



Національний  
банк України

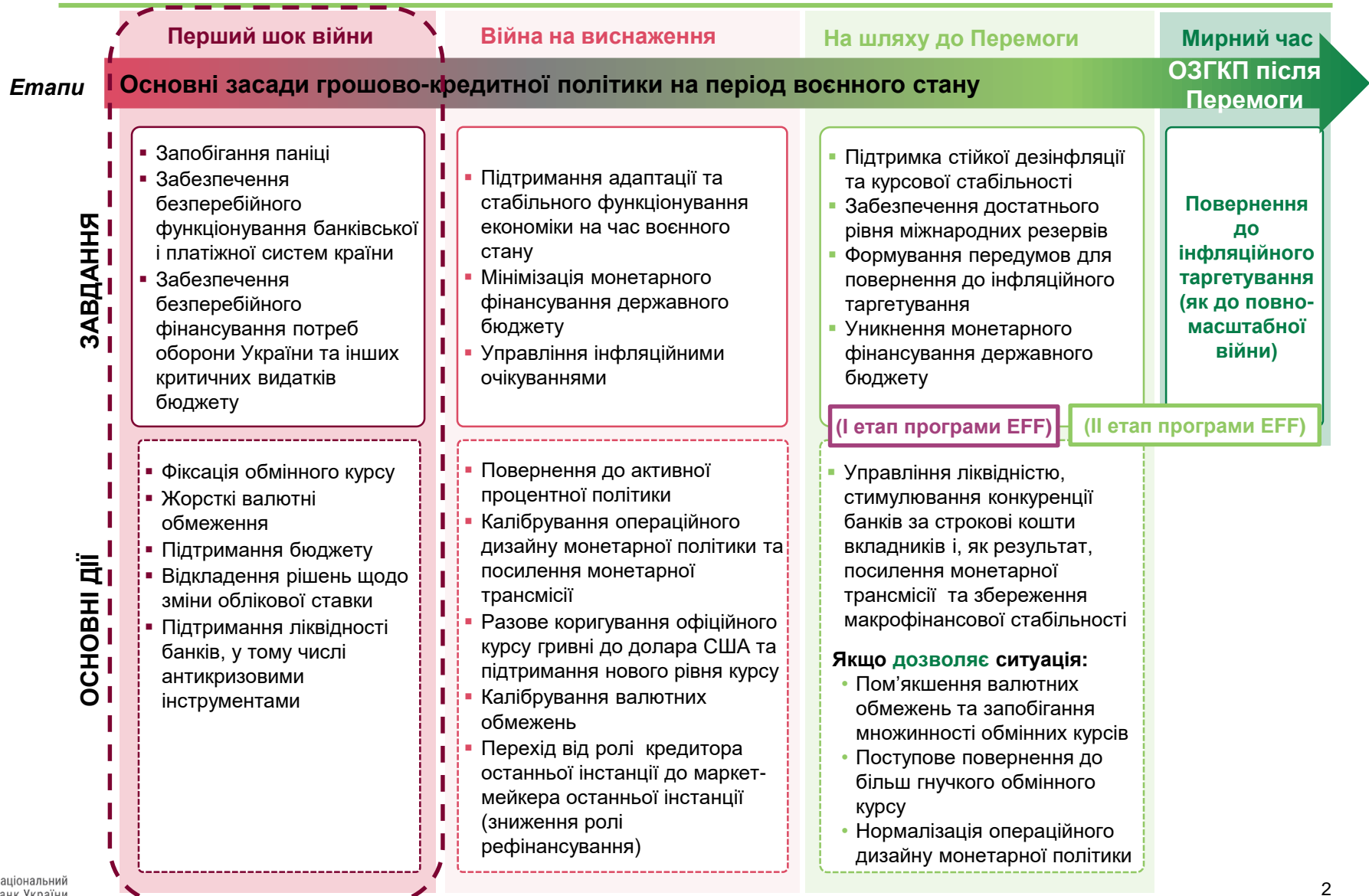
# Як працює монетарна політика під час війни?

Департамент монетарної політики та економічного  
аналізу

30 серпня 2023 року

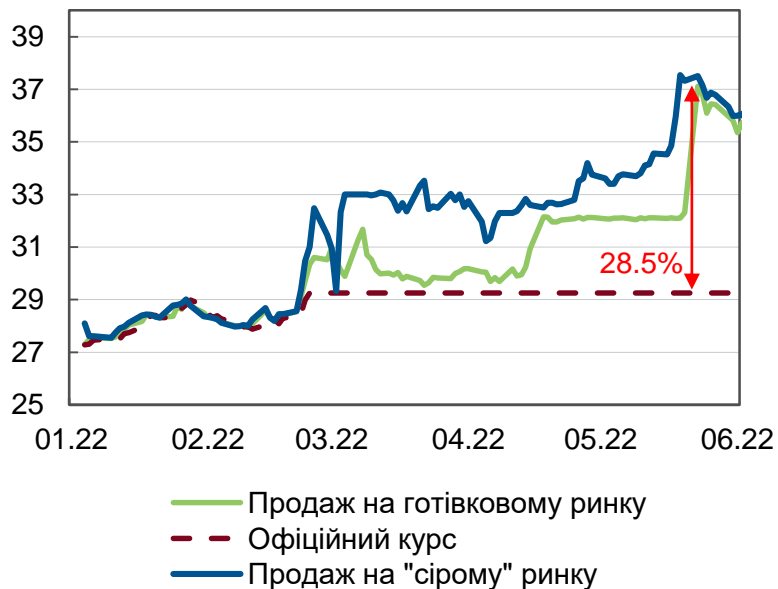


# З початком повномасштабної війни НБУ вимушено змінив підходи до виконання своїх пріоритетних функцій



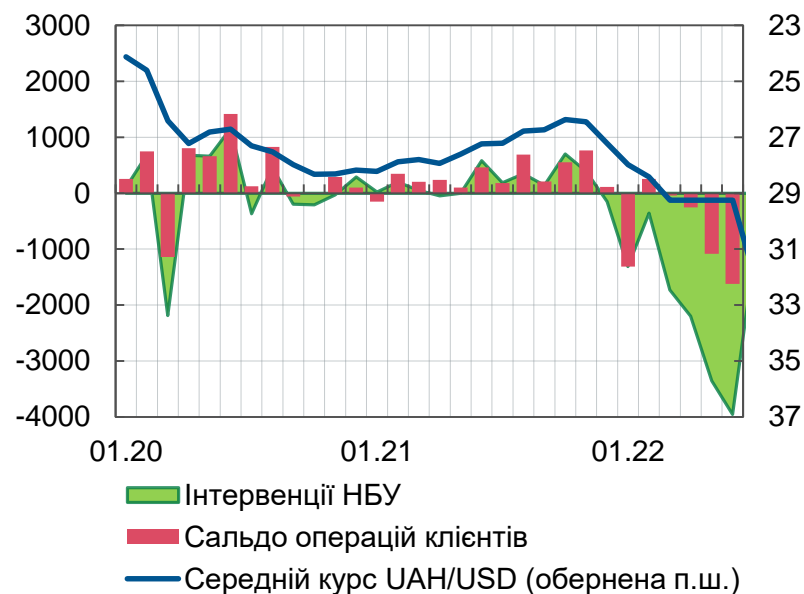
# Фіксація курсу та запровадження валютних обмежень дозволили уникнути паніки на валютному ринку, однак...

Курси гривні до долара США



Джерело: НБУ, відкриті джерела.

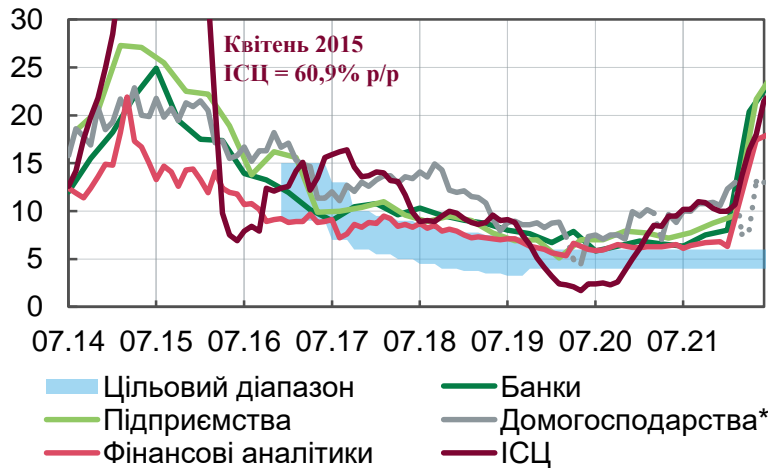
Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків, інтервенції НБУ та середній курс, млн дол.



Джерело: НБУ.

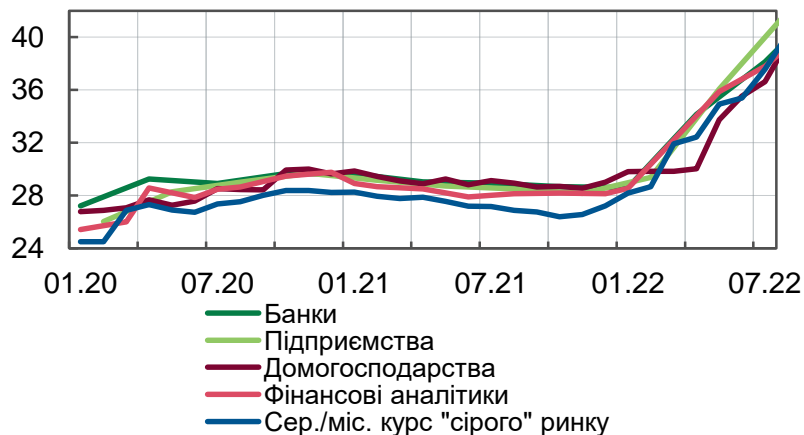
# ... тиск на курс та ЗВР продовжив зростати, посилювалося розбалансування інфляційних та курсових очікувань...

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



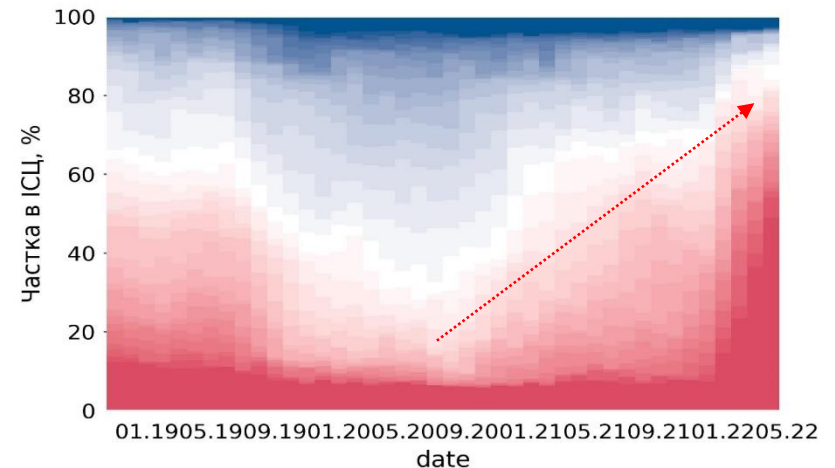
Джерело: НБУ, GfK Ukraine, ТОВ "Інфо Сепієнс".

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



Джерело: НБУ, GfK Ukraine.

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



\* Забарвлення компонентів відповідає темпам нормалізованої річної інфляції.

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

Розрахунковий період - 2019-2021 роки.

Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

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



- За розгортання спіралі "інфляція-очікування-курс-заробітні плати" зростання цін починає саме себе підживлювати
- У випадках стійкого розбалансування інфляційних очікувань вже не 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 спонукало ЦБ до прискореного посилення процентної політики як у країнах ЕМ (зокрема, [Бразилії](#), [Чилі](#), [Угорщині](#), [Мексикі](#)), так і в розвинених країнах ([ФРС](#), [ЄЦБ](#), [Банк Англії](#))

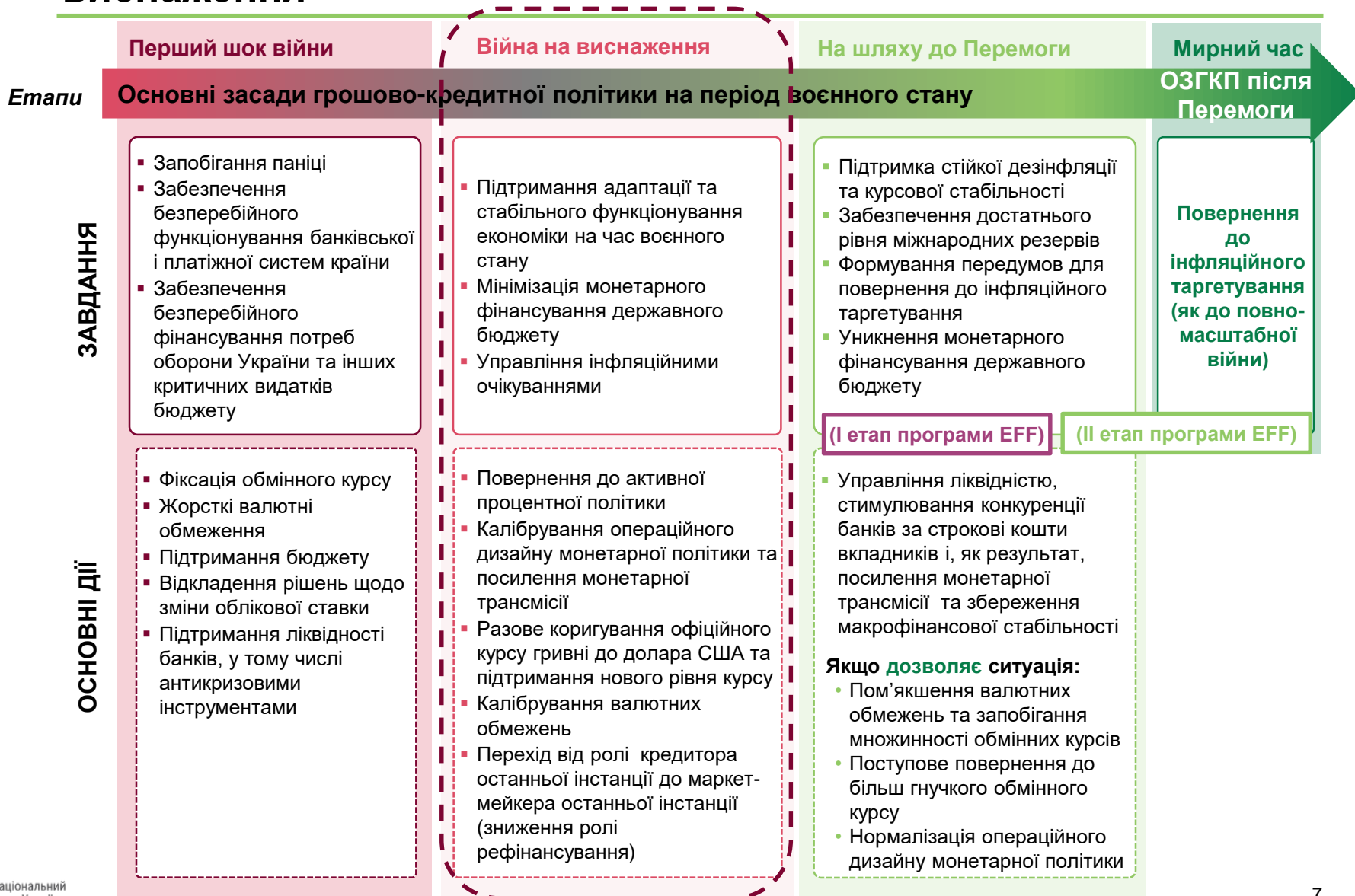
# ...та посиленням загрози валютної кризи...

## Ключові ризики

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

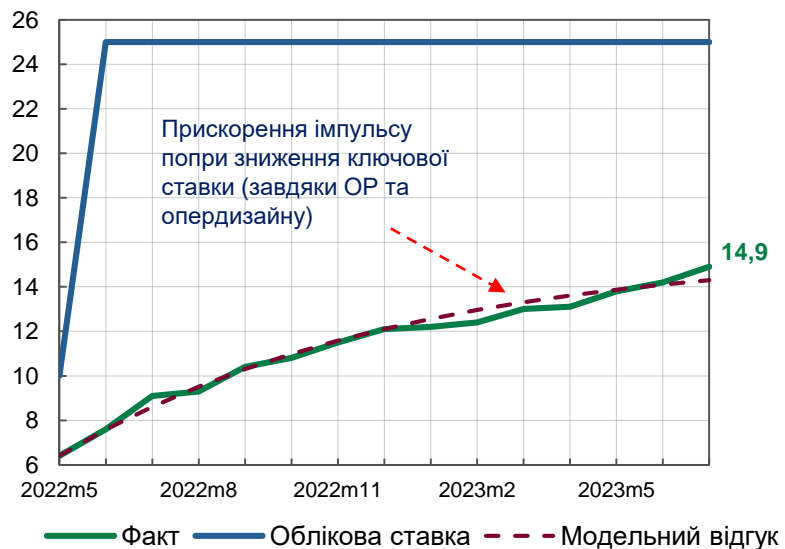
Формування передумов для:

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



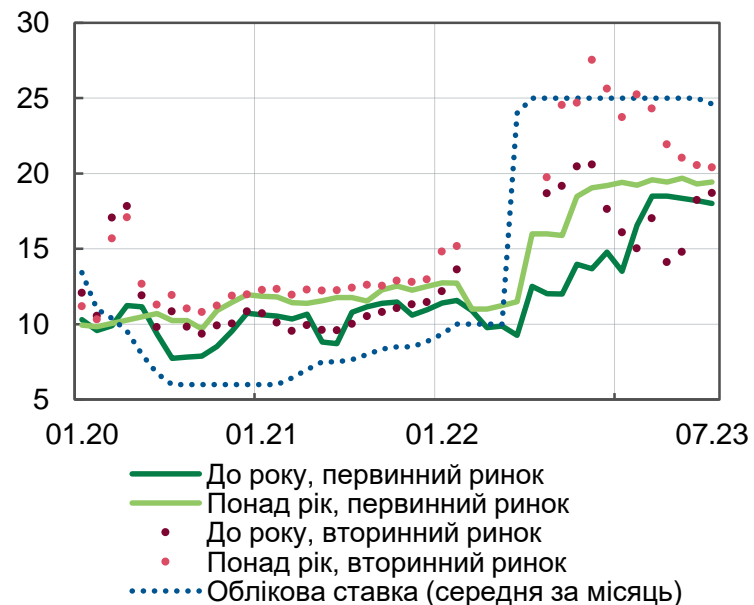
## ...що сприяло зростанню ринкових ставок...

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



Джерело: розрахунки НБУ.

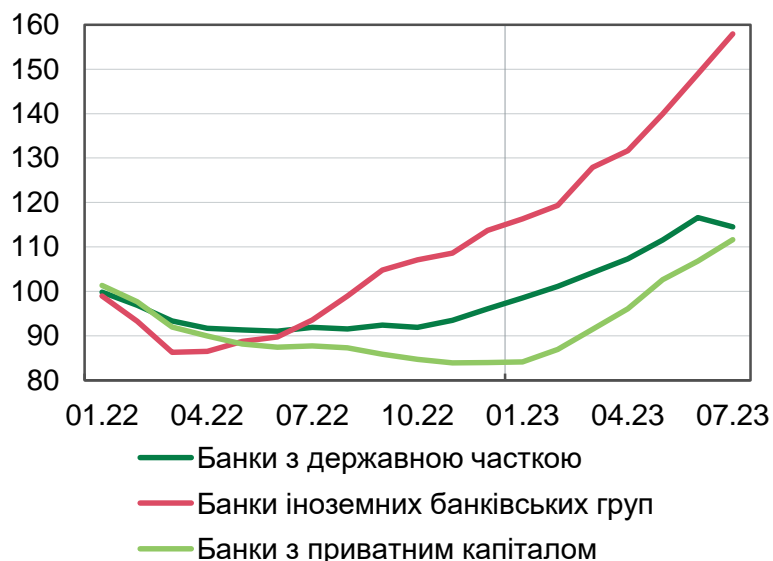
Дохідність гривневих ОВДП, %



Джерело: НБУ.

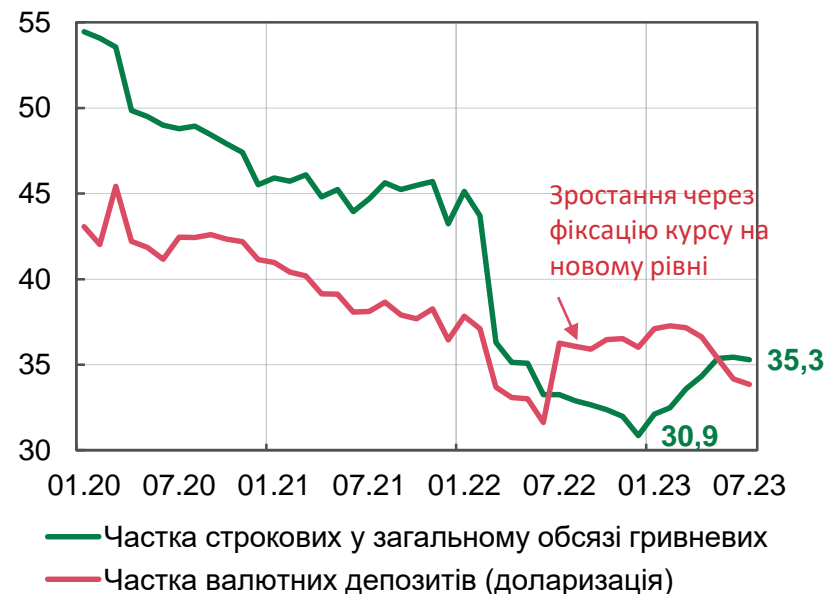
## ...як наслідок – помітно зросла довіра громадян до гривні, відновилося зростання заощаджень в національній валюті...

Строкові гривневі депозити фізичних осіб у розрізі груп банків\*, 12.2021 = 100%



\* - згідно поточного розподілу  
Джерело: НБУ.

Частки окремих видів депозитів фізичних осіб, %

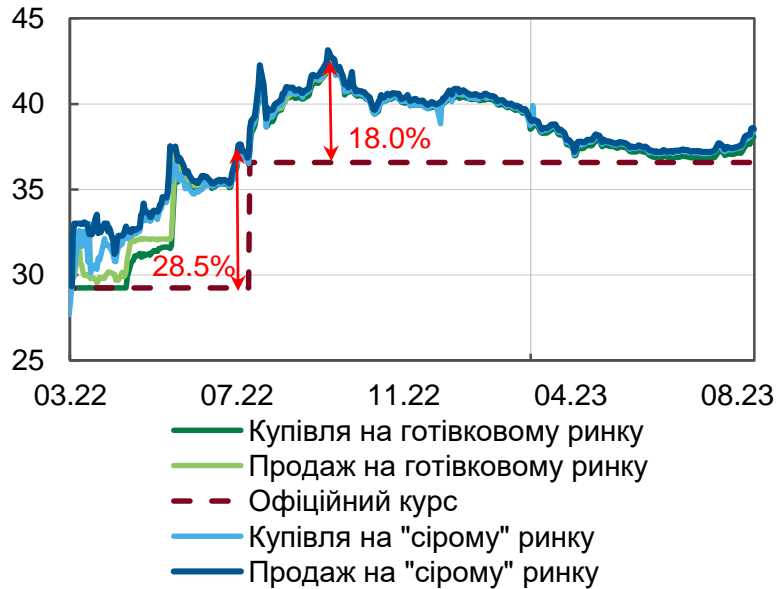


Джерело: НБУ.

- **Вдалося розгорнути тренд на зниження частки строкових депозитів у загальному обсязі вкладів населення:** протягом січня-липня 2023 року зростання обсягу строкових коштів населення у гривні становило 23.4%, їх частка у загальному портфелі зросла на 4.4 в.п. до 35.3% (із яких близько 90% – депозити на строк понад три місяці)
- **Вдалося уникнути значного посилення доларизації:** рівень доларизації коштів клієнтів протягом січня-липня 2023 року знизився на 2.2 в. п. до 34% унаслідок нарощення коштів у гривні та зниження популярності валютних вкладів

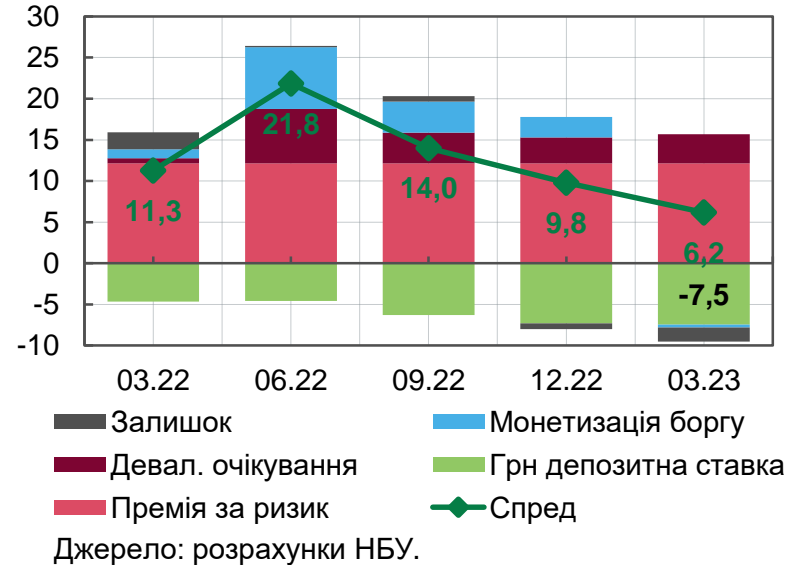
# ...що сприяло зниженню тиску на курс...

Курси гривні до долара \*



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

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

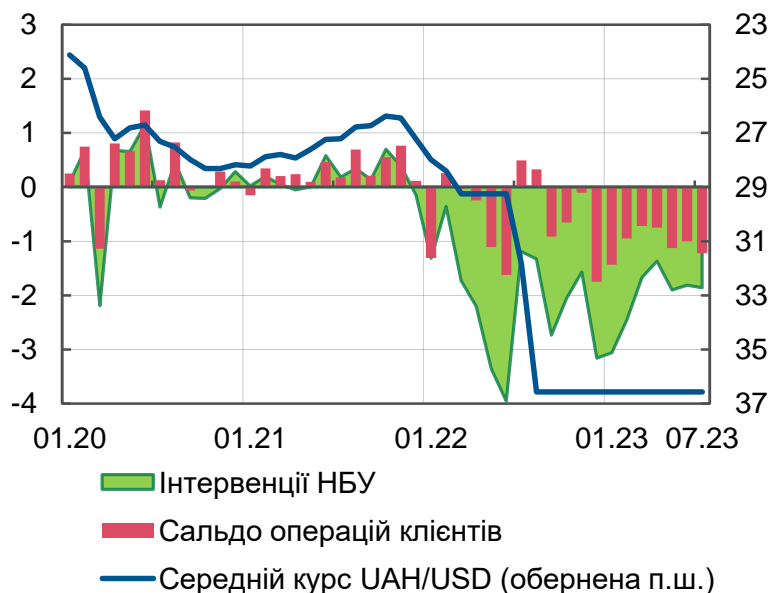


Джерело: розрахунки НБУ.

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

## ...дозволило захистити міжнародні резерви...

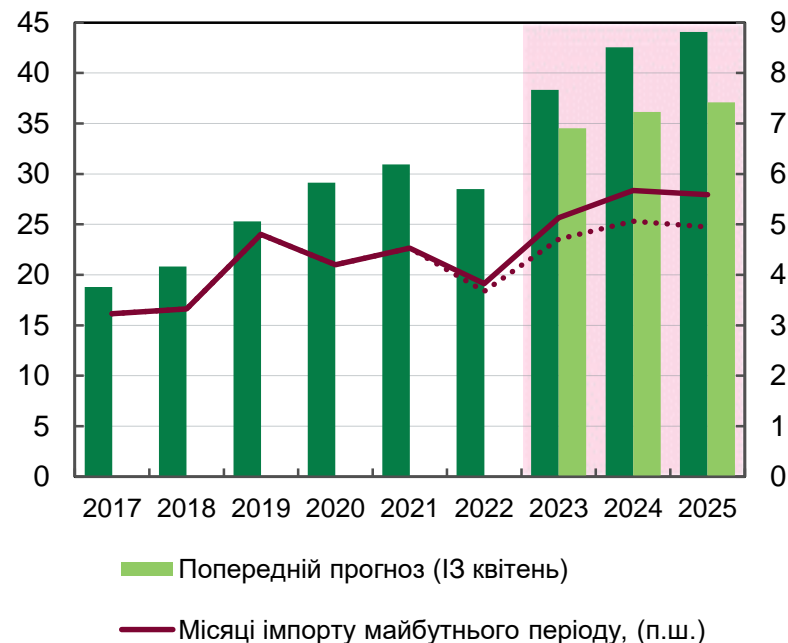
Сальдо операцій із іноземною валютою клієнтів банків\*, інтервенції НБУ та середній курс, млн дол.



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

Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

- Зниженню тиску на курс та міжнародні резерви сприяли зокрема такі заходи НБУ:
  - підвищення облікової ставки та її утримання на незмінному рівні;
  - липнева корекція обмінного курсу;
  - калібрування валютних обмежень, створення додаткових інструментів для захисту заощаджень від курсових коливань;
  - зменшення обсягів та подальша відмова від монетизації

## ...стабілізувати та покращити очікування...

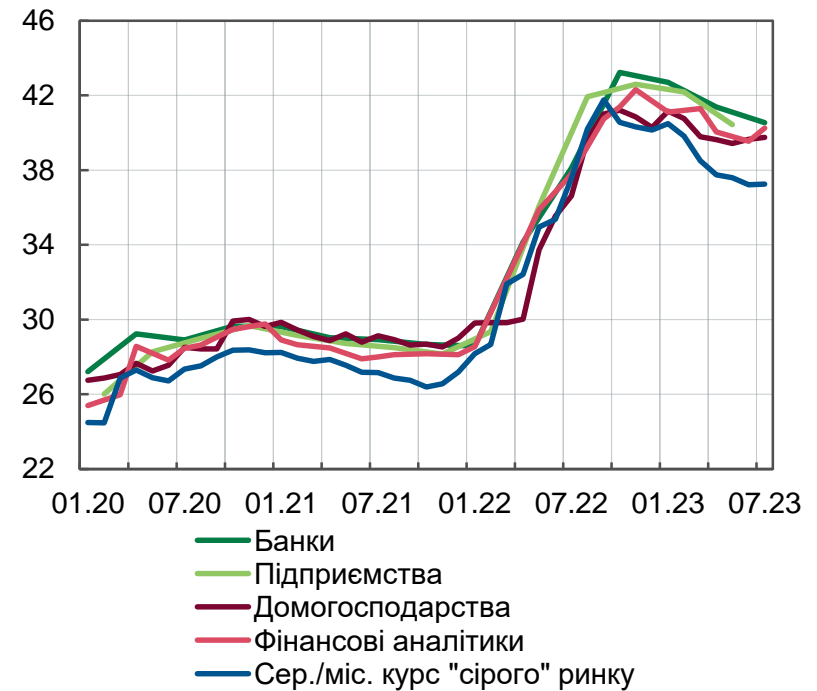
ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



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

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

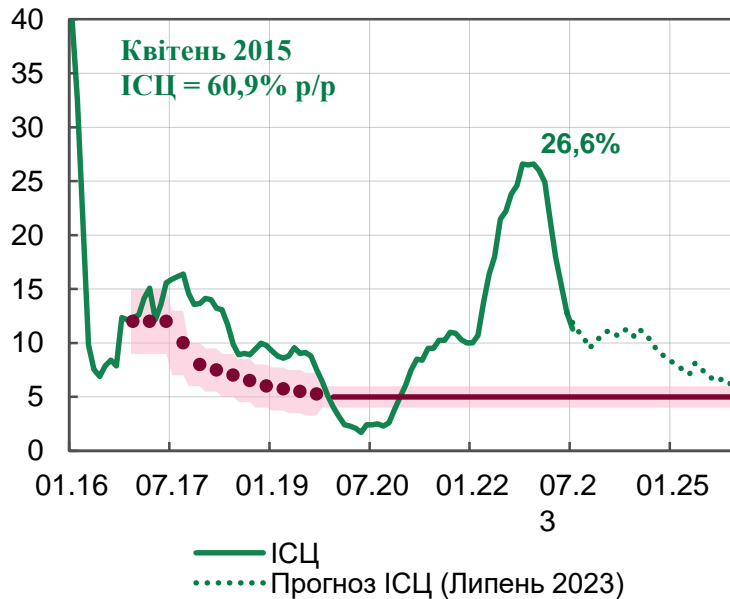
Курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол. США



Джерело: НБУ, Info Sapiens, відкриті джерела.

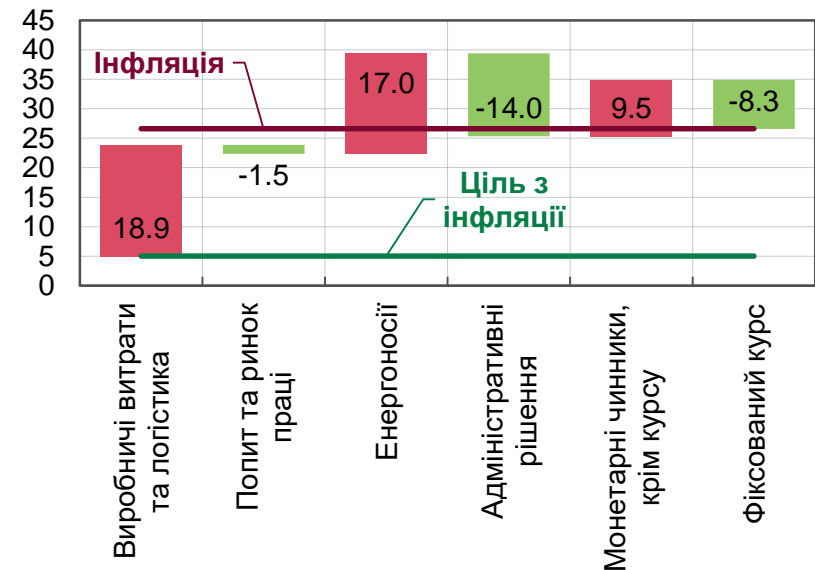
# ... уникнути неконтрольованого прискорення інфляції...

## Інфляція, прогноз та цілі з інфляції



Джерело: ДССУ, НБУ.

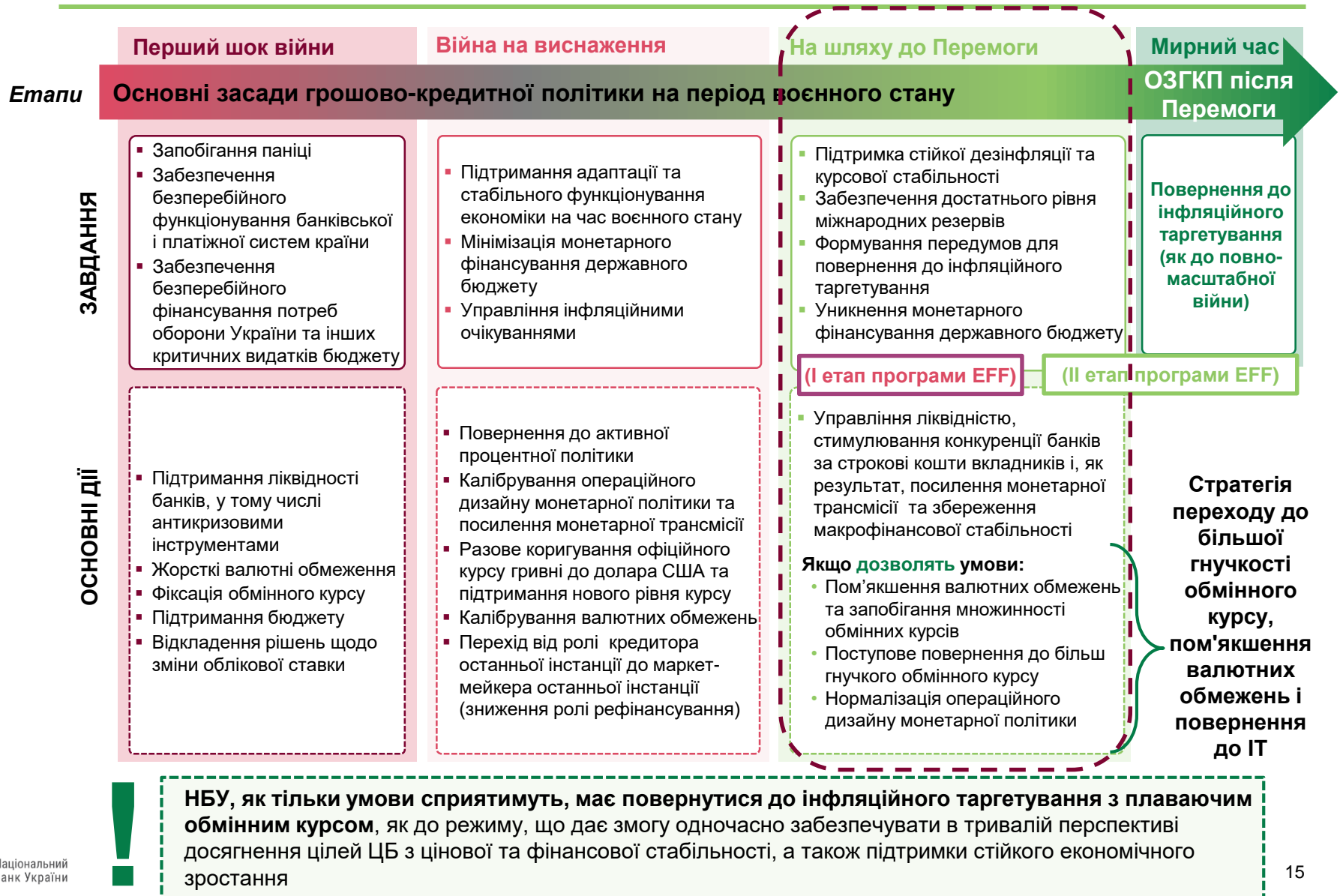
## Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.





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

# Сприятливі макроекономічні тенденції дозволили перейти до наступного етапу адаптації монетарної політики...



# ...зокрема розпочати поступове пом'якшення валютних обмежень та процентної політики

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

-  **1** Інфляція та інфляційні очікування
-  **2** Процентні ставки (включаючи додатний рівень облікової ставки у реальному вимірі та привабливість гривневих інструментів)
-  **4** Рівень міжнародних резервів і стійкість валютного ринку
-  **5** Параметри фінансової стабільності

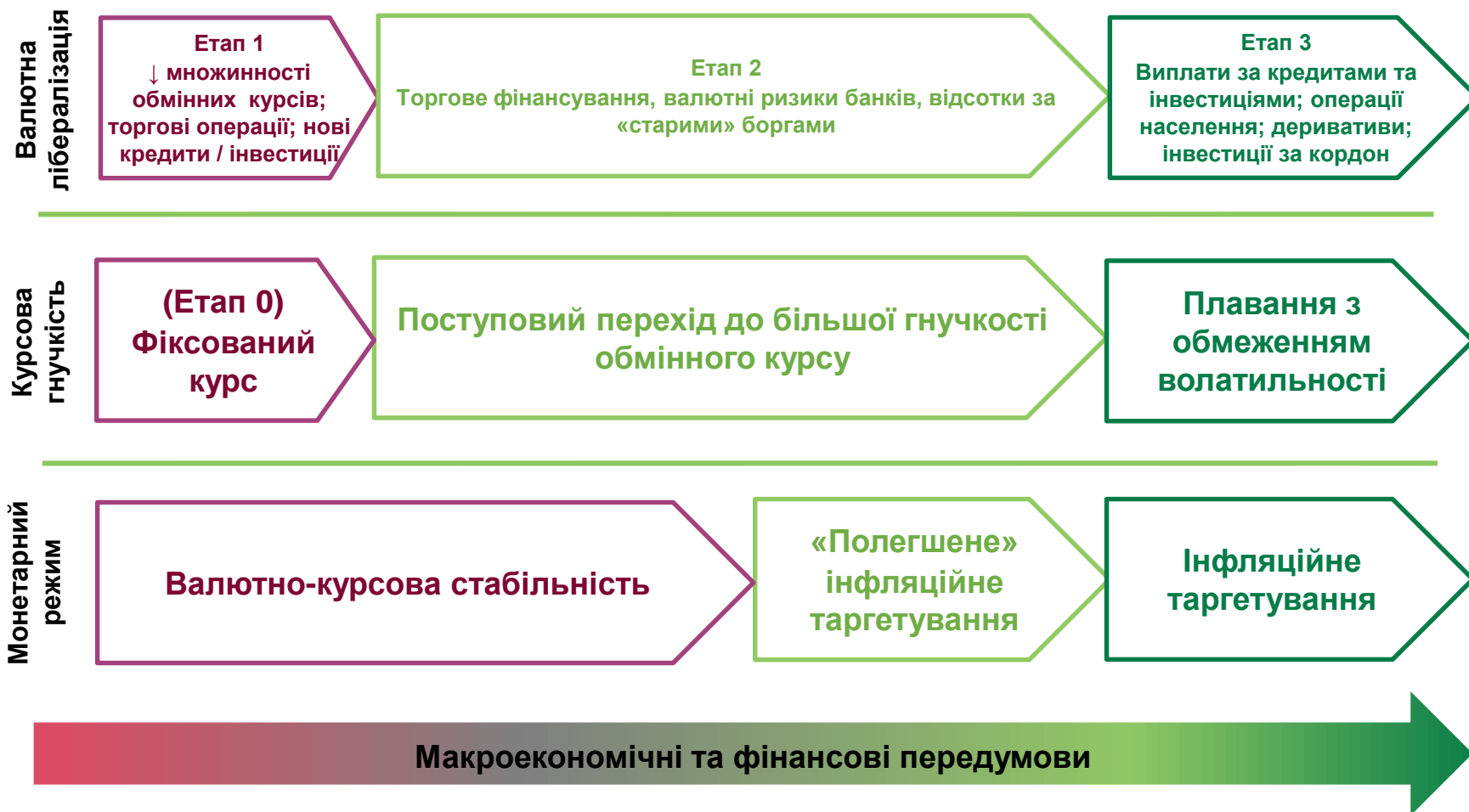
Достатній рівень реальної дохідності гривневих інструментів

Прийнятний рівень ризиків для курсової стійкості та фінансової стабільності

- Стрімкіше за прогноз сповільнення споживчої та базової інфляції, а також покращення очікувань в умовах подальшого зростання номінальних ринкових ставок сприяють швидшому, ніж очікувалося, зростанню реальної дохідності гривневих інструментів
- У свою чергу, суттєвіше за прогноз зростання міжнародних резервів за стійкої міжнародної підтримки й нижчого, ніж очікувалося, обсягу валютних інтервенцій свідчить про зниження ризиків для валютного ринку
- **За таких умов перехід до циклу зниження облікової ставки не створюватиме загроз для привабливості гривневих заощаджень, а отже і для курсової стійкості, фінансової стабільності та сталого зниження інфляції. Водночас зниження облікової ставки підтримає подальше відновлення економіки**



# ...це дозволить продовжити пом'якшення валютних обмежень і без шоків перейти до гнучкішого курсоутворення



# Еволюція курсового режиму ґрунтуватиметься на таких принципах

- ❑ Курсова стійкість залишатиметься важливим елементом досягнення цілей НБУ впродовж реалізації Стратегії
- ❑ На ранніх стадіях НБУ ще значною мірою покладатиметься на обмінний курс як номінальний якор для економіки
- ❑ На наступних стадіях НБУ дозволить все більшу курсову гнучкість, але з урахуванням консистентності політики для збереження довіри до гривні та дій Національного банку з досягнення інфляційних цілей



## Поступовість

**Збільшення курсової гнучкості відбуватиметься поступово.** На перших етапах важливо зберегти максимальну курсову стабільність для мінімізації початкового шоку для очікувань з огляду на відхід НБУ від зобов'язання щодо фіксації курсу

## Консистентність політик для збереження довіри

- НБУ зберігатиме достатньо жорсткі монетарні умови, що підтримуватиме привабливість гривневих активів з метою уникнення неконтрольованого посилення тиску на валютний ринок
- Окрім того, формуванню передумов для переходу до більшої гнучкості обмінного курсу сприятиме поступове пом'якшення окремих валютних обмежень. Водночас збереження інших валютних обмежень і надалі підтримуватиме курсову стійкість

## Чітка прив'язка до макроекономічних передумов

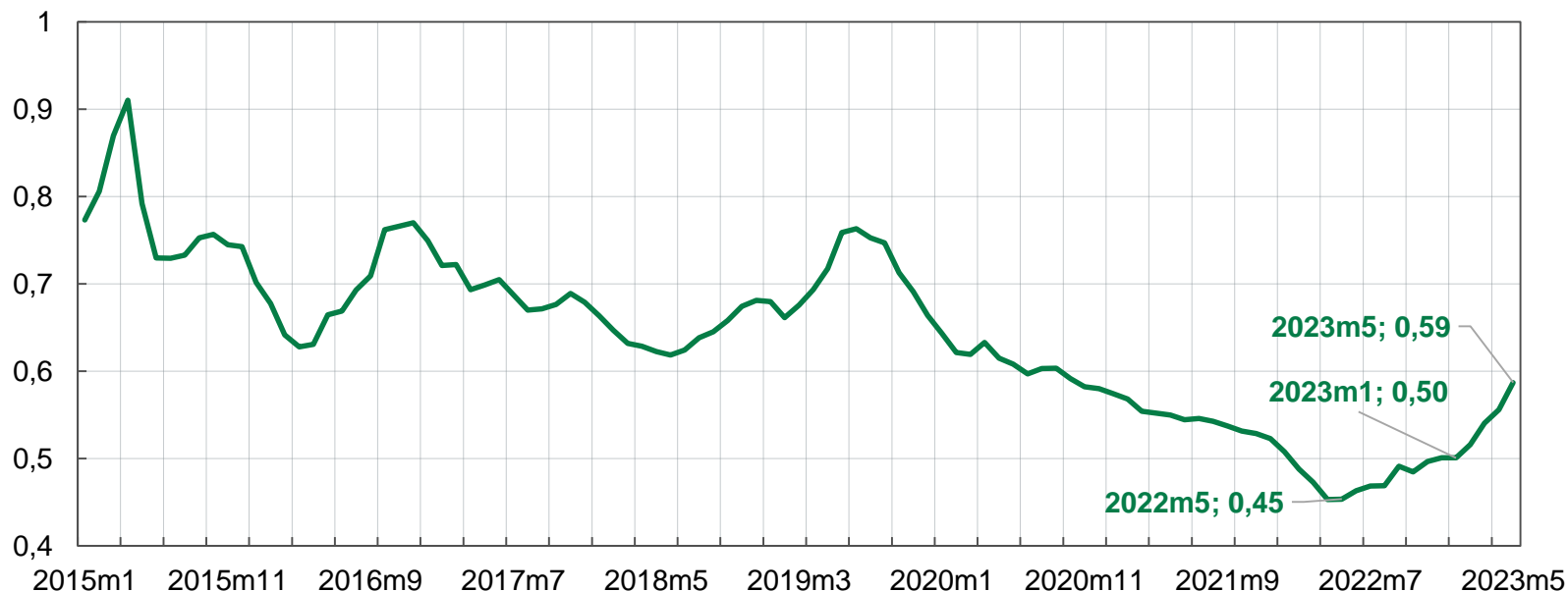
Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу визначається не заздалегідь визначеними часовими межами, а ґрунтуватиметься на оцінці макроекономічних і фінансових умов



# Додатки

# Завдяки додатковим заходам НБУ вдалося відчутно поліпшити силу трансмісії у ставки за строковими депозитами населення

Динаміка сили довгострокової трансмісії міжбанківської ставки у ставки за депозитами



Слайд 9

Джерело: розрахунки НБУ.

- Суттєвий монетарний імпульс у червні 2022 року розгорнув тривалий тренд на зниження сили трансмісії. Нетипово потужне підвищення ставок було необхідне для компенсації сукупного негативного впливу широкого спектру чинників, що обмежували трансмісію, і в результаті – для посилення спроможності НБУ забезпечувати курсову стабільність і стримувати інфляційні процеси під час війни
- Завдяки додатковим заходам НБУ (підвищенню норм та зміні механізму формування ОР, неконвенційному операційному дизайну МП, вербальним інтервенціям) вдалося суттєво підвищити силу трансмісії

# Операційний дизайн – «наріжний камінь» 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

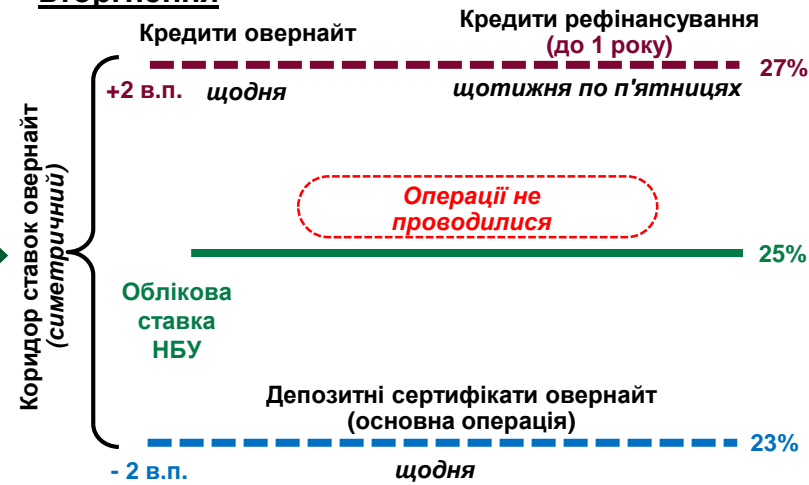


# ...НБУ запровадив унікальний операційний дизайн МП для посилення трансмісії у ставки за строковими депозитами ФО

## Операційний дизайн МП до повномасштабного вторгнення



## Операційний дизайн МП після повномасштабного вторгнення



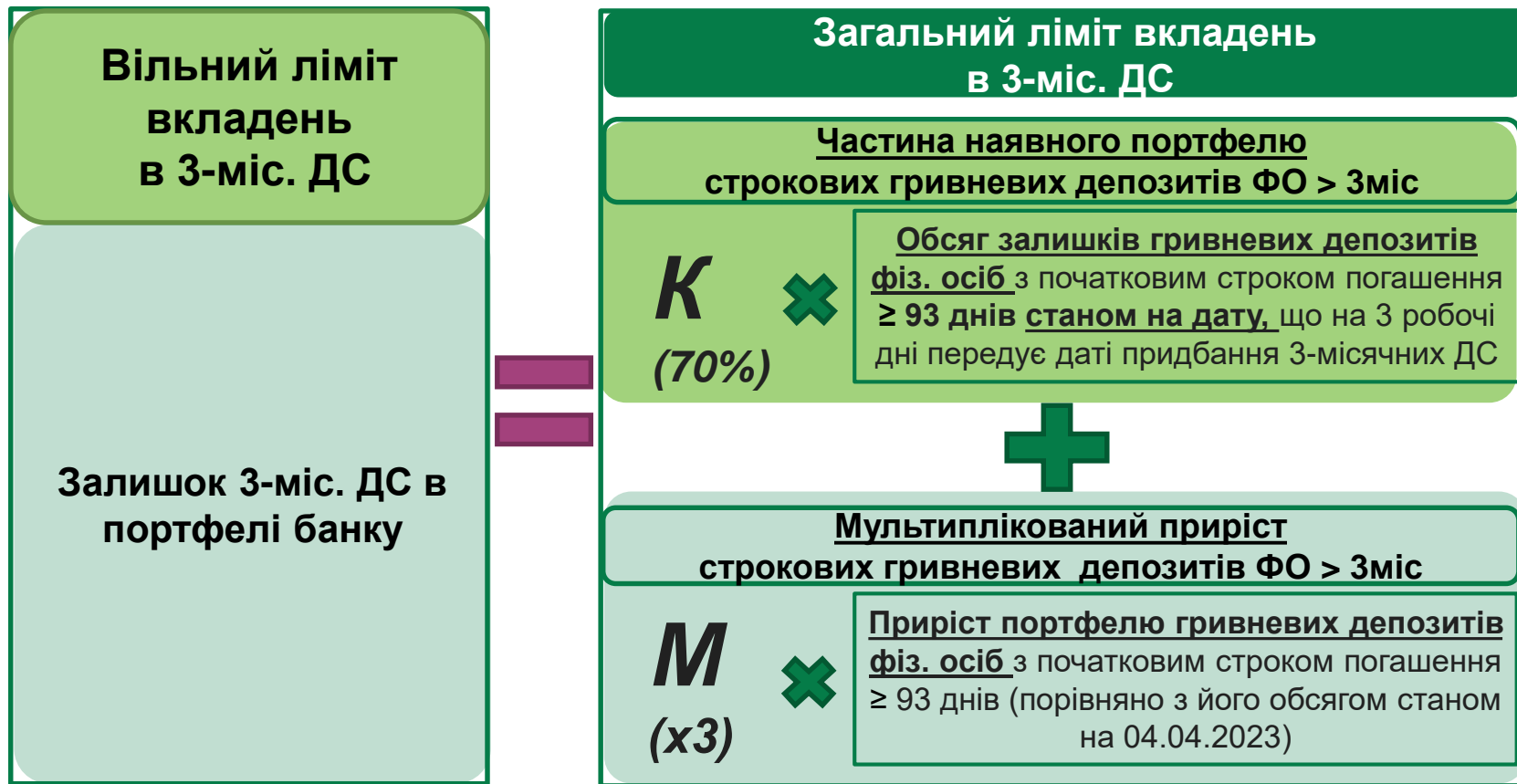
Адаптація операційного дизайну МП

## Новий операційний дизайн МП з 07 квітня 2023



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

# 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 такий 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





# Національний банк України

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