи структурний дефіцит валюти в приватному секторі за рахунок її профіциту в державному секторі та згладжуючи надмірні коливання курсу
- **Посилення гнучкості обмінного курсу мало низку позитивних ефектів:**
 - зросла глибина валютного ринку: частка обсягу операцій без участі НБУ ↑ в середньому з 28% до 46%
 - нівелювалася множинність курсів: різниця між офіційним та готівковим курсом скоротилася до 0,5-1%
 - знизилася чутливість валютного ринку до ситуативних чинників та поліпшилася його спроможність до самобалансування
 - роль обмінного курсу як коригуючого механізму для економіки України посилилася → зниження ризиків валютної кризи
 - створення умов для поступового повернення до режиму таргетування інфляції

Сповільнення інфляції, поліпшення очікувань та більша гнучкість курсу посилили роль інфляції як номінального якоря МП

Фактична та прогнозована інфляція, інфляційні очікування, %






* Інфляційні очікування на наступні 12 місяців.

** З березня 2022 року метод опитування домогосподарств змінено з віч-на-віч на телефонні інтерв'ю.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

- Заходи НБУ разом із іншими чинниками сприяли відчутному сповільненню інфляції, поліпшенню інфляційних очікувань та їх закоренню до прогнозу НБУ
- Водночас курсова динаміка наразі зберігає суттєвий вплив на очікування та інфляцію, тож актуальним залишається завдання із забезпечення стійкої та контрольованої ситуації на валютному ринку

Відповідно, сформувався належні передумови* для переходу до наступного етапу змін у монетарному режимі ...

	Передумова	Коментар
	1 Зниження інфляції для виконання нею ролі номінального якоря для очікувань замість обмінного курсу	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Сповільнення інфляції й покращення інфляційних очікувань та подальший успішний перехід до більшої гнучкості обмінного курсу посилили роль інфляції як номінального якоря монетарної політики ▪ НБУ публічно оголосив, що монетарна політика спрямовуватиметься на підтримку помірної інфляції протягом 2024 року з подальшим її спрямуванням до цілі 5% на горизонті політики
	2 Відновлення достатньої дієвості ключової ставки для виконання нею ролі основного монетарного інструменту	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Поступове відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії, у тому числі завдяки заходам НБУ з пом'якшення валютних обмежень та модернізації операційного дизайну процентної політики, сприяли посиленню впливу облікової ставки на стан грошово-кредитного ринку, мотиви поведінки економічних агентів та динаміку макроекономічних показників
	3 Достатня гнучкість обмінного курсу	<ul style="list-style-type: none"> ▪ У жовтні 2023 року НБУ перейшов від фіксації до керованої гнучкості обмінного курсу ▪ НБУ зберігає активну присутність на валютному ринку, компенсуючи структурний дефіцит валюти та згладжуючи надмірні коливання курсу. Це сприяє двостороннім помірним коливанням обмінного курсу під впливом змін ринкової кон'юнктури

* Відповідно до [Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування](#)

... проміжного формату інфляційного таргетування - гнучкого ІТ

Досягнення та підтримання цінової стабільності

У мирний час

В умовах повномасштабної війни

Принципи монетарної політики

Ключова (облікова) ставка – основний інструмент МП

Валютні інтервенції – допоміжний інструмент для згладжування курсових коливань та накопичення ЗВР

Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу

Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу

Заборона на монетарне фінансування бюджету

Перспективний (forward-looking) характер прийняття рішень з МП (горизонт політики 9-18 місяців)

Подолання перших шоків війни

Відтермінування рішень щодо ключової ставки (02-05.2022) → з червня 2022 р. ключова ставка – допоміжний інструмент МП

Валютні інтервенції як основна монетарна операція

Фіксований обмінний курс як тимчасовий якір для очікувань та антиінфляційний інструмент

Обмеження на валютні операції та рух капіталу

Обмежене монетарне фінансування бюджету

Реакція на середовище високої невизначеності, що стрімко змінюється

Подальші кроки з повернення до повноцінного ІТ

Ключова ставка поступово відновлює свою роль дієвого монетарного інструменту

Узгоджена комбінація інструментів процентної та валютно-курсової політики, валютних обмежень

Керована гнучкість обмінного курсу як проміжний етап на шляху до плаваючого курсоутворення

Поступове пом'якшення валютних обмежень у чіткій прив'язці до макроекономічних передумов

«Друк коштів» – засіб “останньої надії”

Forward-looking підхід з усвідомленням високої невизначеності та готовністю реагувати на зміни у поточних макротенденціях та балансі ризиків (подовжений горизонт політики до 3 років)

Інституційна, фінансова та операційна незалежність НБУ, уникнення фіскального домінування

Прозорість та підзвітність діяльності НБУ суспільству

...який дасть змогу забезпечити належний баланс між збереженням цінової стабільності і посиленням адаптивності економіки



Національний банк і надалі гнучко адаптуватиме монетарну політику в разі відхилення динаміки макроекономічних показників від очікувань та істотних змін у балансі ризиків для інфляції, стійкості валютного ринку та економічного розвитку

НБУ має намір використовувати гнучке ІТ до нормалізації функціонування економіки та відновлення повноцінного формату ІТ з плаваючим обмінним курсом

ДЯКУЮ ЗА УВАГУ!



Національний
банк України

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