

Публічна версія
**Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості
обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування**

Головне

Нормативні підстави

Розроблення Стратегії пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування (далі – Стратегія) спрямоване на реалізацію:

- положень [Основних засад грошово-кредитної політики на період воєнного стану](#), затверджених рішенням Ради Національного банку України від 15 квітня 2022 року № 4-рд, якими передбачене повернення в мінімально достатні строки до режиму інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом у міру нормалізації функціонування економіки та фінансової системи;
- зобов'язань за Меморандумом про економічну та фінансову політику з Міжнародним валютним фондом (далі – МВФ) у межах Програми розширеного фінансування (далі – Програма), що 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.

Мета

Метою цієї 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. Реалізація цієї Стратегії залежатиме від формування належних передумов, викладених нижче.

Мотивація

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 такий режим має свої переваги та недоліки, і з часом недоліки можуть переважити переваги. Наприклад, валютні обмеження можуть втратити свою ефективність, а очікування щодо надійності прив'язки обмінного курсу можуть змінитися. Це може призвести до посилення ринкових деформацій, тінізації економіки та відволікання ресурсів на непродуктивне використання, водночас перешкоджаючи продуктивній діловій активності. Усе це може посилити зовнішні дисбаланси з негативними наслідками для управління державними фінансами.

Крім того, у результаті тривалої прив'язки і зацікавлені сторони (стейкхолдери), і учасники ринку інтерналізують очікування стосовно фіксації обмінного курсу. Це може

призвести до поступової деградації їх бізнес-моделей та систем ризик-менеджменту, стимулюючи накопичення валютних ризиків. Водночас економіка позбавляється можливості адаптації до зміни зовнішніх та внутрішніх умов за рахунок курсової гнучкості, а центральний банк втрачає важливий інструмент політики. Відповідно, незважаючи на сприятливий вплив фіксації курсу на початковому етапі дезінфляції, у більш тривалій перспективі може стати дедалі складніше одночасно досягати цілей з цінової, фінансової стабільності та стійкого економічного зростання.

Таким чином, Національний банк України (далі – Національний банк), як тільки умови сприятимуть, має повернутися до інфляційного таргетування з плаваючим обмінним курсом як до режиму, що дає змогу одночасно забезпечувати в тривалій перспективі досягнення цілей центрального банку з цінової та фінансової стабільності, а також підтримки стійкого економічного зростання.

Пріоритети

Із належним урахуванням успішного міжнародного досвіду, набутого власного досвіду України, а також актуальних економічних викликів та цілей політики на поточному етапі Національний банк затвердить пріоритетність заходів у таких трьох основних напрямках: пом'якшення валютних обмежень, перехід до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування. Це підтримає економіку та забезпечить зовнішню та фінансову стабільність.

Національний банк дотримуватиметься загального підходу, за якого відмова від фіксації обмінного курсу передуватиме широкомасштабній лібералізації потоків капіталу. Зі свого боку збільшенню гнучкості обмінного курсу передуватиме послаблення більшості валютних обмежень за торговельними операціями та обмежень, які спотворюють функціонування валютного ринку через множинність обмінних курсів. Водночас упродовж реалізації Стратегії Національний банк зберігатиме жорсткі монетарні умови шляхом підтримання достатньо високого рівня процентних ставок у реальному вимірі, що забезпечуватиме достатню привабливість гривневих активів і таким чином дасть змогу мінімізувати ризики для курсової стійкості за відмови від режиму фіксації обмінного курсу та послаблення валютних обмежень. Курсова стійкість залишатиметься важливим елементом досягнення цілей Національного банку впродовж реалізації Стратегії.

Принципи

Національний банк обережно та послідовно впроваджуватиме заходи за зазначеними напрямами, спираючись на результати ретельного аналізу впливу змін за одним напрямом на зміни за іншими напрямами, а також ефективності попередніх кроків. У зв'язку з цим реалізація Стратегії підтримуватиметься ретельним аналізом усіх кроків, які планується зробити. Коригування здійснюватимуться з урахуванням вищезазначених пріоритетів і визначатимуться не часовими рамками, а формуванням відповідних макроекономічних передумов, викладених нижче.

Передумови

Реалізація кожного окремого кроку Стратегії 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. Зокрема, увага приділятиметься оцінці 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.

Підготовленість і оцінка ризиків

Реалізація цієї Стратегії потребує ретельної 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 можна буде належно керувати впливом реалізації ризику. 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, а отже, має узгоджуватися з цілями Програми. Таким чином, спільна з персоналом МВФ оцінка передумов, ймовірного впливу на інші сфери політики та ризиків забезпечить відповідність цієї Стратегії цілям Програми.

Ключові характеристики трьох напрямів Стратегії наведені нижче.

1. Пом'якшення валютних обмежень.

Національний банк розробив Дорожню карту поступового пом'якшення валютних обмежень (далі – Дорожня карта), яка загалом визначає етапи пом'якшення валютних обмежень. Основним критерієм визначення пріоритетності пом'якшення валютних обмежень є нагальність коригування викривлень на ринку та підтримка економічного відновлення з урахуванням відповідних ризиків для курсової стійкості та міжнародних резервів.

Дорожня карта загалом передбачає такі етапи з відповідним фокусом:

- 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.

Дорожня карта відображає такі пріоритети:

- пом'якшення обмежень за операціями, пов'язаними з рухом товарів та послуг, відносно пом'якшення обмежень за операціями, пов'язаними з потоками капіталу;
- пом'якшення обмежень за операціями з власною іноземною валютою відносно операцій за рахунок купленої іноземної валюти.

Хоча Дорожня карта визначає послідовність пом'якшення валютних обмежень, деякі кроки (зокрема у межах зазначених етапів) можуть здійснюватися раніше чи пізніше, ніж було передбачено початково. Це може статися, якщо складуться умови, за яких відхилення від передбаченої послідовності визначатиметься як більш корисне для економіки, валютного ринку та фінансової системи. Водночас пом'якшення валютних обмежень може відбуватися поступово, зокрема шляхом зміни лімітів, калібрування рівнів тощо. Ретельний аналіз кожного окремого випадку допоможе визначити, чи варто відхилитися від цієї послідовності та пріоритетності.

Ключові принципи. Національний банк зобов'язується дотримуватися таких принципів реалізації Дорожньої карти:

- пом'якшення валютних обмежень відбувається поступово з урахуванням наведених вище пріоритетів 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 обмежень не має знижувати ефективності решти обмежень, що залишаються діючими;
- кожному наступному кроку передують оцінка попередніх заходів із пом'якшення валютних обмежень;
- запровадження/пом'якшення/скасування валютних обмежень не використовується для заміни необхідного макроекономічного коригування (зокрема із застосуванням інструментів монетарної чи валютно-курсової політики);
- за настання несприятливих обставин виконання Дорожньої карти може бути призупинено, а за потреби валютні обмеження можуть бути повторно запроваджені чи додатково посилені.

2. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу.

На ранніх стадіях Національний банк ще значною мірою покладатиметься на обмінний курс як номінальний якор для економіки. У міру формування належних передумов Національний банк поступово запроваджуватиме більшу гнучкість обмінного курсу. Поступове запровадження гнучкості обмінного курсу ґрунтуватиметься на оцінці макроекономічних і фінансових умов.

У міру формування належних передумов виконання ролі номінального якоря для інфляційних очікувань поступово перехоплюватиме ціль з інфляції, натомість обмінний курс все більше відіграватиме роль коригуючого механізму для економіки. Тож на наступних стадіях Національний банк дозволить все більшу курсову гнучкість, але з урахуванням консистентності політики для збереження довіри до гривні та дій Національного банку з досягнення інфляційних цілей.

Збільшення курсової гнучкості відбуватиметься поступово. На перших етапах важливо зберегти максимальну курсову стабільність для мінімізації початкового шоку для очікувань з огляду на відхід Національного банку від зобов'язання щодо фіксації курсу. Для цього Національний банк зберігатиме достатньо жорсткі монетарні умови, що підтримуватиме привабливість гривневих активів з метою уникнення неконтрольованого посилення тиску на валютний ринок. Крім 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. Так, однією з критично важливих передумов переходу до більшої курсової гнучкості є мінімізація множинності обмінних курсів, що сприятиме збереженню контролю за курсовими очікуваннями.

3. Повернення до інфляційного таргетування: ключові кроки.

На ранніх етапах пом'якшення валютних обмежень та переходу до більшої гнучкості обмінного курсу облікова ставка Національного банку і надалі виконуватиме роль допоміжного інструменту для забезпечення стійкості курсового режиму та захисту міжнародних резервів. Зокрема, облікова ставка залишатиметься в достатній мірі додатною в реальному вимірі протягом періоду повернення до інфляційного таргетування для збереження привабливості гривні як інструменту для заощаджень, зменшення попиту на іноземну валюту, а відповідно – зниження тиску на курс та міжнародні резерви.

Для посилення монетарної трансмісії та забезпечення належної привабливості гривневих інструментів Національний банк також здійснюватиме відповідне коригування операційного дизайну монетарної політики, а також застосовуватиме інші заходи, у тому числі з ефективного управління структурною позицією ліквідності банківської системи.

Національний банк планує здійснити поступову нормалізацію операційного дизайну монетарної політики шляхом відновлення проведення основної операції (з розміщення двотижневих депозитних сертифікатів Національного банку) за обліковою ставкою. Кінцевим етапом нормалізації операційного дизайну монетарної політики буде повернення симетричного коридору процентних ставок за інструментами постійного доступу навколо облікової ставки. За базового сценарію нормалізація операційного дизайну монетарної політики буде синхронізована з циклом зниження облікової ставки. Водночас Національний банк урахуватиме необхідність підтримки достатньої привабливості гривневих активів для належної реалізації заходів за напрямами пом'якшення валютних обмежень та переходу до більшої гнучкості обмінного курсу.

На наступному етапі змін у монетарному режимі інфляція підхопить роль номінального якоря. Облікова ставка поступово відновлюватиме свій статус основного монетарного інструменту в міру повернення її визначального впливу на стан грошово-кредитного ринку, мотиви поведінки економічних агентів та динаміку макроекономічних показників. Цьому сприятиме поступове відновлення дієвості каналів монетарної трансмісії, а також проведення за обліковою ставкою основного обсягу операцій з вилучення ліквідності.

На завершальному етапі реалізації цієї Стратегії Національний банк повернеться до інфляційного таргетування із застосуванням принципів та інструментів, визначених

[Стратегією монетарної політики Національного банку України](#). Облікова ставка застосовуватиметься як основний інструмент монетарної політики. Національний банк прагне, як тільки дозволять умови, у кінцевому підсумку повернутися до режиму плаваючого обмінного курсу, що діяв до повномасштабної війни. Для цього Національний банк скоригує механізм здійснення валютних інтервенцій з урахуванням завдань та принципів, закріплених у [Стратегії валютних інтервенцій Національного банку України](#). Також передбачається відновлення заборони на емісійне фінансування державного бюджету Національним банком.

Повернення до інфляційного таргетування потребуватиме поступового згортання неконвенційних заходів у сфері процентної та валютно-курсової політики, запроваджених з початку повномасштабної війни.

Повернення до інфляційного таргетування відбуватиметься поступово в тісному та консистентному взаємозв'язку з етапністю пом'якшення валютних обмежень та переходу до більшої гнучкості обмінного курсу за умов збереження дезінфляційного тренду та поліпшення інфляційних очікувань.

Національний банк прагнучим повернутися до повноцінного інфляційного таргетування за формування належних передумов для переходу до плаваючого обмінного курсу та якщо такий перехід згідно з оновленим макроекономічним прогнозом дасть змогу привести інфляцію до цілі на горизонті монетарної політики (9–18 місяців).