

ВАЛЮТНИЙ РИНОК УКРАЇНИ: ПРИЧИНИ ТА НАСЛІДКИ ДИСБАЛАНСІВ

FOREIGN EXCHANGE MARKET IN UKRAINE: CAUSES AND CONSEQUENCES OF IMBALANCES

УДК 336.748.7

Шкварчук Л.О.

д.е.н., професор,
професор кафедри фінансів
Національний університет
«Львівська політехніка»

Слав'юк Р.А.

д.е.н., професор,
професор кафедри підприємництва
та екологічної експертизи товарів
Національний університет
«Львівська політехніка»

Карпенко А.О.

студентка
Національний університет
«Львівська політехніка»

У статті розглянуто умови функціонування валютного ринку України. Проаналізовано тенденції курсових коливань та визначено основні їх причини. Виявлено основні залежності параметрів курсоутворення в Україні. Оцінено можливості активізації операцій із валютними форвардами.

Ключові слова: валютний ринок, курсоутворення, ринковий механізм, золотовалютні резерви, валютні форварди.

В статье рассмотрены условия функционирования валютного рынка Украины. Проанализированы тенденции курсовых колебаний и определены основные их причины. Выявлены основные зависимости параметров курсообразования в Украине. Оценены воз-

можности активизации операций с валютными форвардами.

Ключевые слова: валютный рынок, курсообразование, рыночный механизм, золотовалютные резервы, валютные форварды.

The article discusses the conditions for the currency market functioning in Ukraine. Trends in exchange rate fluctuations are analysed and the causes of such fluctuation are identified. The main factors of the exchange rate dependencies are revealed. The possibility of activating operations with currency forward contracts is evaluated.

Key words: foreign exchange market, exchange rate formation, market mechanism, foreign exchange reserves, currency forward contracts.

Постановка проблеми. Стабільність валютного ринку країни є однією з умов привабливості економіки для ведення бізнесу та залучення інвестицій, адже умовою здійснення комерційної діяльності є адекватність отримуваних доходів купівельній спроможності на світовому ринку. Така вимога виконується лише за умови стійких паритетів національної та іноземної валюти. Зокрема, О. Береславська (2013 р.) зазначає, що Україні для подолання кризових явищ необхідна стабільна курсова динаміка [1].

З іншого боку, ринки з високою волатильністю цін фінансових інструментів є привабливими для здійснення спекулятивних угод та гри на курсі. Проте український валютний ринок не задовольняє цим умовам. Висока волатильність у поєднанні із низькою прогнозованістю зумовлює високу ризиковість операцій на валютному ринку, яка визначає відповідні обмеження щодо дохідності операцій на всіх сегментах фінансового та реального ринків. Такі характеристики валютного ринку чинять інфляційний вплив на внутрішній ринок країни, розкручуючи спіраль інфляції та знижуючи рівень життя населення. Усе це зумовлює необхідність дослідження причин нестабільності валютного ринку країни для пошуку оптимальних інструментів його стабілізації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Валютний ринок був предметом досліджень багатьох вітчизняних та зарубіжних учених. Переважна більшість напрацьовань у цій сфері стосується оцінювання дисбалансів на валютному ринку та інструментів їх подолання для гарантування безпеки учасникам фінансового ринку. Зокрема, А. Мещеряков та С. Сопотян (2014 р.) на підставі аналізу стану валютного ринку України вказують

на необхідність упровадження комплексу законодавчих, нормативно-правових та інших заходів для стабілізації національної грошової одиниці, розвитку валютного ринку, забезпечення інтеграції у світову економіку [2]. Водночас О. Козакевич (2013 р.) зазначає, що, незважаючи на дію адміністративних чинників НБУ, ризики дестабілізації ситуації на валютному ринку є високими, а ефективному функціонуванню валютного ринку в Україні перешкоджають наявність девальваційних очікувань та невідповідність de-facto та de-jure підтримуваних систем обмінного курсу [3]. У межах іншої групи досліджень вчені виділяють проблеми недостатньо розвинутої інфраструктури валютного ринку України. Проте недостатньо дослідженими залишаються питання оцінювання ролі та місця різних фінансових інструментів у забезпеченні стабільності валютного ринку в Україні.

Постановка завдання. Метою статті є дослідження особливостей функціонування валютного ринку в Україні у період кризи 2014–2018 рр. та ідентифікація основних внутрішніх та зовнішніх дестабілізуючих чинників.

Виклад основного матеріалу дослідження. Важливість налагодженого та чіткого функціонування валютного ринку витікає з основних функцій, які він виконує, а стан валютного ринку певним чином відображає розвиток економіки країни.

Сучасний стан економіки України характеризується кризовими явищами, зумовленими загальнополітичними чинниками. На подолання прояву таких кризових явищ на валютному ринку спрямована політика реформування фінансового ринку України. Реалізація такої політики зумовила зміну підходів до курсоутворення та проведення реформи банківського сектору. Вперше офіцій-

ний обмінний курс національної грошової одиниці України визначається за результатами торгів на міжбанківському ринку. За таких умов динаміка курсу національної грошової одиниці визначається обсягом попиту та пропозиції на неї. Безпосередня взаємодія носіїв попиту та пропозиції іноземної валюти здійснюється через уповноважені банки, які беруть участь у відповідних торгах на міжбанківському валютному ринку. Проте розрахунки, проведені нами, показали відсутність істотного зв'язку між обсягами операцій на міжбанківському валютному ринку та курсом національної грошової одиниці. Такі висновки зроблено на основі розрахунку коефіцієнтів кореляції $r_{q,p}$; $r^2_{q,p}$; $r_{t,d}$; $r^2_{t,d}$ (див. дані табл. 1). При цьому розрахунки залежностей було здійснено за різними групами змінних:

1) обсягом (q) продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за операціями банків та НБУ на умовах «том», «тод», «спот» та середньозваженим курсом (p) на готівковому ринку України у цей же день (курс готівкового ринку є показовим для оцінювання рівня доходів населення за їх порівняльною купівельною спроможністю). Можна припустити, що курс готівкового ринку формується на основі пропозиції валюти на міжбанківському ринку у цей же день;

2) обсягом (q) продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за операціями банків та НБУ на умовах «том», «тод», «спот» та середньозваженим курсом (p) на готівковому ринку України у наступний день (z). Курс готівкового валютного ринку може відбивати інформацію про стан міжбанківського валютного ринку у попередній день;

3) темпом зміни обсягу торгів (t) іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України за операціями банків та НБУ на умовах «том», «тод», «спот» та темпом зміни середньозваженого курсу (d) на готівковому ринку України у цей же день;

4) темпом зміни обсягу торгів (t) іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України за операціями банків та НБУ на умовах «том», «тод», «спот» та темпом зміни середньозваженого курсу (d) на готівковому ринку України у наступний день (z).

Відповідно до представлених у табл. 1 даних, можемо стверджувати про відсутність відповід-

ного зв'язку за всіма показниками у 2014, 2015, 2016 рр. Досить несуттєвим був цей зв'язок у 2017 та 2018 рр. Проте існував суттєвий позитивний зв'язок між станом міжбанківського валютного ринку та готівковим курсом іноземної валюти в 2012 та 2013 рр. Отже, попри спроби переходу до ринкового механізму курсотворення стан відповідного ринку не відповідає вимогам вільного ціноутворення: ні обсяги торгів, ні інформація про стан міжбанківського валютного ринку не впливають на готівковий валютний курс, який формують (переважно) банківські установи, які виступають учасниками міжбанківського ринку. Пояснити таку ситуацію можна низкою причин, найсуттєвішою з яких є порушення сил попиту і пропозиції на ринку, що унеможлиблює реалізацію відповідного механізму.

Постійне перевищення обсягів купівлі іноземної валюти над обсягами її продажу є характерною ознакою валютного ринку 2016–2017 рр. Співвідношення обсягів готівкової купівлі-продажу долара США зображено на рис. 1.

Перевищення попиту над пропозицією характерне для ринку пропозиції. У таких умовах носії пропозиції мають владу на ринку, а отже, мають можливість диктувати йому свої умови. Найсуттєвішим елементом прояву такої влади продавців іноземної валюти є стабільно високий її курс. Результатом такої взаємодії є девальвація української гривні. При цьому необхідно відзначити перманентність такого явища (рис. 2), тому можна говорити про те, що відмова від застосування адміністративних методів стабілізації валютного ринку та загальна лібералізація валютної політики в Україні впродовж 2014–2018 рр. не принесли бажаних результатів і реальні ринкові механізми ціноутворення не працюють на валютному ринку.

Довготривале фіксування курсу гривні, стабілізація Нацбанком економіки від зовнішньоекономічних несприятливих чинників, зокрема проведення НБУ валютних інтервенцій на міжбанківському валютному ринку, потребували залучення золотовалютних резервів країни. Крім того, золотовалютні резерви також застосовуються для фінансування від'ємного сальдо платіжного балансу. Внаслідок таких дій величина золотовалютних резервів України суттєво коливалася впродовж 2014–2018 рр. (рис. 3).

Таблиця 1

Кореляційні залежності обсягів торгів та курсом національної валюти*

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
$r_{q,p}$	0,584	0,577	-0,575	-0,066	-0,125	0,009	0,164
$r^2_{q,p}$	0,589	0,594	-0,575	-0,045	-0,132	0,038	0,188
$r_{t,d}$	0,583	0,583	-0,572	-0,070	-0,127	0,021	0,195
$r^2_{t,d}$	0,588	0,594	-0,572	-0,049	-0,135	0,050	0,191

*За даними станом на 18.10.2018.

Джерело: розраховано за даними НБУ [4]

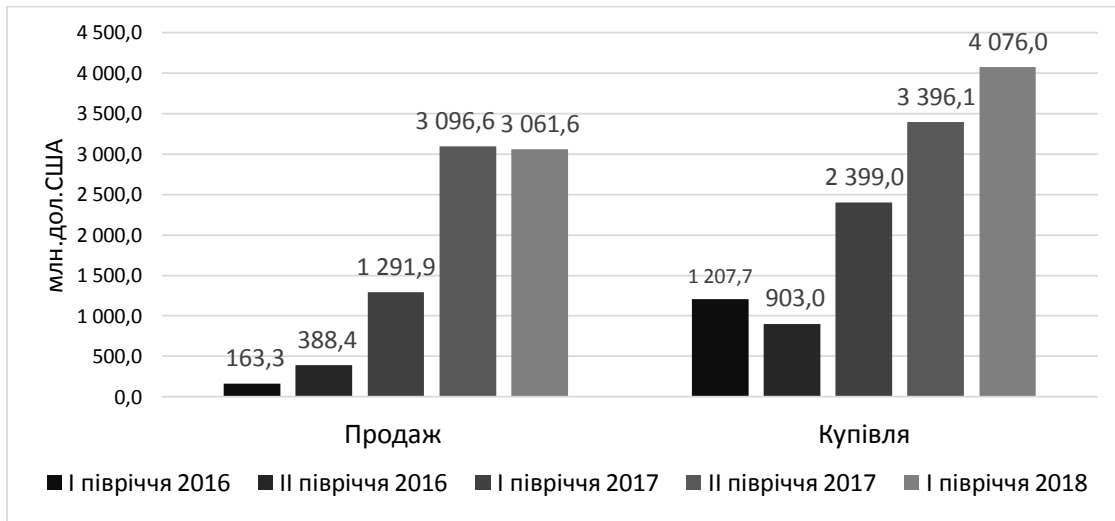


Рис. 1. Співвідношення обсягів купівлі-продажу готівкової іноземної валюти (дол. США) у 2016–2018 рр.

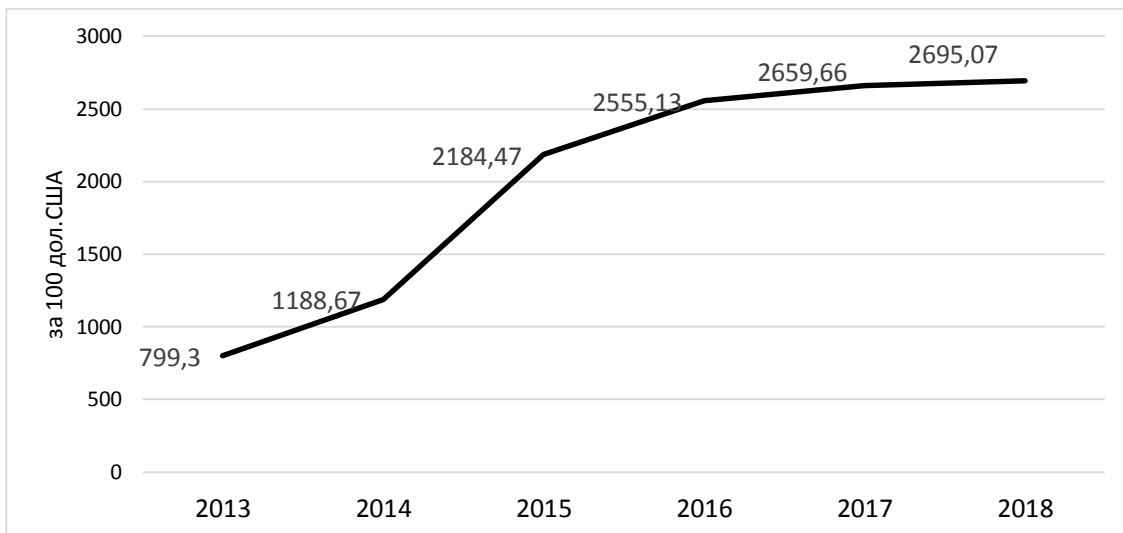


Рис. 2. Динаміка офіційного курсу гривні відносно долара США протягом 2013–2018 рр. (станом на початок року)

Джерело: побудовано за даними НБУ [4]

Детально проаналізувавши наведені графіки, можна зробити висновок, що валютний ринок в Україні перебуває в край нездовільному стані. За таких умов визначити майбутній попит та пропозицію на іноземну валюту, результати експорту-імпорту та вплив їх результатів на обсяг валюти в країні досить важко. Це зумовлює складність прогнозування очікуваного курсу гривні всіма суб'єктами економіки. В Україні наявні такі явища, як доларизація економіки, сезонність валюти, залежність від результатів торгівлі металургійним комплексом та сільськогосподарськими культурами, що зумовлює сезонність характеру цінових коливань на валютному ринку, загальний високий спекулятивний попит на валюту та низьку її пропозицію.

У світовій практиці для стабілізації стану валютного ринку застосовують строкові контракти. До них, зокрема, відносять валютні форварди, ф'ючерси та опціони. З усього переліку строкових операцій в Україні, згідно із законодавством, дозволеними є лише форвардні. Відповідно до визначення НБУ, валютні форвардні операції (валютні форварди) – це валютна операція за договором, умови якого передбачають виконання операції з поставкою валюти за форвардним договором пізніше, ніж на другий робочий день після дня укладення договору. Форвардні валютні операції виконуються у строк, що не перевищує 365 календарних днів.

Нині ринок валютних форвардних угод є невід'ємним складником світового валютного

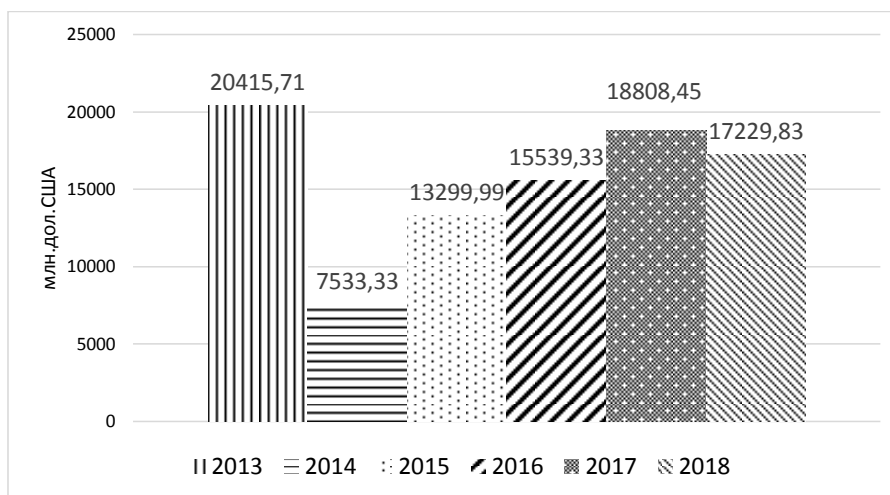


Рис. 3. Динаміка обсягів золотовалютних резервів України в 2013–2018 рр.

Джерело: побудовано за даними НБУ [4]

ринку. Він почав своє становлення з початку 1980-х років. Започаткували використання форвардних угод лондонські банки у міжбанківських операціях з євровалютами. У серпні 1985 р. Асоціація британських банків (BBA) видала правила регулювання угод на міжбанківському валютному ринку (FRABBA terms), якими дотепер керуються банки всього світу під час укладення форвардних угод.

Характерною особливістю форвардних операцій є місце проведення торгівлі – міжбанківський валютний ринок. Здійснюються такі операції за спеціальним форвардним курсом, за яким курс за поточними операціями (спот-курс) коригується на величину так званої форвардної маржі.

Теоретичною метою застосування валютних форвардів є: страхування від валютних ризиків та/або отримання спекулятивного прибутку. Застосування ж на практиці валютних форвардів може забезпечити учасникам низку інших переваг, зокрема: захищеність та регламентованість із боку держави (оскільки операції здійснюються на міжбанку, тому їх проведення повністю підконтрольне НБУ та українському законодавству); більша гнучкість порівняно з іншими строковими операціями; відсутність ризику відмови від виконання форвардного контракту (договору).

Проте, як і будь-яка операція з фінансовими активами, форвардна операція тягне за собою певні недоліки, зокрема:

1. наявність спекулятивного характеру здійснюваних операцій;
2. гарантом виконання форвардних угод є лише уповноважений банк;
3. складність у пошуках партнерів, які хочуть та можуть зайняти протилежні позиції.

Незважаючи на відсутність високого рівня розвитку, протягом останніх років спостерігається

тенденція до поживлення торгівлі та збільшення кількості суб'єктів строкового валютного ринку в Україні. Постановою Правління НБУ № 281 від 10.08.2005 дозволено уповноваженим банкам та резидентам – суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності здійснювати операції з обміну (конвертації) іноземної валюти на умовах «форвард» [5]. Резидентам – суб'єктам зовнішньоекономічної діяльності надано право здійснювати на міжбанківському валютному ринку України купівлю-продаж іноземної валюти за гривні на умовах «форвард» для хеджування ризику зміни курсу іноземної валюти щодо гривні. Проте фінансова криза 2008–2009 рр. внесла корективи у діяльність валютного ринку, внаслідок чого Національним банком спочатку було призупинено, а потім змінено умови торгівлі валютою за строковими контрактами.

Відповідно до Листа НБУ № 13-214/7001-198 від 23.10.2009, уповноважений банк може укласти форвардний контракт із клієнтом – суб'єктом зовнішньоекономічної діяльності про продаж останнім експортної виручки в іноземній валюті, яка надійде в певний час у майбутньому, у тому числі й тієї, яка підлягає обов'язковому продажу [6].

Нині послуги з продажу/купівлі валюти на умовах «форвард» надаються юридичним особам усіма великими банками України.

Доступні пари валют: USD / UAH, EUR / UAH, CHF / UAH, EUR / USD.

Строк дії форвардного контракту – від трьох днів до одного року (365 днів). Мінімальна сума форвардної операції становить 1 млн. грн. або еквівалент за курсом НБУ на день підписання контракту

Проте широкого застосування цей ринковий метод регулювання валютного курсу не набув, що зумовлено як об'єктивними, так і суб'єктивними

причинами, адже велика кількість обмежень НБУ свідчить про жорстку політику, яка є наслідком довготривалої кризи, доларизації економіки та постійного знецінення національної грошової одиниці. Хоча станом на 2018 р. регулятор пом'якшив наявні правила для валютних операцій, проте бажаних результатів це не принесло. Так, було збільшено ліміти відкритої валютної позиції банків: для довгої відкритої позиції – з 1% до 3%, а для короткої відкритої валютної позиції – з 10% до 8%. Також пом'якшено умови обов'язкового продажу валютної виручки із 65% у 2016–2017 рр. до 50%. Поряд із тим НБУ продовжує розширювати перелік операцій бізнесу, на які обов'язковий продаж валюти не діє: клієнт може подати заявку на продаж іноземної валюти без прив'язки до банку, в якому у нього відкритий рахунок. Такі заходи лібералізації є несуттєвими та особливо не вплинуть на функціонування валютного ринку, але усвідомлення необхідності послаблення контролю, надання більшої свободи у здійсненні валютних операцій та надання можливості банкам навчитися ефективніше управляти та розподіляти валютні ризики є важливим елементом поступового розвитку валютного ринку, поступово підштовхує учасників ринку до використання нових інструментів ринку та до зменшення тінізації валюти.

Висновки з проведеного дослідження. Проведений аналіз показав, що попри вдосконалення системи курсоутворення валютний ринок України характеризується значною волатильністю. Лібералізація підходів до формування курсу національної валюти не призвела до переходу на принципи вільного ціноутворення. Суб'єкти валютного ринку перебувають у стані постійного очікування здорожчання іноземної валюти, що зумовлює значний попит на валюту. За таких умов на валютному ринку України складається ситуація, коли всі його учасники грають на підвищення, що неминуче призводить до падіння курсу національної валюти. Урівноважити ситуацію можна шляхом активізації операцій із форвардними валютними контрактами. Це дасть упевненість учасникам ринку в стабільності основних ціноутворюючих чинників, зокрема, обсягів та часу надходження валюти. Таким чином, активізація строкових валютних операцій дасть можливість гасити стрибки ажіотажного попиту і тим самим сприятиме стабілізації валютного ринку.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Береславська О. Дисбаланси валютного ринку України. Вісник Національного банку України. 2013. № 3. С. 3–9.
2. Мещеряков А.А., Сопотян С.В. Проблеми розвитку валютного ринку України в контексті забезпечення фінансової безпеки. Вісник Академії митної служби України. Серія «Економіка». 2014. № 1. С. 40–45.
3. Козакевич О.Р. Валютний ринок України: аналіз поточних тенденцій та особливостей розвитку. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Економіка. 2013. Вип. 23. С. 295–300.
4. Показники валютного ринку / Національний банк України. URL: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>.
5. Про затвердження нормативно-правових актів Національного банку України: Постанова Правління НБУ № 281 від 10.08.2005.
6. Щодо здійснення на міжбанківському валютному ринку України операцій купівлі-продажу іноземної валюти за гривні на умовах «форвард»: Лист НБУ № 13-214/7001-198 від 23.10.2009.

REFERENCES:

1. Bereslavska O. Dysbalansy valiutnogo rinku Ukrainy (Imbalances in the currency market of Ukraine // Visnyk Natsionalnogo banku Ukrainy. – 2013. – № 3. – S. 3-9.
2. Meshcheryakov A. A. Problemy rozvytku valiutnogo rinku Ukrainy v konteksti zabezpechennia finansovoiy bezpeky (Problems of development of the foreign exchange market in Ukraine in the context of providing financial security) / A. A. Meshcheryakov, S. V. Sopotyan // Visnyk Akademiiy mitnoiy sluzhby Ukrainy. Ser. : Ekonomika. – 2014. – № 1. – S. 40-45.
3. Kozakevich O. R. Valyutniy rynok Ukrainy: analiz potochnykh tendentsiy ta osoblivostey rozvytku (Foreign Exchange Market in Ukraine: analysis of current trends and peculiarities of development)/ O. R. Kozakevich // Naukovi zapysky [Natsionalnogo universytetu "Ostrozka akademiya"]. Ekonomika. – 2013. – Vyp. 23. – S. 295-300.
4. Pokaznyky valiutnogo rynku: Natsionalniy bank Ukrainy. [Elektronniy resurs] – Rezhim dostupu: <https://bank.gov.ua/control/uk/allinfo>
5. Pro zatverdzhennya normatyvno-pravovykh aktiv Natsionalnogo banku Ukrainy. Postanova Pravlinnya NBU № 281 vid 10.08.2005 r.
6. Shchodo zdiysnennya na mizhbankivskomu valiutnomu rynku Ukrainy operatsiy kupivli-prodazhu inozemnoiy valyuty za gryvny na umovakh "forvard" Lyst NBU № 13-214/7001-198 vid 23.10.2009 r.

Shkvarchuk L.O.Doctor of Economic Sciences, Professor,
Professor at Department of Finance
Lviv Polytechnic National University,**Slavyuk R.A.**Doctor of Economic Sciences, Professor,
Professor at Department of Entrepreneurship
and Environmental Examination of Goods
Lviv Polytechnic National University,**Karpenko A.O.**Student
Lviv Polytechnic National University**FOREIGN EXCHANGE MARKET IN UKRAINE: CAUSES AND CONSEQUENCES OF IMBALANCES**

The stability of the foreign exchange market of the country is one of the conditions for the attractiveness of the economy for doing business. The foreign exchange market in Ukraine is characterized by considerable volatility. Currency volatility is arguably one of the most misunderstood concepts in investing. High volatility combined with low predictability cause a high risk of operations in the foreign exchange market.

From 2015, the official exchange rate of the national currency of Ukraine is determined by the results of trades on the interbank market. But changing the approaches to rate creation did not contribute to the stabilization of the Ukrainian currency market.

Our calculations showed that there was no significant link between the volumes of transactions on the interbank foreign exchange market and the rate of the national currency. The cash exchange rate of the Ukrainian currency is not based on the information about these transactions. The changes in the cash rate of the national currency do not correlate with the changes in the volume of transactions in the interbank market.

The constant excess of foreign currency purchase volumes over sales volumes is a characteristic feature of the currency market of 2016–2017. Therefore, we have proved that the currency market in Ukraine is a seller's market on which low supply meets high demand. The shortage of foreign currency available for sale results in pricing power for the sellers.

We have proved the need to intensify transactions with currency forward contracts for stabilization of the foreign exchange market in Ukraine. The non-standardized and obligatory characteristics of forward contracts work well for export-import firms because they deal with any specific amount of account receivables or payables in foreign currency. Commercial banks in Ukraine provide forward contracts from 2005. In spite of this, such deals are not fairly common. But we argue that this market-based regulation tool is effective in today's environment. It is able to quench the exorbitant demand for currency.