



Національний
банк України

На шляху до плавання обмінного курсу: міжнародний та український досвід

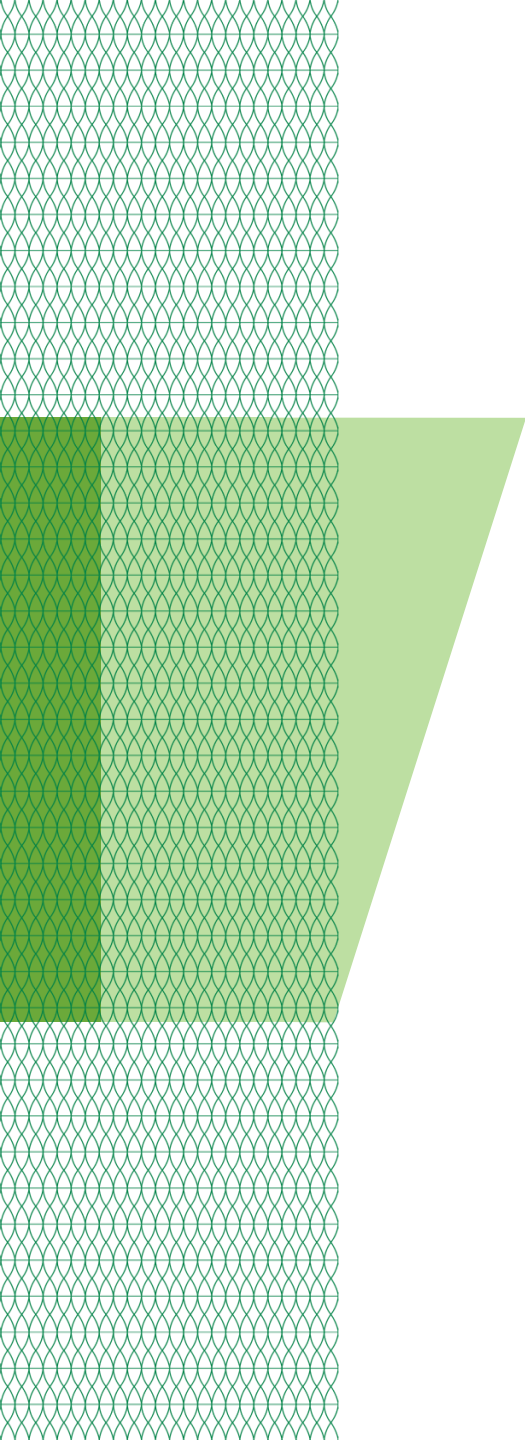
Матеріал відображає позицію доповідача,
яка може не збігатися з позицією Національного банку України

Михайло Ребрик

*в.о. директора Департаменту монетарної
політики та економічного аналізу*

24 грудня 2025 року



- 
- ❑ **Еволюція курсових режимів: тренд на “м’які прив’язки” та посилення ролі валютних інтервенцій**
 - ❑ Уроки проведення валютно-курсової політики під час та після війни: світовий досвід
 - ❑ Фіксація обмінного курсу гривні – дієве (утім тимчасове) антикризове знеболювальне
 - ❑ На шляху до вільного плавання: керована гнучкість обмінного курсу

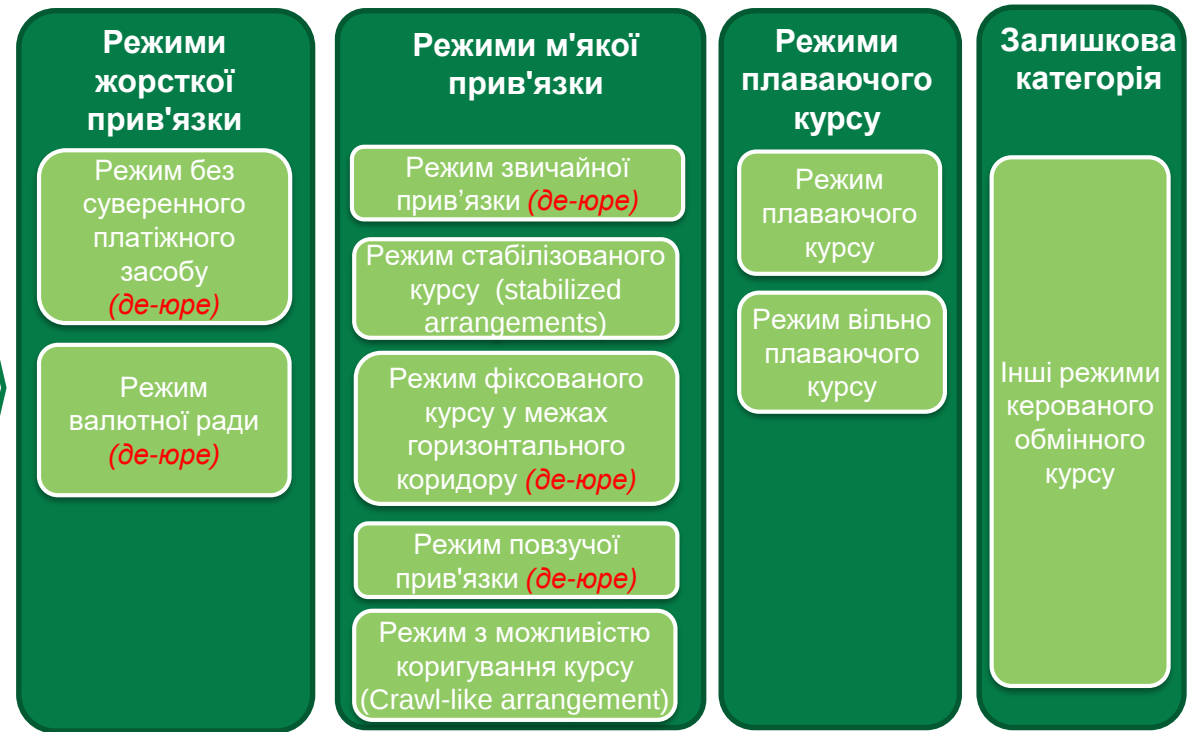
Найбільш відомою та поширеною класифікацією валютно-курсових режимів є запропонована МВФ

Попередня класифікація МВФ (1998-2009)



Кількісні критерії +
ретроспективний
аналіз

Оновлена класифікація МВФ (з 2009 року)



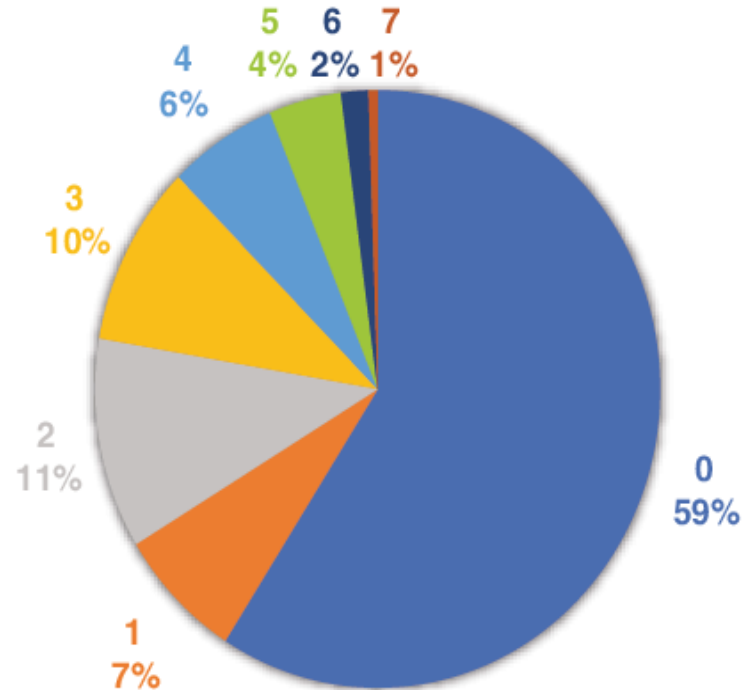
- Траєкторія курсу є наперед визначеною ЦБ та/або відносно передбачуваною
- Курс коливається у вузьких межах (з амплітудою до 2% на спотовому ринку щонайменше протягом 6 місяців)
- ЦБ відчутно втручається у функціонування валютного ринку та курсоутворення

- Курс визначається ринком
- Траєкторія курсу не є ані наперед визначеною (ascertainable), ні передбачуваною (predictable)
- ЦБ майже не втручається у функціонування валютного ринку або втручається у виняткових випадках

* Опис режимів [тут](#). Джерело: МВФ.

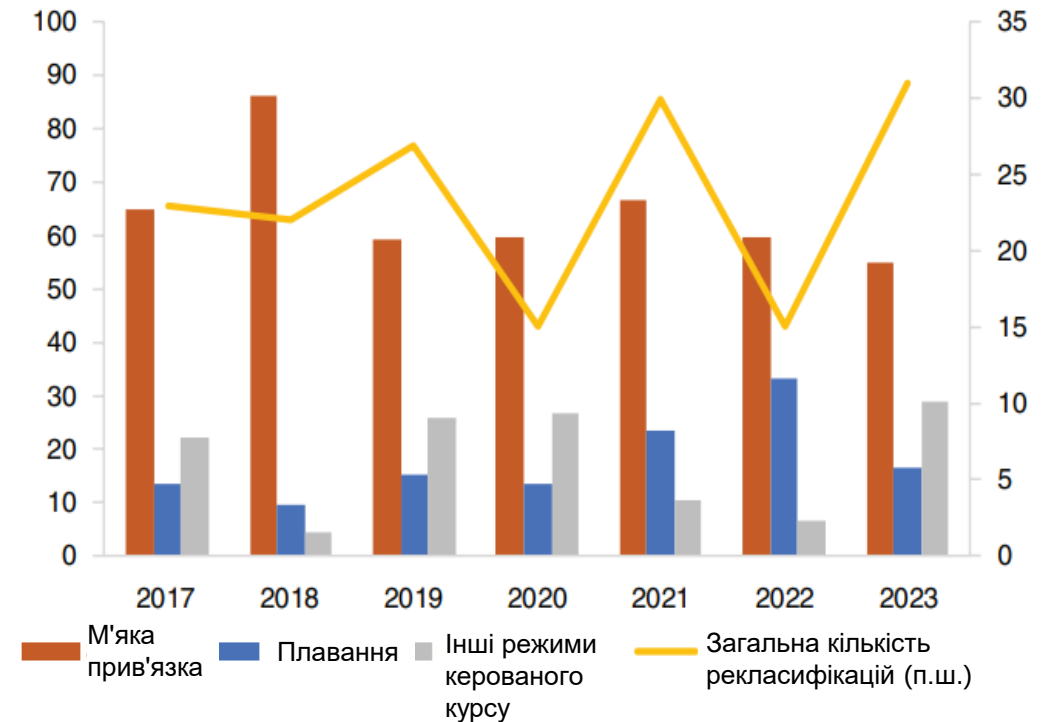
Хоча ~60% країн не змінювали свої курсові режими протягом останніх 10 років, інші ЦБ доволі активно переходили до різновидів “м'якої прив'язки” (soft pegs)

Рекласифікація де-факто режимів ОК у 2013-2023 роках, частота рекласифікації за країнами



Джерело: МВФ.

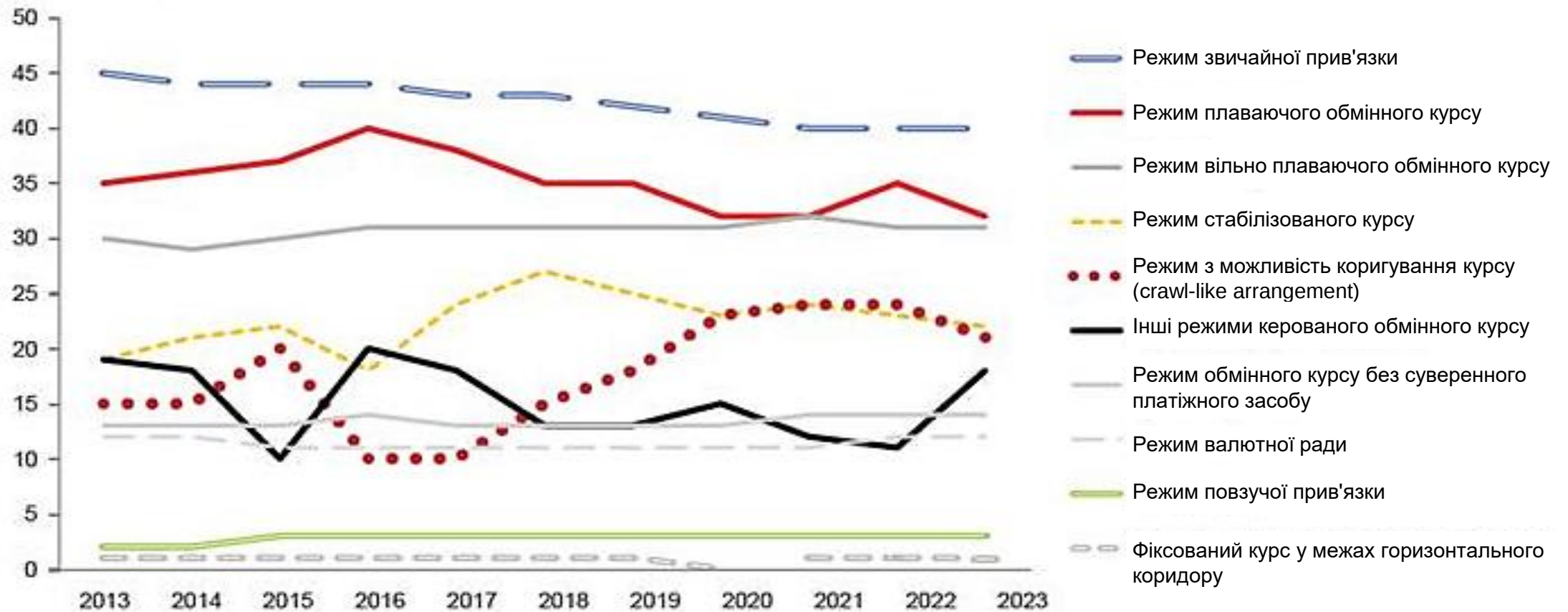
Рекласифікація де-факто режимів ОК у 2017-2023 роках, % від загальної кількості рекласифікацій станом на 30 квітня кожного року



Джерело: база AREAER МВФ.

... тоді як кількість країн з плаваючим курсоутворенням поволі зменшувалася, а з “жорсткою прив'язкою” – залишалася відносно стабільною ...

Режими обмінного курсу у 2013-2023 роках, кількість країн станом на 30 квітня кожного року



Джерело: база AREAER МВФ, розрахунки МВФ.

... як результат найбільшого поширення у світі набули різновиди “м'яких прив'язок” ...

Режими м'якої прив'язки – AREAER 2022



Де-факто режими обмінного курсу – AREAER 2022, частка країн до загальної кількості країн-членів МВФ



ЦБ-інфляційні таргетери все більше де факто переходять до “м'яких прив'язок” (хоча й часто офіційно не визнають відхилення від плаваючого курсу) ...

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



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

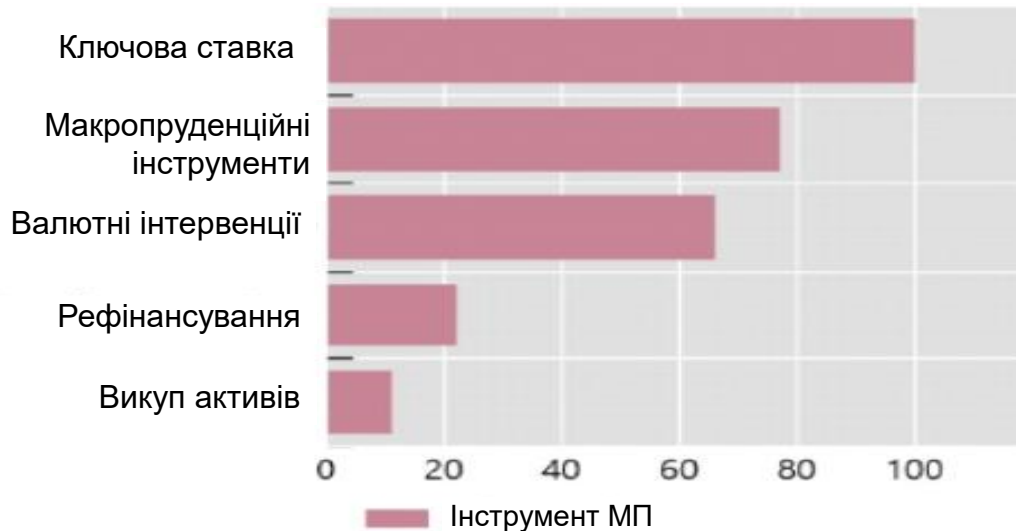
Режими обмінного курсу, які ЦБ-таргетери інфляції використовують де-факто



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

... а також все активніше застосовують валютні інтервенції та валютні обмеження як інструменти політики ...

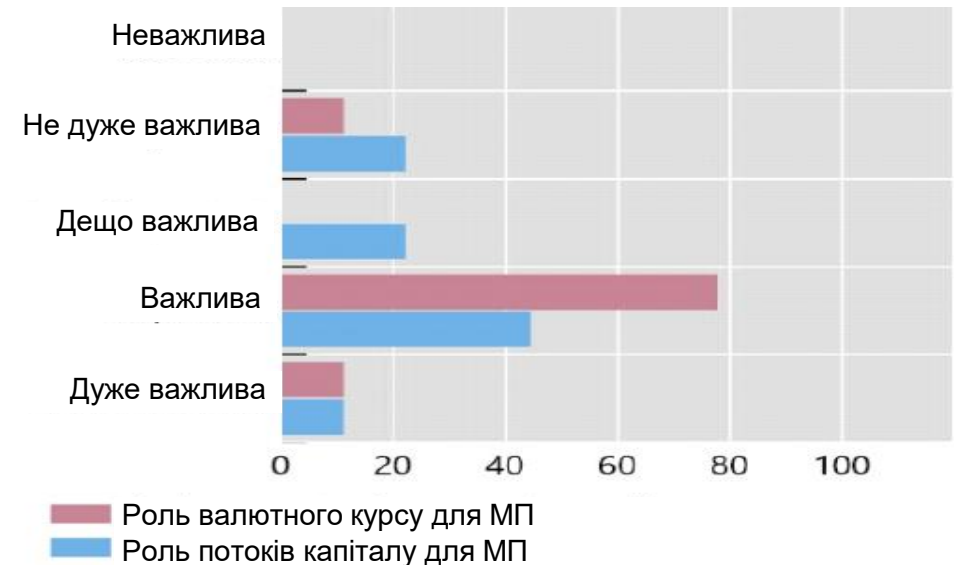
Використання інструментів МП (період до пандемії), %*



* 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 продовжують 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 їхніх змін, є важливими входними даними для ухвалення монетарних рішень
- Під час пандемії COVID-19 валютні інтервенції широко застосовувалися багатьма ЦБ, роль цього інструменту поступово посилюється

... здебільшого для накопичення валютних резервів, згладжування волатильності обмінного курсу та забезпечення безперебійного функціонування ринку...

Мета	Пояснення, кейси країн
Згладжування надмірної волатильності курсу	Підтримання двосторонніх коливань курсу – девальвації та ревальвації, запобігання суттєвим ситуативним короткостроковим “стрибкам” обмінного курсу. Характерно для ЦБ як розвинених країн, так і країн з ринками, що розвиваються <i>Бразилія, Великобританія, Румунія, Туреччина, Чехія, Японія</i>
Накопичення міжнародних резервів	Накопичення міжнародних резервів у межах реалізації ризик-орієнтованої монетарної політики або декларування офіційної мети накопичення міжнародних резервів <i>Мексика, Туреччина, ПАР, Чехія, Чилі</i>
Підтримання ліквідності та запобігання дисфункції валютного ринку	Коригування дисбалансів між попитом і пропозицією на іноземну валюту на неглибокому валютному ринку, особливо у кризові періоди <i>Бразилія (жовтень 2008 року), Індонезія (жовтень-листопад 2008 року), Ізраїль (2008-2009 роки), Мексика (2009 рік), Нова Зеландія (2007 рік), Польща (квітень 2010 року, вересень-грудень 2011 року), Південна Корея (2008-2009 роки), Чилі (січень 2011 року), Швейцарія (з 2009 року), Сербія, Туреччина, Грузія, Бразилія, Мексика, Індія, Індонезія, Казахстан</i>
Зменшення невідповідності курсу рівноважному рівню	Коригування динаміки обмінного курсу в середньостроковій перспективі (у разі суттєвого відхилення поточного рівня курсу від рівноважного), зокрема для нівелювання стійких шоків, пов'язаних зі значними потоками капіталу. Лише ЦБ, які накопичили достатній обсяг міжнародних резервів, здатні протистояти середньостроковому ринковому тренду обмінного курсу (<i>Чехія (2022), Південна Корея, Японія, Бразилія, Індія</i>)
Доповнення конвенційного інструментарію МП	Застосування інтервенцій в межах кількісного пом'якшення за досягнення ефективної нижньої межі (effective lower bound) ключової ставки, зокрема в період пандемії Covid-19 (<i>Чехія (2013), Швейцарія, Данія, Ізраїль</i>)

... валютні інтервенції застосовують навіть ЦБ, які офіційно декларують дотримання режиму плаваючого курсоутворення ...

Країна	Де-факто режим обмінного курсу (AREAER 2021)	Мета проведення валютних інтервенцій
Бразилія	Режим плаваючого обмінного курсу	➤ згладжування надмірної волатильності обмінного курсу ➤ забезпечення ліквідності та хеджування ризиків з метою підтримання стабільного функціонування валютного ринку
Ізраїль	Режим плаваючого обмінного курсу	➤ обмеження нетипових коливань обмінного курсу ➤ згладжування функціонування валютного ринку
Мексика	Режим вільно плаваючого курсу	➤ хеджування валютних ризиків з метою згладжування волатильності курсу ➤ надання ліквідності через своп-лінії в іноземній валюті
Польща	Режим вільно плаваючого курсу	➤ забезпечення внутрішньої макроекономічної та фінансової стабільності у разі необхідності
Туреччина	Режим плаваючого обмінного курсу	➤ обмеження надмірних коливань обмінного курсу ➤ надання ліквідності з метою сприяння ефективному управлінню ліквідністю в іноземній валюті банками
Чехія	Режим вільно плаваючого курсу	➤ вплив на динаміку обмінного курсу чеської крони ➤ згладжування надмірної волатильності обмінного курсу у виняткових ситуаціях
Чилі	Режим вільно плаваючого курсу	➤ підтримання рівня обмінного курсу, наближеного до рівноважного рівня ➤ поповнення і накопичення міжнародних резервів
Швеція	Режим вільно плаваючого курсу	➤ за надзвичайних обставин (наприклад, участь у проведенні скоординованих валютних інтервенцій разом з іншими ЦБ)

... що цілком узгоджується з оновленим підходом від МВФ – Integrated Policy Framework – який окреслює принципи здійснення валютних інтервенцій

Підхід адаптований до відкритих економік, які мають плаваючий обмінний курс і дотримуються інфляційного таргетування

МВФ виділяє **три основні проблеми (frictions)**, які виправдовують використання валютних інтервенцій в доповнення до інструментарію монетарної політики

ЦБ можуть використовувати валютні інтервенції **для вирішення інших завдань (не для цілей МП)**

Нестерилізовані ЦБ валютні інтервенції
→ зміна резервів банківської системи
→ зміна міжбанківської ставки

- неглибокий або тимчасово неліквідний валютний ринок
- значні нехеджовані валютні позиції економічних агентів, що створюють ризики для фінансової стабільності
- ризики для цінової стабільності від розбалансування інфляційних очікувань у разі потужного ефекту перенесення курсу

ЦБ можуть проводити агентські операції для уряду. Наприклад, купівля в уряду валюти, отриманої від експорту сировинних товарів або від позик та грантів, та продаж її за національну валюту на внутрішньому ринку

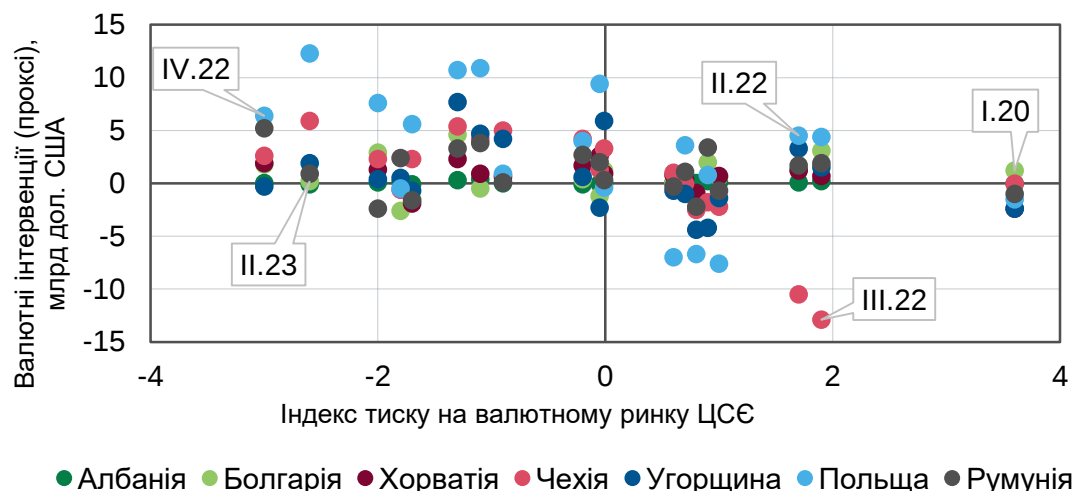
✓ Структурні інтервенції НБУ, проведення яких викликано особливостями функціонування ВРУ і які покликані не допустити дестабілізації ринкових умов

Виняток: коли ЦБ використовують операційний дизайн за системою «нижньої межі» → валютні інтервенції вважаються стерилізованими, тобто безпечними з точки зору МП

✓ НБУ у жовтні 2023 року перейшов до операційного дизайну за системою «нижньої межі»

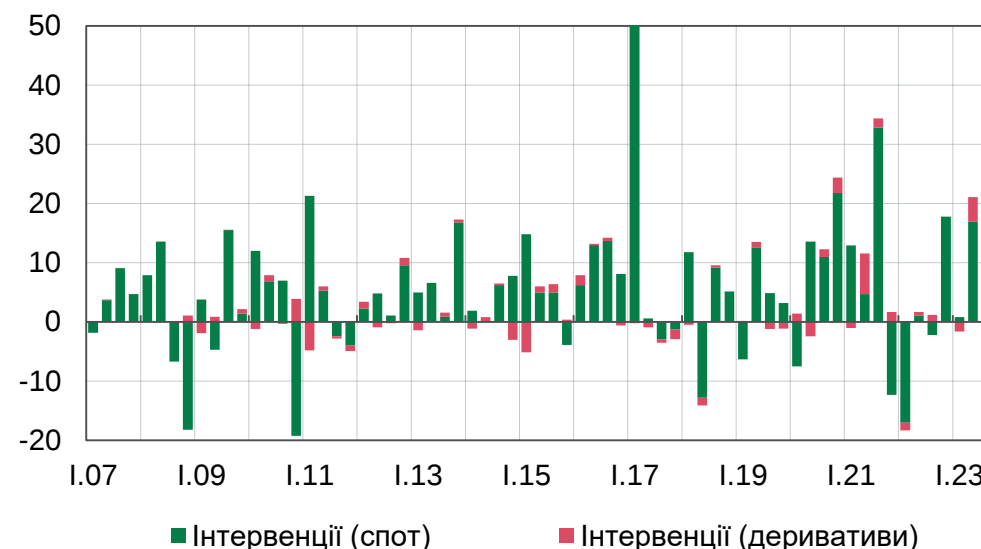
Валютні інтервенції ЦБ країн ЦСЄ: рятівне коло й для тих, хто вміє плавати

Валютні інтервенції та середньозважений індекс тиску на валютному ринку країн ЦСЄ*, I.2019 – III.2023 роки



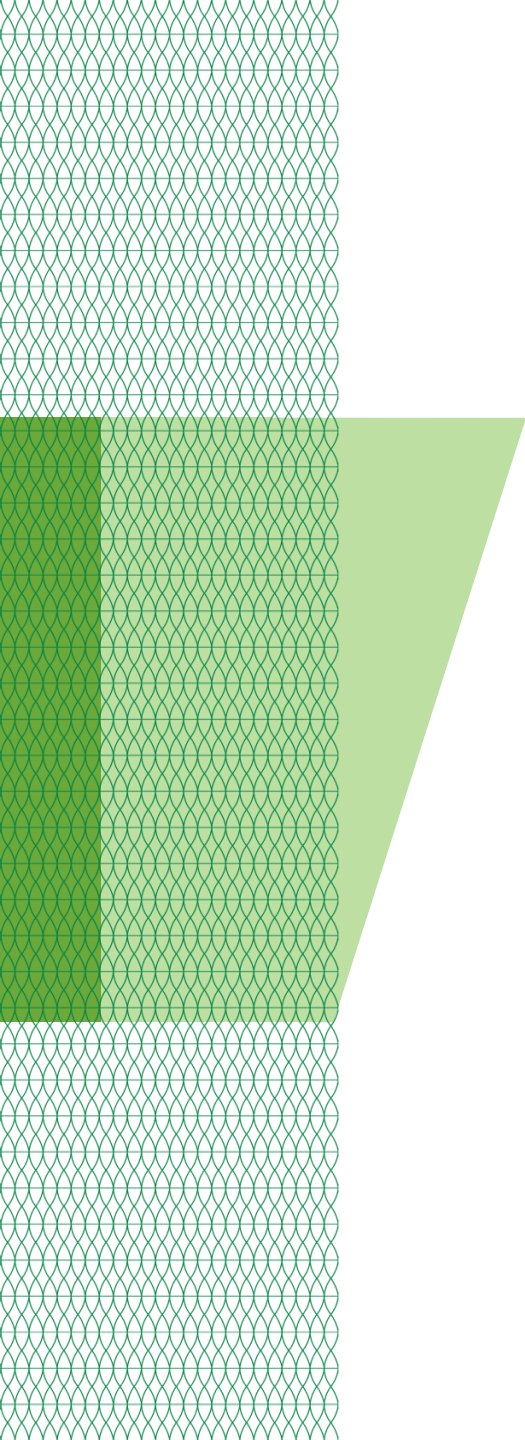
* Індекс тиску на валютному ринку - середньозважений за номінальним ВВП 2022 року, на основі розрахованих індивідуальних індексів ЕМР країн (Kaminsky et al., 1998; Tapper, 2002). Додатне значення означає тиск у бік зміцнення курсу. Джерело: Adler et al. (2021), WEO, Bloomberg, розрахунки НБУ.

Валютні інтервенції (проксі) на ринках спот і деривативів країн ЦСЄ*, млрд дол. США



* Албанія, Болгарія, Польща, Румунія, Угорщина, Чехія, Хорватія. Джерело: Adler et al. (2021), розрахунки НБУ.

- Досвід інших країн, ЦСЄ зокрема, свідчить, що використання валютних інтервенцій за різних режимів та макроекономічних умов може мати значні вигоди як для монетарної політики, так і для економіки загалом
- Використання інтервенцій як додаткового інструменту за режиму ІТ не створює загроз довірі до ЦБ, навпаки – може сприяти її посиленню з огляду на пом'якшення шоків без надмірного посилення процентної політики
- Вербальні інтервенції посилюють ефективність валютних інтервенцій
- Вагомий мотив – мінімізація зовнішніх шоків. Це спонукає й до нарощування міжнародних резервів. Для стримування зовнішнього тиску на валютний ринок від вторгнення росії в Україну, в середньому частки інтервенцій ЦБ країн ЦСЄ зросли у 2022 році до 0.6-2% порівняно з 0.2-1.2% у 2019 році

- 
- ❑ Еволюція курсових режимів: тренд на “м’які прив’язки” та посилення ролі валютних інтервенцій
 - ❑ **Уроки проведення валютно-курсової політики під час та після війни: світовий досвід**
 - ❑ Фіксація обмінного курсу гривні – дієве (утім тимчасове) антикризове знеболювальне
 - ❑ На шляху до вільного плавання: керована гнучкість обмінного курсу

Кожна країна має свій унікальний досвід проведення курсової політики під час та після війни...

Унікальність досвіду визначається зокрема такими чинниками:

- 1 Різною тривалістю, масштабом воєнних дій, їх наслідками
- 2 Різним запасом міцності, з яким країни увійшли до спричинених війною криз

↳ **Відрізнялися:**

- довоєнний стан та структура економіки
- рівень розвитку фінансових регуляторів та інституцій
- рівень довіри до них та до національної валюти
- обсяг міжнародних резервів та державного боргу
- динаміка інфляції у довоєнний період та ступінь заякореності інфляційних очікувань тощо

3 Впливом зовнішнього середовища на економіки країн

Грузія: розгортання світової фінансової кризи та зниження цін на світових товарних ринках → сповільнення інфляції у Грузії → це дало змогу ЦБ, попри девальвацію ларі та інші негативні наслідки війни, **знижити ключову ставку з 11% до 8% у вересні – грудні 2008 р.**

Вірменія: світова дезінфляція, спровокована Covid-19 → це дозволило ЦБ підтримувати стимулюючу монетарну політику, незважаючи на розгортання Другої карабахської війни

Ірак: зростання світових цін на нафту → це протягом 2006-2010 років сприяло стрімкому зміцненню нового іракського динара (на 20%) та уповільненню інфляції (з 76.5% до 3.3% р/р)

Україна: рекордне за останні десятиліття зростання глобальної інфляції, процентних ставок центробанків та зміцнення долара США

4 Обсягами міжнародної військової, політичної та фінансової підтримки

Кредити та гранти країн-партнерів і міжнародних організацій допомагають стабілізувати обмінний курс, відновити (та навіть збільшити) міжнародні резерви, перейти до відновлення економічного зростання

... однак певні закономірності можна прослідкувати
(і вони «взяті на озброєння» НБУ)

- 1 Поширеним та дієвим заходом зі стабілізації макрофінансової ситуації та стримування інфляції є **тимчасова фіксація 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 починають відігравати роль **основного монетарного інструменту**

Різноманітні варіації режиму таргетування (стабілізації) обмінного курсу потребують активних дій з боку ЦБ для врівноваження кон'юнктури валютного ринку

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

За різних варіацій режиму таргетування обмінного курсу ЦБ Хорватії, Ізраїлю, Кувейту та інших країн використовували ключову процентну ставку як допоміжний інструмент для зниження тиску на міжнародні резерви й підтримки стійкості валютного ринку

Курсова стійкість – наріжний камінь стабілізаційних програм Ізраїлю та Хорватії

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



Джерело: IFS, Karnit Flug, Bank of Israel.

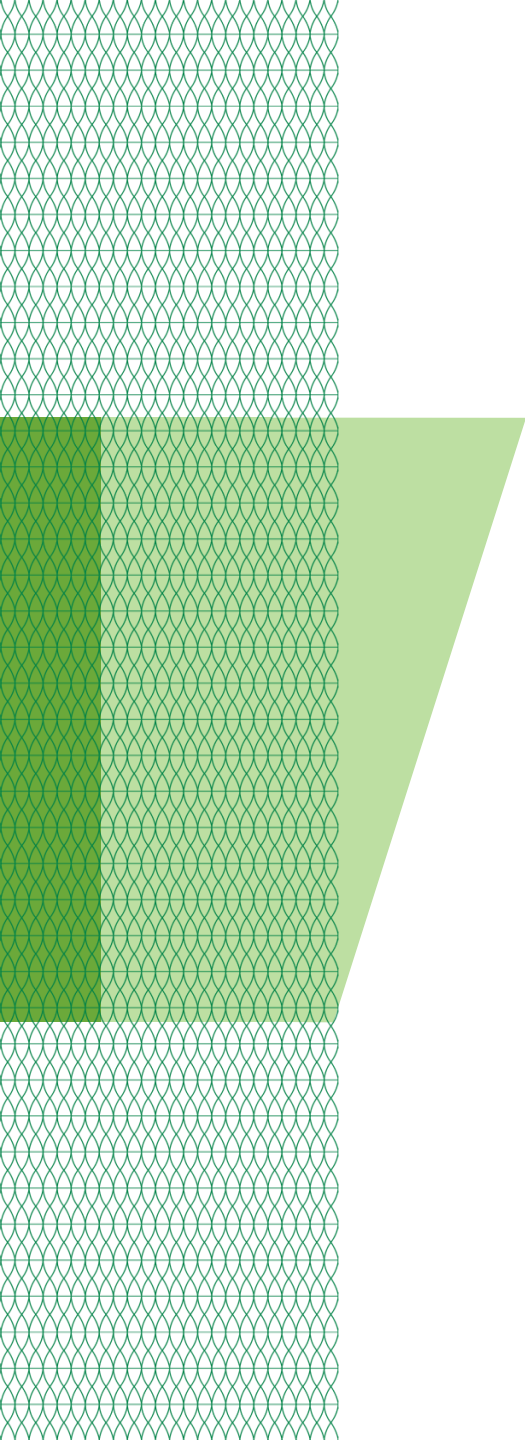
- Протягом 1985–1986 років завдяки жорсткій прив'язці шекеля ЦБ вдалося **знижити річну інфляцію з 480% до 18%**
- Валютні інтервенції до 1994 року залишалися ключовим інструментом МП ЦБ Ізраїлю
- У 2003 році **інфляція досягла постійної цілі: перебування в діапазоні 1%-3%** безперервно протягом останніх 12 місяців

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



Джерело: HNB.

- Разом з іншими стабілізаційними заходами підтримання курсової стійкості дало змогу ЦБ Хорватії поліпшити інфляційні та курсові очікування, а також **стрімко знижити інфляцію (з 1903% р/р у жовтні 1993 року до - 3% р/р у грудні 1994 року)**
- Таргетування обмінного курсу хорватської куни у супроводжувалося активними інтервенціями на валютному ринку
- Для обмеження волатильності курсу ЦБ активно проводив інтервенції на валютному ринку й з переходом із 2009 року до де-юре керованого плавання (де-факто – різні форми прив'язки)

- 
- ❑ Еволюція курсових режимів: тренд на “м’які прив’язки” та посилення ролі валютних інтервенцій
 - ❑ Уроки проведення валютно-курсової політики під час та після війни: світовий досвід
 - ❑ **Фіксація обмінного курсу гривні – дієве (утім тимчасове) антикризове знеболювальне**
 - ❑ На шляху до вільного плавання: керована гнучкість обмінного курсу

На початку повномасштабного вторгнення НБУ зафіксував обмінний курсу гривні та запровадив низку обмежень на валютні операції та рух капіталу...

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.

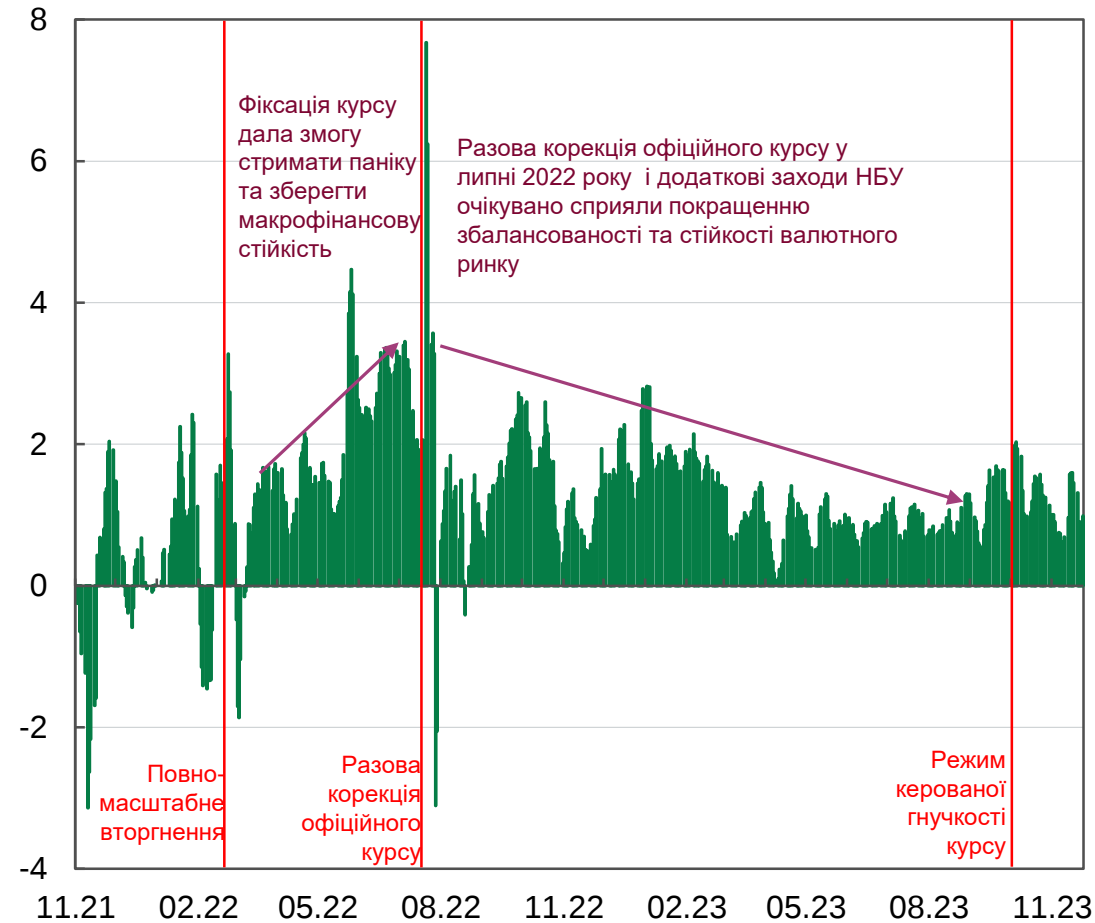
Відповідна постанова також передбачає введення тимчасових обмежень з 24 лютого 2022 року, саме:

- 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.

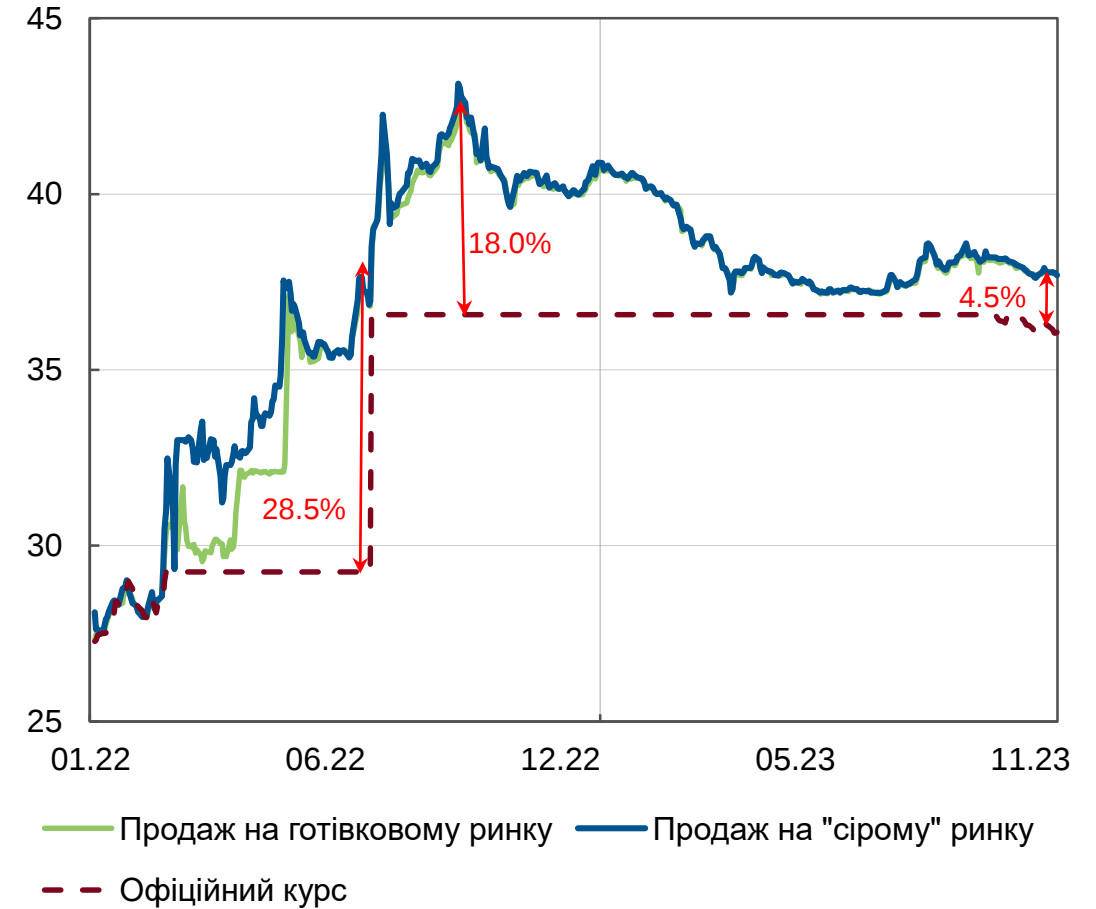
... фіксований курс став якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці у перші дні нападу та зберегти макрофінансову стабільність ...

Індекс тиску на обмінний курс гривні у 2021-2023 рр



*Останні дані – за 24.11.23
Джерело: НБУ.

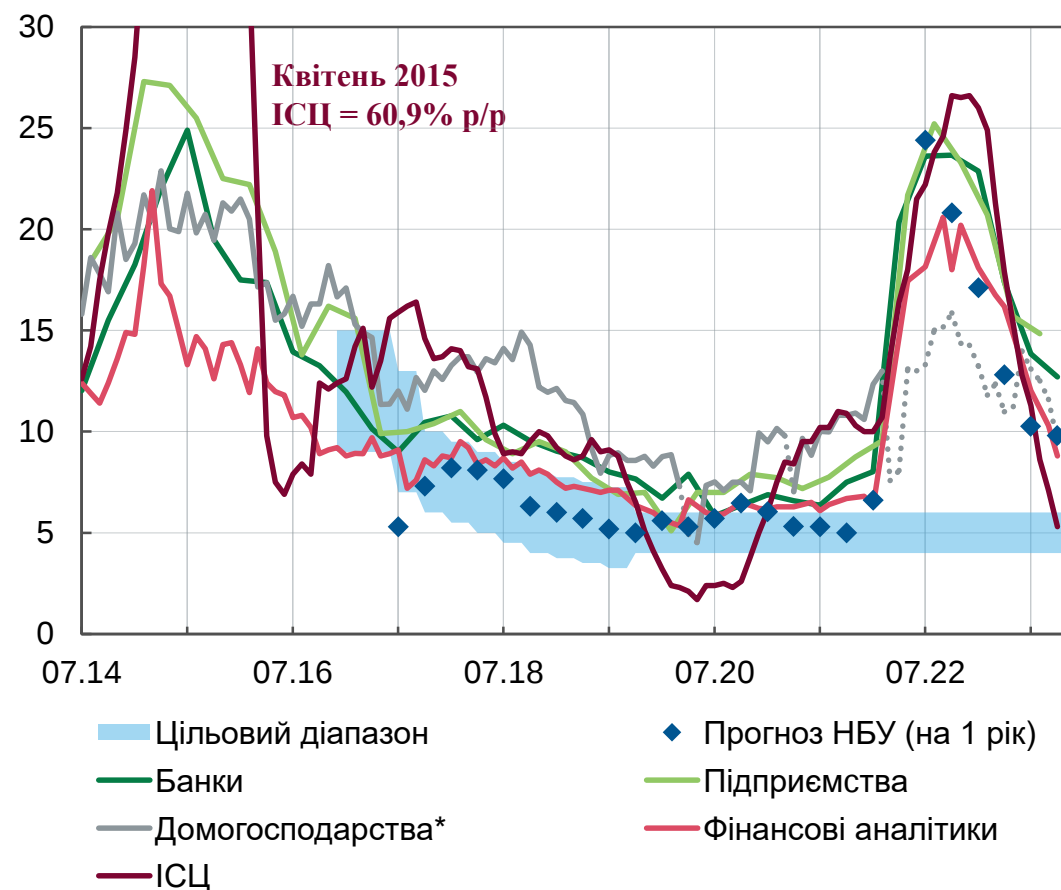
Курси гривні до долара*



* Останні дані – за 23.11.2023.
Джерело: НБУ, відкриті джерела.

... а надалі фіксація курсу разом з іншими заходами НБУ сприяла стабілізації та покращенню очікувань...

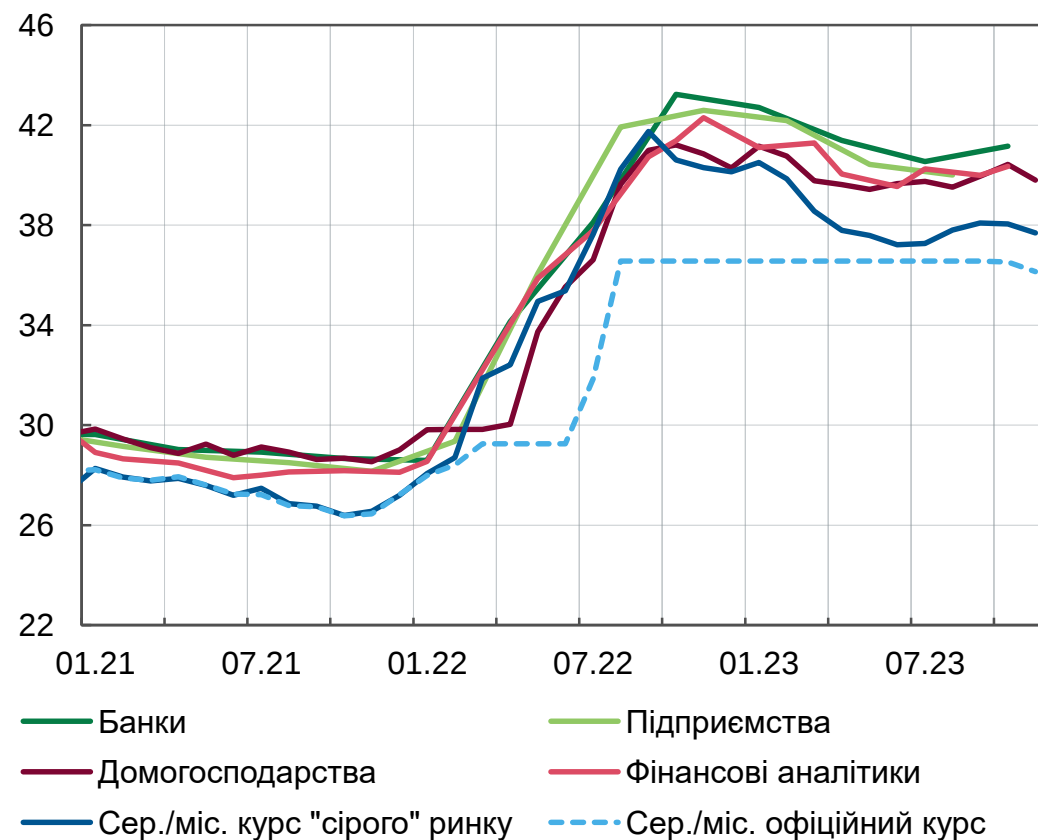
ІСЦ, інфляційна ціль, прогноз інфляції НБУ та інфляційні очікування на наступні 12 місяців, %



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

Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

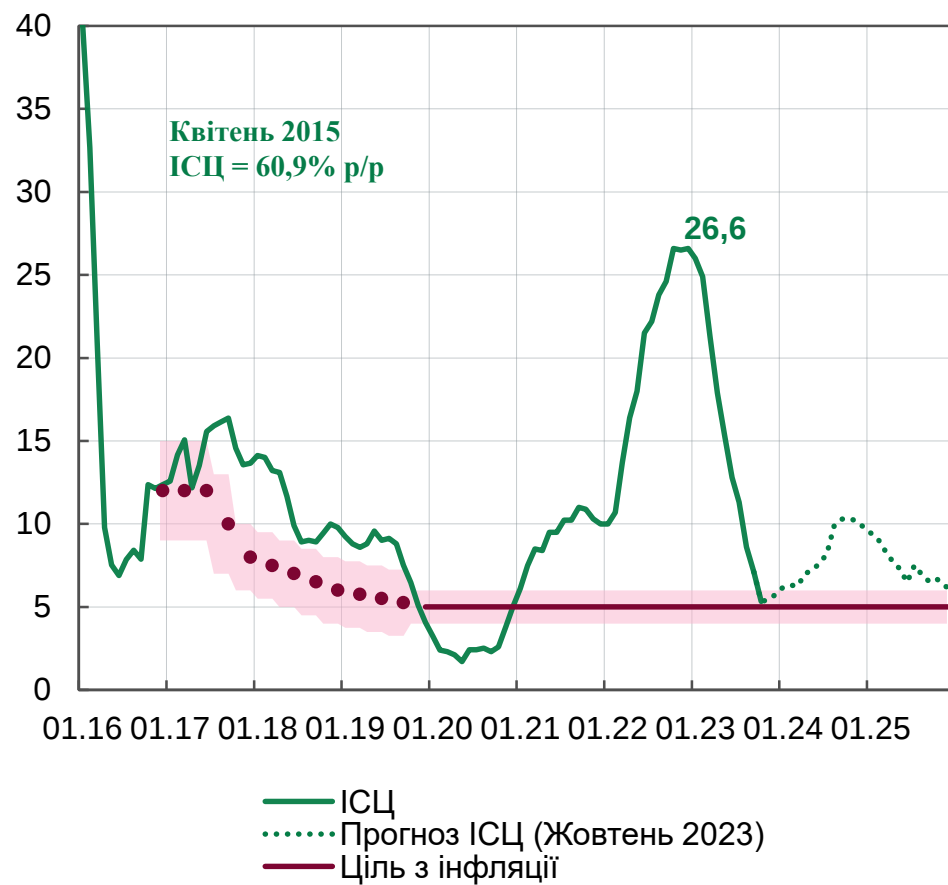
Курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол. США



Джерело: НБУ, Info Sapiens, відкриті джерела.

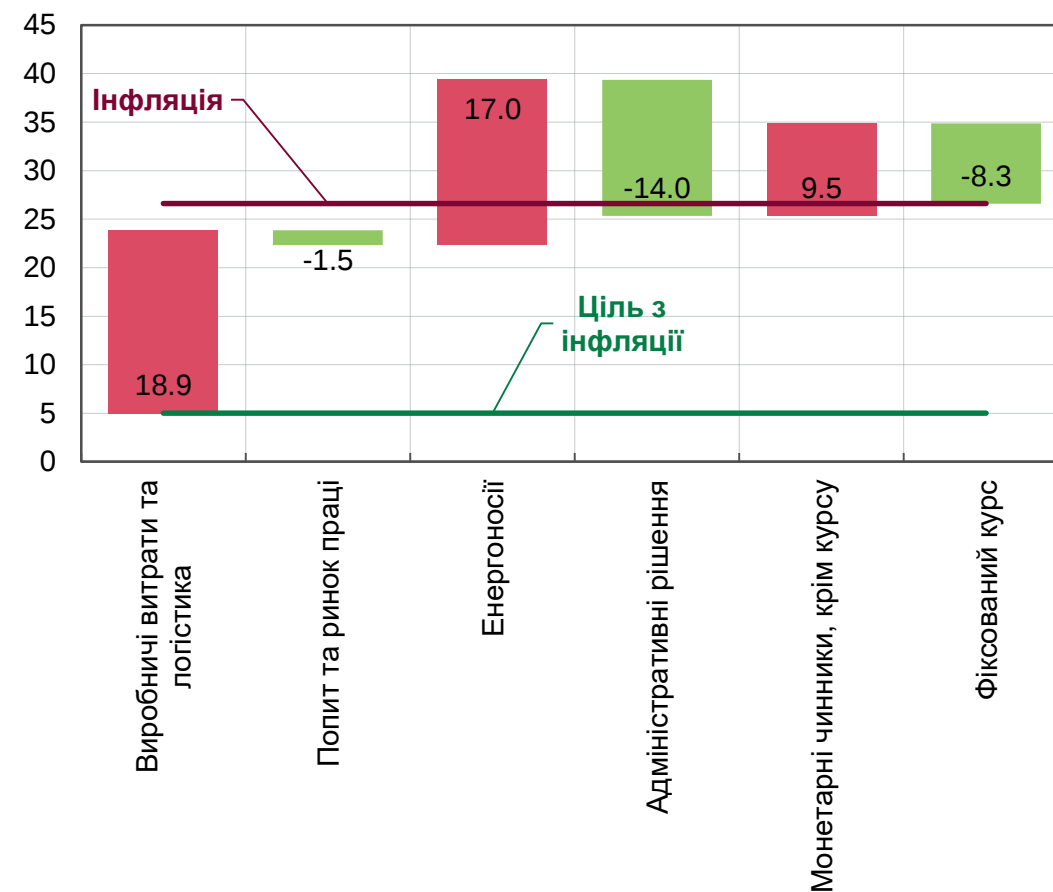
... дала змогу уникнути неконтрольованого прискорення інфляції ...

Інфляція, прогноз та цілі з інфляції



Джерело: ДССУ, НБУ.

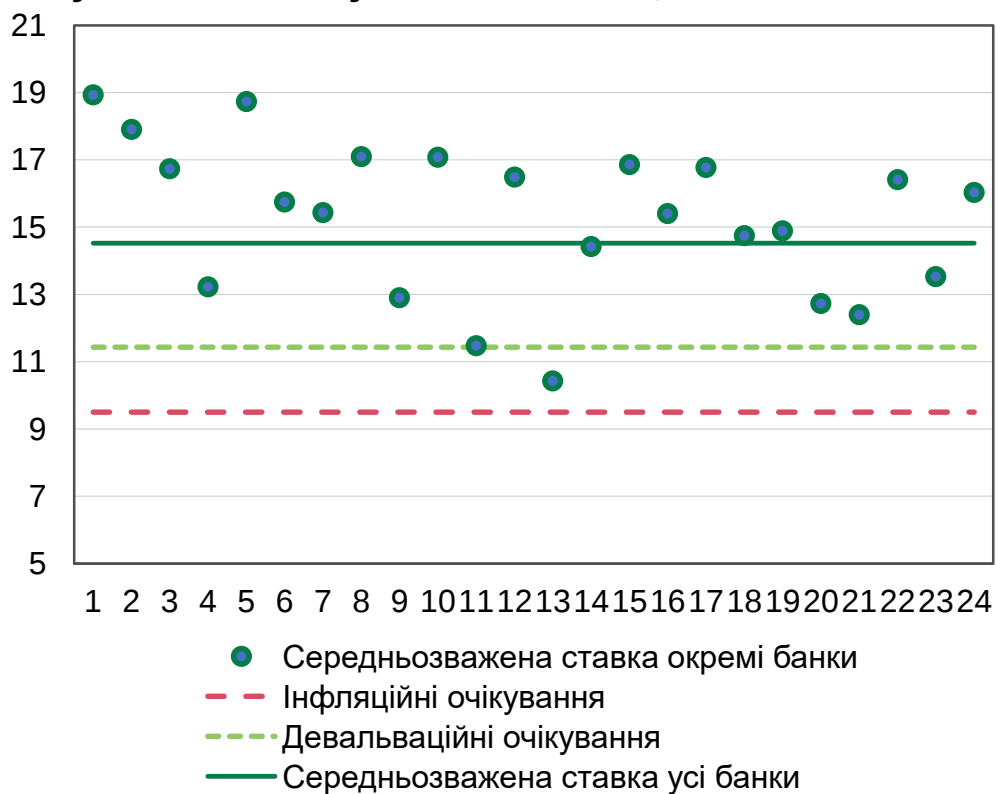
Декомпозиція відхилення інфляції від цілі в грудні 2022 року, в.п.



Джерело: розрахунки НБУ.

... відтак разом з посиленням процентної політики, змінами в опердизайні та ОР підтримала достатній рівень привабливості гривні ...

Середньозважені процентні ставки окремих банків* за гривневими депозитами ФО на строк понад 3 місяці (жовтень 2023 року), інфляційні та девальваційні очікування на наступні 12 місяців**, %

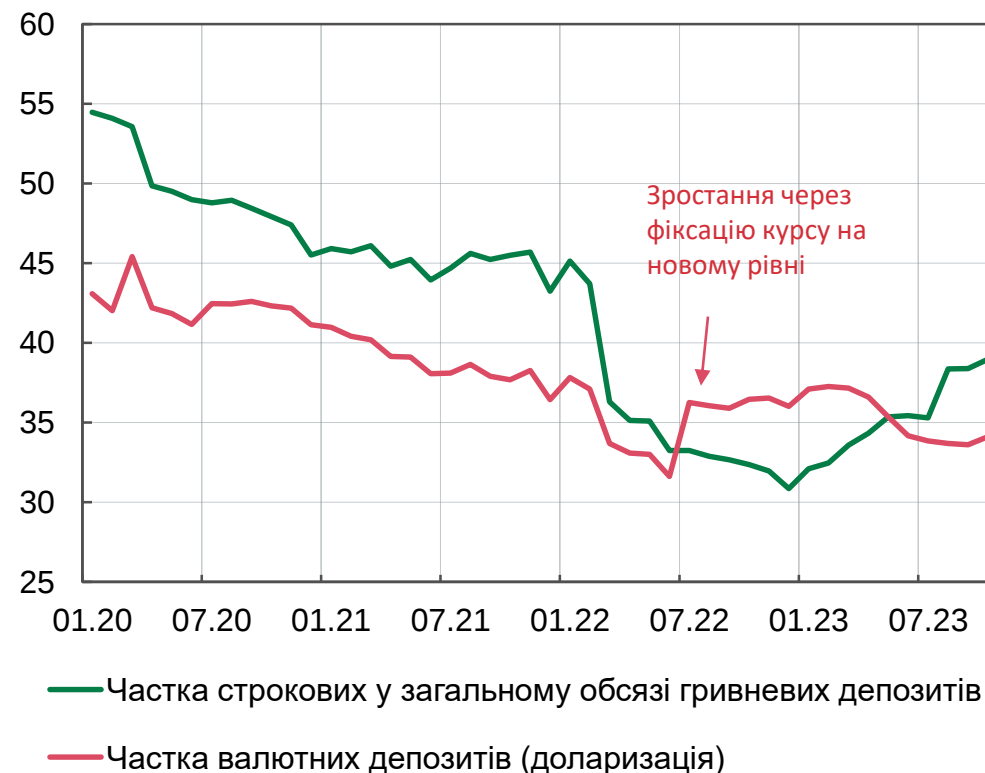


* Банки, залишки гривневих строкових депозитів ФО яких станом на 01.11.2023 перевищували 1 млрд грн.

** Відповідно до жовтневого опитування ДГ.

Джерело: НБУ, Info Sapiens.

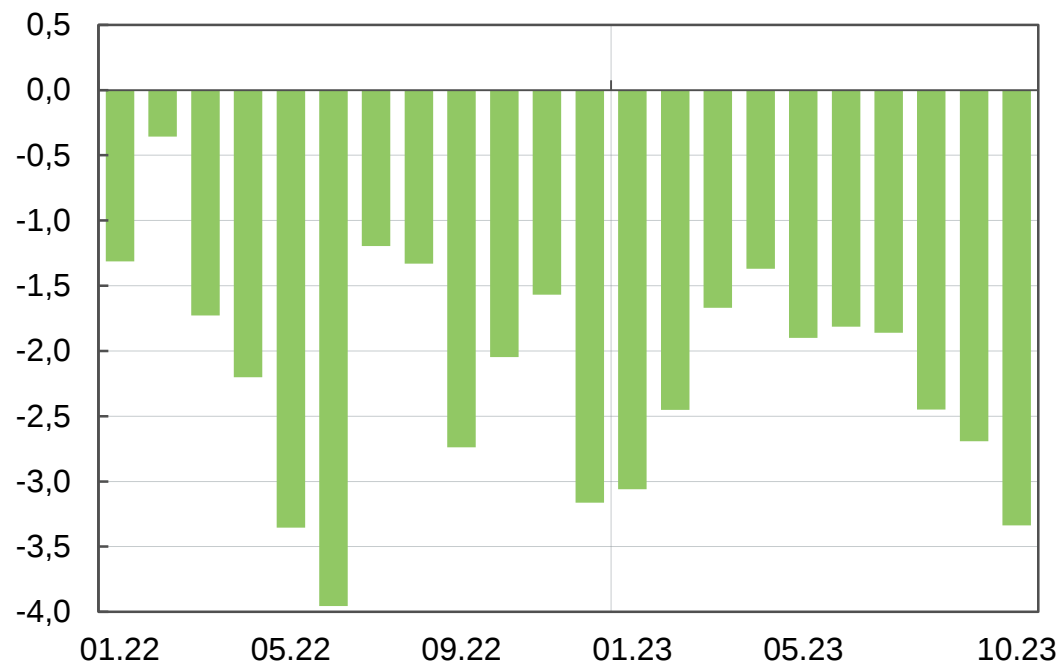
Частки окремих видів депозитів фізичних осіб, %



Джерело: НБУ.

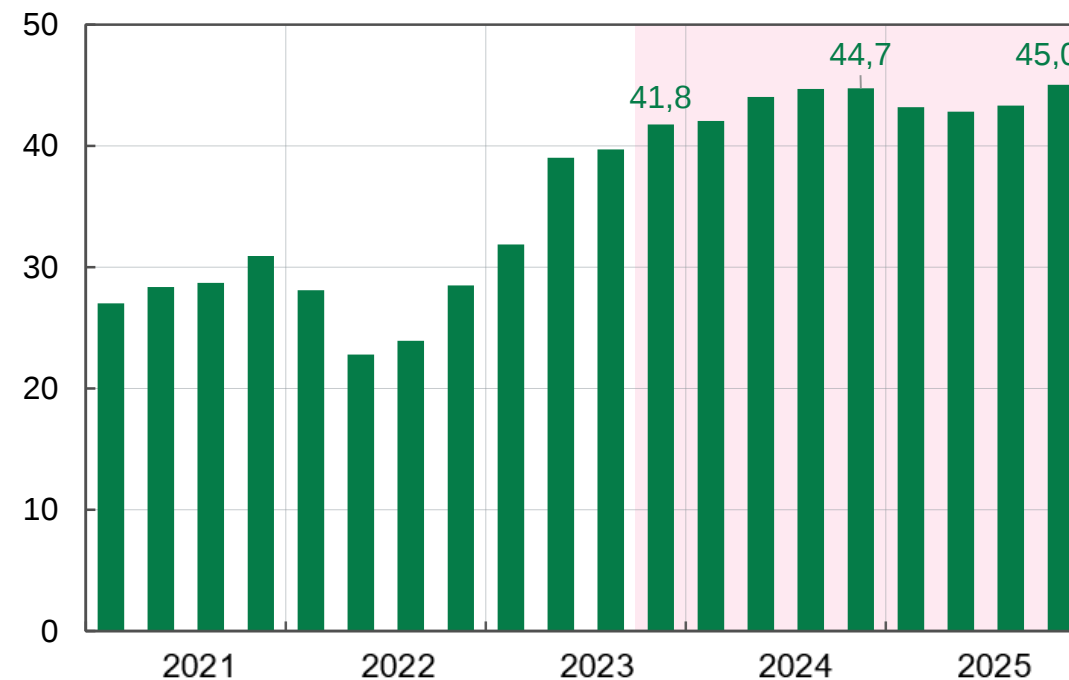
... що сприяло зниженню тиску на валютний ринок та міжнародні резерви

Сальдо інтервенцій НБУ, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

Міжнародні резерви, млрд дол. США

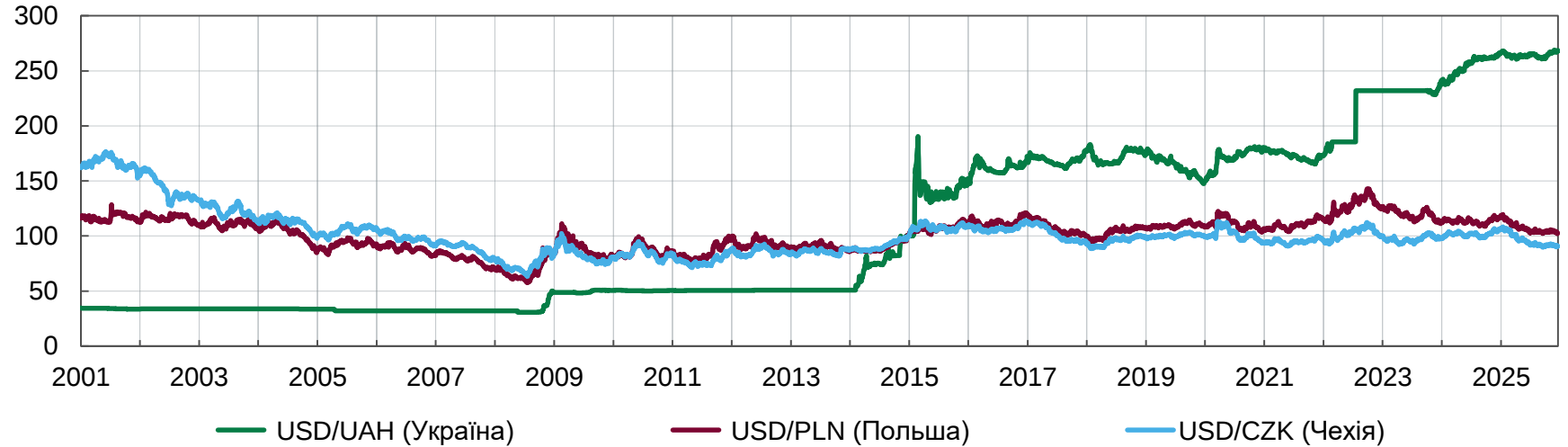


Джерело: Інфляційний звіт (жовтень 2023 року).

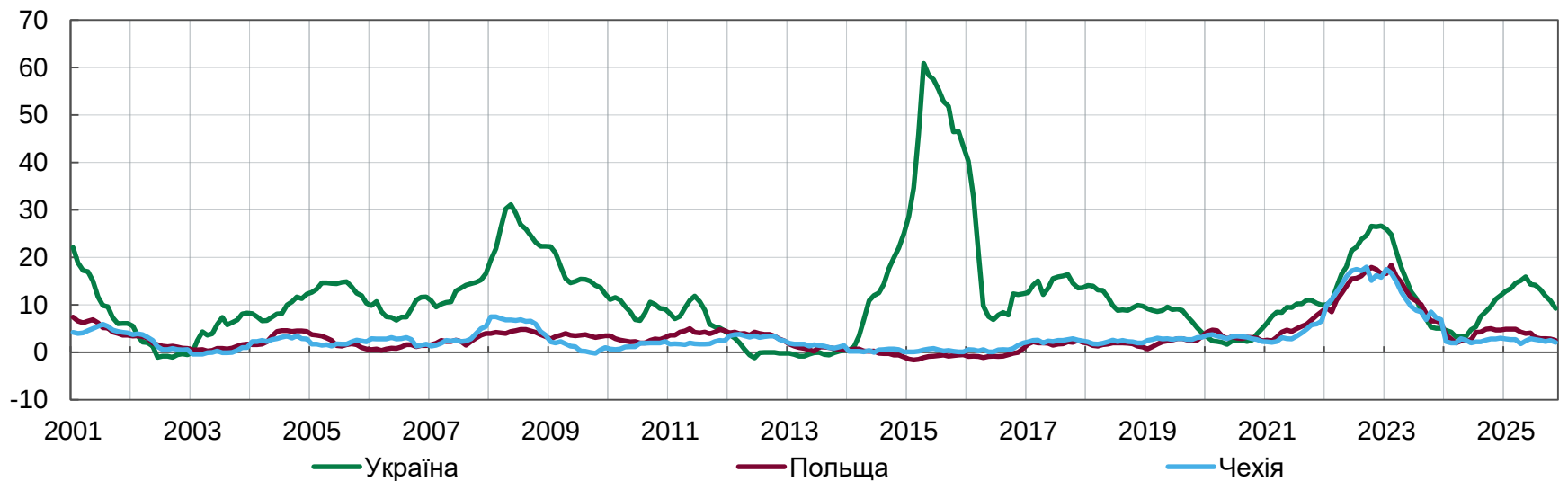
- Зниженню тиску на курс та міжнародні резерви сприяли зокрема такі заходи НБУ:
 - жорсткі монетарні умови;
 - липнева корекція обмінного курсу;
 - калібрування валютних обмежень, створення додаткових інструментів для захисту заощаджень від курсових коливань;
 - зменшення обсягів та подальша відмова від монетизації

Водночас як світовий, так і власний досвід НБУ свідчить, що тривала фіксація обмінного курсу призводить до накопичення макрофінансових дисбалансів ...

Тривале використання фіксованого обмінного курсу збільшує ймовірність валютної кризи

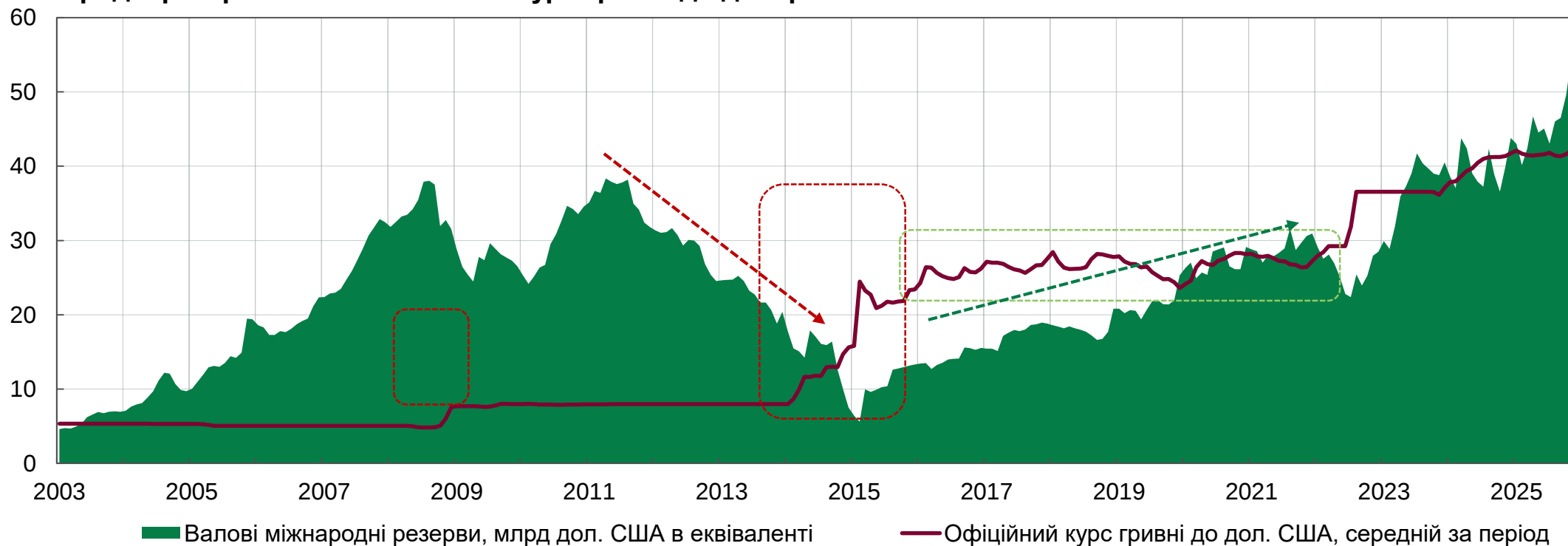


Інфляція є високою та волатильною



... вичерпання міжнародних резервів і, як правило, – валютної кризи

Міжнародні резерви НБУ та обмінний курс гривні до долара США



Джерело: НБУ.

- Багаторічне утримання курсу на одному рівні супроводжувалося накопиченням макрофінансових дисбалансів та вичерпанням міжнародних резервів
- Це, зрештою, призводило до вимушеної глибокої девальвації та значного економічного спаду

Отже, тимчасова фіксація курсу та жорсткі валютні обмеження – дієвий антикризовий захід, однак є небезпека звикання та накопичення дисбалансів...

! Після початку повномасштабної війни **режим фіксованого обмінного курсу**, який підтримувався жорсткими валютними обмеженнями, **відіграв важливу роль у досягненні цілей НБУ**

ОДНАК! 3 часом недоліки цього режиму 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**

ПЕРЕВАГИ ЗБІЛЬШЕННЯ ГНУЧКОСТІ ОБМІННОГО КУРСУ

Переваги поступово посилюватимуться у міру підвищення гнучкості обмінного курсу

Механізм зниження диспропорцій у економіці за рахунок усвідомлення валютних ризиків

Стимулює активність на вал. та грошовому ринках

Механізм балансування пропозиції та попиту на валютному ринку

Передумова для поступового відновлення режиму інфляційного таргетування

Розблокування одного з каналів трансмісії МП, що передбачає реакцію обмінного курсу на зміну % ставок НБУ

Захист від виснаження міжнародних резервів

Механізм адаптації економіки до зовнішніх та внутрішніх шоків

Більша волатильність курсу сприяє усвідомленню валютних ризиків та стимулює активність на валютному та грошовому ринках, що сприяє їх поглибленню

Активізація валютного ринку посилює його спроможність до самобалансування

Поступове посилення гнучкості обмінного курсу за збереження стійкості валютного ринку сприяє посиленню ролі інфляції як номінального якоря для очікувань

Посилення гнучкості обмінного курсу + пом'якшення валютних обмежень сприятимуть відновленню каналів трансмісії та поліпшенню дієвості ключової процентної ставки як монетарного інструменту

Витрати міжнародних резервів на підтримку курсової стійкості зменшуються у міру відновлення дієвості процентної політики, фінансової консолідації та відновлення експортного потенціалу

Роль обмінного курсу в стимулюванні експорту та стримуванні імпорту поволі зростає у міру пом'якшення валютних обмежень, адаптації економіки та зниження невизначеності

... тому НБУ перейшов до пом'якшення валютних обмежень та здійснив успішний перехід до керованої гнучкості курсу як тільки для були створенні належні умови

Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування (НБУ, червень 2023) – передумови для подальших кроків:

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

Достатній рівень
реальної дохідності
гривневих
інструментів

Прийнятний рівень
ризиків для
курсової стійкості
та фінансової
стабільності



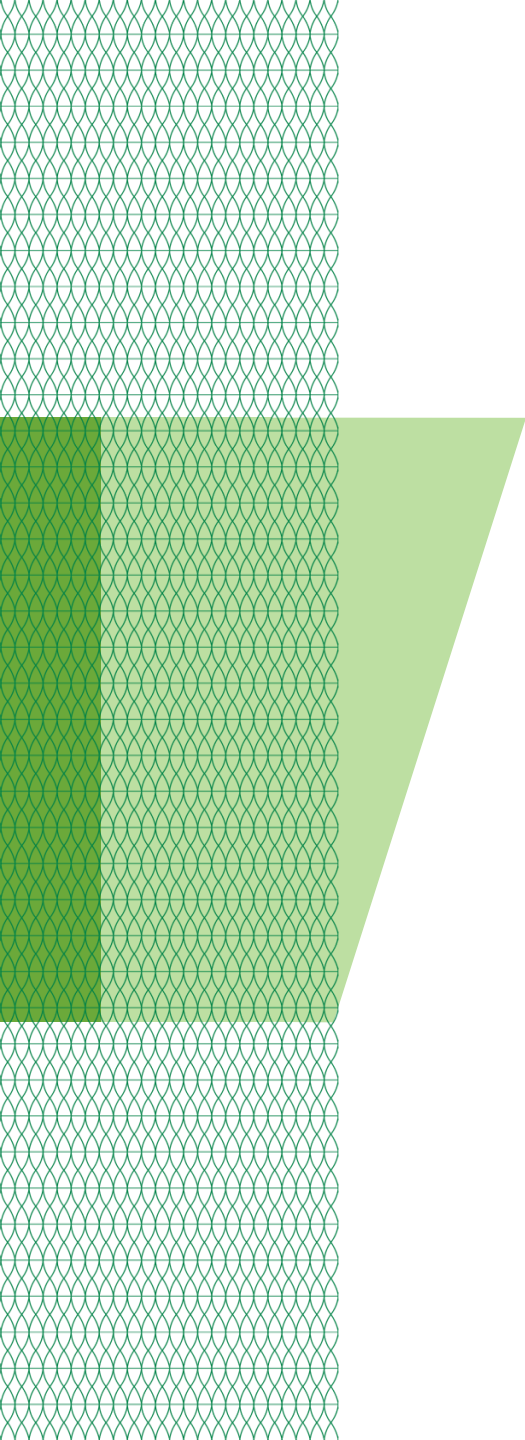
Грунтовна підготовча робота із залученням міжнародних експертів та врахуванням найкращого світового досвіду



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"

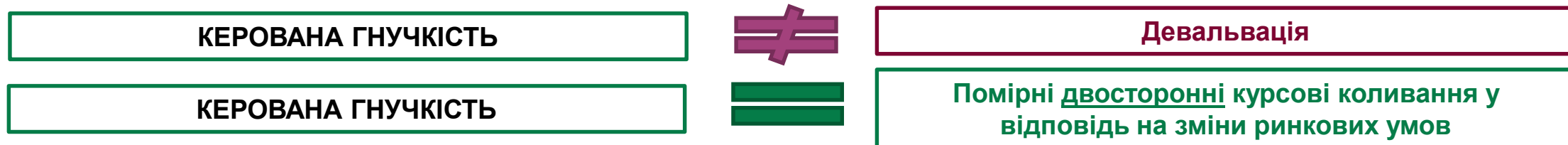
**КОНТРОЛЬОВАНИЙ ТА УСПІШНИЙ
ПЕРЕХІД НБУ ДО
КЕРОВАНОЇ ГНУЧКОСТІ КУРСУ**

- 
- ❑ Еволюція курсових режимів: тренд на “м’які прив’язки” та посилення ролі валютних інтервенцій
 - ❑ Уроки проведення валютно-курсової політики під час та після війни: світовий досвід
 - ❑ Фіксація обмінного курсу гривні – дієве (утім тимчасове) антикризове знеболювальне
 - ❑ **На шляху до вільного плавання: керована гнучкість обмінного курсу**

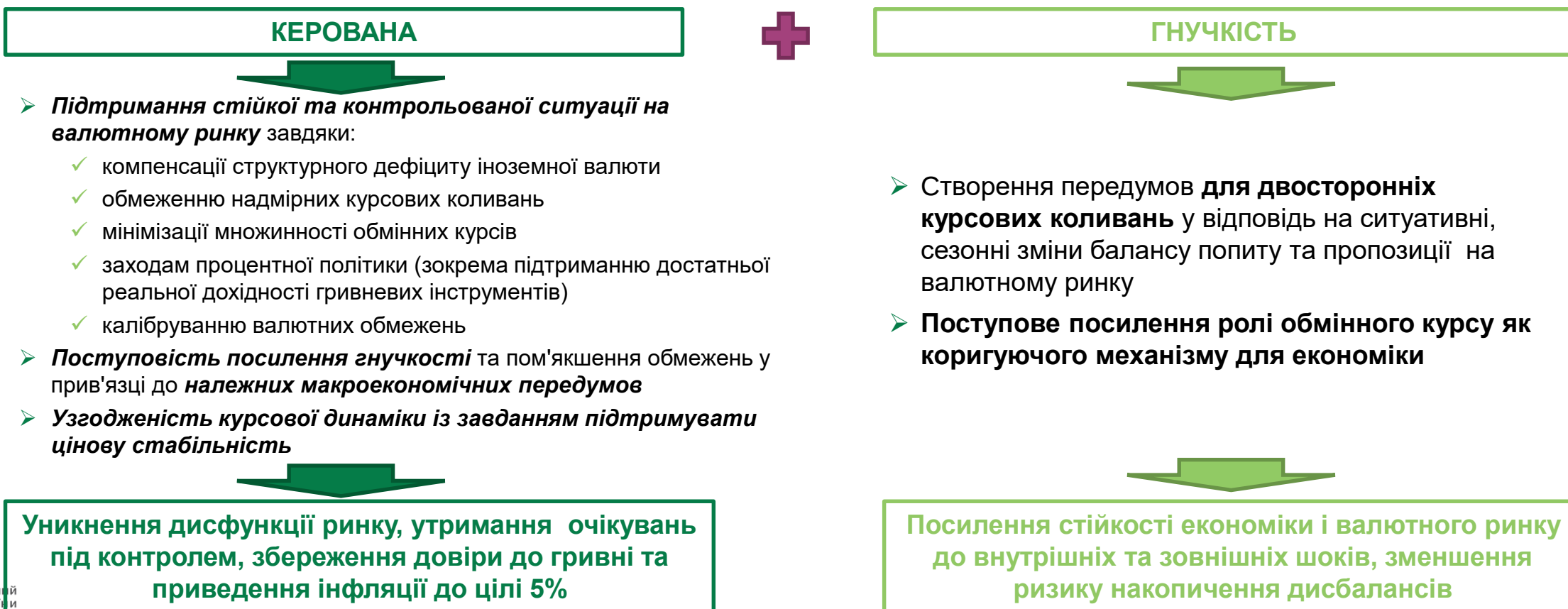
Відповідно до стратегічних документів та Integrated Policy Framework, НБУ використовує консистентну комбінацію інструментів для досягнення цілей



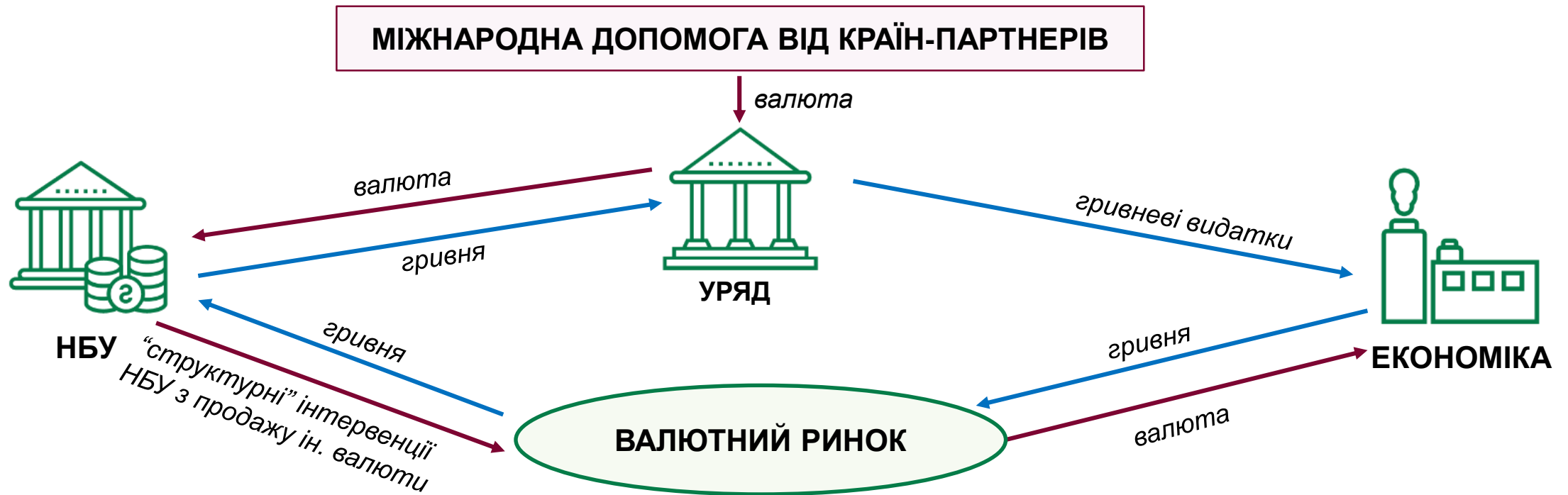
Керована гнучкість обмінного курсу = його здатність реагувати на зміни ринкових умов без загроз для макрофінансової стабільності



КЛЮЧОВІ ПРИНЦИПИ КЕРОВАНОЇ ГНУЧКОСТІ ОБМІННОГО КУРСУ



НБУ в режимі керованої гнучкості дозовано переспрямовує міжнародну допомогу на валютний ринок...



- З огляду на пов'язані з війною особливості функціонування економіки та валютного ринку, НБУ де факто здійснює агентські операції від імені уряду, купуючи напрямку в Мінфіну іноземну валюту, отриману від міжнародних партнерів, та спрямовуючи її в економіку
- У гіпотетичному сценарії, якби Мінфін продавав би отриману від іноземних партнерів валюту на ринку, НБУ, ймовірно, зіткнувся б з дисфункцією ринку, тиском у бік укріплення обмінного курсу гривні і здійснював би викуп надлишку валюти з ринку
- Отже, такі структурні валютні інтервенції НБУ – це значною мірою суто технічне перетікання на ринок міжнародної допомоги в процесі її витрачання урядом на внутрішні цілі, а не показник застосування інтервенцій для впливу на динаміку обмінного курсу для досягнення цілей монетарної політики
- Водночас такі структурні інтервенції створюють передумови для змін обмінного курсу як у бік посилення, так і послаблення залежно від змін ринкової кон'юнктури

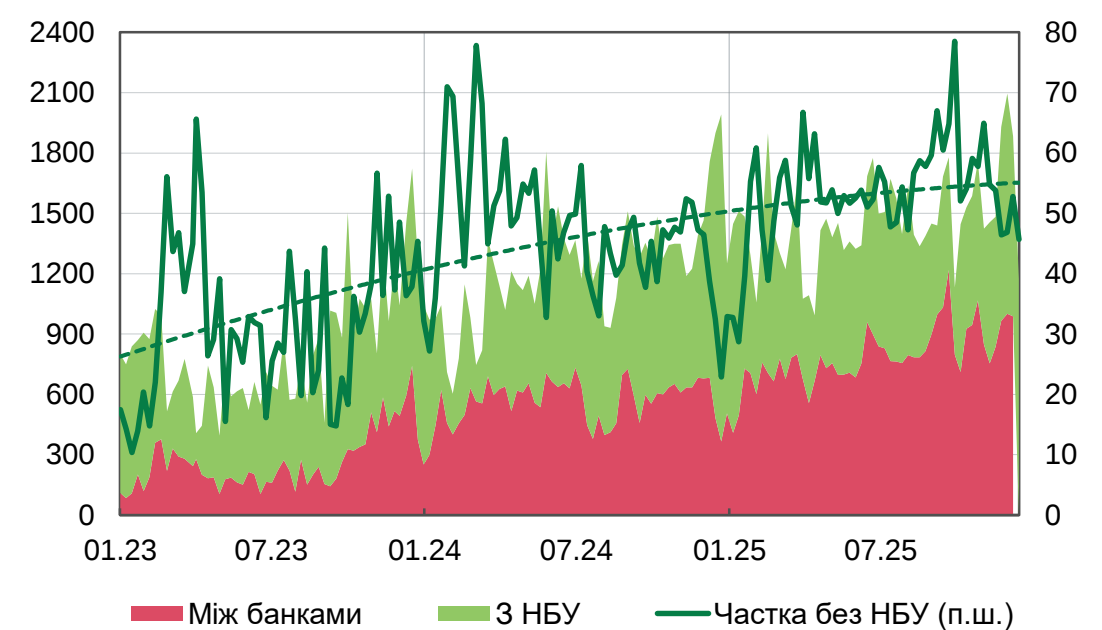
... створюючи передумови для помірних двосторонніх коливань курсу у відповідь на зміни ринкових умов

Динаміка офіційного курсу гривні та чистий продаж валюти НБУ за тиждень



* На дату укладання. Дані станом за 19.12.2025.
Джерело: НБУ.

Тижневі обсяги продажу на валютному ринку*, млн дол. та частка операцій банків без НБУ, %



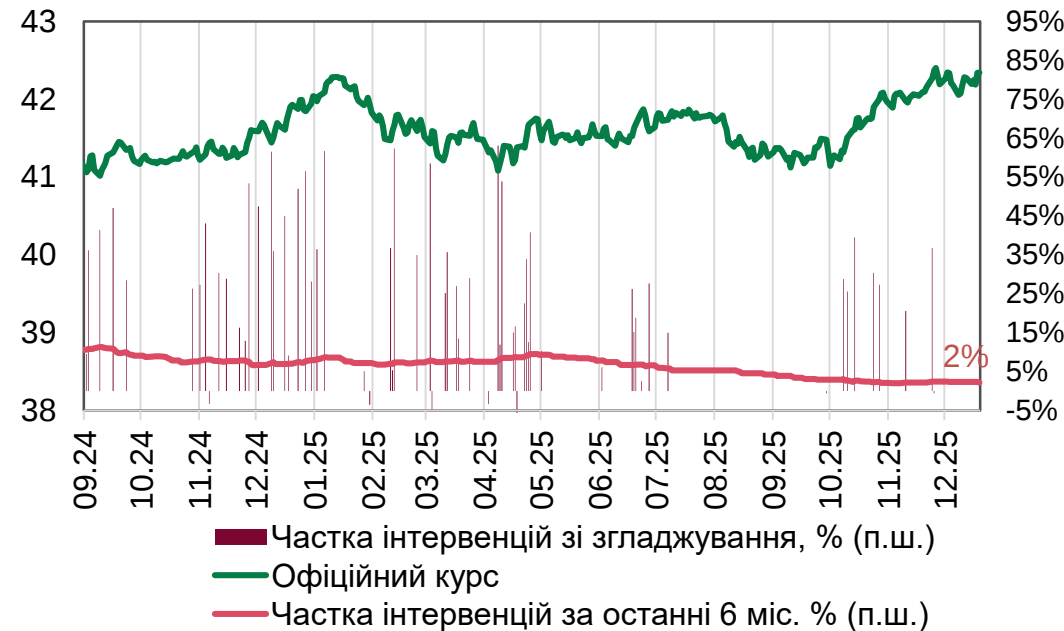
* За операціями банків та НБУ на умовах "тод", "том", "спот". Станом на 22.12.2025.

Джерело: розрахунки НБУ.

- З моменту переходу до керованої гнучкості коливання обмінного курсу гривні стають дедалі більше двосторонніми
- Зв'язок курсу з ринковими умовами поступово посилюється (варто зважати, що частина валютних інтервенцій НБУ здійснюється поза основною сесією (поза ринком) і не впливає на курсоутворення)
- Поволі зростає частка операцій на валютному ринку без участі НБУ

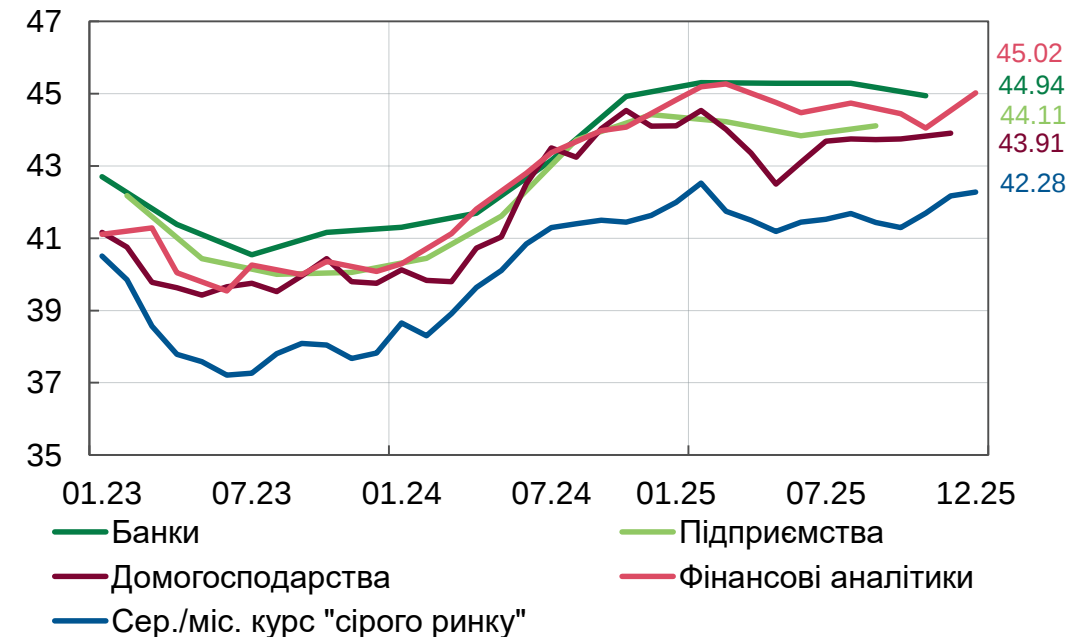
НБУ, як і до повномасштабного вторгнення, також згладжує надмірні курсові коливання для збереження контрольованості курсових очікувань ...

Офіційний курс USD/UAH та частка інтервенцій зі згладжування волатильності*, млн дол



*Частка від загального обсягу торгів на міжбанківському ринку за останні плинні 6 місяців. Останні дані – станом на 19.12.2025.
Джерело: розрахунки НБУ.

Курс гривні до дол. США*, курсові очікування на наступні 12 місяців, грн/дол. США



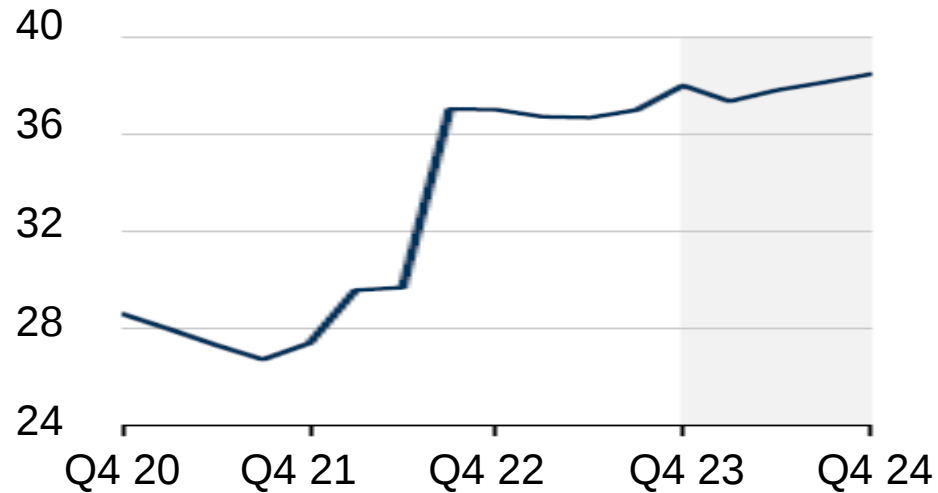
*Грудень станом за 04.12.25.
Джерело: НБУ, Info Sapiens, відкриті джерела.

- Курсові та інфляційні очікування зберігають чутливість до коливань обмінного курсу, що створює певні ризики для НБУ в контексті досягнення цілей із забезпечення цінової та фінансової стабільності
- Для зменшення таких ризиків НБУ використовує інший тип валютних інтервенцій – для згладжування надмірної курсової волатильності – які операційно відрізняються від тих, що використовуються для покриття структурного дефіциту валюти
- Такі валютні інтервенції є відносно помірними як за частотою, так і за обсягом (один з критеріїв плаваючого курсу)

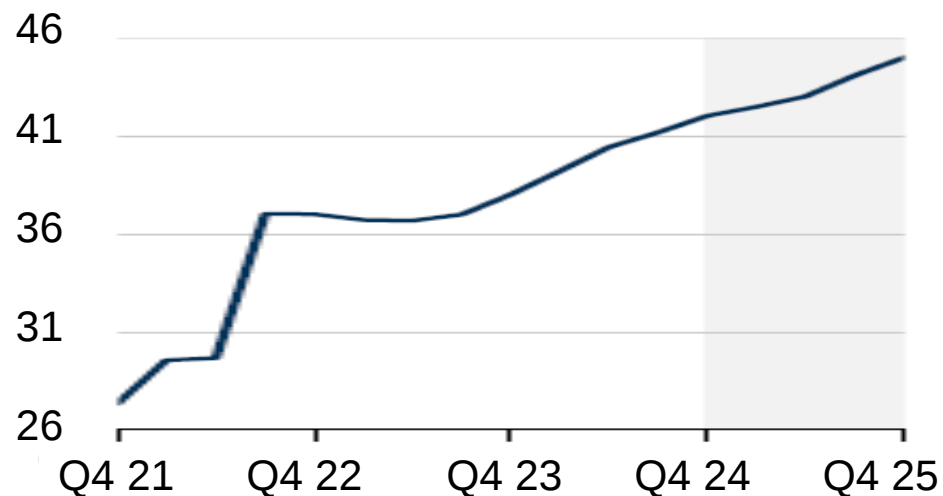
... при цьому динаміка курсу не є ані наперед визначеною (ascertainable), ані передбачуваною (predictable) навіть для фахових фінансових аналітиків

Консенсус-прогноз Focus Economics стосовно курсу USD/UAH

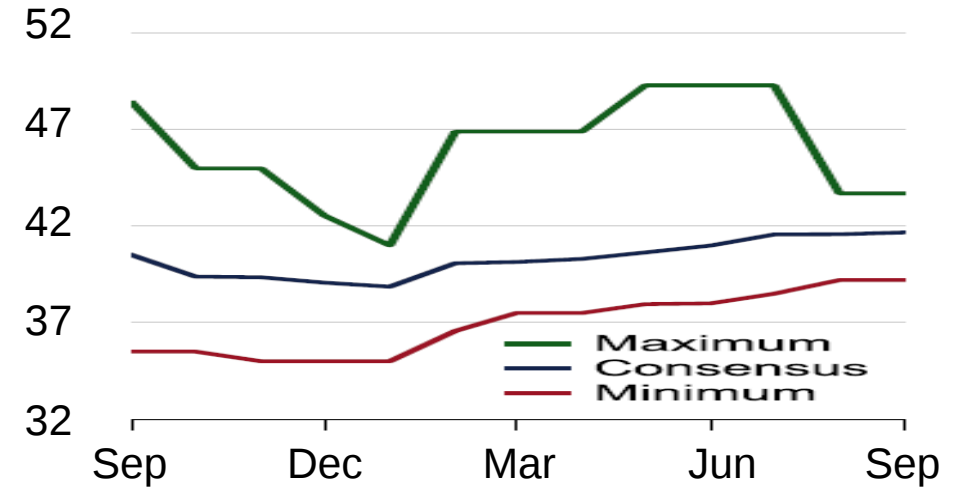
у січні 2024 → на 2024 рік



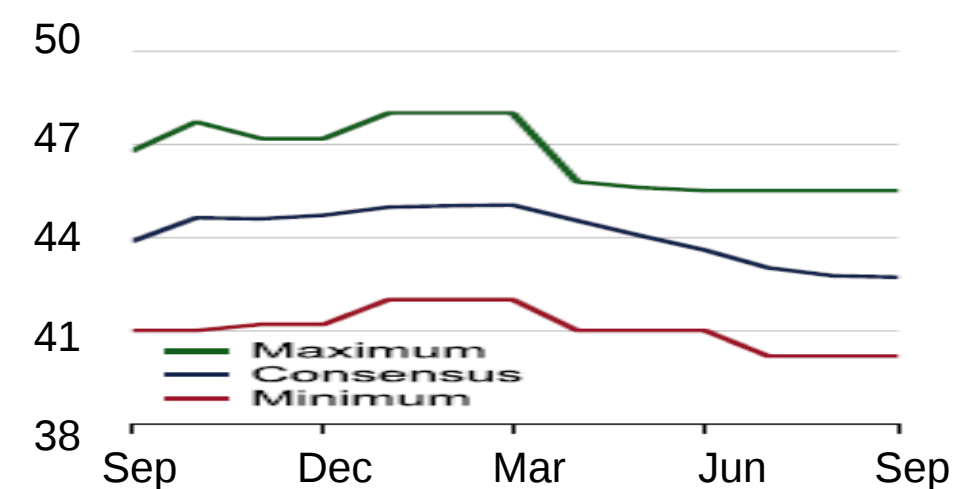
у січні 2025 → на 2025 рік



Еволюція прогнозів курсу (на кінець 2024 р.)

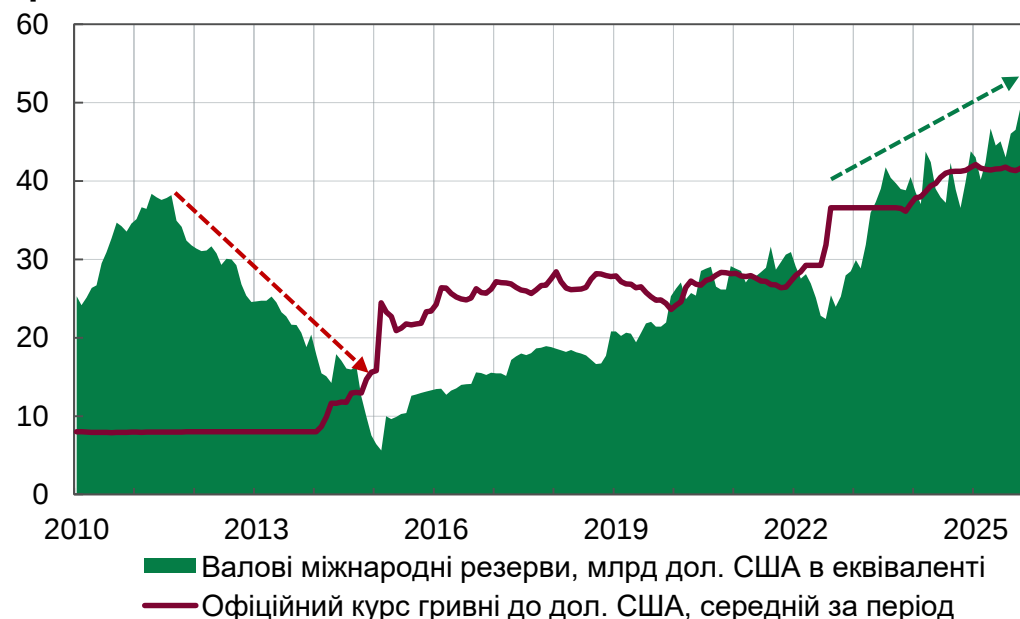


Еволюція прогнозів курсу (на кінець 2025 р.)



Наразі валютний режим є доволі стійким: міжнародні резерви зростають, спред між офіційним і “готівковим” курсами – мінімальний...

Міжнародні резерви НБУ та офіційний обмінний курс гривні до дол. США



Джерело: НБУ.

Динаміка курсу гривні до дол. США

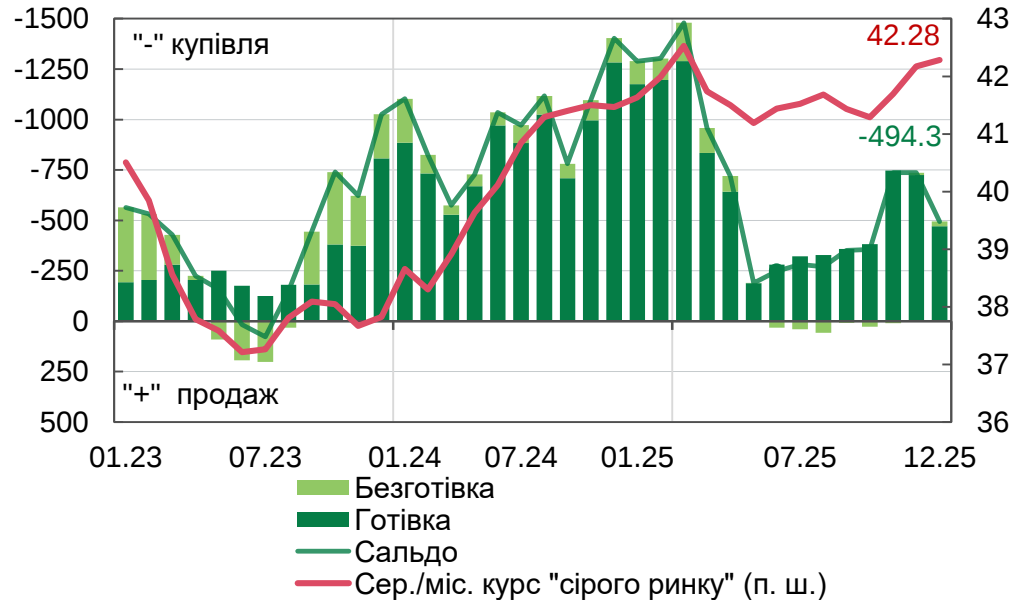


Дані за грудень: офіційний курс за 22.12.25, готівковий курс – за 18.12.25.
Джерело: НБУ.

- **НБУ не витрачає резерви для утримання курсу на “необґрунтованому” рівні** – навпаки, з початку війни резерви суттєво збільшилися (54.7 млрд дол. на початок грудня)
- **Стійке збереження міжнародних резервів на високому рівні свідчить, що попит і пропозиція на іноземну валюту є відносно збалансованими** (попит задовольняється за рахунок надходження експортної валютної виручки та міжнародної допомоги, яка спрямовується на ринок здебільшого у вигляді “структурних” інтервенцій НБУ)
- **Якщо у травні-червні 2022 року спостерігалися чіткі сигнали, що учасники ринку сумнівалися в “справедливості” обмінного курсу, то наразі таких сумнівів поменшало:** курсові очікування стійкі, курсовий спред – мінімальний, чистий попит населення на валюту помірний, курс коливається в обидва боки, у т.ч. під впливом сезонних чинників

... чистий попит населення на іноземну валюту сезонно посилювся, утім залишається стриманішим, ніж в аналогічному періоді минулого року ...

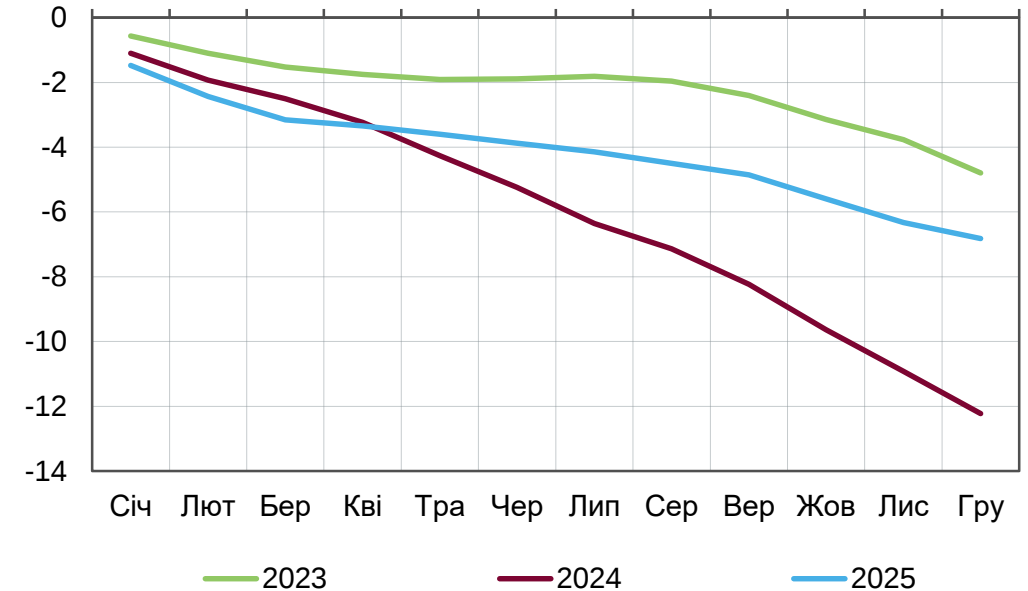
Чистий попит* ФО на готівкову та безготівкову іноземну валюту, млн дол. (еквівалент)



* Станом за 18.12.25. Курс "сірого ринку" станом за 21.12.25.

Джерело: НБУ, відкриті джерела.

Чистий попит ФО на валюту, приріст з початку року, млн дол. (еквівалент)

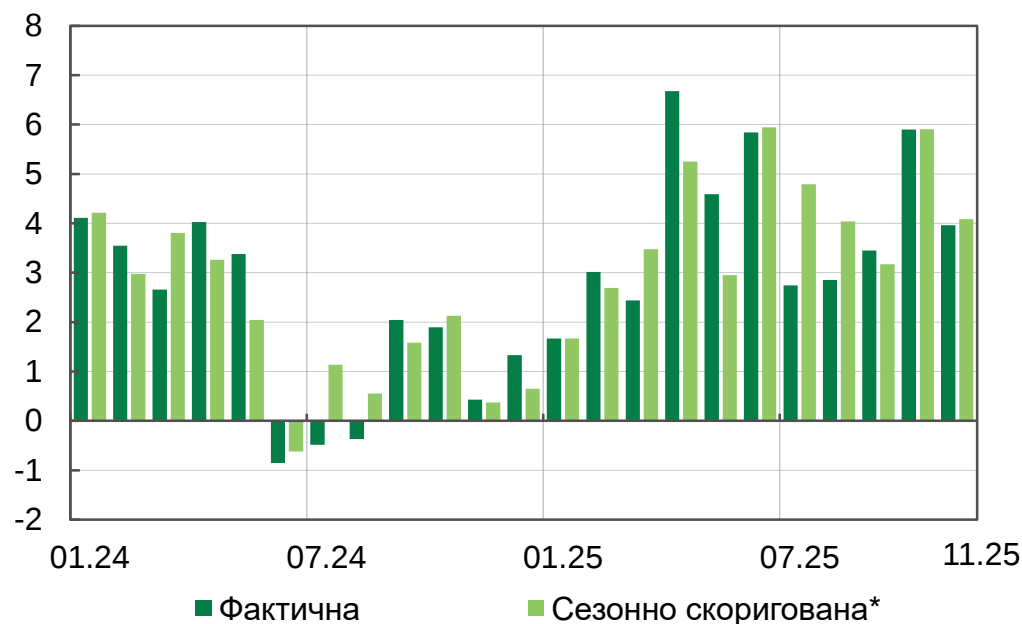


Джерело: НБУ.

- У жовтні-грудні 2025 року попит на готівкову іноземну валюту зріс майже вдвічі порівняно з попередніми місяцями. Водночас він залишався суттєво нижчим, ніж у відповідному кварталі 2024 року та на початку поточного року
- Зростання попиту на готівкову іноземну валюту восени є звичним сезонним явищем. Воно пов'язано зі збільшенням доходів в окремих секторах, передусім в АПК, що, у свою чергу, зумовлює активізацію купівлі іноземної валюти дрібними с/г виробниками. Додатковий вплив мають й виплата річних бонусів та премій наприкінці року
- Значна різниця цьогорічних показників у IV кварталі порівняно з минулорічними є, зокрема, результатом збереження інтересу населення до гривневих інструментів. Це обмежувало попит на іноземну валюту та було важливим чинником підтримання стійкої ситуації на валютному ринку

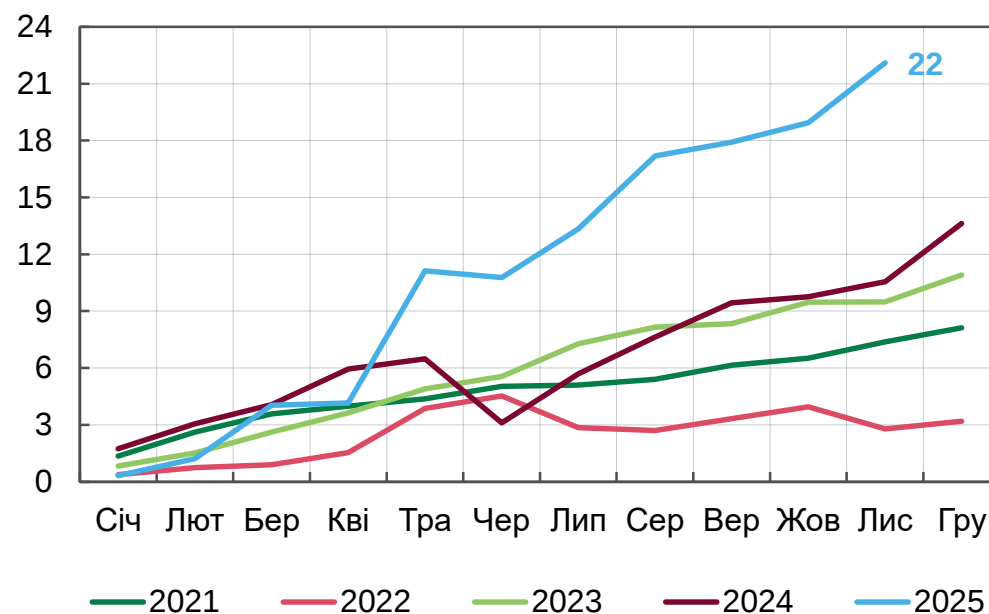
... інтерес до довгострокових гривневих інструментів посилюється ...

Зміна залишків гривневих строкових депозитів ФО, млрд грн



* Із застосуванням методу Х-13.
Джерело: розрахунки НБУ.

Зміна портфелю гривневих ОВДП у власності ФО, приріст з початку року, млрд грн

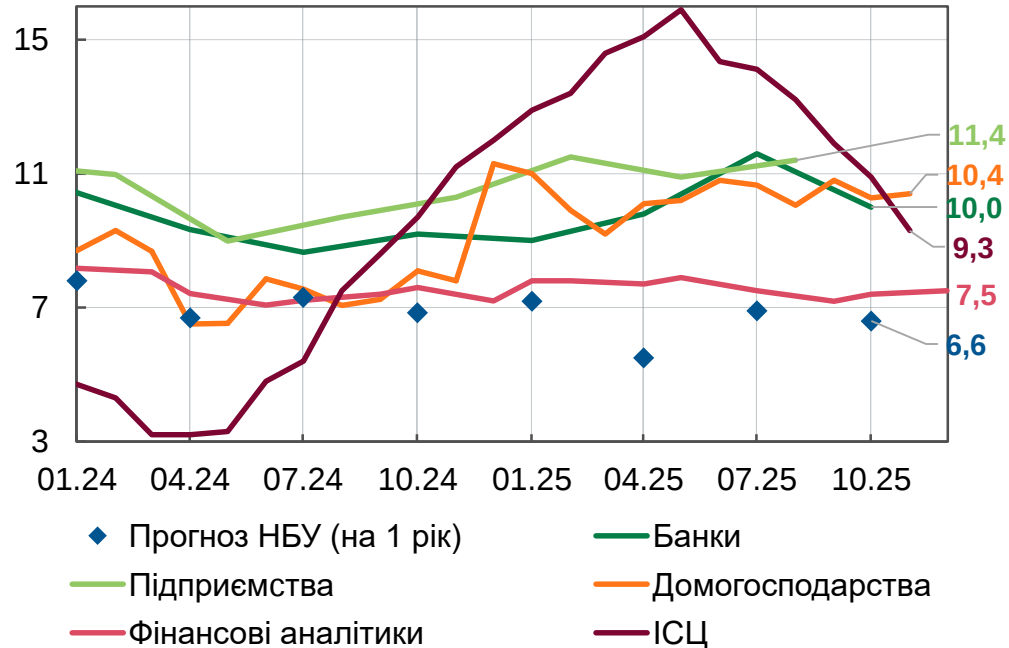


* За номінально-амортизаційною вартістю станом на кінець місяця.
Джерело: НБУ.

- Послідовна та у міру жорстка процентна політика в поєднанні із заходами з підтримання стійкості валютного ринку сприяли підтриманню привабливості гривні та подальшому нарощуванню обсягів вкладень населення строкові депозити та ОВДП в національній валюті
- Зі свого боку, збереження інтересу до гривневих інструментів обмежує попит на іноземну валюту та є важливим чинником підтримання стійкої ситуації на валютному ринку

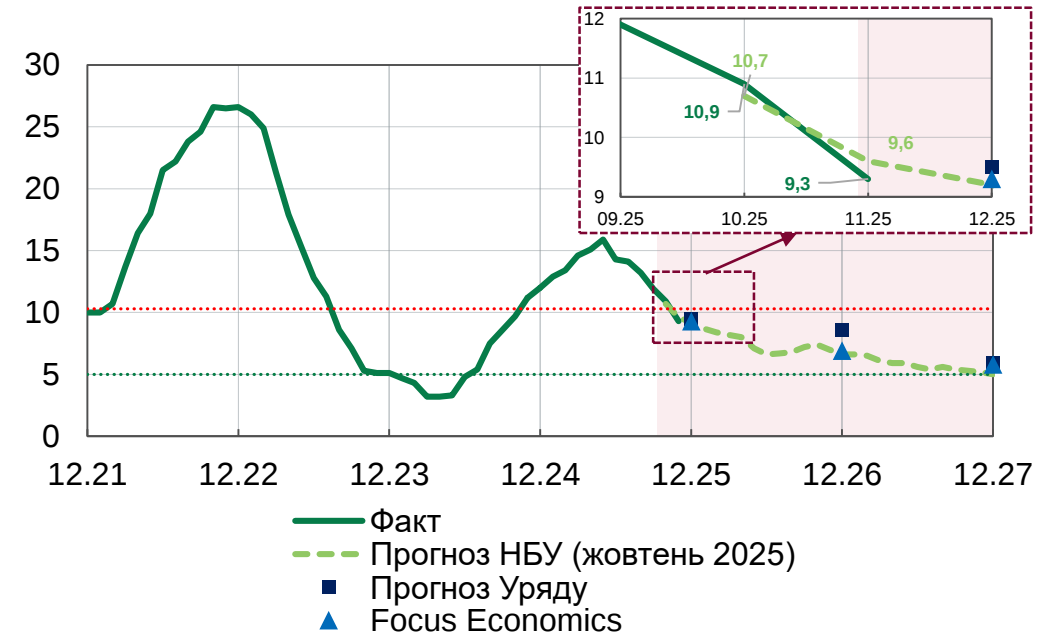
... інфляційні очікування залишаються контрольованими, що сприяє стійкому сповільненню інфляції ...

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



Джерело: НБУ, GfK Ukraine, Info Sapiens.

Споживча інфляція, р/р, %

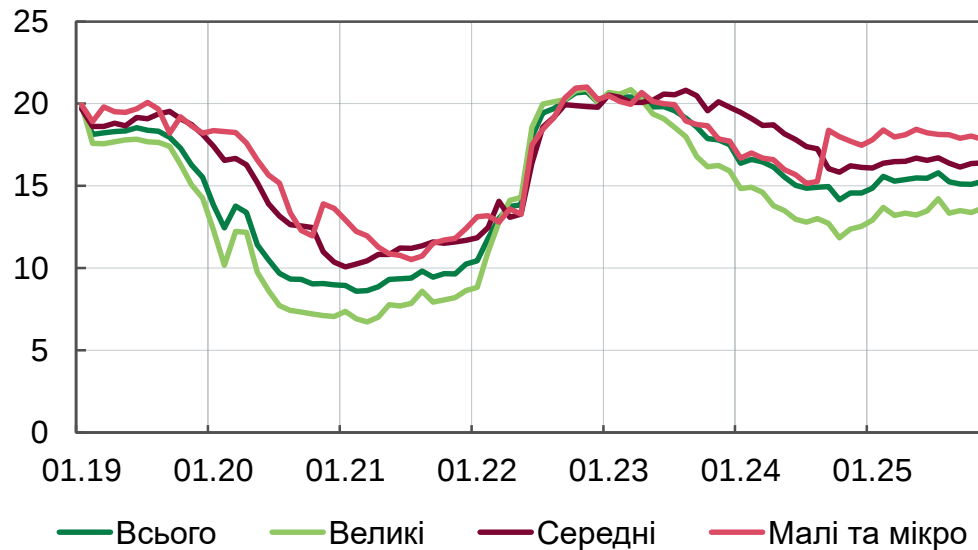


Джерело: ДССУ, Focus Economics (станом на 25.11.2025), опитування НБУ (26.11 – 03.12.2025), Бюджетна декларація на 2026-2028 роки, розрахунки НБУ.

- Створюючи передумови для двосторонніх коливань курсу, НБУ водночас згладжує надмірну волатильність, що сприяє утриманню інфляційних і курсових очікувань під контролем, збереженню довіри до гривні та приведенню інфляції до цілі 5%
- Водночас курсова гнучкість дає змогу посилити стійкість української економіки і валютного ринку до внутрішніх та зовнішніх шоків, зменшує ризик накопичення дисбалансів

... даючи змогу уникати надмірно жорсткої процентної політики для підтримання кредитування бізнесу та відновлення економіки

Середньозважені процентні ставки за новими* гривневими кредитами НФК (за розміром підприємств), %



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

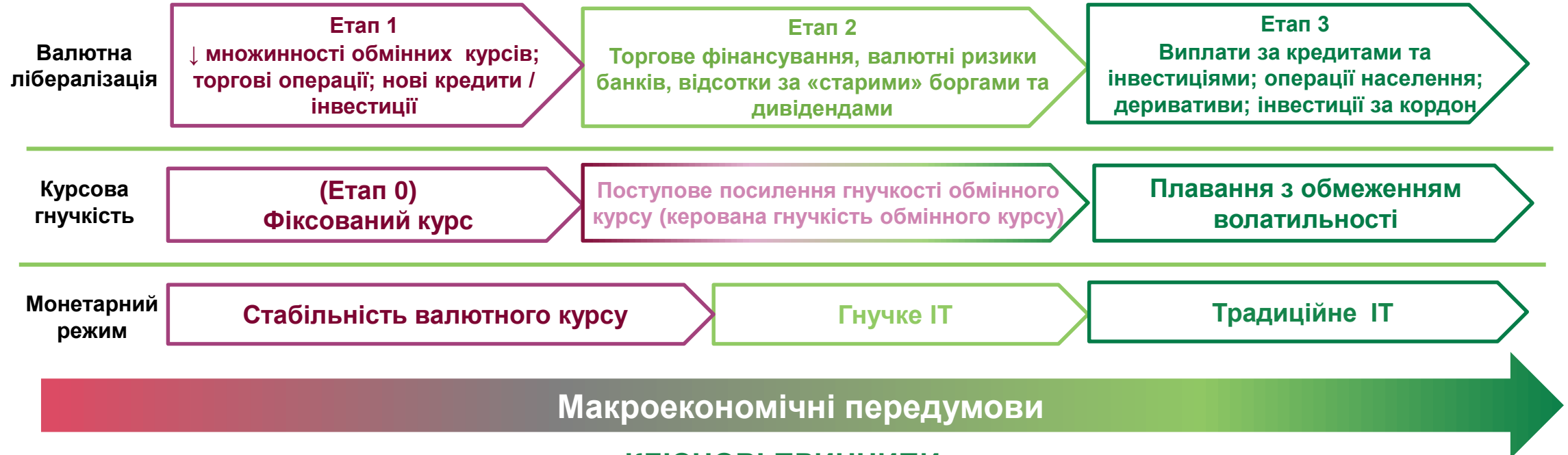
Чисті гривневі кредити, 12.2018 = 100



Джерело: НБУ.

- **Заходи монетарної політики НБУ сприяють зниженню ризиків для макрофінансової стабільності і міжнародних резервів, водночас не мають відчутного стримуючого впливу на кредитування:**
 - середньозважена ставка за кредитами бізнесу після незначного зростання у відповідь на посилення процентної політики НБУ й надалі залишається на доквідному рівні
 - кумулятивний приріст портфелю чистих гривневих кредитів корпоративному сектору з початку 2025 року становить ~33% (або 35.1% р/р), портфель чистих кредитів населенню зріс на ~ 27% з початку року (або 32.3% р/р)
 - якість кредитного портфеля залишається високою, є потенціал для подальшого кредитування

НБУ планує й надалі поступово посилювати гнучкість обмінного курсу та його роль як поглинача шоків у міру формування належних передумов



КЛЮЧОВІ ПРИНЦИПИ

