

«Населення має спокійно ставитися до коливань обмінного курсу в межах 2% - це наше завдання...»

С. Арбузов

Сальдо валютних інтервенцій НБУ знову набуло від'ємних значень і за підсумком червня становило 1,5 млрд. дол. США. НБУ здійснював інтервенції як з купівлі, так і з продажу іноземної валюти

Обсяг міжнародних резервів скорочується другий місяць поспіль - зменшення на 0,9% до 37,6 млрд. дол. США¹ на кінець червня.

На їх скорочення, крім від'ємних інтервенцій, впливали курсова переоцінка в умовах девальвації долара США до євро на світових валютних ринках та здійснення планових платежів Уряду України з обслуговування зовнішнього державного боргу.

Сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу² у червні 2011 року було від'ємним та становило 188 млн. дол. США (у червні 2010 року воно було додатне, на рівні 142 млн. дол. США). Сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій у червні 2011 року було сформовано також від'ємним на рівні 188 млн. дол. США (у червні 2010 року додатне - 2674 млн. дол. США).

Середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському ринку девальзував лише на 0,04% з 7,9782 грн./дол. США на кінець травня до 7,9812 грн./дол. США на кінець червня. Коливання протягом місяця були в межах 7,9812 - 7,9946 грн./дол. США.

Офіційний курс гривні до долара США³ відображав ринкові котирування і на кінець місяця також незначно девальзував - на 0,02%, з 7,9706 грн./дол. США на кінець травня до 7,9723 грн./дол. США на кінець червня. Діапазон коливань офіційного курсу становив 7,9715 - 7,9735 грн./дол. США.

Невпевненість населення у гривні підтверджує та обставина, що українці більше купують іноземної валюти, ніж продають - негативне сальдо продажу/купівлі населенням іноземної валюти збільшилось з 0,9 млрд. дол. США у травні до 1,2 млрд. дол. США у червні.

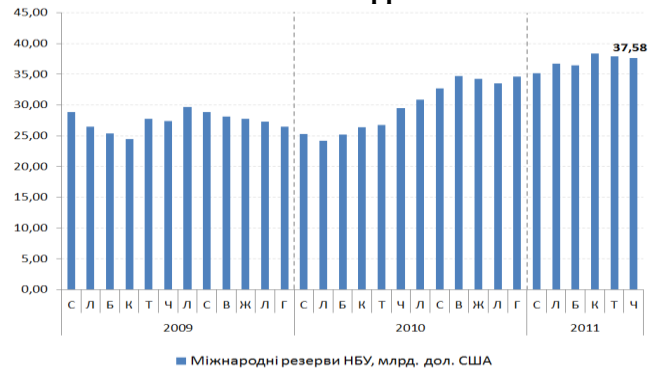
Попит на готівкову гривню у 2 рази перевищував її пропозицію - обсяги пропозиції населенням готівкової валюти зросли на 9,1% до 1,7 млрд. дол. США у той час як зростання попиту на неї становило 18,7% до 2,9 млрд. дол. США. Таким чином від'ємне сальдо продажу/купівлі населенням іноземної валюти з початку року становило 6,1 млрд. дол. США.

При цьому готівкова гривня за операціями з продажу доларів США девальгувала лише на 0,01% - з 7,998 грн./дол. США на кінець травня до 7,9991 грн./дол. США на кінець червня, хоча протягом місяця максимальне значення готівкового курсу продажу переходило психологічну межу у 8 грн./дол. США.

Результати дослідження компанії [X-Trade Brokers Ukraine](#) показали, що гривні довіряють лише 5% населення України, тоді як найстабільнішою валютою вважають євро (57% респондентів), долар (19%), англійський фунт (10%), швейцарський франк (8%).

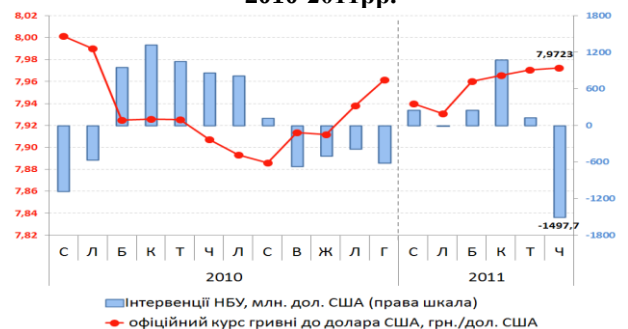
Офіційний курс гривні до євро у червні девальгував на 1,1% - з 11,3756 грн./євро на кінець травня до 11,5 грн./євро на кінець червня, що повністю відповідало девальвації долара США відносно євро на міжнародних валютних ринках (долар США девальгував на 0,7% - з 1,438 дол. США/євро на кінець травня до 1,4475 дол. США/євро на кінець червня).

Міжнародні резерви НБУ, млрд. дол. США у 2009-2011рр.



Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

Динаміка інтервенцій НБУ, млн. дол. США та офіційний курс грн./дол. США на кінець періоду у 2010-2011рр.



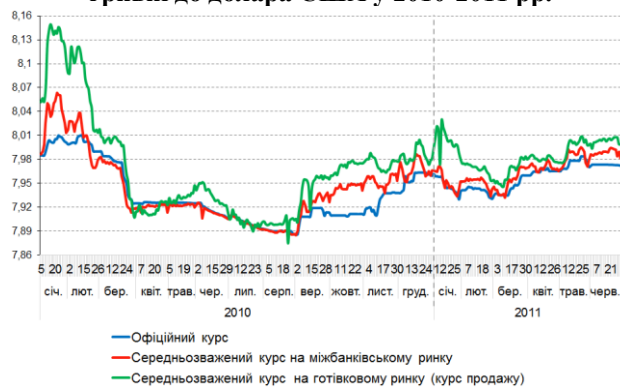
Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

¹ За попередніми даними.

² Попередні дані Аналітичного огляду НБУ "Оцінка стану платіжного балансу України. Червень 2011"

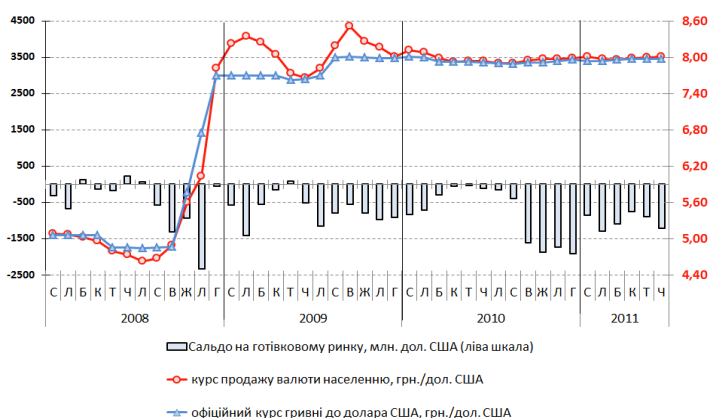
³ Згідно з постановою Національного банку від 30.04.2009 № 264 "Про внесення зміни до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів" значення офіційного курсу гривні до долара США встановлюється на рівні курсу, що визначається як середньозважений курс продавців та покупців на міжбанку, який сформувався за попередній робочий день, з можливістю відхилення +/- 2 відсотки.

Динаміка офіційного курсу гривні до долара США, середньозваженого курсу на міжбанку та готівкового курсу гривні до долара США у 2010-2011 рр.



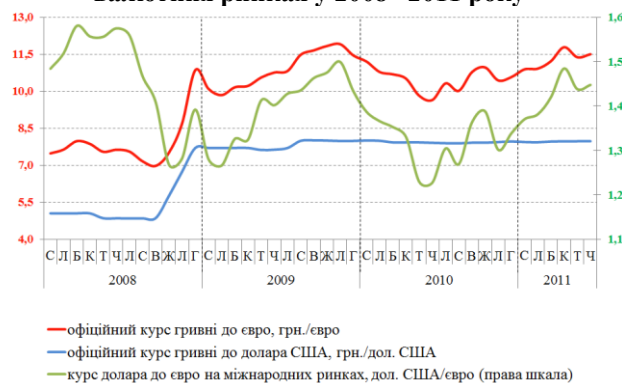
Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

Операції та курс гривні до долара США на готівковому валютному ринку



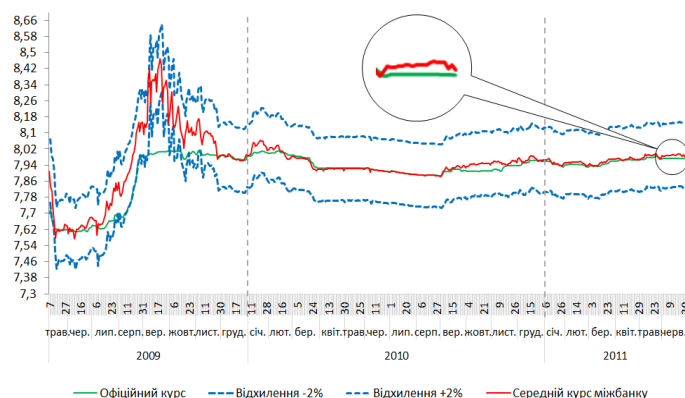
Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

Динаміка офіційного курсу гривні до долара США та до євро та динаміка курсу долара до євро на міжнародних валютних ринках у 2008–2011 роках



Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

Динаміка офіційного курсу гривні до долара США у 2009-2011 рр. в рамках можливого діапазону відхилень від міжбанківського курсу +/-2%



Джерело: НБУ Розрахунки: ІЕЕ

Так потрібно чи ні позбавлятися гривні?!

Для відповіді на це питання потрібно проаналізувати фактори курсоутворення, а також визначитися з періодом прогнозу.

На динаміку гривні до основних валют в першу чергу будуть впливати наступні фактори:

1. Фундаментальний фактор (зовнішній, внутрішній).
2. Фактор очікувань.
3. Адміністративний вплив.

Фундаментальний фактор.

Внутрішній фактор.

Зростання негативного сальдо поточного рахунку.

За попередніми даними НБУ у червні дефіцит поточного рахунку скоротився до 188 млн. дол. США (у травні – 790 млн. дол. США), що було зумовлено насамперед зниженням дефіциту зовнішньої торгівлі товарами та виплат за доходами. За перші 6 місяців дефіцит поточного рахунку зріс до 2,5 млрд. дол. США, тоді як у минулому році за цей період він був зведений з профіцитом (552 млн. дол. США). Продовжується зростання кумулятивного дефіциту поточного рахунку за останні 12 місяців, який у червні становив 6,0 млрд. дол. США (4% від ВВП).

У червні сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій було від'ємним (188 млн. дол. США), що стало результатом скорочення зовнішньої заборгованості приватним сектором та високих обсягів приросту готівкової валюти поза банками. Частково це було компенсовано розміщенням урядом ОЗДП. У цілому за перше півріччя 2011 року профіцит рахунку капіталу та фінансових операцій платіжного балансу становив 4,3 млрд. дол. США (за 6 місяців 2010 року – 3,9 млрд. дол. США). Профіцит було сформовано за рахунок припливу боргового капіталу в державний і квазідержавний сектори, надходження коштів на приватизацію та формування додатного сальдо за статтею “Торгові кредити” (2,6 млрд. дол. США в I кварталі).

Вразливість платіжного балансу до зовнішніх ризиків пояснюється залежністю від притоку валюти в країну по фінансовому рахунку (портфельні інвестиції, короткостроковий капітал, розміщення Урядом ОЗДП, транші МВФ). Дані надходження є борговими зобов'язаннями, а отже залучені на умовах тимчасовості і зворотності.

Остроко морець Олег Ostrik81@mail.ru

Довідково: У Національному банку прогнозують практично нульовий, профіцит платіжного балансу за підсумками 2011 року, про що говориться в останньому проспекті емісії єврооблігацій України. В НБУ такий прогноз пояснюють активізацією споживчого та інвестиційного імпорту і, як наслідок, високим дефіцитом поточного рахунку, який складе 5,7 млрд. дол. США. Для порівняння - 2,9 млрд. дол. США у 2010 році. Водночас в Нацбанку очікують на скорочення позитивного сальдо надходжень за фінансовим рахунком - до 5,9 млрд. дол. США, що істотно нижче за показник минулого року (7,9 млрд. дол. США). Зокрема, приплив прямих іноземних інвестицій складе 6,5 млрд. дол. США, а чисті залучення підприємств реального сектора економіки - 2,3 млрд. дол. США.

Затримка співпраці з МВФ.

Припинення співпраці з МВФ стане приводом до зниження міжнародними агентствами кредитних рейтингів і закриття можливості зовнішнього фінансування та спричинить виведення іноземного капіталу (ефект несподіваної зупинки).

Боргове навантаження.

За даними статистичного звіту НБУ «Зовнішній борг України на кінець I кварталу 2011 року» протягом I кварталу поточного року обсяг валового зовнішнього боргу України збільшився на 3,1 млрд. дол. США (на 2,7%) і за станом на 01.04.2011 досяг 120,5 млрд. дол. США (84,1% від ВВП). У I кварталі 2011 року динаміку валового обсягу зовнішніх зобов'язань України характеризували:

- подальше накопичення короткострокового боргу інших секторів за торговими кредитами та простроченою заборгованістю (1,8 млрд. дол. США);

- чергове залучення Урядом зовнішніх фінансових ресурсів під розміщені ОЗДП.

Обсяг короткострокового зовнішнього боргу за залишковим терміном погашення протягом звітного кварталу збільшився на 1,7 млрд. дол. США та становив 51,0 млрд. дол. США. Рівень його покриття міжнародними резервами на кінець I кварталу зріс до 71,4% (порівняно з 70,1% на кінець 2010 року).

Основною валютою зовнішніх запозичень за станом на 01.04.2011 залишається долар США (69,3%), зобов'язання в СПЗ становлять 13,9%. Питома вага зобов'язань в євро за I квартал зросла з 10,7% до 11,2%. Частка зовнішньої заборгованості в гривні залишається незначною – 2,6%, хоча вона й збільшилася порівняно з 2,3% на початок року.

Міжнародні резерви.

Від'ємне сальдо зведеного платіжного балансу в червні було профінансовано за рахунок резервних активів. Їх обсяги за станом на 01.07.2011 становили 37,6 млрд. дол. США, що є достатнім для фінансування 4,6 місяця імпорту майбутнього періоду. Однак, як говорилося раніше, негативне сальдо інтервенцій НБУ в червні вже становило 1,5 млрд. дол. США.

Слід зазначити, що на даний момент рівень міжнародних резервів НБУ достатньо високий, але у період розгортання світової фінансової кризи у 2008 році ще у серпні рівень міжнародних резервів становив 38,1 млрд. дол. США і перевищував їх поточний рівень – 37,6 млрд. дол. США, однак, це не допомогло погасити паніку на валютному ринку. Якщо ж враховувати загальний обсяг траншів МВФ, боргу СДУ, банківського та приватного сектору у загальному обсязі міжнародних резервів, то стає зрозуміло, що наша курсова стабільність тримається на коштах МВФ, а споживати імпорт ми також продовжуємо в борг як було і до 2008 року.

Зовнішній фактор.

Невирішеність проблем з лімітом державного боргу США і дефіцитом бюджетів деяких країн ЄС.

Динаміка долара на світових валютних ринках буде залежати від того, чи зможе економіка США відновитись самостійно, або з використанням нових ін'єкцій ліквідності.

Ділова активність американської промисловості залипень провалилася до рівня 50,9 що стало мінімальним значенням за 23 місяці. Індекс нових замовлень знизився до 49,2 і вказує на прецесійні процеси, індекс виробництва знизився до 52,3, індекс зайнятості до 53,5. Можливо ми вже скочуємося в рецесію і тоді [на порозі QE3](#).

Довідково: $QE = QE$ або *quantitative easing* - програма кількісного пом'якшення ФРС, або емісія грошей з використанням викупу (монетизації) активів.

Слід зауважити, що до виступу Б. Бернанке в [Джексон-холі](#), ФРС проводила так звані [РОМО-операції](#), тобто скуповувала з ринку [Treasuries](#) на свій баланс за кошти, отримані від погашення [MBS](#), і таким чином не тільки підтримувала і без того не обмежений в покупках ринок, але й сприяла зниженню доходності [Treasuries](#) (зростанню ціни). Прийняте рішення [QE2](#) яке повинно було б сприяти зниженню доходностей до «рівня плінтуса», [почало їх піднімати!](#)...

У чому різниця? Викуп був тоді і зараз, але умови змінилися: якщо в першому випадку викуп [Treasuries](#) здійснювався за рахунок існуючих грошей, то у другому випадку – за рахунок емісії нових коштів.

*...для прихильників емпіричних спостережень: дець поблизу лежить одна з відповідей на питання: «Чому розтягнувся лаг знецінення долара США?»...

У другому випадку (з врахуванням QE3) темпи девальвації долара виявляться значно більшими, ніж у першому, що призведе до відновлення стрибкоподібного зростання цін на товарно-сировинних SPOT і строкових ринках. У такому випадку Україна отримає можливість покращити показники торгового балансу за рахунок зростання світових цін на сировинні товари.

Довідково: вплив операцій РОМО на фондові індекси наступний: банки переводять [Treasuries](#) на баланс ФРС, взамін отримують кошти, які потім спрямовуються на фондовий ринок ([кредити при цьому не видаються](#)) який починає «надуватись».

*... щось дуже нагадує Україну... [ОВДП, які знаходяться в обігу, у розрізі утримувачів](#).

Для тих, кому не зрозумілий взаємозв'язок ринку Treasuries і європейського боргового ринку існує [наглядний приклад](#).

Який вигляд матимуть боргові ринки країн, що розвиваються на тлі можливих сценаріїв розвитку подій у Світі (США та Єврозоні) покаже час...але для України, в умовах необхідності покриття зростаючого від'ємного сальдо торгівельного балансу притоком валюти по фінансовому рахунку, це (враховуючи відсутність інноваційних секторів-локомотивів) найважливіший фактор ризику (див. пункт «Затримка співпраці з МВФ», ефект несподіваної зупинки).

Фактор очікувань.

Як говорилося вище, невпевненість населення у національній валюті відображається в зростаючому від'ємному сальдо продажу/купівлі населенням готівкової валюти. Нагадаємо, що в червні воно становило 1,2 млрд. дол. США, а за підсумком січня-червня – 6,1 млрд. дол. США. Так за попередніми даними аналітичного огляду платіжного балансу НБУ за червень, обсяг готівкової валюти поза банками у I півріччі 5,1 млрд. дол. США (0,1 млрд. дол. США у I півріччі 2010 року). Про що і говорять, як було сказано вище, результати досліджень компанії X-Trade Brokers Ukraine: гривні довіряють лише 5% населення України, тоді коли найстабільнішою валютою вважають євро - 57% респондентів, долар - 19%, англійський фунт - 10%, швейцарський франк - 8%.

Адміністративний вплив.

Як вже зазначалося, регулятор сприяє лібералізації валютного ринку з одного боку ([Постанова НБУ від 13.04.11 №111 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України»](#)), з другого продовжує стримувати монетарну інфляцію та обмежувати валютні спекуляції. Зокрема, було схвалено [Постанову № 195 від 16.06.2011 року «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку»](#), якою було змінено значення нормативів обов'язкового резервування валютних пасивів. Для банків з 1 липня резервування за коштами до запитання і на поточних рахунках буде підвищено з 7% до 8%. Резервування за короткостроковими валютними депозитами збільшиться з 4% до 6%, тоді коли за довгостроковими вкладками знизиться до 2%. Норматив резервування за гривневими вкладками регулятор залишив на нульовому рівні. НБУ також обмежив можливість банків звертатися за операцією прямого РЕПО одним разом на тиждень і лише при виконанні раніше відкритого договору. Також в резервах буде враховуватися не вся вартість цільових облігацій внутрішньої держпозики (ОВДП), випущених для фінансування проєктів Євро-2012, а лише 50% номіналу ОВДП. Також [Постановою від 22.06.2011 року № 205 «Про встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку»](#) яка набирає чинності з 29.07.2011 року, регулятор знизив ліміт загальної відкритої валютної позиції (ЛІ3-1) с 20% до 5% (при цьому ліміт короткої валютної позиції НБУ зберіг на рівні 10%). До того ж НБУ зобов'язав банки щодня виконувати зазначені ліміти, тоді як раніше звітними даними вважалося середньоарифметичне значення ліміту за місяць.

[Постановою від 22.06.2011 року №204 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України»](#) НБУ посилив відповідальність банків за порушення даного ліміту. Для запобігання порушень банки повинні продавати суму перевищення встановленого розміру ліміту не пізніше наступного банківського дня. При цьому банкірів зобов'язали купувати іноземну валюту в межах встановленого ліміту виключно за умови дотримання порядку формування обов'язкових резервів за попередній звітний період. У тому випадку, якщо банк порушив значення ліміту, він втрачає право здійснювати купівлю іноземної валюти в НБУ під час здійснення валютних інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України.

Такі кроки НБУ скоріш за все були відповіддю на підвищення волатильності курсу гривні, яка пояснюється нещодавніми заходами лібералізації валютного ринку.

Вимушений продаж валюти, для приведення валютної позиції у відповідність до нормативу, за інших рівних умов чинитиме тиск на національну валюту у бік ревальвації.

Однак, скоріш за все НБУ буде викупувати частину надлишку в резерви, а інша частина може перераховуватися у резерви на рахунок в НБУ, нормативи яких нещодавно були підвищені.

Фактичний обсяг продажу валюти від ліквідації частини відкритих довгих валютних позицій може виявитися значно нижчим очікуваного у випадку списання проблемних валютних активів зі своїх балансів відповідно з [Постановою від 01.06.2011 року №172 «Про затвердження Порядку відшкодування банками України безнадійної заборгованості за рахунок резерву»](#), що у свою чергу буде нівелювати ревальваційний вплив виконання ліміту відкритої довгої позиції.

Також із коментарів пана Арбузова випливає, що регулятор планує скорочувати обсяги викупу валюти в резерви у зв'язку з тим, що не очікує істотних змін на валютному ринку, що також надасть деяку підтримку гривні. За його словами оптимальний рівень коррахунків має становити близько 18 млрд. грн.

Прогноз.

Як ми бачимо, регулятор має намір жорстко контролювати інфляцію та обмежувати спекулятивні операції на валютному ринку адміністративними чинниками (підвищення норм резервування, скорочення ліміту відкритої валютної позиції, підвищення вартості депозитних сертифікатів та розширення їх спектру дії та інші інструменти) які за інших рівних умов чинитимуть ревальваційний вплив на курс гривні.

З іншого боку, фундаментальні фактори говорять про неминучість девальвації. Скоріше питання стоїть не про її доцільність, а про строки, чинники, які її викличуть, та наскільки швидкою вона буде. Взагалі на нашу думку, девальвація потрібна економіці України, однак перш, ніж країна відчусь позитивні її наслідки, доведеться зіштовхнутися із негативними.

Зважаючи на це, а також на ефект який викликає несподівана девальвація або ревальвація національної валюти в умовах режиму фіксованого... вибачте, в умовах режиму «керованого плавання» курсу, а саме – панічну втечу з одного

активу в другий з кілометровими чергами біля кас та обмінних пунктів, а також беручи до уваги рівень проблемних активів банківської системи (за офіційними даними НБУ станом на 01.07.2011 року – 11% від загального портфелю наданих кредитів, за неофіційними оцінками значно вище), рівень суверенних боргів та достатній рівень міжнародних резервів, у короткостроковій та середньостроковій перспективі не варто очікувати значних курсових коливань. Найімовірнішим сценарієм, скоріш за все, буде продовження режиму «керованого плавання» та здійснення валютних інтервенцій для запобігання значних курсових коливань, у зв'язку з чим курс гривні до долара США буде коливатись в діапазоні 7,8-8,2 грн. за дол. США. Тим більше, що рівноважне значення валютного курсу знаходиться десь біля психологічної позначки 8,2 грн./дол. США, про що говорить хоча і негативне, але відносно не велике (поки що) сальдо рахунку поточних операцій (більш точні оцінки рівноважного курсу можна буде давати на основі даних платіжного балансу наприкінці IV кварталу і скоріш за все 8,2 грн./дол. США це не межа). НБУ продовжуватиме встановлювати курс в межах 2%-го коридору відхилення від міжбанку згідно з [Постановою Національного банку від 30.04.2009 № 264 «Про внесення зміни до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів»](#).

У довгостроковій перспективі гривні не уникнути девальвації - рівень інфляції в Україні значно вищий, ніж у крайніх основних торговельних партнерів, що значно послаблює конкурентоздатність вітчизняного виробника. Якщо ж сила адміністративного впливу буде настільки велика, що деякий час буде втримувати порушення фундаментальних пропорцій, то тоді з впевненістю можна буде говорити про їх еволюційне самовпорядкування, але на більш низькому рівні рівноваги. В такому випадку, для забезпечення конкурентних переваг на міжнародних ринках можливо і доведеться фіксувати значення курсу на ще нижчому рівні. Про конкретні цифри в такому випадку говорити поки що рано.

Враховуючи рестрикційну політику НБУ, говорити про швидке економічне зростання та відновлення кредитування, а також зростання ділової активності не виходить – коефіцієнт монетизації з початку 2011 року коливається в межах 43,4%-49,4%, а негативне сальдо торговельного балансу продовжує зростати.

Отже, порушення фундаментальних пропорцій можливе тільки в короткостроковій та середньостроковій перспективі, в довгостроковій – ніколи. Очікуємо наступних даних платіжного балансу і фактів застосування нових інструментів адміністрування НБУ.

В дуже цікавий час живемо...але сумний.

Особлива подяка [О. Назаренку](#) та форуму професійних трейдерів «[Трейдерський Бомонд](#)» за надану інформацію.

© 2011 Інститут еволюційної економіки. Всі права захищені.

Даний документ надається виключно як інформація.

Дані публікації в жодному разі не претендують на всеосяжний і повний аналіз ринку. Будь-які думки, виражені в даному звіті, носять суб'єктивний характер і можуть відрізнятися від точки зору інших структурних підрозділів Інституту еволюційної економіки у зв'язку з використанням різної методології, підходів і припущень при проведенні аналізу. Всі точки зору і думки (включаючи затвердження та прогнози) належать лише Інституту еволюційної економіки і можуть бути змінені без попередження або повідомлення. Представлені в документі думки виражені з урахуванням ситуації на дату виходу матеріалу.

Ми не стверджуємо, що наведена інформація і думки вірні або представлені повністю, хоча вони базуються на даних, отриманих з надійних джерел.

Дані публікації ні в якій мірі не покликані виступати в ролі керівництва до прийняття рішень та рекомендацій до купівлі або продажу валюти, цінних паперів тощо, т.я. носять суто ознайомчий характер. Автори не несуть ніякої відповідальності або зобов'язань щодо збитків через прийняті на основі даних публікацій рішення.

Несанкціоноване копіювання, розповсюдження, а також публікація цього документа у будь-яких цілях заборонено.

Інститут еволюційної економіки
<http://www.iee.org.ua>

Директор
Макаренко Ігор Петрович

Аналітик
Острокоморець Олег Олегович