

Розвиток ринків інструментів хеджування валютних ризиків

Олександр Арсенюк
Директор Департаменту відкритих ринків
04 вересня 2025 р.



Контекст

п. 64 «Похідні монетарні інструменти» Меморандуму про економічну та фінансову політику, укладеного за підсумками 5-го перегляду програми розширеного фінансування EFF з МВФ.

«З метою хеджування валютних і процентних ризиків та покращення монетарної трансмісії НБУ в консультаціях з МФО, у тому числі за технічної допомоги, до кінця грудня 2024 року підготує концептуальну записку, яка визначатиме кроки, умови та строки, необхідні для запровадження та розвитку ринку похідних фінансових інструментів (у тому числі форвардних контрактів).»

- **Підготовка концептуальної записки здійснювалось на виконання зобов'язань,** визначених у Меморандумі про економічну та фінансову політику в рамках програми розширеного фінансування EFF.
- Метою цієї записки **є визначення підходів, умов та можливих строків відновлення функціонування ринку валютних похідних фінансових інструментів** до параметрів, які були йому притаманні в довоєнний період.
- Національний банк **вже приступив до реалізації підходів, означених в концептуальній записці.**

Історичний аспект

- В Україні до 2014 р. тривалий час панував режим де-факто фіксованого обмінного курсу із значними нормативними обмеженнями на укладення валютних деривативних контрактів;
- Як наслідок, більшість економічних агентів не мали належного усвідомлення валютних ризиків та майже не були знайомі з інструментами їх хеджування, а банки (за відсутності попиту) майже не пропонували такі інструменти;
- Нормативні обмеження на укладання валютних деривативних контрактів почали послаблюватися з ухваленням у 2019 р. нового закону «Про валюту та валютні операції», послідовним здійсненням валютної лібералізації та використанням режиму плаваючого курсу;
- Утім, навіть після запровадження цих заходів, відчувався брак фінансової обізнаності щодо деривативних контрактів та культури їх укладання;
- До повномасштабного вторгнення НБУ не встиг повністю лібералізувати операції з валютними деривативами, а з початком війни змушений був повернутися до режиму фіксованого курсу та застосування значних валютних обмежень (у т. ч. на операції з валютними деривативами);
- У 2023 р. НБУ ухвалив *Стратегію пом'якшення валютних обмежень, переходу до більшої гнучкості обмінного курсу та повернення до інфляційного таргетування*, розпочав поступове послаблення валютних обмежень та перейшов до режиму керованої гнучкості валютного курсу;
- Розроблена в межах Стратегії *Дорожня карта поступового пом'якшення валютних обмежень* передбачає послаблення операцій з валютними деривативами в межах III етапу її реалізації.
- Водночас, розроблена в межах програми EFF *Концептуальна записка визначення підходів, умов та строків відновлення функціонування ринку валютних похідних фінансових інструментів* дала змогу розпочати послаблення таких обмежень вже в межах II етапу Дорожньої карти.

**Минуле: період до
повномасштабного вторгнення**

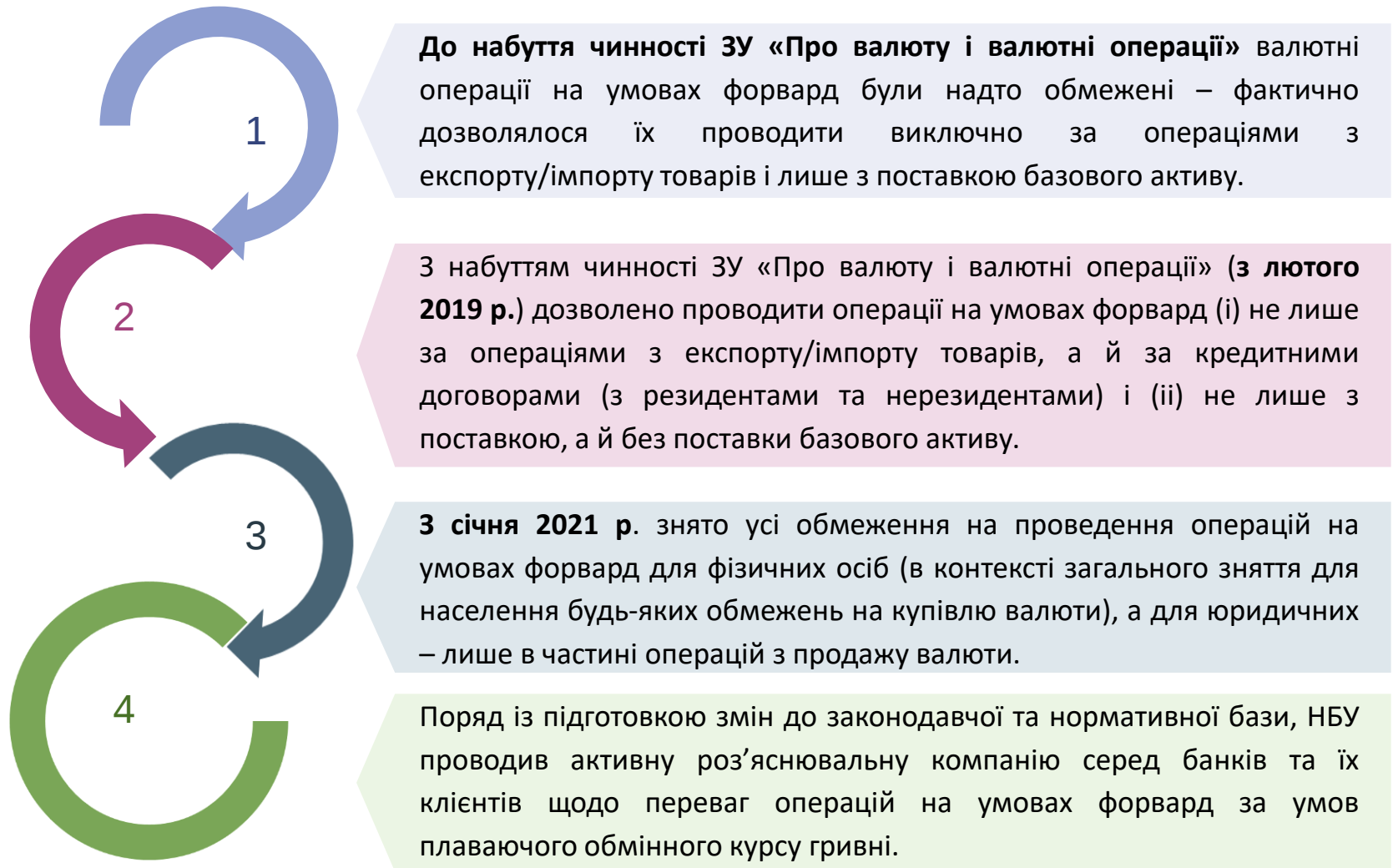
Багаторічне утримання фіксованого курсу та валютні обмеження гальмували розвиток ринку валютних деривативів

Міжнародні резерви НБУ та обмінний курс гривні до долара США

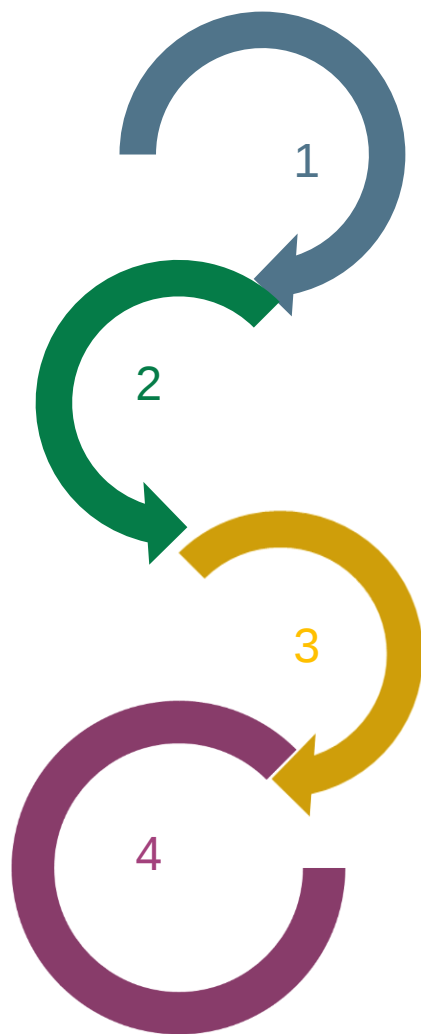


- Багаторічне утримання де-факто фіксованого курсу зазвичай супроводжувалося значними ризиками раптової і значної девальвації через виснаження валютних резервів;
- За таких умов НБУ під час утримання фіксованого курсу зберігав жорсткі обмеження на укладення валютних деривативних угод, аби не створювати потенційне додаткове джерело тиску на курс;
- Із запровадженням у 2014 р. плаваючого курсу обмеження на валютні деривативи почали поступово послаблюватися, але навіть при послабленні обмежень ринок таких контрактів розвивався повільно через брак обізнаності про такі інструменти та культури роботи з ними.

Еволюція регулювання та проведення валютних операцій на умовах **ФОРВАРД** до широкомасштабного вторгнення



Еволюція регулювання та проведення валютних операцій на умовах СВОП до широкомасштабного вторгнення



До набуття чинності ЗУ «Про валюту і валютні операції» операції на умовах своп мали можливість проводити лише банки і лише з іншими банками, з НБУ або з МФО. Такі операції мали бути виконані банками в строк до **365** календарних днів

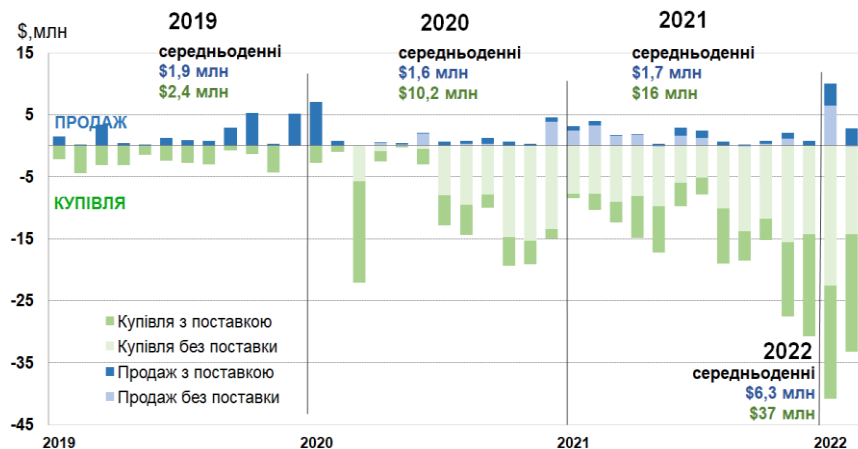
3 лютого 2019 р. для банків було знято обмеження щодо строку операції, а для клієнтів було дозволено проводити такі операції з визначеним обмеженням: (i) резидентам – лише продавати валюту банку; (ii) нерезидентам – лише купувати валюту у банку. Для нерезидентів, які продавали валюту за гривню для купівлі ОВДП (на строк не більше 14 роб. днів), обмеження не застосовувались.

3 січня 2021 р. фізичним особам - резидентам надано можливість проводити операції своп без обмежень, ураховуючи загальний контекст лібералізації операцій з купівлі валюти фізичними особами.

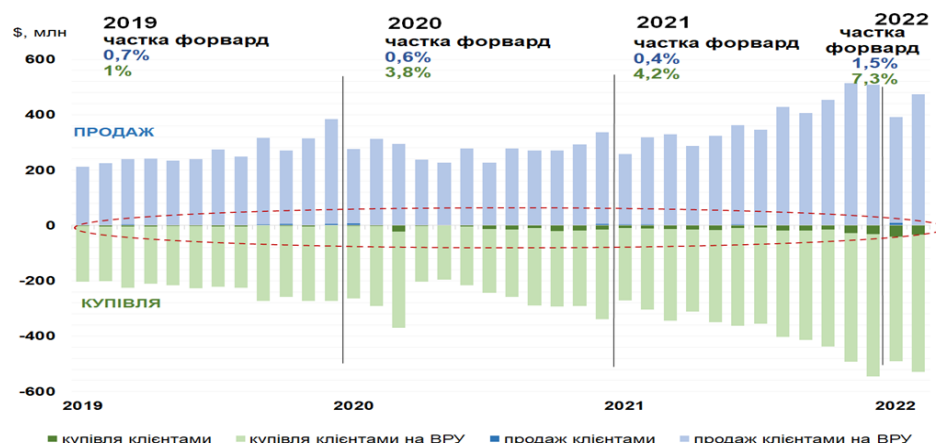
Збереження обмежень для юридичних осіб - резидентів та нерезидентів (юридичних та фізичних осіб) за напрямком їх проведення обумовлювалося продовженням дії загальних норм щодо купівлі іноземної валюти юридичними особами - резидентами лише за наявності підстав/зобов'язань, а також нормативних обмежень на використання гривні нерезидентами.

Операції на умовах **форвард** на валютному ринку в Україні в період **до широкомасштабного вторгнення**

Середньоденні обсяги операцій клієнтів банків на умовах **форвард** в період до широкомасштабного вторгнення



Середньоденні обсяги операцій клієнтів банків на ВРУ, в т.ч. на умовах **форвард**, в період до широкомасштабного вторгнення



До широкомасштабного вторгнення в частині операцій клієнтів на умовах **форвард** спостерігалось **зростання** :

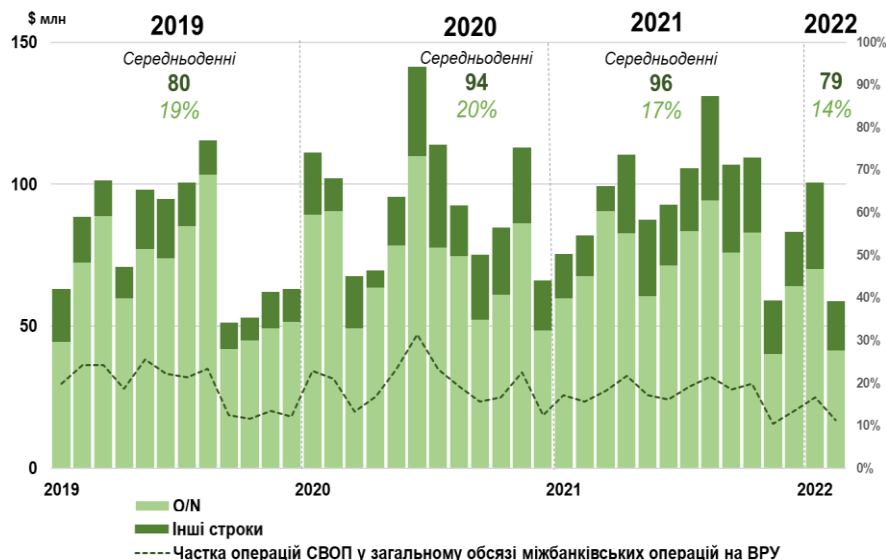
- ✓ **середньоденних обсягів операцій**: з \$2 млн. (як з купівлі так і з продажу) у 2019 р. до \$37 млн. (з купівлі) та до \$6 млн. (з продажу) у січні-лютому 2022 р.;
- ✓ **частки таких операцій** в загальному обсязі безготівкових операцій клієнтів на ВРУ: з 1% (як з купівлі так і з продажу) у 2019 р. до 7% (з купівлі) та до 2% (з продажу) у січні-лютому 2022 р.;
- ✓ **частки угод без поставки базового активу**: їх частка в загальному обсязі форвардних угод клієнтів у 2020 р. становила 62% (купівля валюти) та 39% (продаж), у 2021-січні-лютому 2022 рр. – 50% (як купівля, так і продаж).

Окрім нетривалого періоду з жовтня 2019 р. до січня 2020 р. в структурі форвардних угод клієнтів превалювали операції з купівлі валюти, відображаючи асиметричність сприяння учасниками ринку ризиків девальвації та ревальвації.

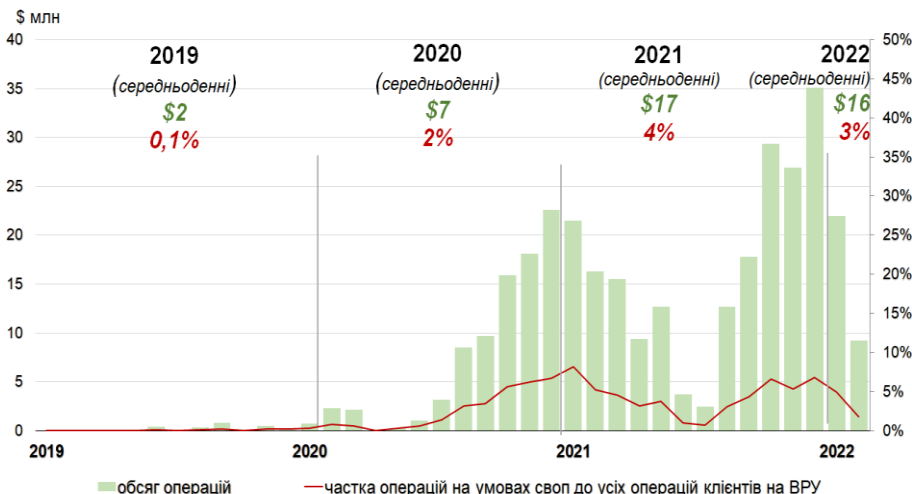
Банки не відчували значної потреби в використанні форвардів, для хеджування власних валютних ризиків, адже вони мали змогу без обмежень купувати іноземну валюту на умовах спот в межах встановлених лімітів валютної позиції. Тому частка операцій на умовах форвард в загальному обсязі операцій **між банками** на ВРУ становила 0,03%

Операції на умовах **SWAP** на валютному ринку в Україні в період до широкомасштабного вторгнення

Середньоденні обсяги угод **SWAP** між банками в період до широкомасштабного вторгнення



Середньоденні обсяги операцій **SWAP** з продажу валюти клієнтами банків на ВРУ в період до широкомасштабного вторгнення



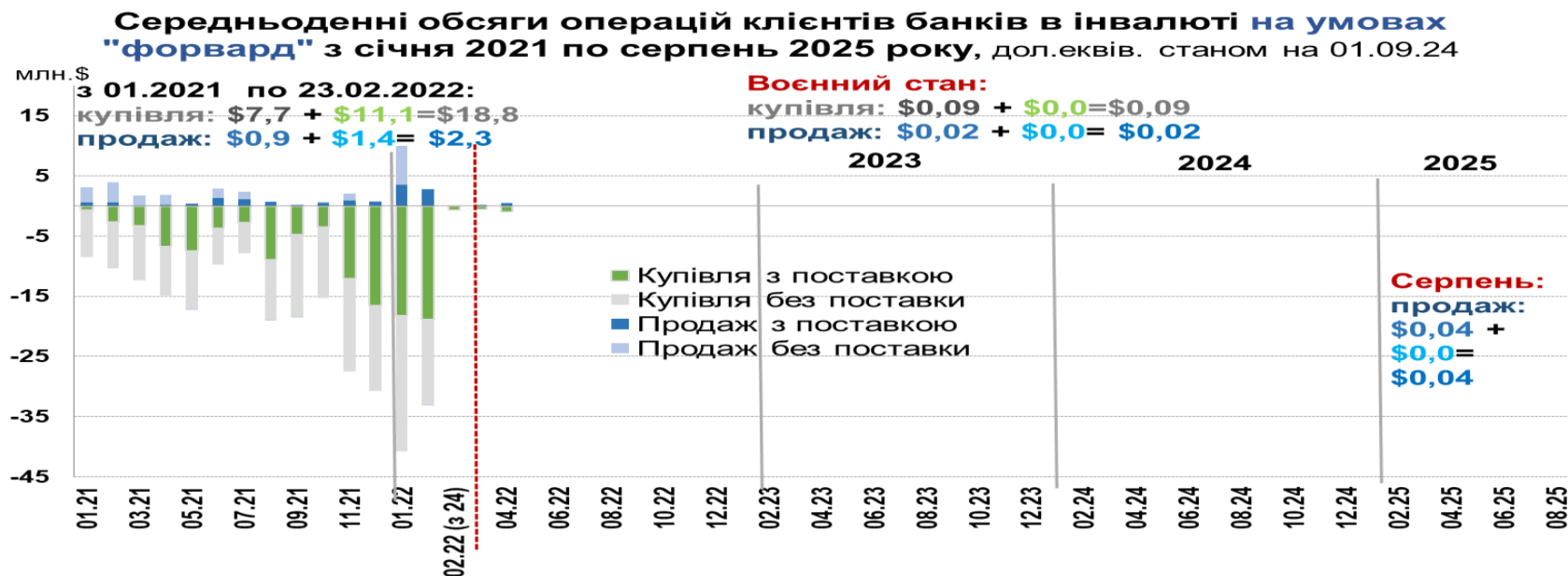
До початку війни в частині операцій клієнтів на умовах **SWAP** (продаж валюти клієнтами) спостерігалось зростання:

- ✓ середньоденних обсягів операцій з \$0,2 млн. у 2019 р. до \$16 млн. у січні-лютому 2022 р.;
- ✓ частки таких операцій в загальному обсязі безготівкових операцій клієнтів на ВРУ: з 0,1% у 2019 р. до 3% у січні-лютому 2022 р.

Операції на умовах SWAP банки традиційно розглядали не стільки як інструмент для хеджування валютних ризиків, скільки як операцію грошового ринку із залучення/розміщення ліквідності. Утім, в умовах постійно зростаючого профіциту ліквідності простір для проведення ресурсних операцій звужувався.

Сучасне: період воєнного стану

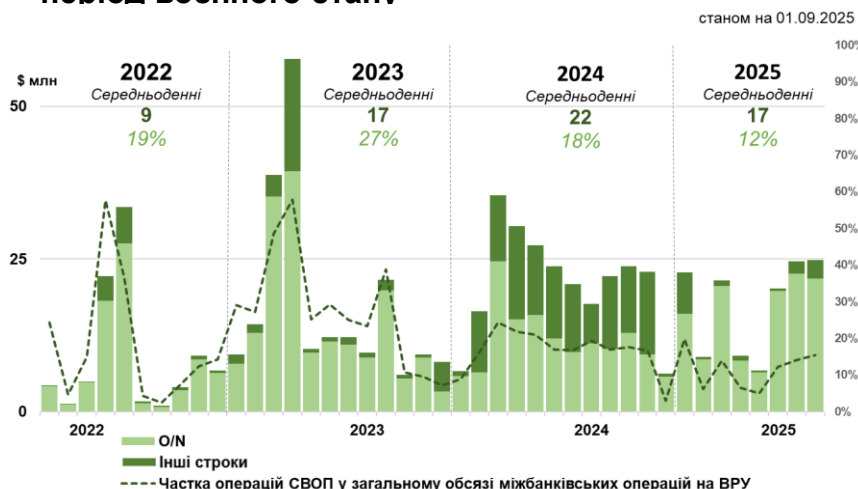
Операції на умовах **форвард** у період воєнного стану



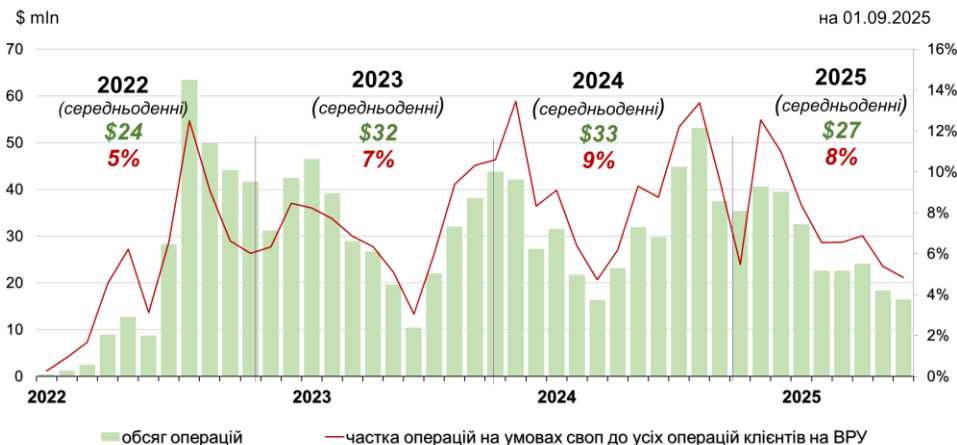
- з початком широкомасштабного валютні деривативні контракти були заборонені. У березні 2022 р. банкам лише дозволили закрити позицію за форвардними договорами, укладеними до початку воєнного стану;
- обсяг операцій клієнтів банків на умовах "форвард" на ВРУ (тільки закриття угод укладених до 23.02.2022 р.) з купівлі валюти з початку війни до жовтня 2022 р. – \$4 млн./день, з продажу – \$1,6 млн./день. З листопада 2022 році такі операції не здійснювалися;
- у травні та серпні 2025 р. НБУ дозволив укладати окремі види валютних форвардних контрактів (детальніше див. слайд 20). Водночас, до сьогодні учасники ринку майже не користуються цими можливостями. Так, в період з 10.05.2025 по 31.08.2025:
 - ✓ укладено 5 угод на продаж клієнтами валюти на умовах форвард з поставкою базового активу (у липні – 1 угода обсягом \$0,1 млн., у серпні 4 угоди загальним обсягом \$0,8 млн.);
 - ✓ угод між банками та угод з купівлі валюти на умовах форвард клієнтами не зафіксовано. Також не фіксувалися угоди з продажу валюти клієнтами на умовах форвард без поставки базового активу.

Операції на умовах **SWAP** у період воєнного стану

Середньоденні обсяги угод **SWAP** між банками у період воєнного стану



Середньоденні обсяги операцій **SWAP** клієнтів банків з продажу валюти* у період воєнного стану



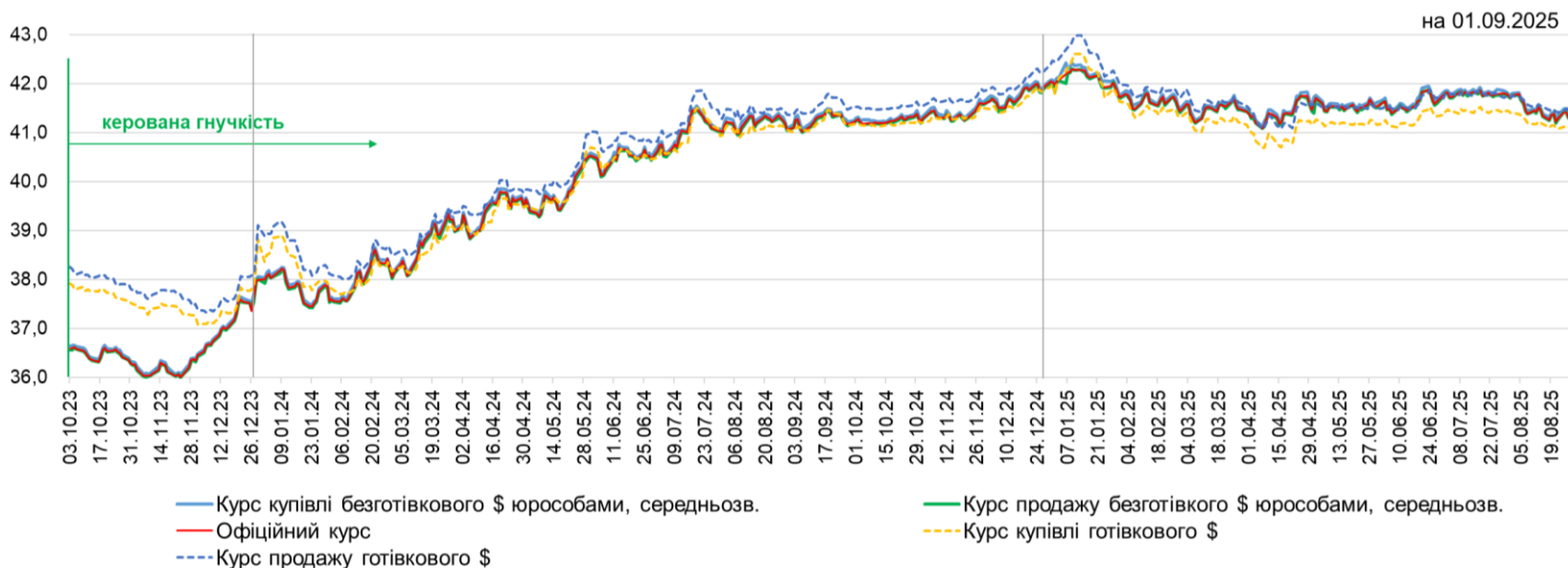
* Без урахування центрального контрагента та іноземного банка-депозитарія

- Впродовж періоду воєнного стану за операціями SWAP банкам було дозволено проведення операцій:
 - ✓ з іншими банками, міжнародними фінансовими організаціями, або ж центральним контрагентом без обмежень;
 - ✓ з іншими клієнтами-резидентами – лише у разі обміну іноземної валюти в межах 1 групи Класифікатора та/або з купівлі-продажу іноземної валюти, якщо перша частина операції передбачає купівлю банком у клієнта іноземної валюти;
 - ✓ з іноземним банком-депозитарієм, що має рахунок у цінних паперах в НБУ(Clearstream), з купівлі-продажу іноземної валюти, якщо перша частина операції передбачає продаж банком іноземної валюти Clearstream.
- обсяг міжбанківських операцій SWAP з купівлі/продажу валюти зріс з \$9 млн/день у 2022 р. до \$22 млн/день у 2024 р. та \$17 млн./день за 8 міс. 2025 р.
- обсяг операцій на умовах своп з продажу валюти клієнтами банків (крім центрального контрагента та іноземного банка-депозитарія) зріс з \$24 млн/день у 2022 р. до \$33 млн/день у 2024 р.

Майбутнє: підходи, умови та можливі строки лібералізації операцій з валютними деривативами

Курсові коливання за режиму керованої гнучкості накладають на економічних агентів додаткові валютні ризики

Офіційний та ринкові обмінні курси гривні до долара США в період після запровадження режиму керованої гнучкості курсу



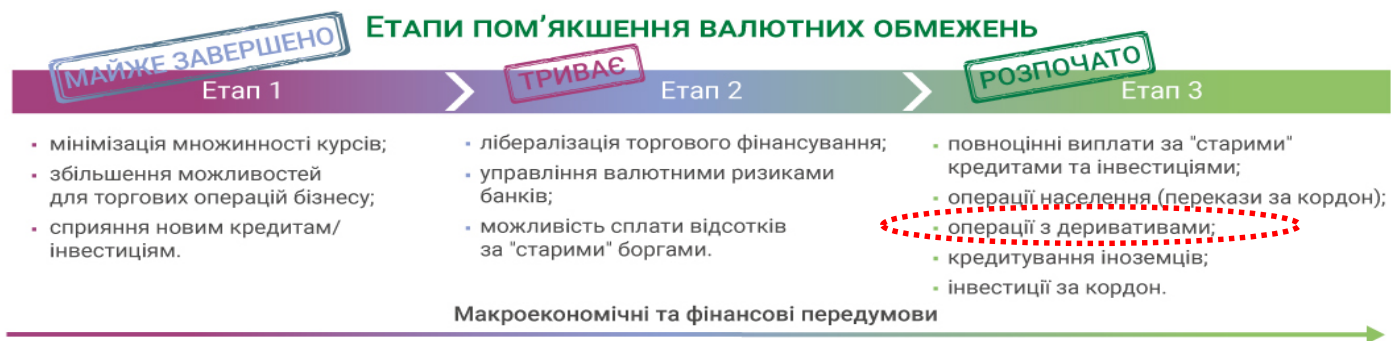
Різні категорії учасників ринку мають на сьогодні різні можливості в хеджуванні своїх валютних ризиків. У банків та фізичних осіб такі можливості значно більші порівняно із небанківськими суб'єктами господарювання. Зокрема:

- ✓ **банки** можуть вільно купувати іноземну валюту на умовах «спот» в межах ліміту валютної позиції;
- ✓ **фізичні особи** можуть порівняно вільно купувати та акумулювати іноземну валюту як на готівковому сегменті, так і (обмежено) – за безготівковими операціями. Також для них доступна опція індексованого на курс депозиту;
- ✓ **юридичні особи** мають обмежені можливості купувати та акумулювати на рахунках іноземну валюту: (i) купівля валюти дозволена лише за вичерпним переліком операцій; (ii) куплена валюта має бути використана на заявлені упродовж двох днів; (iii) купівля валюти не дозволена за наявності на рахунках власної валюти.

Отже, юридичні особи мають об'єктивну потребу в доступі до інструментів хеджування валютного ризику.

Послаблення обмежень на валютні деривативи: pro and cons

Послаблення обмежень на операції з валютними похідними інструментами здійснюватиметься в межах Стратегії і з огляду на визначені в ній макроекономічні та фінансові передумови.



PRO

- **Бізнес отримує можливість зменшувати валютні ризики** → це стимулює економічну активність, знижує ефекти перенесення курсових коливань на ціни та рівень доларизації.
- **Розподіл великих обсягів купівлі/продажу валюти в часі** → зменшує ймовірність різких курсових коливань у разі ситуативних шоків.



Cons

- **Формування тиску на курс** чи посилення його руху в напрямку однорідних очікувань його майбутньої зміни учасниками ринку.
- **Валютний форвард спрощує можливість купувати валюту за рахунок запозиченої гривні** → це може посилити тиск на міжнародні резерви, оскільки збільшиться потреба в інтервенціях НБУ для згладжування курсових коливань.

Курсові очікування економічних агентів у середньо- та довгостроковій перспективі суттєво зміщені у бік девальвації. Отже, ймовірність реалізації окресленого негативного ефекту є високою, натомість ймовірність реалізації зазначених позитивних ефектів – дзеркально нижчою.

Механізми нівелювання ризиків послаблення обмежень на операції з валютними деривативами

- ❑ Пом'якшення будь-яких валютних створює як можливості, так і ризики, тому відновлення функціонування ринку валютних деривативів в Україні має супроводжуватися **механізмами нівелювання ризиків**.

Серед них слід виділити такі:

- ✓ *поступовість зняття заборон на проведення операцій за деривативними контрактами грошового ринку;*
- ✓ *встановлення запобіжних обмежень щодо напрямку (продаж чи купівля), обсягу (ліміти), підстав та способу (з поставкою чи без поставки) проведення операцій;*
- ✓ *проведення на постійній основі моніторингу обсягу та цінових параметрів операцій з інструментами хеджування, нагляду за дотриманням встановлених обмежень банками та їх клієнтами;*
- ✓ *здійснення оцінки впливу операцій з деривативними інструментами на спотовий сегмент, баланси банків та міжнародні резерви;*
- ✓ *за необхідності проводити калібрування встановлених обмежень та відтермінування наступних кроків із зняття заборон на операції за деривативними контрактами.*

Ключові принципи валютної лібералізації для збереження контрольованості процесів на валютному ринку

- Першими послаблюються обмеження, які не впливають на баланс попиту та пропозиції на валютному ринку, або ж сприяють створенню додаткової пропозиції валюти на ньому. Такі обмеження можуть зніматися ще під час реалізації II етапу Дорожньої карти.
- Усі обмеження, які містять **потенціал для створення додаткового попиту на валюту**, послаблюються на III етапі реалізації Дорожньої карти.
- Серед однорідних операцій спершу послаблюються обмеження на угоди **з поставкою базового активу**, потім – **на угоди без поставки базового активу**.
- Спочатку послаблюються обмеження на угоди, які дають змогу **хеджувати валютний ризик за операціями з імпорту товарів**, потім – за операціями **із залучення коштів від нерезидентів або від банку**.
- Обмеження за операціями, **які створюють додатковий попит на валютному ринку**, спочатку послаблюються **в межах певного ліміту**, і лише в подальшому банкам може бути надана можливість проводити такі операції без обмежень за обсягами.
- Обмеження, які потребують запровадження **додаткової звітності для контролю за наслідками** їх послаблення, пом'якшуються лише після готовності систем статистичної звітності (зокрема, послаблення на проведення операцій через встановлення лімітів на їх проведення).

Послідовність послаблення обмежень на операції на умовах форвард

В межах II етапу Дорожньої карти без встановлення лімітів

- ✓ Будь-які форвардні операції між банками;
- ✓ Операції з продажу клієнтами (фізичними та юридичними особами) банкам іноземної валюти на умовах форвард з поставкою базового активу;
- ✓ Операції з продажу клієнтами (фізичними та юридичними особами) банкам іноземної валюти на умовах форвард без поставки базового активу.

В межах III етапу Дорожньої карти в межах лімітів з поступовим їх розширенням та скасуванням*

- ✓ Купівля клієнтами-резидентами у банків іноземної валюти на умовах форвард (з поставкою базового активу) для хеджування ризику зміни курсу за операціями з імпорту товару;
- ✓ Купівля клієнтами-резидентами у банків іноземної валюти на умовах форвард (без поставки базового активу) для хеджування ризику зміни курсу за операціями з імпорту товару;
- ✓ Купівля клієнтами-резидентами у банків іноземної валюти за гривні на умовах форвард (з поставкою базового активу) для хеджування ризику зміни курсу за кредитними договорами (договорами позики);
- ✓ Купівля клієнтами-резидентами у банків іноземної валюти за гривні на умовах форвард (без поставки базового активу) для хеджування ризику зміни курсу за кредитними договорами (договорами позики).

**ліміти на суму іноземної валюти, яку банки матимуть змогу продавати клієнтам через відповідні операції. Такі ліміти будуть встановлюватися як відносний показник у відсотках до регулятивного капіталу банків. В процесі валютної лібералізації ці ліміти поступово розширюватимуться з повним їх скасуванням в період до кінця реалізації III етапу Дорожньої карти.*

Послідовність послаблення обмежень на операції на умовах SWAP

Діючі обмеження на проведення операцій на умовах **своп** пропонується пом'якшувати в межах III етапу Дорожньої карти.

Фізичні особи

На III етапі Дорожньої карти передбачено відміну обмежень на валютні операції фізичних осіб-резидентів. Ця відміна стосуватиметься і операцій з купівлі іноземної валюти на умовах своп.

Лібералізацію операцій на умовах своп доцільно зробити після відновлення можливості фізичним особам без обмеження за сумою купувати безготівкову іноземну валюту без наявності підстав та/або зобов'язань.

Юридичні особи

Кінцевою метою реалізації Дорожньої карти є вихід на режим валютного регулювання, який існував до початку періоду воєнного стану.

Для операцій юридичних осіб-резидентів вже діє такий режим проведення операцій на умовах своп, який діяв до початку періоду воєнного стану.

Нерезиденти

До війни нерезиденти мали змогу продавати іноземну валюту на умовах своп строком до 14 днів, якщо кошти в гривні спрямовуються на цілі придбання ОВДП.

Наразі нагальна потреба у відновленні проведення таких операцій відсутня через незацікавленість нерезидентів в купівлі ОВДП. Тому відновлення можливості їх проведення можливе у разі відновлення матеріального попиту нерезидентів на ОВДП.

Учасники ринку неактивно користуються можливостями що вже надані в межах лібералізації операцій з валютними деривативами

3 10 травня 2025 року дозволено:

1) **продаж** клієнтами банкам іноземної валюти на умовах “форвард” з **поставкою базового активу**.

3 6 серпня 2025 року дозволено:

1) **продаж** клієнтами іноземної валюти на умовах «форвард» банкам **без поставки базового активу**;

2) **купівлю** клієнтами – резидентами (юридичними особами та фізичними особами-підприємцями) іноземної валюти на умовах «форвард» **з поставкою базового активу для хеджування** ризику зміни курсу іноземної валюти за операціями з імпорту товарів за умови, а саме:

на кінець кожного робочого дня загальний обсяг проданої банком клієнтам валюти на умовах “форвард” за діючими форвардними договорами не перевищує загального обсягу купленої банком у клієнтів іноземної валюти за діючими форвардними договорами (як з поставкою базового активу, так і без).

ДОВІДКОВО: в період з 10.05.2025 по 31.08.2025:

- ✓ укладено 5 угод на продаж клієнтами валюти на умовах форвард з поставкою базового активу (у липні – 1 угода обсягом \$0,1 млн., у серпні 4 угоди загальним обсягом \$0,8 млн.);
- ✓ угод між банками та угод з купівлі валюти на умовах форвард клієнтами не зафіксовано. Також не фіксувалися угоди з продажу валюти клієнтами на умовах форвард без поставки базового активу.

Розвиток ринків інструментів хеджування валютних ризиків: *питання до обговорення*

Будь ласка, висловіть свою думку з наступних питань:

- ✓ *наскільки зрозумілими та оптимальними вбачаються принципи та послідовність пом'якшення валютних обмежень на операції з валютними деривативами?*
- ✓ *що стає на заваді більш активному використанню тих можливостей з проведення операцій з валютними деривативами, які вже надані суб'єктам ринку?*