



Національний
банк України

Роль монетарної політики під час війни та в післявоєнному відновленні

Володимир Лепушинський

Директор Департаменту монетарної політики та
економічного аналізу

12 травня 2023 року



У періоди криз довіра до монетарної політики дозволяє втримати макроекономічну стабільність

Помаранчева революція



Революція гідності



Пік бойових дій / ескалація економічної кризи



Повномасштабне вторгнення росії



Жовтень
2004

Вересень
2008

Березень
2014

Березень
2020

Листопад
2004

Листопад
2013

Лютий
2015

Лютий
2022

Я почав працювати в НБУ



Світова фінансова криза



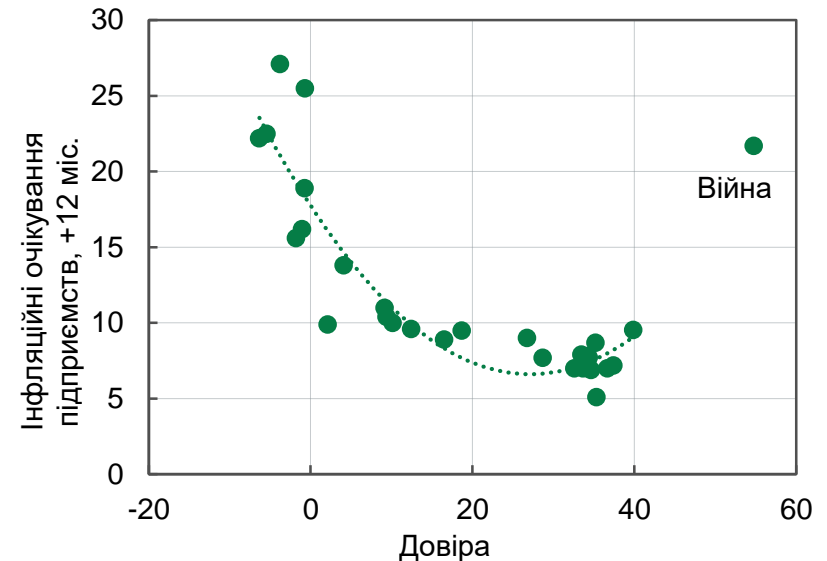
Анексія Криму/
Початок війни росії проти України



Коронакриза

Довіра є найціннішим ресурсом для центрального банку

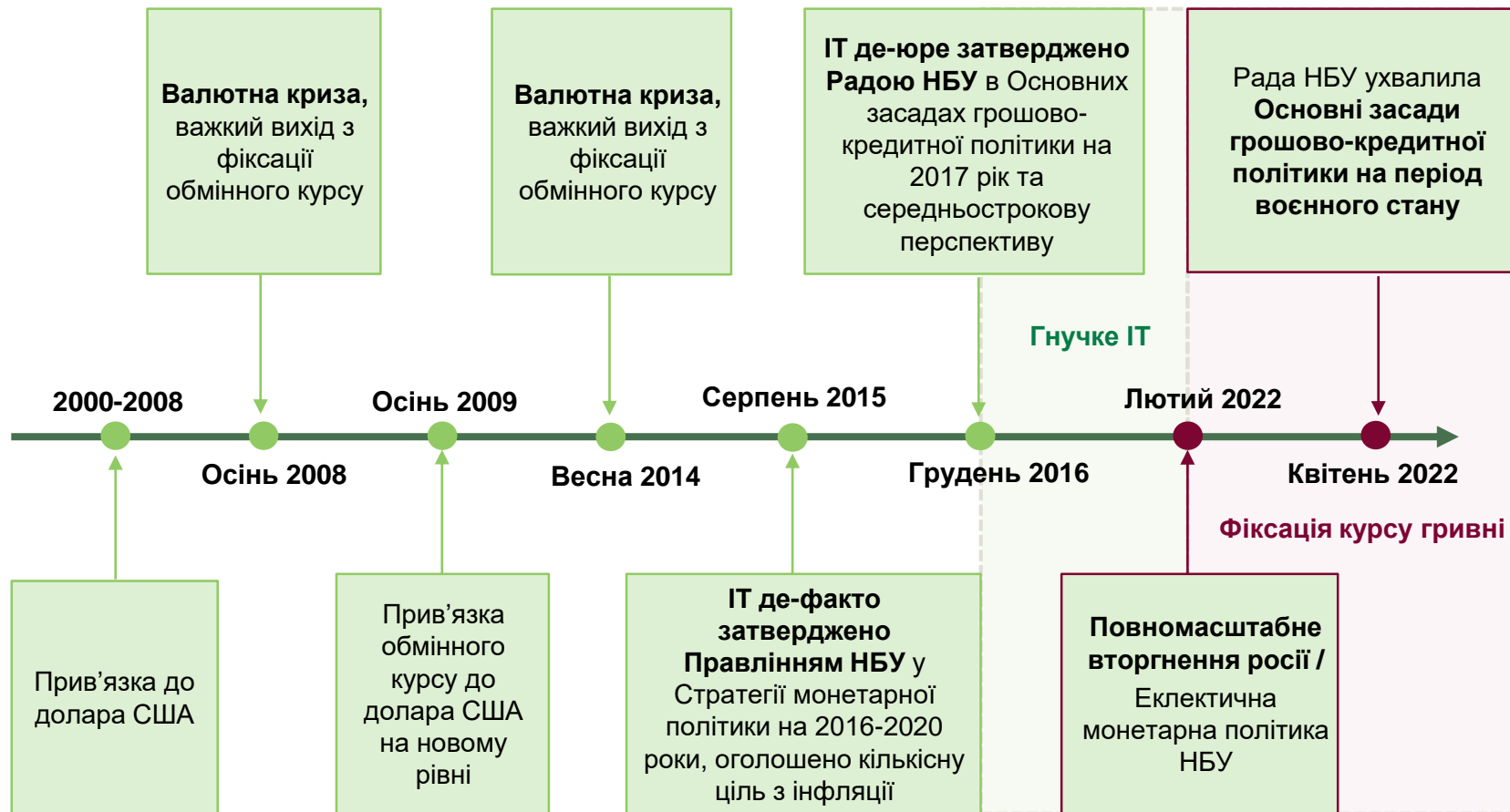
Інфляційні очікування підприємств на наступні 12 місяців та рівень довіри*, %

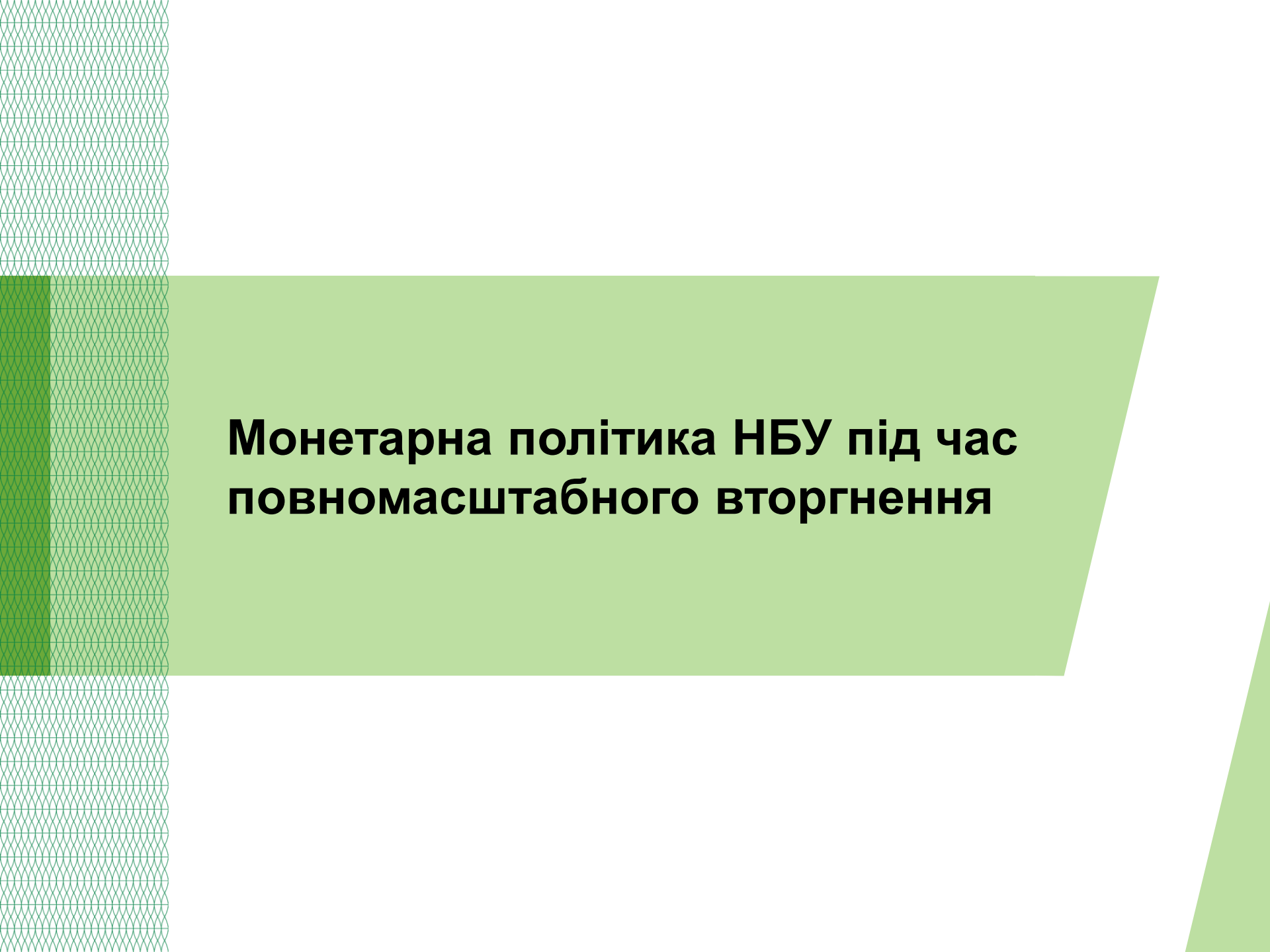


*Довіра: частка респондентів, які не довіряють НБУ, віднімається від частки респондентів, які довіряють НБУ.
Джерело: НБУ

- Довіра до ЦБ є найважливішим фактором заякорення інфляційних очікувань, що допомагає стримувати паніку під час дії сильного зовнішнього шоку (війни)

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





Монетарна політика НБУ під час повномасштабного вторгнення

Універсального операційного дизайну монетарної політики на час війни немає. Однак, можна прослідкувати деякі закономірності

Універсального рецепту антикризової політики немає

Кожна країна має свій унікальний досвід, що обумовлюється:

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

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

ОДНАК

Можна прослідкувати деякі закономірності в застосуванні інструментів МП

1

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

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

2

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

3

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

План Б завжди має лежати на полиці

Бомбардування України розпочалося 24 лютого о 4 ранку

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

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

! 24 лют. 2022 9:52

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

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

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

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

...

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

Зміна принципів проведення монетарної політики на час війни

Забезпечення цінової стабільності

У мирний час

Ключова (облікова) ставка – основний інструмент монетарної політики

Перспективний характер прийняття рішень з монетарної політики

Операційний дизайн МП для **дієвості облікової ставки**

Дотримання режиму **плаваючого обмінного курсу**

Згладжування коливань обмінного курсу за допомогою валютних інтервенцій

Курс на скасування валютних обмежень та лібералізацію руху капіталу

Заборона на монетарне фінансування бюджету

У період воєнного стану

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

Реакція на середовище, що стрімко змінюється

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

Фіксований обмінний курс – номінальний якір для очікувань та антиінфляційний інструмент

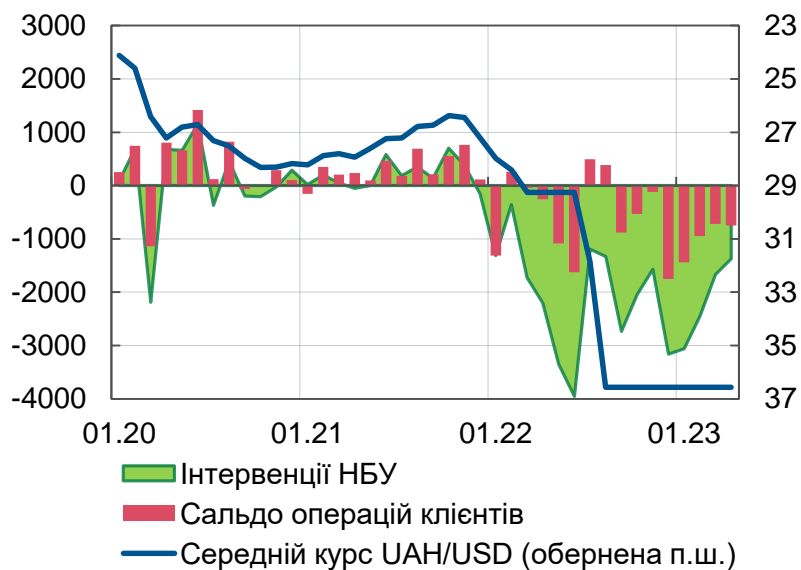
Валютні інтервенції як **основна монетарна операція**

Обмеження на валютні операції та рух капіталу для підтримки фіксації курсу

Монетарне фінансування бюджету

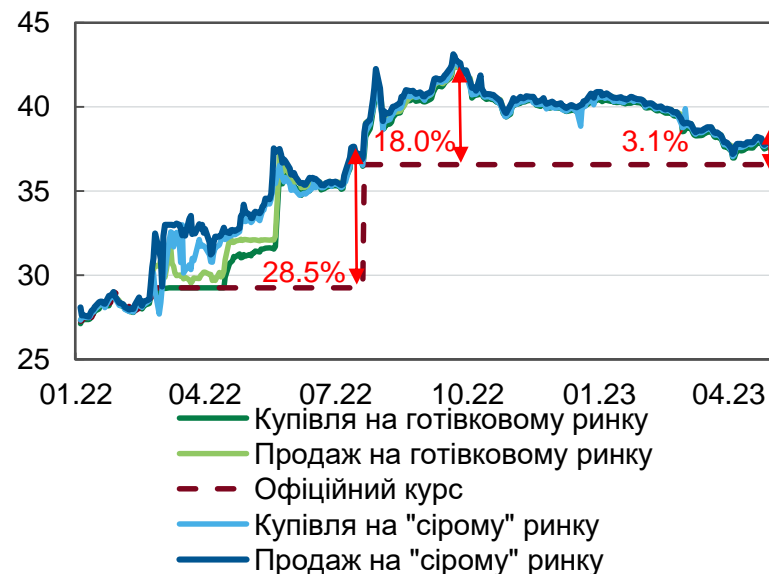
Фіксація обмінного курсу – якір для очікувань та антиінфляційний інструмент. Прості рішення іноді є найкращими

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



Джерело: НБУ.

Курси гривні до долара*



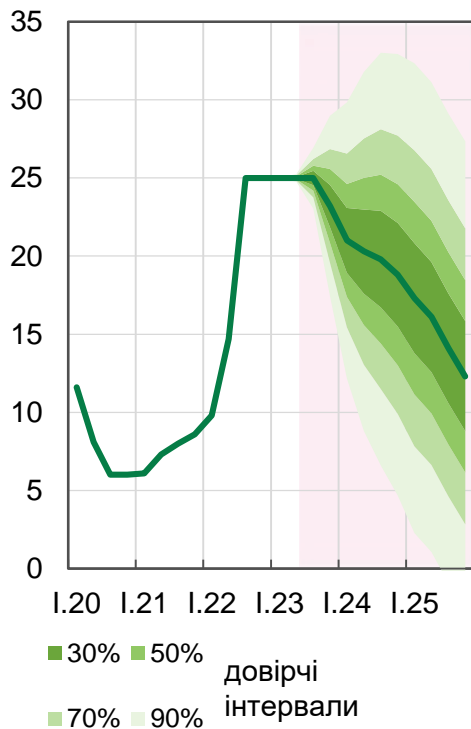
* Останні дані – за 05.05.2023.

Джерело: НБУ, відкриті джерела.

- 24 лютого НБУ зафіксував офіційний курс на рівні 29.25 грн за дол. США → 21 липня НБУ скоригував курс на 25% до 36.6 грн за дол. США з огляду на зміну фундаментальних характеристик економіки під час війни та зміцнення долара до інших валют
- В умовах високої невизначеності, спричиненої бойовими діями, підтримання стабільності обмінного курсу залишається основним якорем для стабілізації очікувань та ключовим засобом виконання пріоритетних цілей НБУ щодо забезпечення цінової та фінансової стабільності як запоруки стійкого економічного зростання
- Фіксація курсу забезпечується інтервенціями з продажу валюти НБУ та низкою адміністративних обмежень на валютні операції та рух капіталу

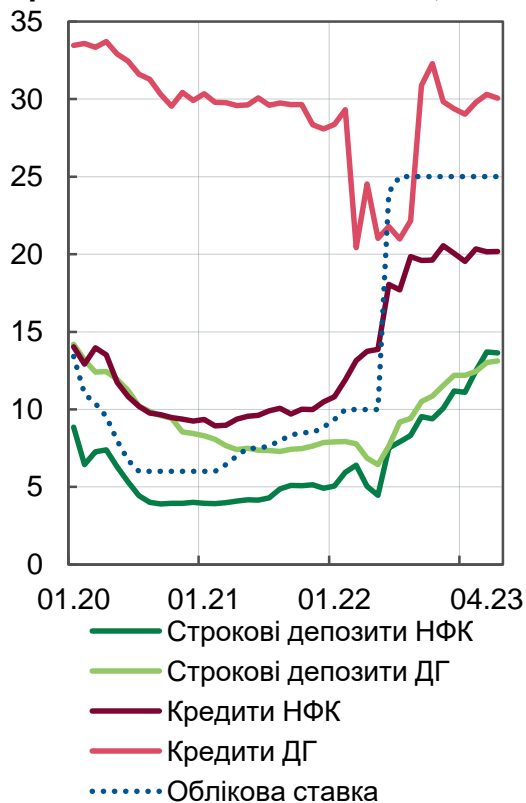
Підвищення облікової ставки для привабливості гривневих активів для підтримки курсової стабільності

Облікова ставка НБУ, середня*, %



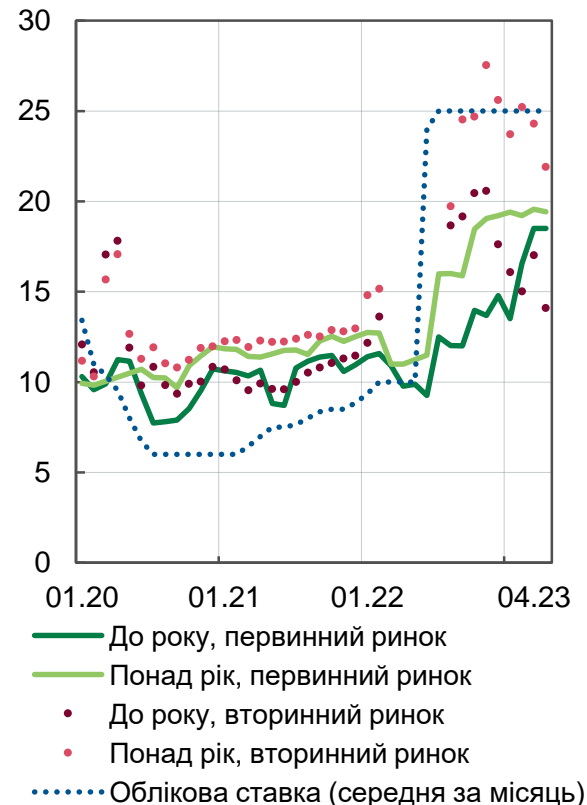
*Інфляційний звіт (квітень 2023 р.)
Джерело: розрахунки НБУ.

Середньозважені гривневі процентні ставки за новими кредитами та депозитами*, %



* Оперативні дані.
Джерело: НБУ.

Дохідність гривневих ОВДП, %



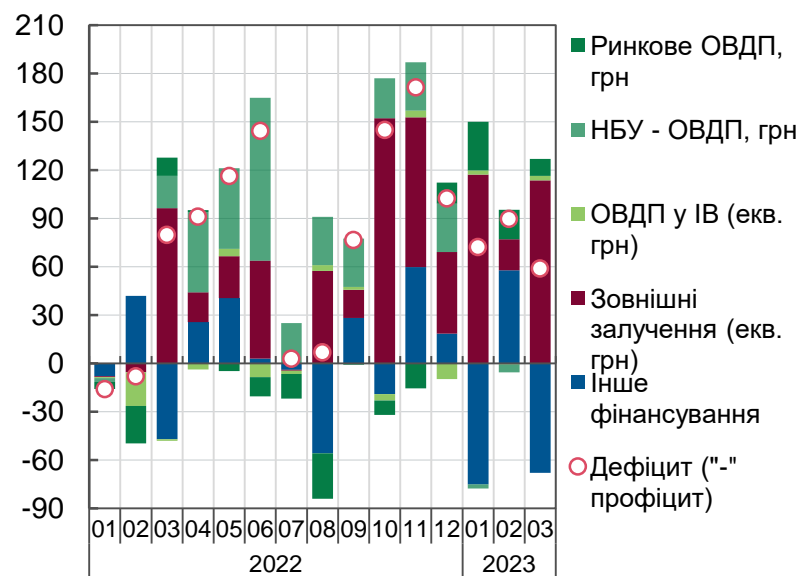
Джерело: НБУ.

Валютні обмеження допомогли стабілізувати валютний ринок, запобігти впливу капіталу та захистити ЗВР

	Лют-24	Берез	Квіт	Трав	Черв	Лип	Серп	Вер	Жов	Кві
Фізичні особи	➤ Зняття валюти з валютних рахунків	❌ Повна заборона	UAH 30K / день → UAH 100K / день							
	➤ Зняття з гривневих карток за кордоном	✓ Без обмежень	cap → UAH 100K / місяць		→ UAH 50K / місяць		→ UAH 12.5K / тиждень			
	➤ Розрахунки за кордоном гривневими картками	✓ Без обмежень					cap → UAH 100K / місяць			
	➤ P2P перекази за кордон	✓ Без обмежень	cap → UAH 100K / місяць				→ UAH 30K / місяць			
	➤ Продаж готівкової валюти банками	❌ Повна заборона		cap → готівк. вал. придбана банками Курс – офіц + 10%		ER - без обмежень	+ 50% безготівк. валюти, придбаної у фіз. осіб		❌ Повна заборона	+ 100% безготівк. + 120% валюти, придбаної б.в. у фіз. осіб
	➤ Online купівля валюти	❌ Повна заборона					cap → UAH 50K / міс + депозит на 3 місяці			cap → UAH 100K / міс + депозит на 3 місяці
	➤ Курс валют за картковими рахунками	cap → офіційний +1%		→ офіційний +10%		→ без обмежень				+ депозит із захистом від зміни курсу (сума – без обмеж)
	➤ SWIFT платежі за кордон	❌ Повна заборона								
Компанії	➤ Платежі за імпорт	Критичний імпорт:	товари ~65% послуги 0%	← дозволен →	~90% ~30%		→ 100% (без обмежень) → ~50%			
	➤ Термін розрахунків за експ.-імпортними операціями	365 днів		→ 90 днів		→ 120 днів	→ 180 днів			
	➤ Погашення боргів за кордоном	❌ Повна заборона						✓ дозволено сплату %		
	➤ Переказ наявної валюти за кордон для утримання підрозділів	❌ Повна заборона							✓ дозволено (з умовами)	
Банки	➤ Відкрита валютна позиція				15% → 5%					
	➤ Погашення кредитів нерезидентам			дострокове погашення заборонено						

Монетарне фінансування допомогло уникнути колапсу держфінансів, але генерувало ризики, тож було припинене

Фінансування* дефіциту державного бюджету, млрд грн



* Чисті залучення. Інше фінансування – активні операції (зокрема включає зміну обсягів бюджетних коштів) та приватизація.

Джерело: ДКСУ, МФУ, розрахунки НБУ.

- В умовах воєнного стану НБУ отримав **тимчасову можливість** надавати підтримку держбюджету шляхом купівлі цінних паперів уряду на первинному ринку
- Національний банк фінансує лише **критичні** видатки уряду в **обмежених обсягах**
- Національний банк зберігає повну прозорість та інформує суспільство про проведення таких операцій
- Обсяг викупу ОВДП НБУ з липня 2022 року утримувався в анонсованих обсягах – до 30 млрд грн на місяць. Загалом у 2022 НБУ здійснив викуп військових облігацій уряду на суму 400 млрд грн.
- НБУ та Уряд мають намір уникати монетарного фінансування дефіциту бюджету у 2023 році

НБУ фінансуватиме лише критичні видатки уряду та прагнучим до якнайшвидшої повної відмови від цього інструменту

[Основні засади ГКП на період воєнного стану](#)

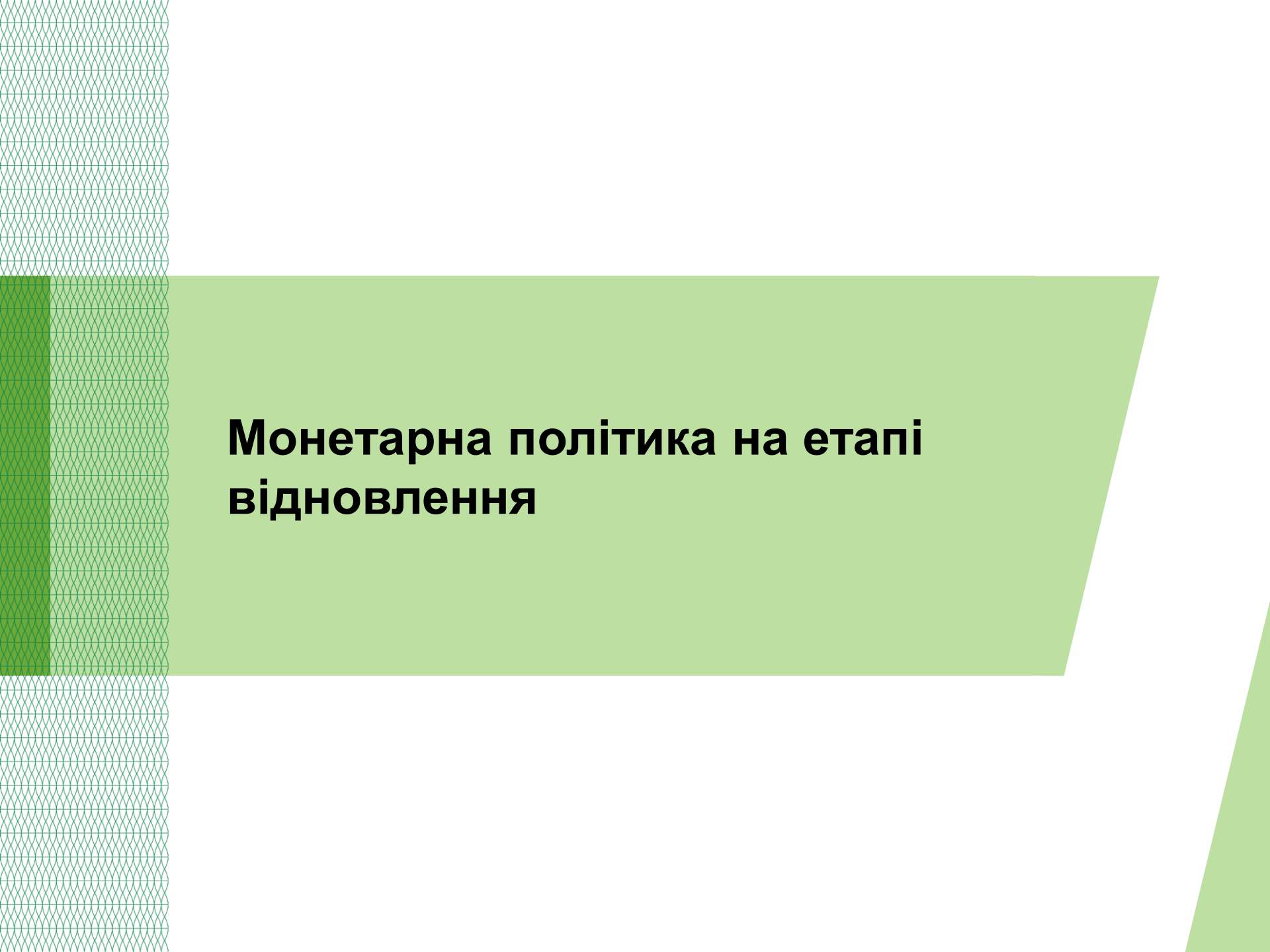
Основні досягнення на даний момент

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

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

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

Для досягнення своїх цілей **НБУ має у своєму інструментарії комбінацію перевірених та ефективних інструментів** (фіксація обмінного курсу та контроль капіталу), а також **неортодоксальних** (наприклад, інструменти хеджування валютних ризиків для домогосподарств)



Монетарна політика на етапі відновлення

Характеристика економіки на етапі відновлення

Середовище з високою невизначеністю

Велика потреба в офіційній фінансовій підтримці та приватних ПІІ

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

Волатильність валютних потоків

Вразливість до зовнішніх і внутрішніх шоків

Структурні зміни в економіці = коригування відносних цін



Характеристики режиму МП, який задовольняє потребам відновлення:

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



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

Монетарна політика НБУ має успішний досвід забезпечення цінової стабільності на основі інфляційного таргетування

Принципи монетарної політики

Пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності

Ключова (облікова) ставка – основний інструмент політики

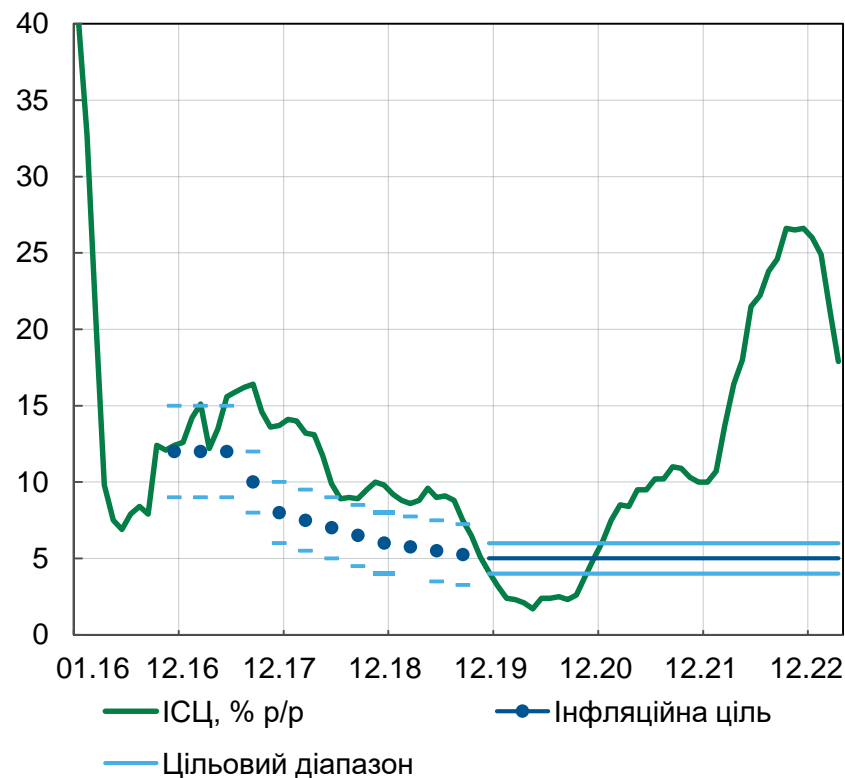
Ухвалення рішень, зважаючи на середньо- та довгострокову перспективу

Дотримання режиму плаваючого обмінного курсу

Прозорість та підзвітність діяльності НБУ

Незалежність НБУ

Динаміка інфляції (станом на кінець періоду, % р/р) та інфляційних цілей



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

TOP-5 досягнень НБУ завдяки ІТ та плаваючому курсу



**Зниження інфляції та її
волатильності**



**Стійкий до шоків
валютний ринок**



**Здешевлення
фінансування для
громадян, бізнесу та уряду**



**Ліквідна та стабільна
банківська система**



**Підтримка стійких темпів
економічного зростання**

ЯК РЕЗУЛЬТАТ

1

Українська економіка ввійшла у коронакризу з **більшим запасом міцності**, порівняно з попередніми кризовими епізодами



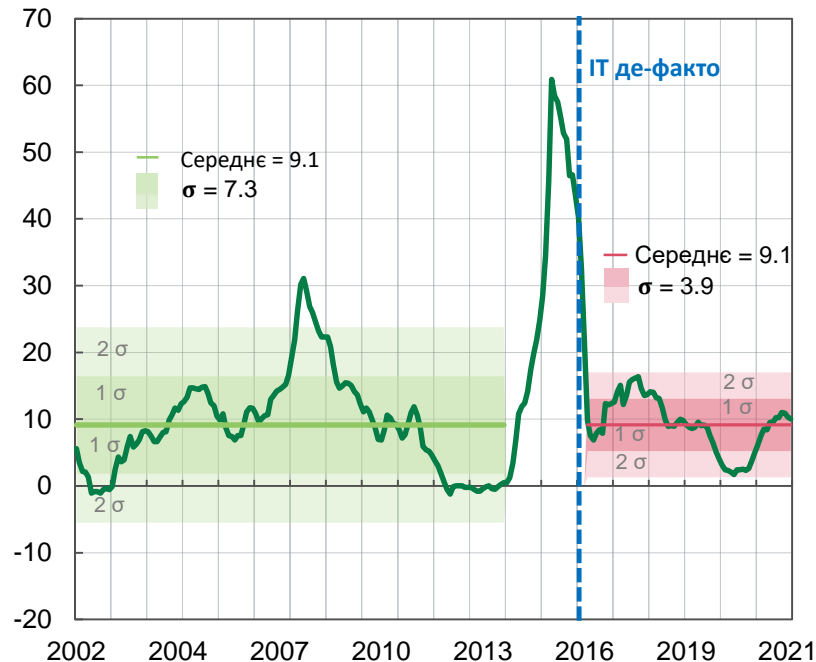
Це разом із заходами НБУ та уряду дозволило економіці вийти із кризи у тренді зростання з помірним рівнем інфляції, стабільною грошовою одиницею, достатнім рівнем ЗВР та стійким банківським сектором

2

Завдяки оперативним діям НБУ, економіка витримала перші складні місяці війни та змогла адаптуватися до нових умов

Інфляція та її волатильність знизилися, покращилися інфляційні очікування

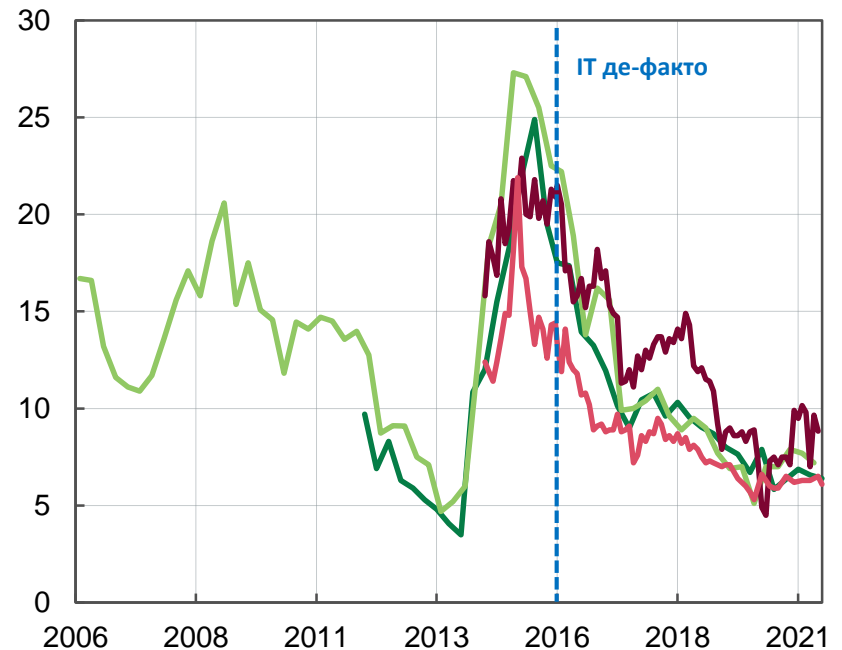
Інфляція та її волатильність, % р/р



* σ – стандартне відхилення. При нормальному розподілі 68% і 95% значень знаходяться відповідно в межах одного (області забарвлені у темні відтінки) та двох (області забарвлені у світлі відтінки) стандартних відхилень від середнього значення.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %

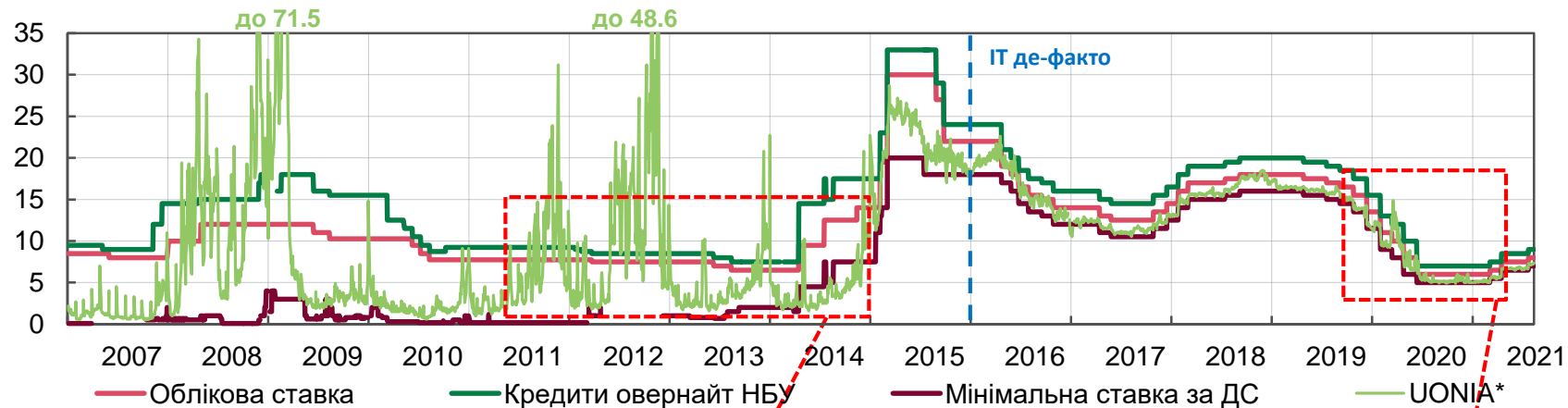


- Банки
- Підприємства
- Домогосподарства
- Фінансові аналітики

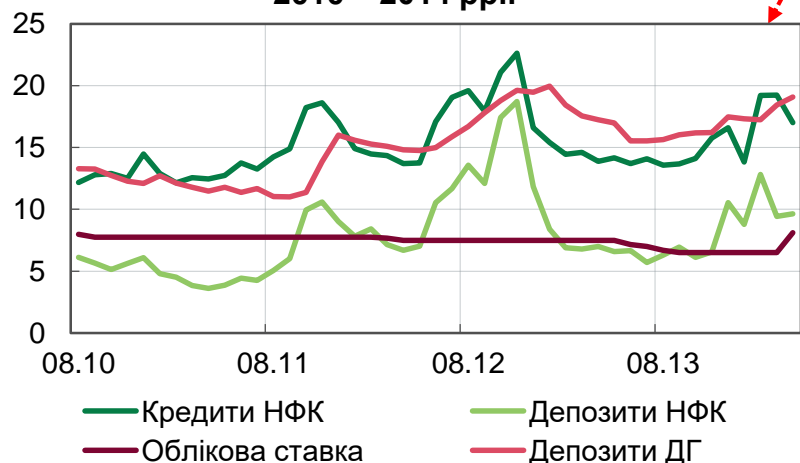
Джерело: НБУ.

Процентні ставки – нижчі та стабільніші

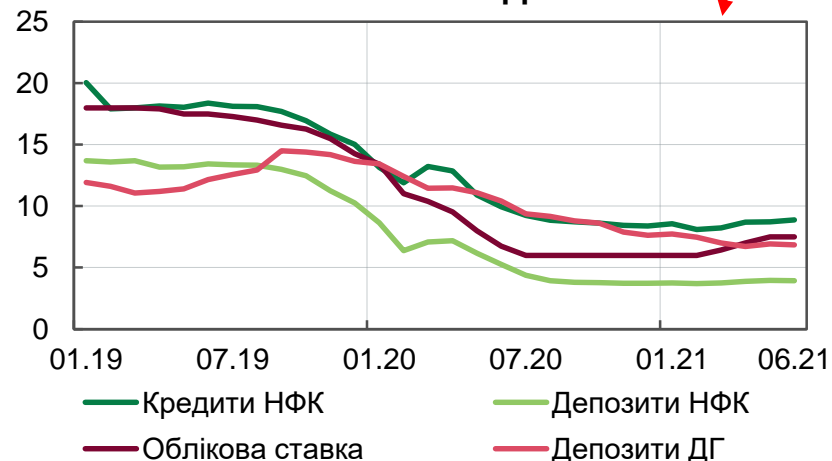
Процентні ставки НБУ та UIR/UONIA (станом на 11.08.2021), %



Середньомісячна облікова ставка та ставки за новими кредитами і депозитами в гривні
2010 – 2014 рр..



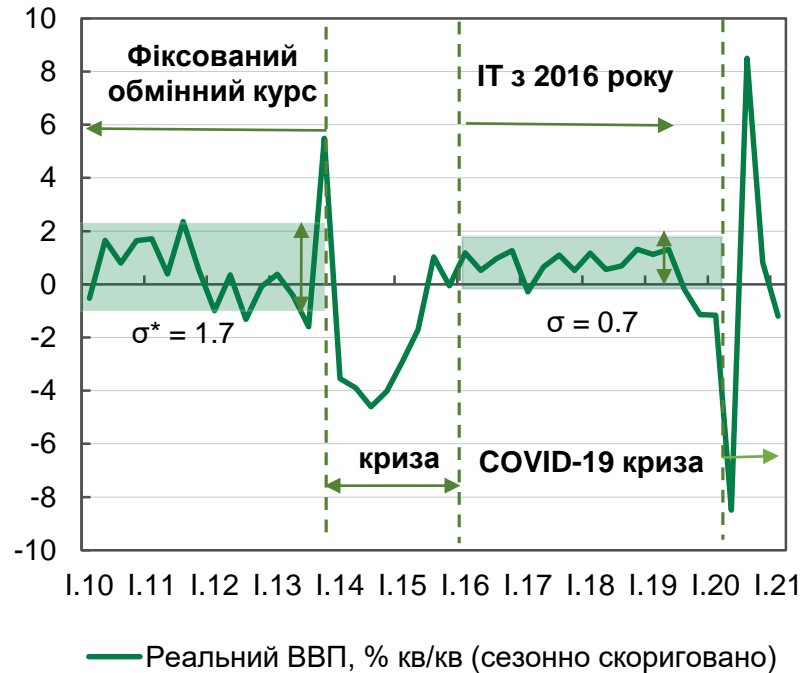
2019 – 2021 рр..



* До 25.12.15 дані по міжбанківським ставкам – ставки по гривневим міжбанківським кредитам від КредІнфо.

Нижча волатильність ВВП. Стійка тенденція до дедоларизації економіки

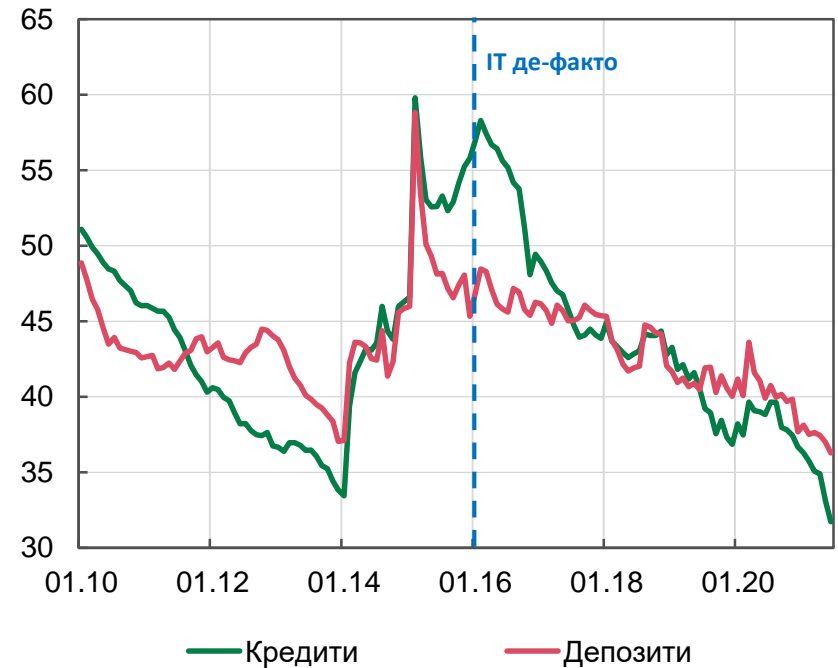
Волатильність ВВП



* σ – стандартне квадратичне відхилення.

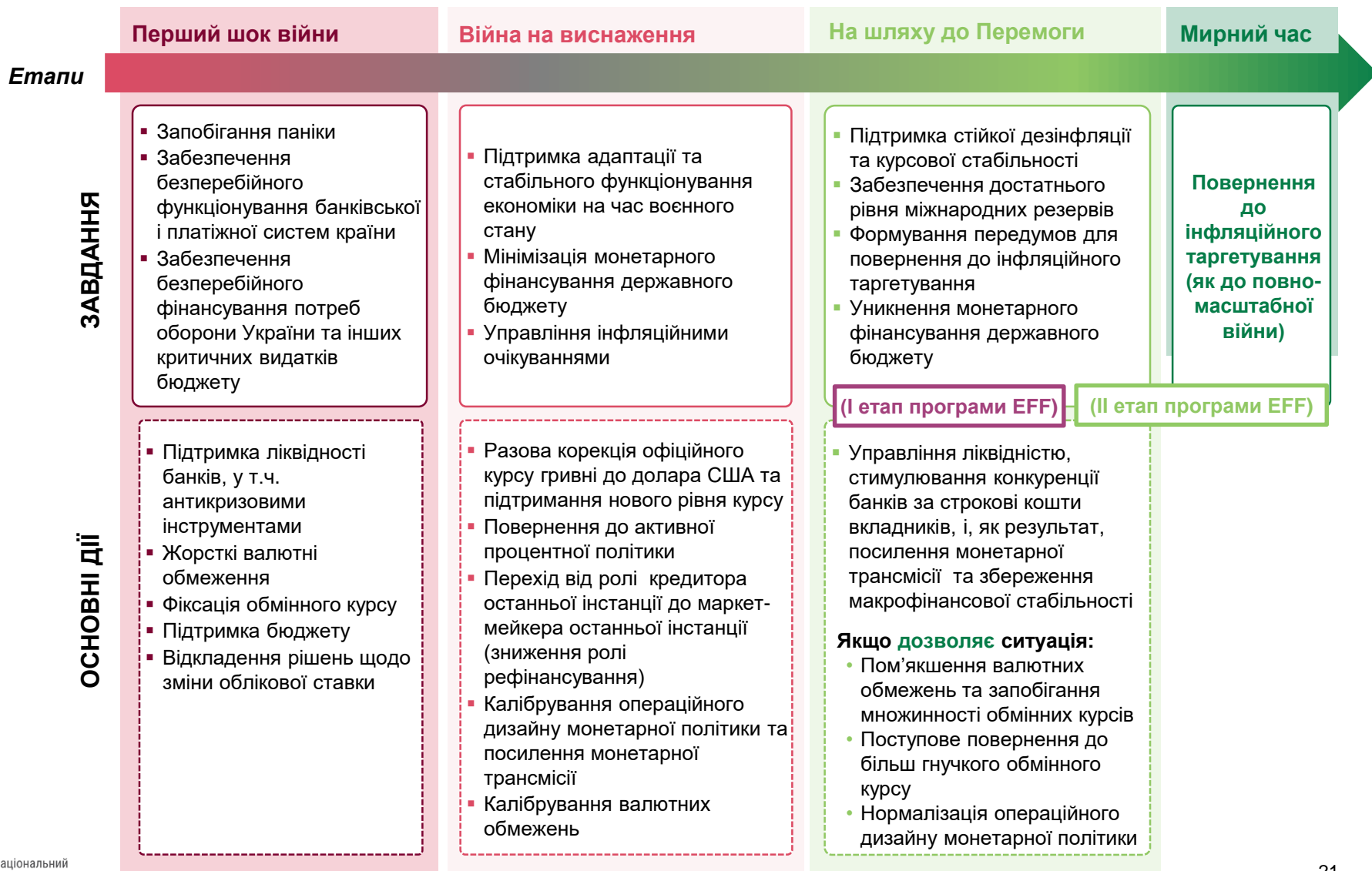
Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Частка кредитів та депозитів в іноземній валюті, %



Джерело: НБУ.

Еволюція монетарної політики НБУ від монетарної політики під час військового стану до таргетування інфляції



НБУ формує передумови для повернення до інфляційного таргетування і плаваючого обмінного курсу

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

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

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%)

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

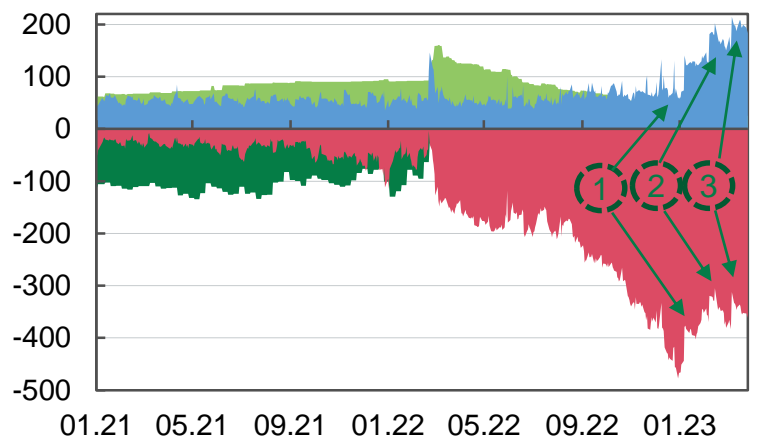
- сприяння подальшому підвищенню привабливості гривневих заощаджень
- розвитку культури заощаджень у гривні
- мінімізації ризиків, які генерують суттєві залишки на поточних рахунках в банках
- відмови від монетарного фінансування державного бюджету
- сприяння поживленню активності банків на міжбанківському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

НБУ докладає зусиль для оптимізації ліквідності БС та посилення конкуренції між банками за строкові депозити

Окремі показники ліквідності банківської системи, млрд грн



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

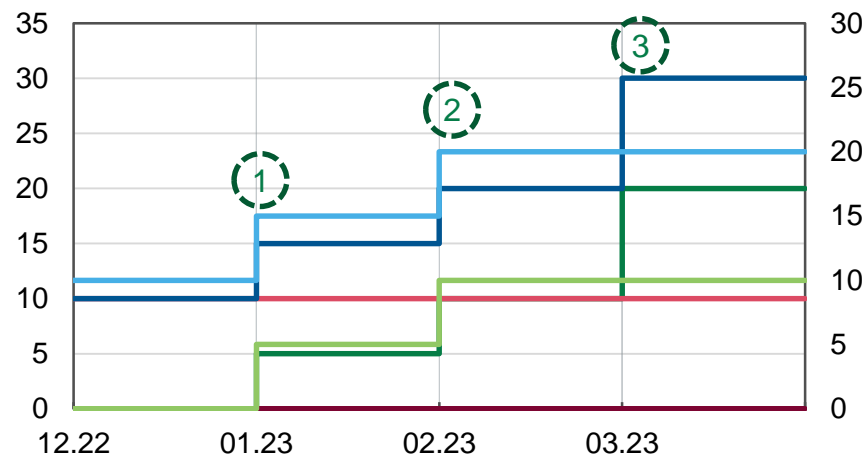
*Кредити за виключенням неплатоспроможних банків і банків, що знаходяться у стадії ліквідації.

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)

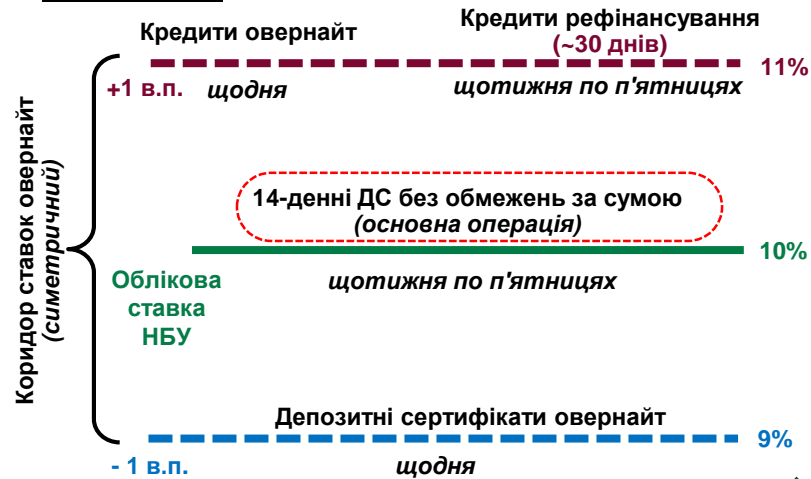
НВ – у національній валюті, ІВ – у іноземній валюті.

Джерело: НБУ.

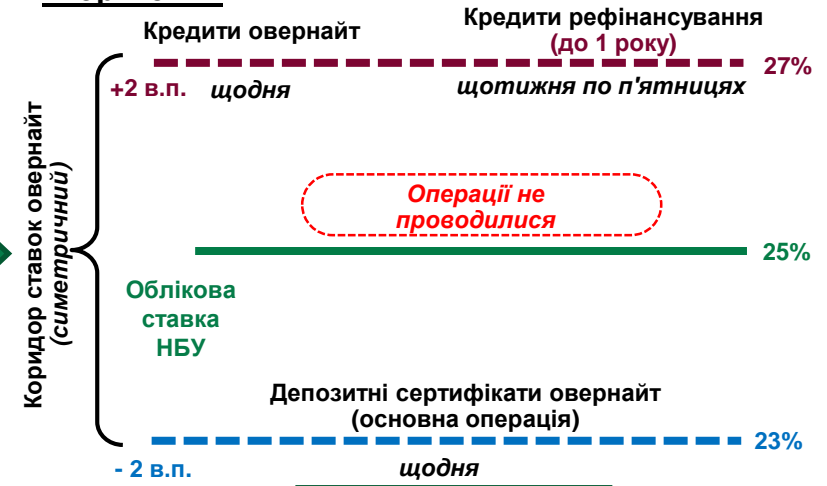
- ③ З 11.03 ↑ ОР, без покриття бенчмарк-ОВДП
- ④ З 11.05 пільгові нормативи ОР лише за депозитами ФО від 3м

Новий операційний дизайн МП є тимчасовим заходом для підвищення інвестиційної привабливості гривневих активів

Операційний дизайн МП до повномасштабного вторгнення

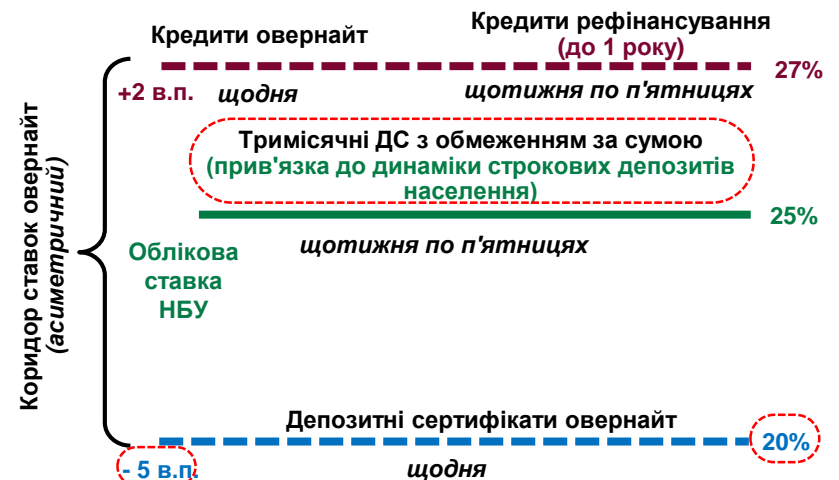


Операційний дизайн МП після повномасштабного вторгнення



Адаптація операційного дизайну МП

Новий операційний дизайн МП з 07 квітня 2023



- У міру нормалізації економіки та фінансових ринків НБУ **планує повернутися до традиційного операційного дизайну монетарної політики**
- У традиційному операційному дизайні двотижневі ДС розміщуються за обліковою ставкою, коридор процентних ставок для операцій з розміщення ДС овернайт та операцій рефінансування овернайт є симетричним відносно облікової ставки

Заходи НБУ дозволили стабілізувати валютний ринок, але умови для гнучкості обмінного курсу ще не сформовані

Курси гривні до долара США*



* Останні дані – за 05.05.2023.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Фактори стабілізації валютного ринку:

- Зміцнення зовнішньої стійкості завдяки прискореному отриманню міжнародної допомоги, адаптації економіки до умов війни та реалізації зернової угоди
- Калібрування обмежень на рух капіталу
- Жорсткі монетарні умови
- Додаткові заходи для зниження попиту та збільшення пропозиції на готівковому ринку
- Зниження інтенсивності обстрілів (крім передової) та успіхи ЗСУ
- Подальша стабілізація очікувань

Передумови для переходу до більшої гнучкості курсу:

- Усунення практики використання кількох обмінних курсів
- Достатній обсяг міжнародних резервів
- Зменшення диспропорцій на валютному ринку
- Сильніша монетарна трансмісія
- Вища привабливість гривневих активів та більша частка строкових депозитів населення
- Надійний альтернативний номінальний якір

Виклики для монетарної політики на етапі відновлення

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



Національний банк України

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