



Національний
банк України

Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування

Національний банк України

Київ, липень 2023



Головне

- ❑ 29 червня 2023 року НБУ затвердив Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування (далі – Стратегія)
- ❑ Розроблення Стратегії спрямоване на реалізацію положень Основних засад грошово-кредитної політики на період воєнного стану, а також зобов'язань за Меморандумом про економічну та фінансову політику з Міжнародним валютним фондом у межах Програми розширеного фінансування (структурний маяк)
- ❑ **Метою Стратегії є визначення пріоритетів, принципів та передумов** реалізації заходів монетарної та валютно-курсової політики у впорядкований, консистентний спосіб. Це дасть змогу мінімізувати ризики для цінової та фінансової стабільності та реалізувати потенціал сталого економічного відновлення
- ❑ **НБУ дотримуватиметься загального підходу, за якого:**
 - послаблення більшості обмежень за торговельними операціями та обмежень, які створюють множинність курсів, передуватиме збільшенню курсової гнучкості
 - відмова від фіксації курсу – до широкомасштабної лібералізації потоків капіталу
 - зберігатимуться жорсткі монетарні умови через достатньо високі процентні ставки для забезпечення привабливості гривневих активів і мінімізації ризиків для курсової стійкості за послаблення валютних обмежень та відмови від режиму фіксації курсу
- ❑ **Стратегія є рамковим документом, її реалізація вимагатиме деталізації окремих операційних аспектів за вказаними напрямками:**
 - на основі спільної оцінки з місією МВФ
 - з урахуванням наслідків для інших аспектів макроекономічної політики, а отже – узгодженням з цілями Програми розширеного фінансування

З часом недоліки валютних обмежень та фіксованого обмінного курсу починають перевищувати їхні переваги...



Після початку повномасштабної війни **режим фіксованого обмінного курсу**, який підтримувався жорсткими валютними обмеженнями, **відіграв важливу роль у стабілізації інфляційних та курсових очікувань і зниженні інфляційного тиску**

ОДНАК! У більш тривалій перспективі може стати дедалі складніше одночасно досягати цілей з цінової, фінансової стабільності та стійкого економічного зростання

З часом недоліки можуть перевищити переваги, зокрема через:

- ↓ ефективності валютних обмежень
- ↓ очікувань щодо надійності прив'язки ОК
- інтерналізацію стейкхолдерами та ринком очікувань стосовно фіксації обмінного курсу



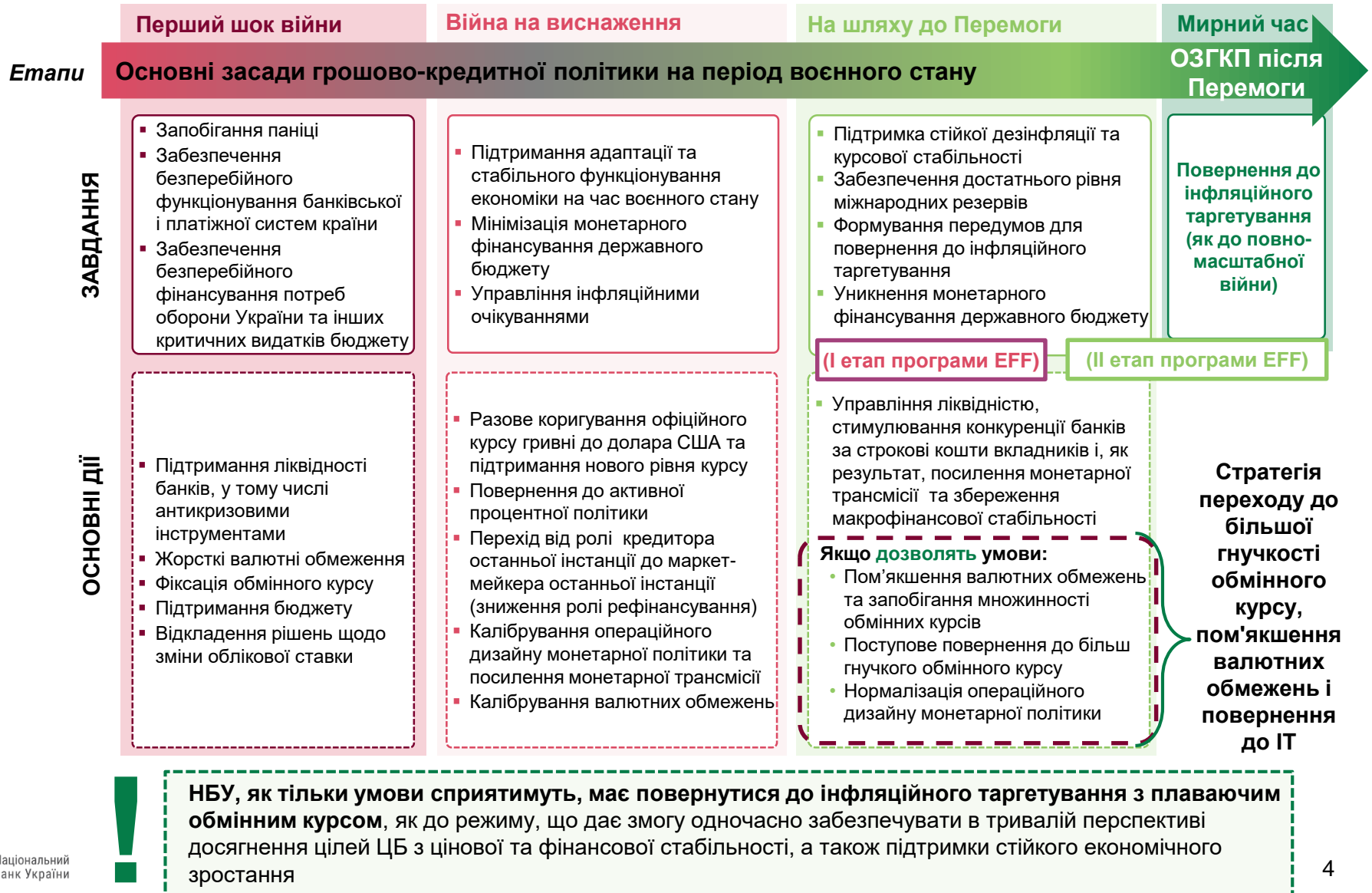
посилення ринкових деформацій, тінізація економіки, відволікання ресурсів на непродуктивне використання → **посилення зовнішніх дисбалансів з негативними наслідками для управління державними фінансами**



поступова деградація бізнес-моделей та систем ризик-менеджменту → **накопичення валютних ризиків**

У результаті: економіка позбавляється можливості адаптації до зміни зовнішніх та внутрішніх умов за рахунок курсової гнучкості, а центральний банк втрачає важливий інструмент політики

... тож НБУ має поступово повернутися до більш гнучкого обмінного курсу та ІТ за наявності відповідних передумов



Стратегія розроблена на виконання ОЗ ГКП та зобов'язань за Меморандумом з МВФ

ОЗ ГКП на період воєнного стану та перехідний період

Передбачає повернення в мінімально достатні строки до режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи

Меморандум про економічну та фінансову політику з МВФ у межах Програми розширеного фінансування

Передбачають пом'якшення адміністративних валютних обмежень, перехід до більш гнучкого обмінного курсу і повернення до таргетування інфляції як тільки дозволять умови, а також в узгодженні з ширшими цілями Програми щодо збереження цінової та зовнішньої стабільності

Метою Стратегії є визначення пріоритетів, принципів та передумов реалізації заходів монетарної та валютно-курсової політики для повернення до таргетування інфляції з плаваючим обмінним курсом і пом'якшення валютних обмежень у впорядкований, консистентний спосіб, що дасть змогу мінімізувати ризики для цінової та фінансової стабільності та максимізувати потенціал для сталого економічного відновлення

Стратегія є рамковим документом, її реалізація вимагатиме деталізації окремих технічних та операційних аспектів...

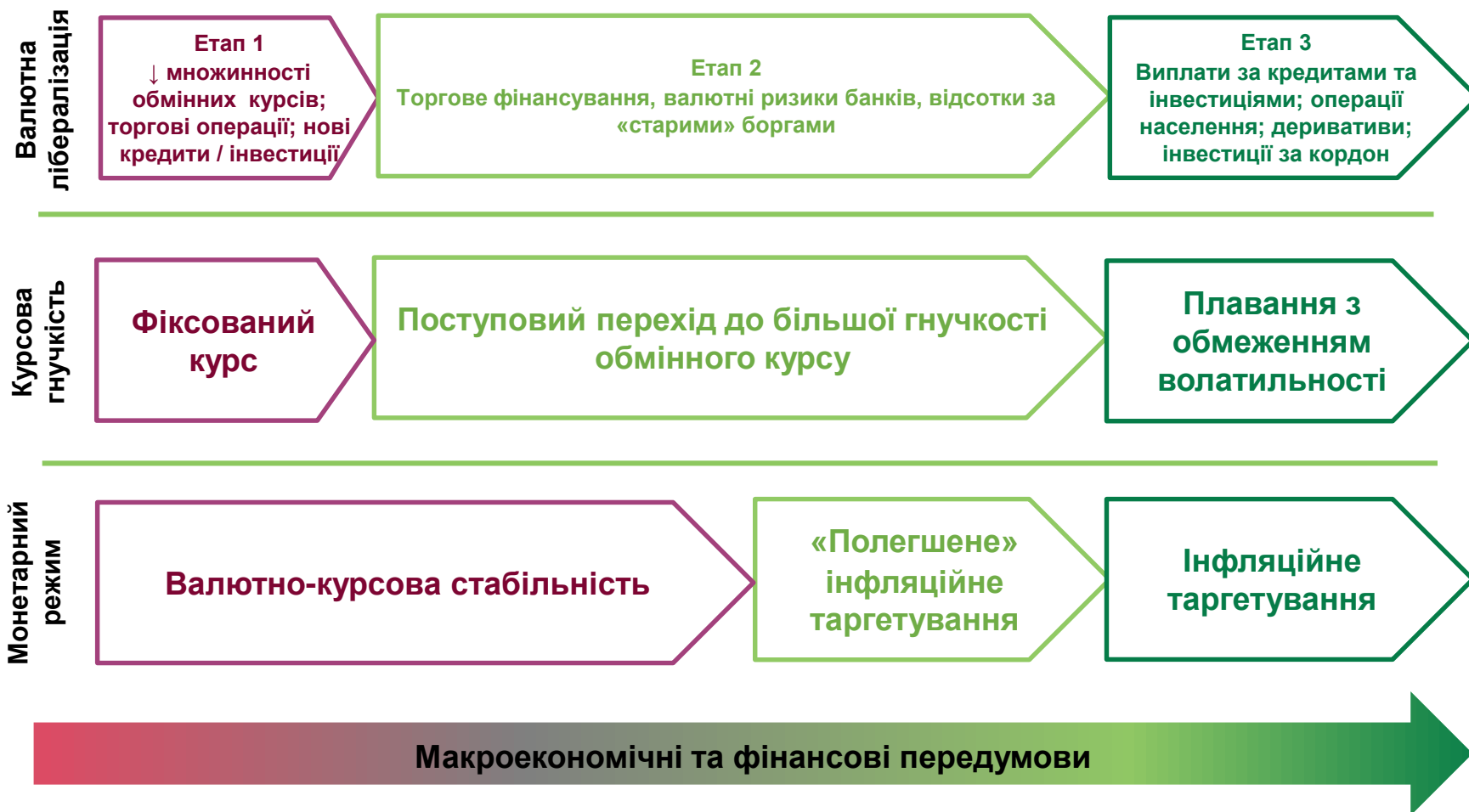
Стратегія складається з трьох основних частин, які в загальних рисах описують **ключові характеристики** реалізації Стратегії за такими напрямками

**Пом'якшення
валютних
обмежень**

**Перехід до
більшої гнучкості
обмінного курсу**

**Повернення до
інфляційного
таргетування**

...це дозволить рухатися за вказаними напрямками у впорядкований, консистентний спосіб



Реалізація Стратегії ґрунтуватиметься на спільній з МВФ оцінці передумов, ймовірного впливу заходів та ризиків

Принципи

- НБУ **обережно** та **послідовно** впроваджуватиме заходи за зазначеними напрямками, **спираючись на результати ретельного аналізу** впливу змін за одним напрямом на інші напрями, а також ефективність попередніх кроків, що підтримуватиметься ретельним аналізом усіх кроків, які планується зробити

Передумови

- **Реалізація кожного окремого кроку Стратегії визначатиметься не часовими рамками, а ґрунтуватиметься на оцінці дотримання низки наперед визначених макроекономічних критеріїв**
- Дотримання цих критеріїв протягом достатньо тривалого періоду засвідчить формування належних передумов для успішної реалізації цієї Стратегії за збереження макроекономічної та фінансової стабільності в умовах високої невизначеності

Підготовленість і оцінка ризиків

- **Реалізація Стратегії вимагає високого ступеня технічної та операційної готовності до впровадження змін** у монетарній та валютно-курсовій політиці
- З огляду на винятково високу невизначеність, пов'язану з війною, прогрес у межах цієї Стратегії вимагатиме **оцінки балансу ризиків у найближчій перспективі**. Реалізація заходів цієї Стратегії відбуватиметься, коли ймовірність матеріалізації ризиків оцінюватиметься як прийнятна, та/або впливом реалізації ризику можна буде належно керувати
- **Інтенсифікація ризиків може бути причиною призупинення реалізації наступних кроків або скасування попередніх кроків** для збереження макроекономічної та фінансової стабільності

Спільна оцінка з МВФ

- **Реалізація цієї Стратегії вимагатиме комплексної оцінки її впливу на інші аспекти макроекономічної політики та має узгоджуватися з цілями Програми розширеного фінансування**. Таким чином, спільна з персоналом МВФ оцінка передумов, ймовірного впливу на інші сфери політики та ризиків забезпечить відповідність цієї Стратегії цілям Програми


Оцінка формування належних передумов ґрунтуватиметься на результатах аналізу розвитку таких ключових параметрів



Інфляція та інфляційні очікування



Рівень міжнародних резервів і стійкість валютного ринку



Процентні ставки (включаючи додатний рівень облікової ставки у реальному вимірі та привабливість гривневих інструментів)



Параметри фінансової стабільності

Пом'якшення валютних обмежень: основні етапи

Основним критерієм визначення пріоритетності заходів пом'якшення валютних обмежень є нагальність коригування викривлень на ринку та підтримка економічного відновлення з урахуванням відповідних ризиків для курсової стійкості та міжнародних резервів

I ЕТАП

Мінімізація множинності обмінних курсів, лібералізація торгових операцій та сприяння новим кредитам та інвестиціям

II ЕТАП

Лібералізація торгового фінансування, управління валютними ризиками банків, можливість репатріації відсотків за “старими” борговими зобов'язаннями та інвестиціями

III ЕТАП

Можливість виплат за кредитами та інвестиціями, лібералізація операцій населення та операцій з деривативами, можливість кредитування нерезидентів та інвестицій за кордон



- **Послідовність кроків у межах зазначених етапів не є наперед фіксованою**
- Вона може змінюватися, якщо складуться умови, за яких відхилення від передбаченої послідовності визначатиметься як більш корисне для економіки, валютного ринку та фінансової системи

Пом'якшення валютних обмежень: основні принципи



Пом'якшення валютних обмежень відбувається поступово і визначається не часовими межами, а формуванням відповідних макроекономічних передумов



Кожен крок з пом'якшення валютних обмежень здійснюється на підставі оцінок його впливу на стан валютного ринку, міжнародних резервів, макроекономічну та фінансову стабільність з урахуванням мінімізації ризику повторного запровадження відповідного валютного обмеження; пом'якшення окремих обмежень не має знижувати ефективності решти обмежень



Кожному наступному кроку передують оцінка попередніх заходів із пом'якшення валютних обмежень



Валютні обмеження (зокрема, їх пом'якшення) не замінюють необхідних макроекономічних коригувань (монетарна політика/політика обмінного курсу)



За настання несприятливих обставин пом'якшення валютних обмежень може бути призупинено, а за потреби вони можуть бути повторно запроваджені чи додатково посилені

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

Ключові характеристики режимів монетарної політики

Валютно-курсова стабільність

- Стійкий курс – основний номінальний якір
- Облікова ставка НБУ і надалі виконуватиме роль допоміжного інструменту, підтримуючи достатню привабливість гривні як інструменту для заощаджень для забезпечення курсової стійкості та захисту міжнародних резервів
- НБУ вживатиме заходів для посилення монетарної трансмісії та забезпечення належної привабливості гривневих інструментів
- За базового сценарію нормалізація операційного дизайну монетарної політики буде синхронізована з циклом зниження облікової ставки, водночас НБУ врахуватиме необхідність підтримки достатньої привабливості гривневих активів

«Полегшене» інфляційне таргетування

- Інфляція поступово підхопить роль номінального якоря
- Облікова ставка поступово відновлюватиме свій статус основного монетарного інструменту
- Цьому сприятиме поступове відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії, а також проведення за обліковою ставкою основного обсягу операцій з вилучення ліквідності
- Поступове згортання неконвенційних заходів, запроваджених з початку повномасштабної війни

Інфляційне таргетування

- Монетарний режим базуватиметься на застосуванні принципів та інструментів, визначених [Стратегією монетарної політики НБУ](#)
- Облікова ставка - основний інструмент монетарної політики
- НБУ, як тільки дозволять умови, повернеться до режиму плаваючого обмінного курсу, що діяв до повномасштабної війни
- НБУ скоригує механізм здійснення валютних інтервенцій з урахуванням завдань та принципів, закріплених у [Стратегії валютних інтервенцій НБУ](#)
- Відновлення заборони на емісійне фінансування державного бюджету Національним банком

Облікова ставка залишатиметься в достатній мірі додатною в реальному вимірі протягом періоду повернення до інфляційного таргетування для збереження привабливості гривні як інструменту для заощаджень, зменшенню попиту на іноземну валюту, а відповідно – зниженню тиску на курс та міжнародні резерви