

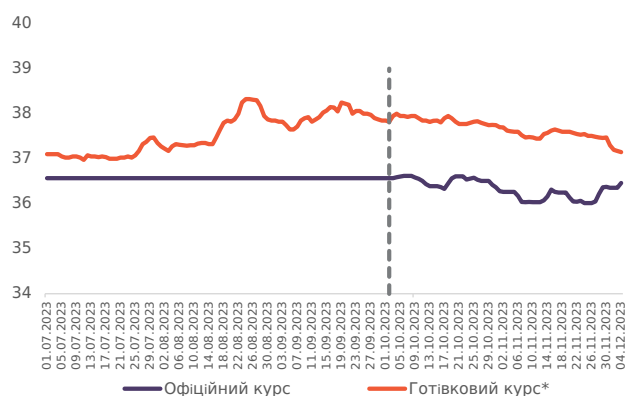
Компанія PMG RC твердо стоїть на боці України, підтримує її суверенітет і територіальну цілісність, і засуджує військову агресію росії, що триває. Ми продовжуємо підтримувати нашу давню відданість підтримці демократичного та економічного прогресу України.

Після вторгнення росії в Україну 24 лютого 2022 р. Україна вжила різноманітних заходів і політику для підтримки бізнесу та економічної діяльності в країні<sup>1</sup>. Разом з фінансовою політикою, програмами підтримки бізнесу та трудових ресурсів, грошово-кредитне регулювання відіграло вирішальну роль у забезпеченні стійкості економіки воєнного часу. Національний банк України (НБУ) ефективно реагував на розвиток монетарної ситуації, вживаючи обережних, але ефективних заходів для підтримки монетарної стабільності країни. У цьому бюлетені наведено огляд деяких із останніх розробок грошово-кредитної та валютної політики, прийнятих в Україні, а також аналіз ефективності цих заходів на основі ключових показників монетарної стабільності України: обмінного курсу, інфляції та резервів.

### Режим валютного курсу

Початок війни змусив НБУ запровадити в Україні обмеження на валютні операції та суворий контроль за рухом капіталу. Важливо відмітити, що обмеження передбачали заміну плаваючої системи обмінного курсу на фіксований курс гривні до долара США. Основна відмінність між цими двома системами полягає в тому, що система плаваючого обмінного курсу дозволяє вартості валюти коливатися залежно від ринкових сил, тоді як система фіксованого курсу включає активне керування вартістю валюти урядами або центробанками шляхом інтервенцій на валютному ринку. Вибір між цими двома системами має значні наслідки для монетарної стабільності та економічної політики. Наприклад, режим фіксованого обмінного курсу пов'язаний з певними компромісами, визначеними широко прийнятою в економіці концепцією «Неможлива трійця», яка стверджує, що країна не може одночасно мати фіксований обмінний курс, вільний рух капіталу та незалежну монетарну політику.

Середньозважений офіційний та ринковий курси грн/дол



\*Готівковий курс розраховується як середнє значення курсів купівлі та продажу валюти в українських банках (грн. за 1 долар США)

Джерело: НБУ, Мінфін України

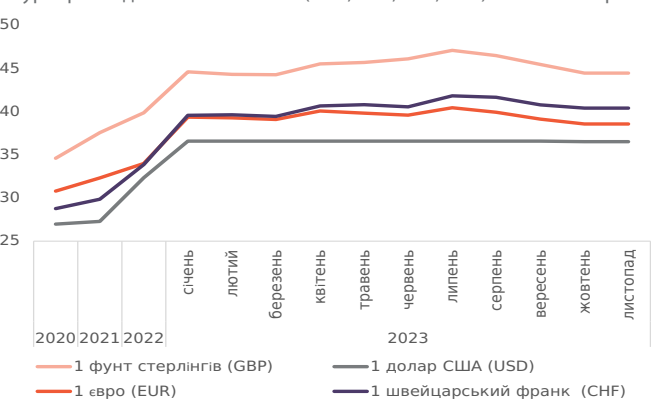
В Україні фіксований обмінний курс переважно використовувався для купівлі іноземної валюти, необхідної для критичного імпорту та певних військових поставок. Цей фіксований обмінний курс зберігався понад п'ять місяців. **21 липня 2022 року курс іноземної валюти підвищили на 25% до 35,57 грн/долар**, при цьому курс, за яким банки продають валюту, а також курс операцій за картками за кордоном зробили плаваючим. Ці заходи дозволили запобігти паніці та забезпечили стабільне функціонування фінансової системи. Проте, окрім переваг, **режим фіксованого валютного курсу має й недоліки**, найкращою ілюстрацією яких є минулий досвід самої України. В Україні світові валютні кризи 2008 та 2014 - 2015 рр. були суттєво посилені тривалою фіксацією обмінного курсу. Фіксований обмінний курс призвів до накопичення валютних дисбалансів, виснаження міжнародних резервів і ризику вимушеної глибокої девальвації, сприяючи економічній нестабільності через відсутність гнучкості в адаптації до мінливих економічних умов. Після кризи 2014 - 2015 рр. НБУ перейшов на режим плаваючого обмінного курсу. Позитивний досвід використання плаваючого обмінного курсу після 2015 р. продемонстрував гнучкість, уникаючи валютних дисбалансів і криз, водночас дозволяючи гривні коливатися відповідно до ринкових тенденцій, сприяючи відносно стабільному обмінному курсу та стабільному накопиченню міжнародних резервів НБУ.

Спираючись на цей досвід, у червні 2023 р. НБУ оприлюднив «Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу і повернення до інфляційного таргетування»<sup>2</sup>

Дотримуючись цієї стратегії, 2 жовтня НБУ оголосив про відмову від фіксованого обмінного курсу та перехід на режим керованої гнучкості. Режим керованої гнучкості обмінного курсу було запроваджено через обмеження повномасштабної війни, яка призвела до постійного дефіциту іноземної валюти на ринку. На відміну від повністю плаваючого обмінного курсу, цей підхід дозволяє НБУ керувати вартістю гривні, дозволяючи як послаблювати, так і зміцнювати її за потреби, водночас накладаючи суттєві обмеження на рух курсу в обох напрямках.

У результаті цієї зміни, офіційний курс зміцнився до 36,14 грн/долар, а курс готівкового ринку було переоцінено: 37,35-37,85 грн/долар, Станом на 4 Грудня.

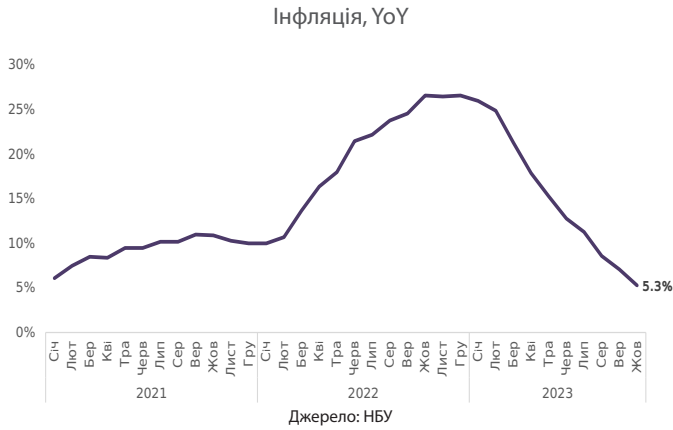
Курс гривні до основних валют (USD, EUR, CHF, GBP) за останні 4 роки



Джерело: НБУ

Важливо зазначити, що оскільки Україна зафіксувала свій обмінний курс до долара США, вартість гривні була безпосередньо прив'язана до долара США за певним обмінним курсом. Таким чином, коливання обмінного курсу гривні до інших валют залежали від руху долара США по відношенню до цих валют. Дані обмінного курсу гривні до інших валют – євро, фунт стерлінгів, швейцарський франк – показують, що фіксація гривні до долара США призвела до того, що курс гривні до цих валют з початку війни також залишався відносно стабільним. Якщо бути точним, після початкового стрибка у 2022 р. курс валют у 2023 р. був стабільним: курс гривні до євро підтримувався на рівні 39,07 - 40,43 із січня 2023 р. до жовтня 2023 р., а курс гривні до євро у листопаді 2023 р. зріс до 38,56, оскільки було введено режим керованої гнучкості обмінного курсу; аналогічно, протягом 2023 р. курс гривні до швейцарського франка залишався в діапазоні від 39,55 до 41,82, а гривня до фунта стерлінгів – від 44,26 до 47,07.

## Інфляція та ключова процентна ставка



Стабільність обмінного курсу України, відзначена режимом керованої гнучкості, запровадженим НБУ, зіграла свою роль у підтримці певного рівня цінової стабільності.

Цей відхід від механізму фіксованого обмінного курсу вплинув на відносно контрольоване економічне середовище, що спостерігалось в керованих коливаннях курсу гривні відносно основних валют. Важливо, що стабільність обмінного курсу мала певний пом'якшувальний вплив на інфляційний тиск.

У жовтні 2023 р. в Україні спостерігалось значне **уповільнення інфляції**, оскільки річний рівень знизився до 5,3% у річному обчисленні (р/р), порівняно з 7,1% р/р у вересні. У ширшому часовому проміжку Україна пережила гіперінфляцію, коли в лютому 2022 р. почалася війна з Росією, що призвело до двозначних показників інфляції. Однак у другій половині 2023 р. рівень інфляції почав знижуватися, повернувшись до довоєнного рівня.

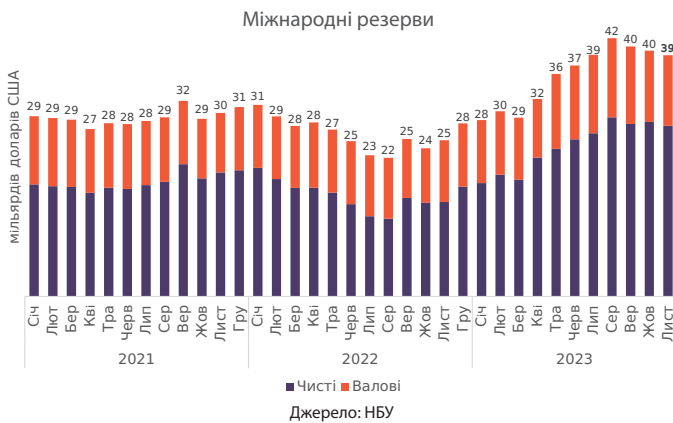
Слід зазначити, що базова інфляція, особливо під впливом цін на одяг і взуття, сповільнилася більш помітно, ніж спочатку очікував НБУ. У 2023 р. базова інфляція знизилася до 6,8% у жовтні порівняно з 8,4% у вересні завдяки зменшенню витрат на бізнес, стабільності на валютному ринку та оптимізованим ланцюгам поставання. Загальне уповільнення інфляції пояснюється розширенням пропозиції продуктів харчування та прагненням НБУ забезпечити привабливість гривневих активів у поєднанні з активною участю на валютному ринку.

Коли інфляція почала знижуватися, НБУ прийняв важливе рішення встановити **облікову ставку на рівні 16%**, починаючи з кінця жовтня, порівняно з 20% у вересні. Важливо відзначити, що НБУ підтримував жорстку монетарну політику після початку російсько-української війни з обліковою ставкою у 25%. Однак, в червні 2023 р. почався процес її пом'якшення.

Це жовтнєвє зниження ключової відсоткової ставки врівнює облікову ставку за депозитними сертифікатами овернайт (CD), знаменуючи стратегічну зміну в операційній структурі монетарної політики НБУ<sup>3</sup>. Зокрема, процентні ставки за іншими операціями НБУ з банками залишаються незмінними, зберігаючи стабільність на фінансовому ринку. По суті, ці зміни в операційній структурі монетарної політики дають НБУ можливість ефективно керувати економічною динамікою. Зберігаючи статус-кво в ставках операцій з банками, НБУ встановлює баланс, задовольняючи нагальну потребу в привабливості інструментів, водночас позиціонуючи себе для сталої економічної стійкості. Це рішення узгоджується з ширшою метою сприяння монетарному середовищу, яке підтримує помірну інфляцію та стабільність обмінного курсу протягом усього періоду прогнозування.



## Міжнародні резерви



У листопаді 2023 р. міжнародні резерви становили 38,97 млрд. доларів США, що на 1,9% менше порівняно з жовтнем 2023 р. **Зниження відбулося через інтервенції НБУ та погашення боргу у валюті, частково компенсоване міжнародною допомогою.**

У жовтні 2023 р. НБУ здійснив чистий продаж на валютному ринку на суму 3,338 млн. доларів США (продаж – 3,351 млн., купівлю – 14,0 млн. доларів) для зміцнення міжнародних резервів. Посилені інтервенції були здебільшого викликані тимчасовим сплеском попиту протягом перших днів переходу від фіксованого до керованого гнучкого обмінного курсу. Згідно з балансовими даними за період з 2 по 6 жовтня, чистий продаж валюти НБУ склав 1,152 млн. доларів, майже половину з яких НБУ вилучив у день вступу в дію нового режиму валютного курсу. Згодом інтервенції НБУ з продажу іноземної валюти стабілізувалися на рівнях, які спостерігалися до переходу до керування гнучкістю обмінного курсу.

## Висновок

З моменту вторгнення росії в Україну в лютому 2022 року Національний банк України вжив низку заходів, спрямованих на підтримку економіки країни. У цьому резюме зосереджено увагу на впроваджених політиках Нацбанком, зокрема у монетарній сфері та політиці обмінного курсу, та їхньому впливі на ключові показники економіки. Спочатку Нацбанк запровадив систему фіксованого обмінного курсу для стабілізації фінансової системи під час воєнного стану. Такий підхід є дуже ефективним у короткостроковій перспективі, проте пов'язаний зі значними витратами, які в довгостроковій перспективі переважають вигоди. Усвідомлюючи наслідки запровадження фіксованого обмінного курсу для економіки у липні 2023 року Нацбанк перейшов до режиму керованої гнучкості обмінного курсу, що дозволило контролювати коливання курсу гривні. Цей стратегічний крок, у поєднанні з активними інтервенціями на ринку та забезпеченням привабливості банківських інструментів, сприяв стабільному обмінному курсу, помітному уповільненню інфляції та подальшому зниженню облікової ставки. Відтак, незважаючи на скорочення міжнародних надходжень у листопаді 2023 році, запроваджений комплексний підхід Нацбанку дозволив мінімізувати економічні виклики і сприяв підвищенню стійкості.

Виноска:

1. Джерело: Дослідження PRC, серпень 2022. Огляд заходів, вжитих для підтримки української економіки під час війни.

[https://pmcresearch.org/periodic\\_show/423/Special-Issue-Overview-of-the-Measures-Taken-to-Support-the-Ukrainian-Economy-During-the-War](https://pmcresearch.org/periodic_show/423/Special-Issue-Overview-of-the-Measures-Taken-to-Support-the-Ukrainian-Economy-During-the-War)

2. Джерело: Стратегія пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу і повернення до інфляційного таргетування ([bank.gov.ua](https://bank.gov.ua))

<https://bank.gov.ua/en/news/all/strategiya-pomyakshennya-valyutnih-obmejen-perehodu-do-bilshoyi-gnuchkosti-obminnogo-kursu-ta-povernennya-do-inflyatsiynogo-targetuvannya>

3. Зокрема, процентні ставки за іншими операціями НБУ з банками залишаються незмінними, зберігаючи стабільність у фінансовому ландшафті.

Дивіться застереження та авторів дослідження [тут](#)