



Національний
банк України

Зміни у валютно-курсовій політиці НБУ

Володимир Лепушинський

**Департамент монетарної політики та
економічного аналізу**

22 липня 2022 року



Фіксація курсу на початку війни дозволила стримати паніку та інфляційний тиск, а відповідно – зберегти стійкість економіки

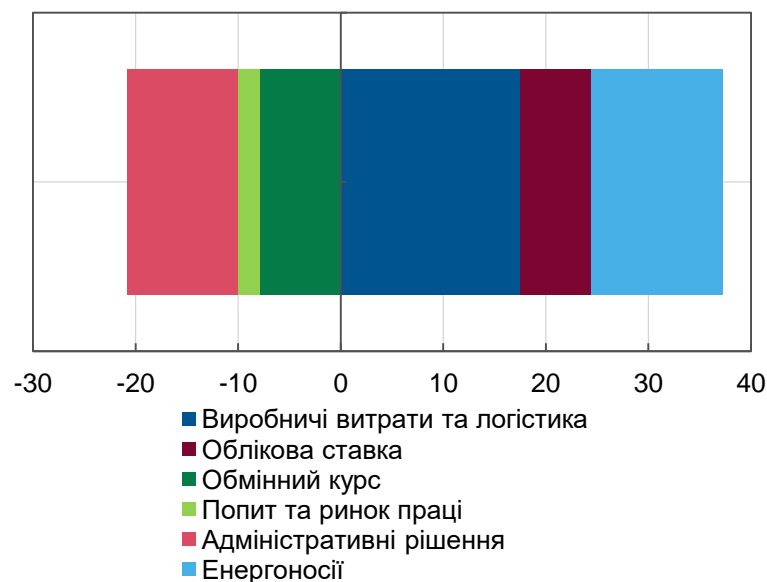
Чисті інтервенції та відхилення "ринкових" курсів від офіційного з початку війни



Джерело: НБУ.

- Фіксований курс став якорем для фінансової системи, який допоміг запобігти паніці у перші дні нападу, стримати погіршення очікувань та зберегти стійкість фінансової системи
- У березні-квітні спред між офіційним та готівковим курсами залишався помірним, що сприяло збереженню стійкості режиму фіксації курсу
- У свою чергу, фіксація обмінного курсу гривні не лише безпосередньо стримувала зростання собівартості товарів та послуг, зокрема через вартість критичного імпорту, а й гальмувала фундаментальний тиск впливаючи на інфляційні і курсові очікування громадян і бізнесу. За оцінками НБУ, якщо б офіційний курс не було зафіксовано, інфляція була б на 8 в.п. вищою

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



Джерело: ДССУ, розрахунки НБУ.

Водночас з того часу економіка України зазнала структурних змін і поволі адаптується до війни

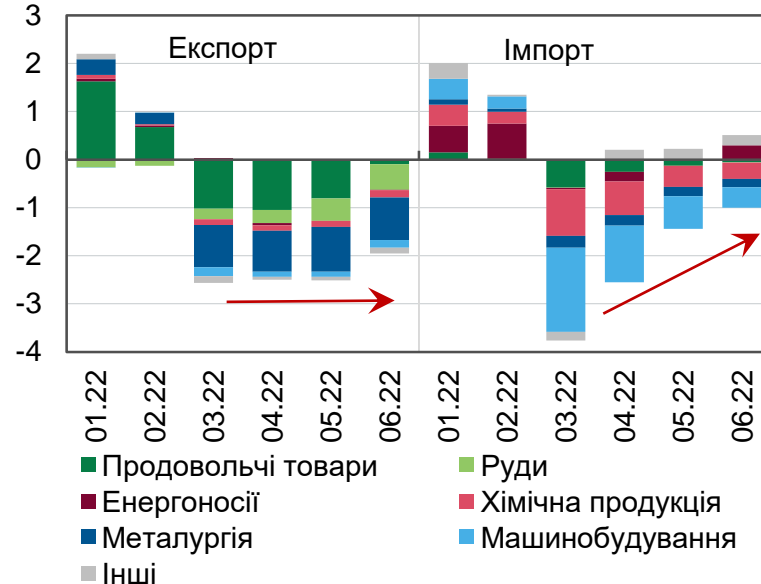
Торгівля товарами



Джерело: НБУ.

- Війна призвела до суттєвих структурних змін в економіці України: порушення ланцюгів постачання, фізичне руйнування виробничих потужностей та інфраструктури, тимчасова окупація окремих територій, а також посилення міграційних процесів. Це не могло не позначитися на фундаментальних драйверах курсоутворення
- Поволі початковий психологічний шок пройшов. Бізнес почав шукати шляхи отримання максимального прибутку, у т.ч. із застосуванням різноманітних оптимізаційних схем та обходу обмежень. Громадяни, які на початку війни переважно витрачали кошти лише на найнеобхідніше для життя, згодом відновили споживчий попит та почали шукати шляхів захисту своїх заощаджень
- Жваво відновлюється споживчий імпорту, у т.ч. не пов'язаний з першочерговими потребами. Відновлення оподаткування імпорту лише частково допоможе покращити ситуацію на валютному ринку

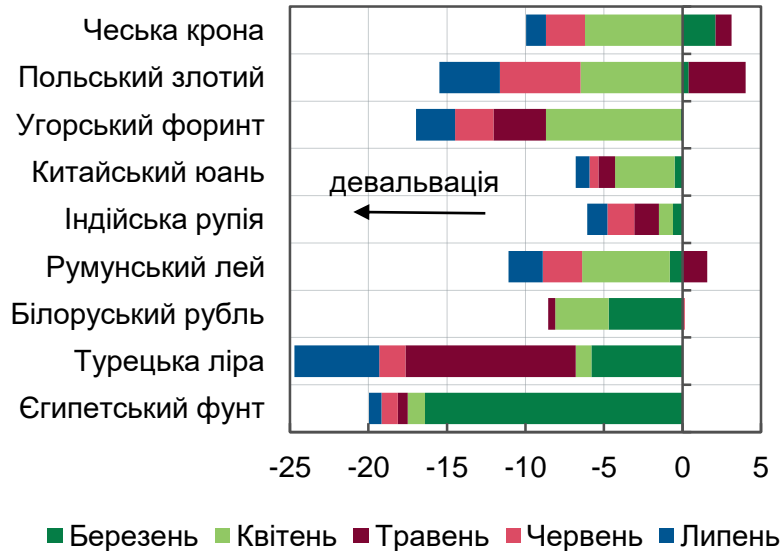
Абсолютна річна зміна торгівлі товарами, млрд дол.



Джерело: НБУ.

...змінилася й ситуація на світових ринках

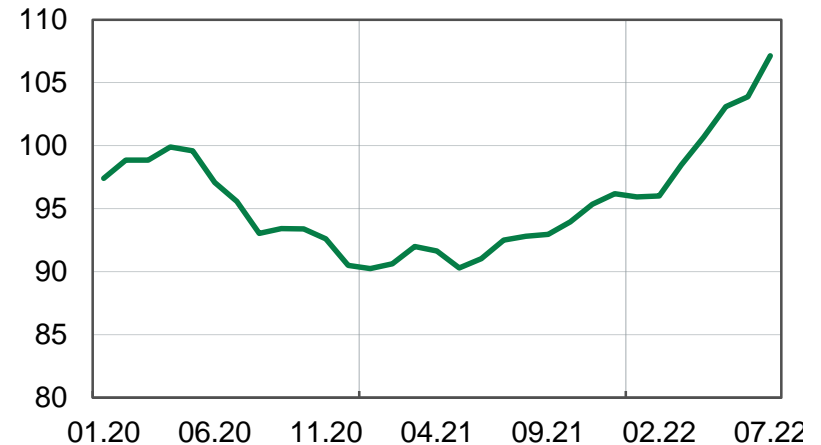
Зміна обмінних курсів окремих валют до долара США, щомісячно, на кінець періоду, %



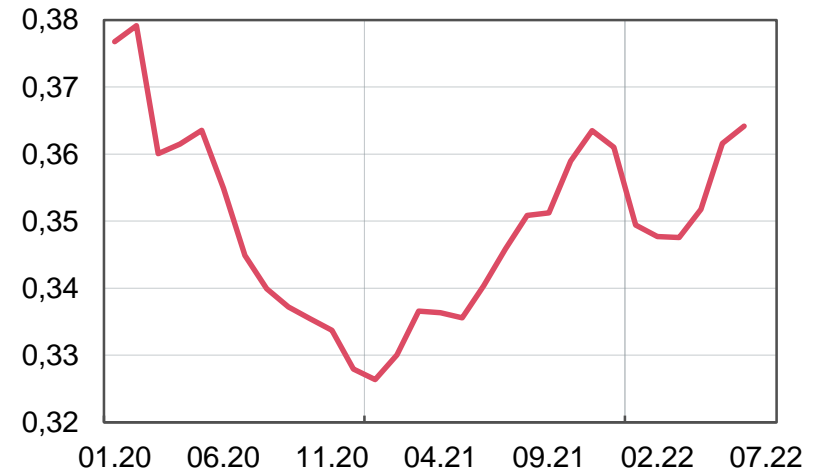
Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

- Курс долара США суттєво укріпився по відношенню до інших валют, у т.ч. до євро
- Відповідно, фіксація курсу гривні до долара призводила до штучного укріплення гривні попри зміну структурних характеристик економіки України

Індекс долара США до кошика провідних валют (DXY)



НЕОК гривні (індекс, 12.1999=1)



Джерело: Refinitiv, розрахунки НБУ.

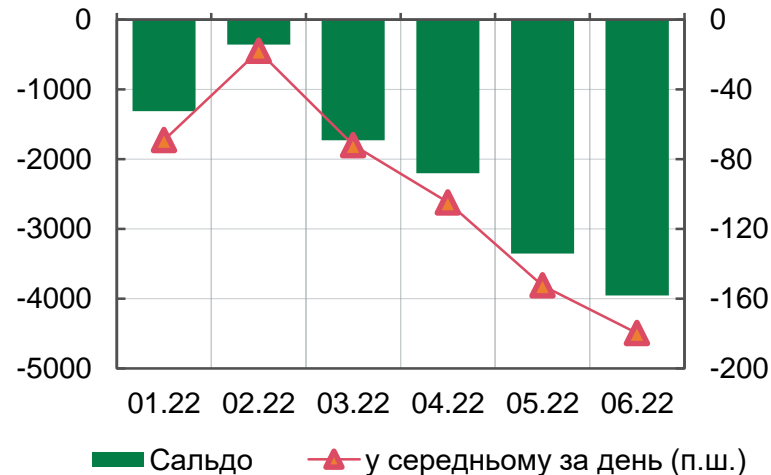
Як наслідок, підтримка курсу 29.26 грн/дол вимагала все більшого витрачання міжнародних резервів

Платежі за торговельні потоки, млрд дол.



* - на основі екстраполяції даних за 13 робочих днів липня.
Джерело: НБУ.

Інтервенції НБУ на міжбанківському валютному ринку та їх середньоденне значення, млн дол. (еквівалент)



Джерело: НБУ.

- З огляду на зміну фундаментальних характеристик економіки України під час війни, адаптацію споживчої та економічної поведінки бізнесу та населення до нових реалій, зміцнення долара США до інших валют обмінний курс гривні, який був зафіксований на початку повномасштабного вторгнення, поступово втрачав властивість якорю для очікувань через те, що став завищеним
- Тож підтримання фіксованого обмінного курсу на завищеному рівні вимагало все більшого витрачання обмеженого обсягу міжнародних резервів

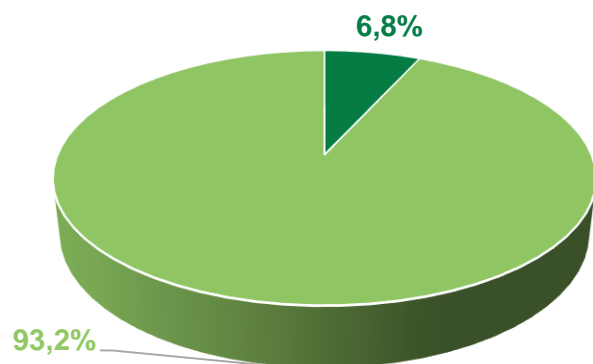
...тож проблеми, що генерувалися фіксацією курсу на попередньому рівні, поступово почали перевищувати переваги



- **Необхідна адаптація курсового режиму**
- **Метою змін є повернення та утримання відносної стійкості курсового режиму (на кшталт, як це було у березні-травні)**

Необхідність корекції була очевидна і учасниками ринку

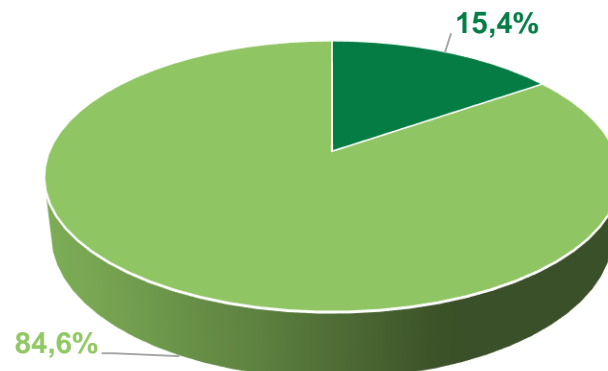
«Поради» фахових респондентів щодо курсової політики НБУ (станом на 20.07.2022)



- Залишити фіксованим на рівні 29.25
- Різні форми перепривязки/плавання для наближення до ринкового рівня

Джерело: ICU.

«Поради» НЕфахових респондентів щодо курсової політики НБУ (станом на 20.07.2022)



- Залишити фіксованим на рівні 29.25
- Різні форми перепривязки/плавання для наближення до ринкового рівня

Джерело: ICU.

- За даними ICU, **~93%** (з 44 осіб) фахових респондентів та **~85%** (з 78 осіб) не вважають доцільними збереження фіксації офіційного курсу на поточному рівні, а натомість підтримують ідеї різних форм переприв'язки, "коридорів" та керованого плавання для наближення офіційного курсу до "ринкового" рівня

1 Одномоментна переприв'язка з подальшою фіксацією дозволяє зберегти номінальний якір в умовах невизначеності

Разова корекція + фіксація

Переприв'язка офіційного курсу на наближеному до "справедливого" рівні → фіксація зі збереженням коридору інтервенцій +/- 1% до офіційного курсу

Переваги:

- ✓ збереження номінального якіря та обмежене зростання цін
- ✓ менший ризик погіршення курсових очікувань (через фіксацію на "справедливому рівні")
- ✓ зменшення спекулятивної складової у курсовому тиску → **економія резервів**
- ✓ простіше в технічному виконанні

Недоліки:

- ризики подальшої втрати довіри у випадку подальшого накопичення дисбалансів
- складність комунікації відстрочення повернення до плавання курсу

Разова корекція + плавання

Переприв'язка офіційного курсу → пошук рівноважного курсу ринком + згладжування на за допомогою інтервенцій

Переваги:

- ✓ більша гнучкість з огляду на відсутність зобов'язань
- ✓ очікувана послідовність політики плавання
- ✓ легкість комунікації: новий офіційний курс визначається не директивно, а ринком (хоча і до певної міри)

Недоліки:

- відсутність номінального якіря стабільності (наразі інфляція не може їм бути)
- самосбалансування ринку ускладнене → ризик фіксації на більш девальвованому рівні або хронічної девальвації
- вищий ризик погіршення курсових очікувань та накопичення спекулятивних стимулів → більші витрати резервів (зокрема на початковому етапі)
- триваліший період пошуку точки нової рівноваги → зменшення пропозиції валюти
- необхідність більш жорсткої монетарної політики

Додаткові заходи сприятимуть збалансування попиту та пропозиції на валютному ринку

1

Ліміт на карткові платежі за кордоном – 100 000 грн на місяць
(раніше – без обмежень)

2


Ліміт на розрахунки P2P – 30 000 грн на місяць на особу
(раніше – 50 000 грн)

3

Ліміт на зняття готівки за кордоном – 12 500 грн на тиждень на особу
(раніше – 50 000 грн на місяць)

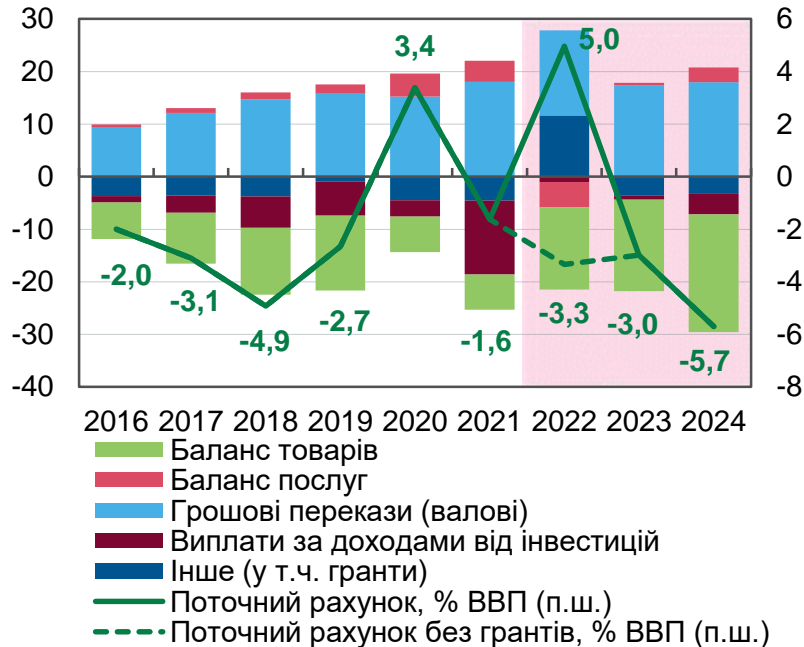
4

Дозвіл продажу безготівкової валюти банками під депозит на рік – ліміт 50 000 грн на місяць на одну особу (раніше - заборонено)

- 
- НБУ і надалі залишатиметься на варті курсової стабільності та вживатиме додаткових заходів для врівноваження кон'юнктури валютного ринку
 - Водночас, забезпечення макрофінансової стабільності у тривалій перспективі залежить від економічної політики в цілому. Зокрема, критично важливим є звуження дефіциту бюджету, заміщення емісійного фінансування ринковими залученнями, зменшення імпорту за рахунок додаткового його оподаткування

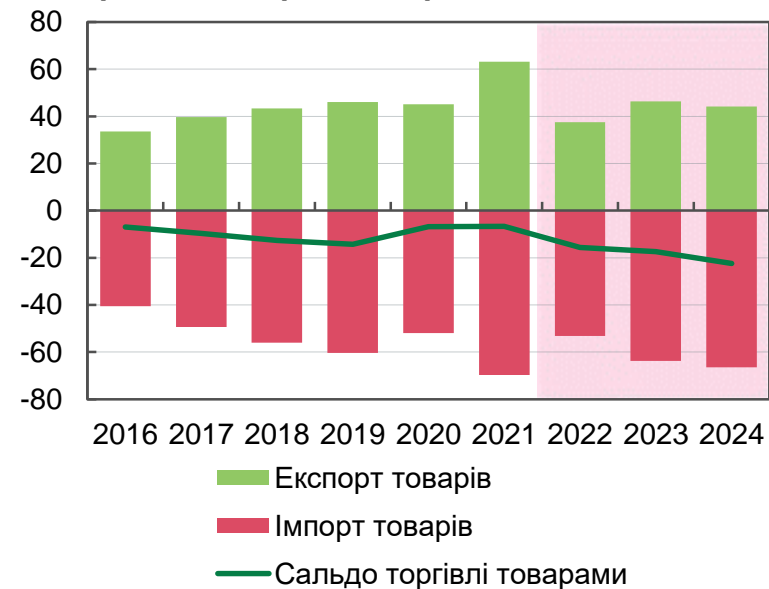
Дефіцит поточного рахунку залишиться помірним в 2022-2023 роках і лише в 2024 році значно розшириться

Поточний рахунок, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

Торгівля товарами, млрд дол. США

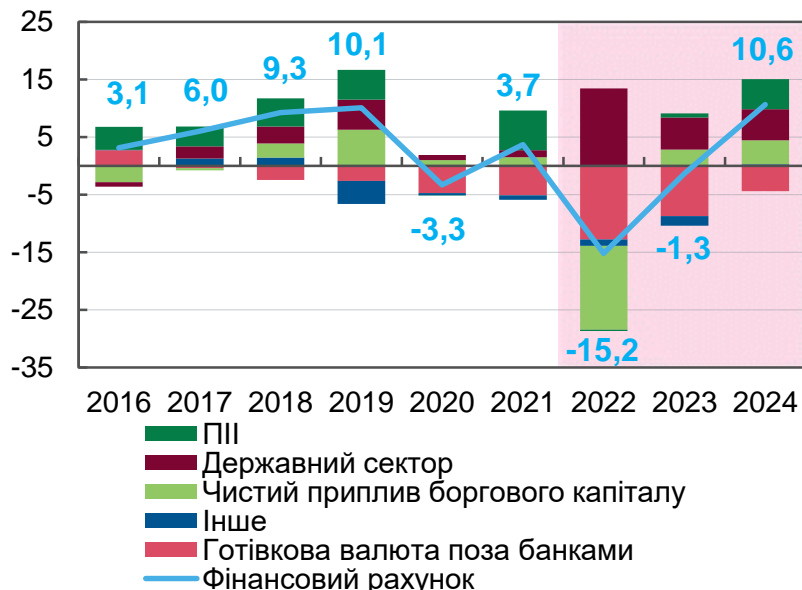


Джерело: НБУ.

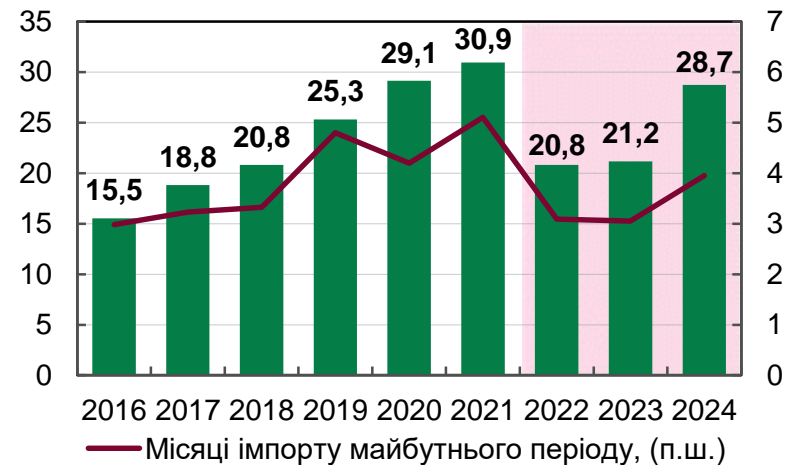
- Після стрімкого падіння в першій половині 2022 року експорт поступово відновлюватиметься, чому сприятиме, насамперед, розблокування морських шляхів. Проте імпорт відновлюватиметься ще швидше обумовлений підвищеним попитом на енергоресурси та потребою у відновленні економіки
- Незважаючи на повномасштабну війну валютні надходження від ІТ-послуг, а також перекази від трудових мігрантів залишаються найстабільнішими джерелами припливу валюти в країну. Завдяки ним дефіцит поточного рахунку залишатиметься помірним в 2022-2023 роках (в 2022 році без урахування грантів).
- Розширення поточного рахунку в 2024 році буде необхідним через збільшення імпорту інвестиційного призначення для забезпечення сталого зростання економіки. Однак такий дефіцит буде повністю профінансований надходженням іноземного капіталу та не загрожуватиме зовнішній стійкості

Завдяки зовнішньому фінансуванню міжнародні резерви вдасться зберегти на достатньому рівні

Фінансовий рахунок: чистий приплив, млрд дол. США



Міжнародні резерви, млрд дол. США



Джерело: НБУ.

Джерело: НБУ.

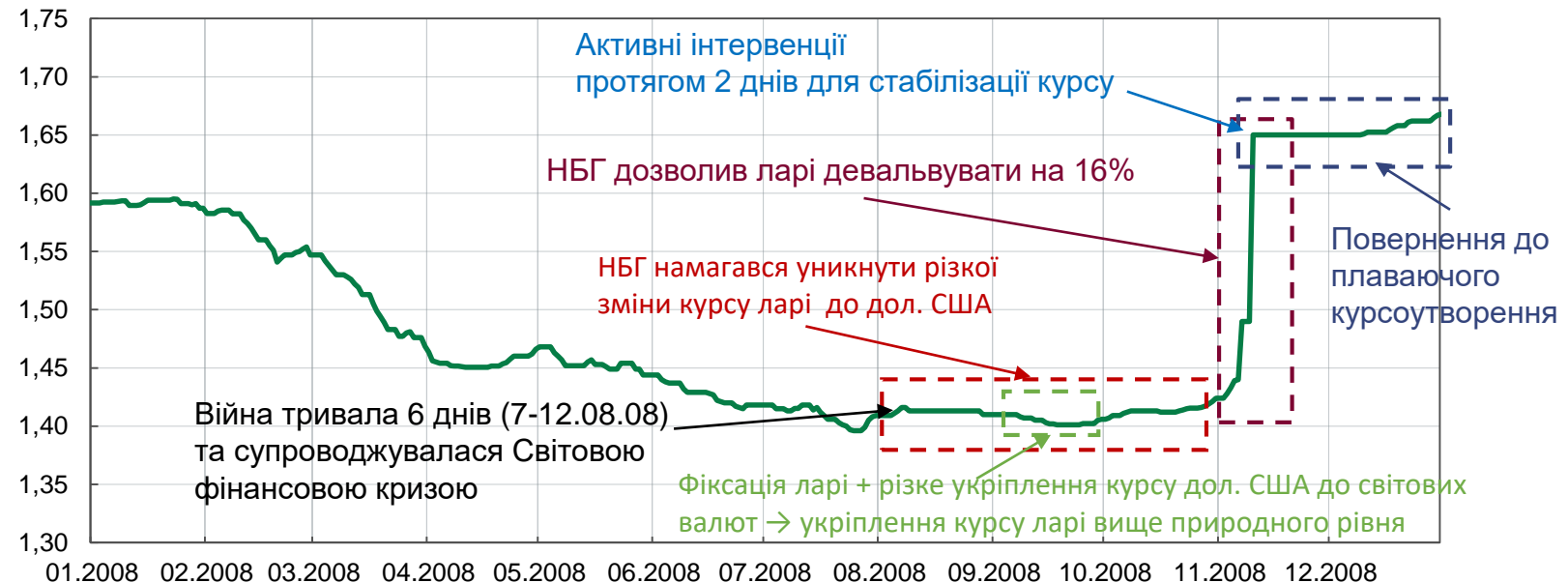
- Відплив валюти за фінансовим рахунком в наступному році припиниться, а вже з 2024 році очікується її чистий приплив в Україну
- До кінця поточного року відплив капіталу з приватного сектору поступово уповільнюватиметься та повністю припиниться наприкінці наступного року. Водночас надходження офіційного фінансування будуть стабільними, хоча і дещо знизяться у 2023-2024 роках
- Це дасть змогу втримати резерви в цьому та наступному році близько до поточного рівня, а в 2024 році – наростити їх до довоєнного рівня,
- Тож обсягу міжнародних резервів достатньо для забезпечення курсової стабільності



Додатки

Досвід Грузії: спроба фіксації курсу, вимушена одномоментна девальвація і повернення до вільного плавання

Офіційний курс ларі до дол США



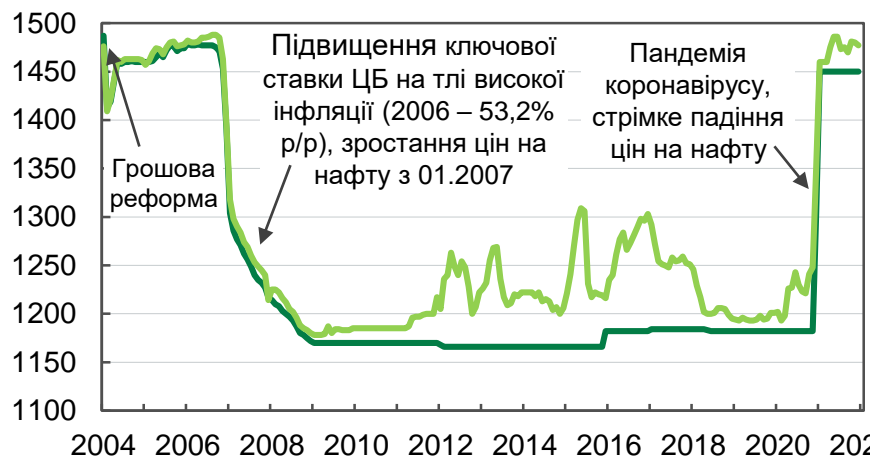
Слайд 9

Джерело: Національний банк Грузії.

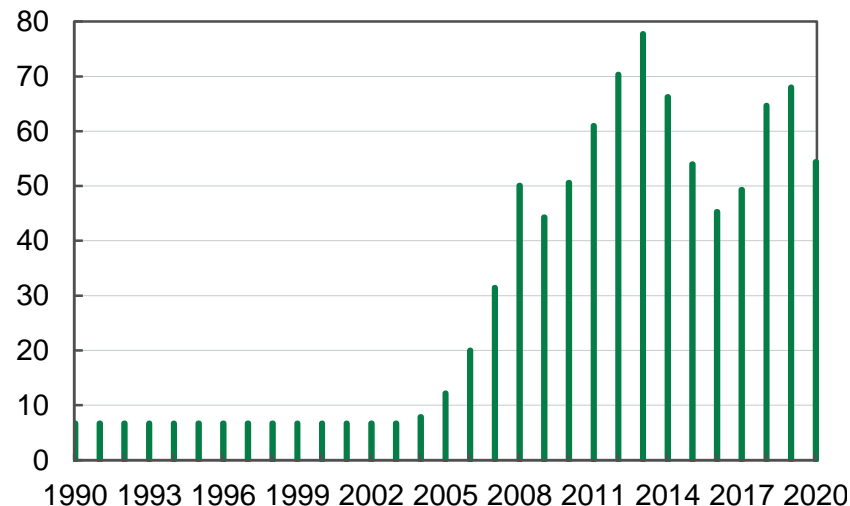
- **Тимчасова прив'язка обмінного курсу** (серпень-жовтень 2008 року) з метою уникнення розгортання панічних настроїв на фоні військової агресії та розгортання Світової фінансової кризи → **міжнародні резерви за серпень знизили на 23%**
- У першій декаді листопада **НБГ дозволив ларі девальвувати до дол. США на 16%**, у т.ч. 10.10.08 одномоментно на 11%. Цей рівень курсу НБГ вважав рівноважним. Причини девальвації: 1) тиск на валютному ринку; 2) негативний прогноз платіжного балансу; 3) ларі був значно переоцінений у зв'язку з різким укріпленням дол. США до інших валют на фоні розгортання кризи
- Після цього коригування **НБГ протягом двох днів здійснював активні інтервенції**, щоб стабілізувати курс на новому рівні та відновити довіру
- Надалі НБГ підтвердив своє зобов'язання забезпечити **гнучкість обмінного курсу** та зменшив щоденні обсяги інтервенцій

Кейс ЦБ Іраку: стабілізація ситуації на валютному ринку за наявності джерел масштабних валютних надходжень

Обмінний курс іракського динару



Міжнародні резерви Іраку, млрд дол. США



Джерело: Світовий Банк.

Слайд 9

— Офіційний курс* — Ринковий курс

* - курс продажу іноземної валюти на аукціонах ЦБ.

Джерело: офіційний сайт ЦБ Іраку.

- Період війни в Іраку: 20 Березня 2003 – 15 Грудня 2011 (8 років, 8 місяців і 26 днів).
- Фіксація нового іракського динару до долара США з травня 2004 року. З 2007 року ЦБ дозволив курсу динару укріплюватися з метою зменшення рівня доларизації та сповільнення інфляції
- **Валютні надходження від експорту нафти** на тлі зростаючих цін на енергоносії дозволили ЦБ не тільки підтримувати курс на визначеному рівні, але й нарощувати міжнародні резерви. Для утримання курсу ЦБ проводив щоденні аукціони з продажу доларів США
- **Суттєва допомога МФО** (списання 80% боргів Паризького клубу кредиторів, debt swap на суму 14 млрд дол. США для погашення боргів перед приватними кредиторами, програми МФО), що підтримувало довіру до динару, сприяло стабілізації на валютному ринку та зниженню девальваційних очікувань
- Скорочення валютних надходжень внаслідок стрімкого падіння цін на нафту через розгортання пандемії супроводжувалося суттєвою девальвацією курсу динару