



# ГРИВНЯ ГОТУЄ НОВІ СЮРПРИЗИ: ПРОГНОЗ КУРСУ ДОЛАРА НА 2014 РІК

## DOES HRYVNYIA HAVE A SURPRISE IN STORE FOR US? DOLLAR EXCHANGE RATE PREDICTION FOR 2014

**Вадим БАРДАСЬ,**  
інвестаналітик, спеціально для журналу «Економіст»

**Vadym BARDAS'**  
Investment analyst, exclusive for the «Economist» journal

Після лібералізації монетарної політики Національного банку України в системі курсоутворення, зокрема переходу від фіксованого курсу гривні до плаваючого, важливим моментом для вітчизняних та зарубіжних інвесторів і українського бізнесу є формування нових механізмів адаптації до валютного середовища та визначення й прогнозування ринкової вартості іноземної валюти, виходячи із наявних економічних передумов.

Якщо раніше компанії в більшій мірі враховували монетарну політику та розмір активів Національного банку для реалізації цієї політики, то нині в умовах мінімального втручання НБУ у валютний ринок та вільного курсоутворення бізнесу потрібно переорієнтувати свої оцінки валютного середовища з більшим акцентом на стан національної економіки та прогнозів щодо її розвитку. При цьому врахування політики НБУ та ресурсів для її реалізації в нових умовах буде вже додатковим елементом системи аналізу й прогнозування валютного середовища.

Якщо виходити з класичних позицій, то вартість будь-якого товару (послуги чи активи) визначається ринковими законами попиту та пропозиції. А якщо це перенести на валютний ринок, де активом є валюта, зокрема американський долар, то вартість визначатиметься обсягами продажу та купівлі валюти в Україні.

Наступним питанням у системі визначення й прогнозування валютного курсу є ідентифікація продавців і покупців валюти, а також їх валютних настроїв та обсягів поставки активів. Основними продавцями валютних активів в Україні є:

- 1) бізнес, який працює на експорт, тобто отримує виручку або частину виручки у валюті;
- 2) іноземні інвестори, що відкривають свій бізнес в Україні;
- 3) громадяни України, які мають валютні заощадження або працюють за межами країни;
- 4) держава в особі уряду, що залуцає іноземні кредити в тій частині, яка надходить на валютний ринок.

Що стосується покупців валюти, то ними є:

- 1) бізнес, який здійснює імпорт товарів в Україну, тобто купує валюту для розрахунків згідно з іноземними контрактами;
- 2) іноземні інвестори, що закривають свій бізнес в Україні та виводять активи;

3) громадяни України, які мають гривневі заощадження або планують виїзд за межі країни;

4) держава в особі уряду, що погашає іноземні кредити шляхом купівлі валюти на ринку.

Основну частину валютного ринку України становлять операції купівлі-продажу валюти для обслуговування експортно-імпортних контрактів (понад 80% загального обсягу ринку). Якщо розглянути дані платіжного балансу України за 2013 рік, то обсяги експорту й імпорту товарів і послуг становлять відповідно 85 400 та 100 635 млн. дол. США, тоді як сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій – 18 162 млн. дол. США, або 9,7% від обсягів імпорту та експорту. Що стосується грошових переказів в Україну та з неї і чистої купівлі валюти населенням, то обсяги даних трансакцій становили відповідно у 2013 році 4 915, 827 та 2 880 млн. дол. США, тобто 4,5% обсягів експортно-імпоротної діяльності (рис. 1).

З огляду на це курс долара в Україні на період від 6 до 12 місяців і далі буде в основному визначатися станом поточного рахунку платіжного балансу. Приплив іноземних інвестицій, валютні настрої населення та отримання іноземних кредитів можуть коригувати курс долара лише в рамках 10-15% коридору.

Для ідентифікації обсягів пропозиції валюти можна використати дані платіжного балансу. Так, за 2013 рік експорт товарів і послуг становив 85 400 млн. дол. США, тоді як імпорт – 100 635 млн. дол. США. Надходження валюти за рахунком операцій з капіталом та фінансових операцій становило 18 162 млн. дол. США. Згідно з даними за 2013 рік середньозважений курс долара становив близько 8,2 гривень, який утримувався за рахунок інтервенцій Національного банку України. Завдяки припливу боргового капіталу в Україну, який через Національний банк України частково надходив на міжбанківський валютний ринок у вигляді інтервенцій, співвідношення попиту та пропозиції валюти вирівнювалося, тим більше, що сума експорту товарів та послуг і сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій є більшою, ніж обсяг імпорту (рис. 2).

Погіршення суверенних рейтингів України основними міжнародними рейтинговими агентствами та загострення політичної ситуації призвели до закриття можливості отримувати нові борги, паралельно відбулось зростання обсягів відтоку капіталу (в тому числі й тіншового, розмір якого значно переважає офіційний), а також зниження обсягів експорту товарів

Рис. 1. Вплив основних факторів на волатильність валютних курсів в Україні

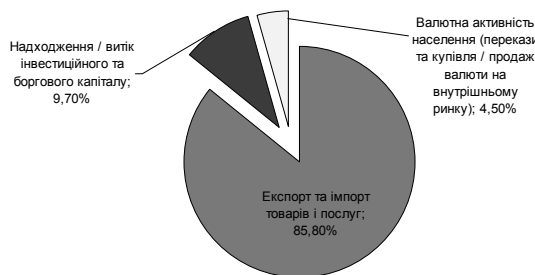
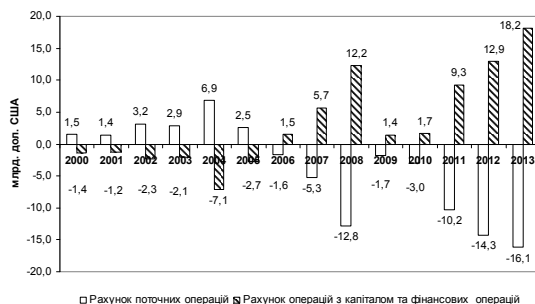


Рис. 2. Стан платіжного балансу України протягом 2000-2013 років





і послуг. Фактично позитивне сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій зникло і навіть перетворилось у негативне, якщо брати до уваги дані за січень 2014 (-1798 млн. дол. США). Одночасно валютний ринок перейшов на економічну основу свого функціонування (відбулась лібералізація монетарної політики), це, зокрема, результати зовнішньоекономічної діяльності України – сальдо поточного рахунку платіжного балансу, яке, як вже було аргументовано вище, здійснює фундаментальний вплив на процеси курсоутворення в Україні за умов вільного ринку.

Тому в нових економічних умовах при розрахунку курсу американської валюти необхідно виходити з обсягів експорту та імпорту товарів і послуг. Визначення ринкового курсу долара можна проводити на основі найактуальніших даних (оскільки конкурентоспроможність вітчизняних товарів стабільно падає, а імпортичних – зростає), тобто макроекономічної інформації за 2013 рік. Суть ринкового курсу американської валюти полягає в тому, що на валютному ринку має встановитись такий курс, при якому розміри експорту та імпорту товарів і послуг будуть однаковими.

Економічними передумовами для цього будуть: зниження обсягів імпорту товарів та послуг з огляду на зниження купівельної спроможності населення України, яка визначається наявністю в основному фіксованої суми гривневих, а не доларових доходів; зниження темпів скорочення експорту з України, що обмежуватиметься загальним уповільненням світової, зокрема китайської економіки, та низькою конкурентоспроможністю вітчизняних товарів у порівнянні з імпортними аналогами.

Визначивши економічні передумови, можна здійснювати математичну ідентифікацію процесу ринкового курсоутворення та розрахунок орієнтовної вартості долара у 2014 році. Насамперед визначимо показник експорту товарів і послуг на 2014 рік. Зокрема, у 2013 його значення становило 85 400 млн. дол. США, скоротившись на 5,1% порівняно із 2012 роком (90 035 млн. дол. США). У 2014 році внаслідок девальвації гривні експортери зможуть дещо знизити ціну товару завдяки знеціненню у структурі витрат фіксованих гривневих статей: оплата праці робітників (у т.ч. відрахування в рамках єдиного соціального внеску), сплата податків, розмір яких не залежить від перерахунку валютної виручки у гривню (фіксовані платежі за користування надрами тощо), інші гривневі витрати (наприклад, орендна плата, плата за електроенергію).

Зниження ціни товару сприятиме зростанню обсягів реалізації, однак матиме середньостроковий характер (1-2 роки), оскільки технологічна відсталість національної економіки чинитиме фундаментальний вплив. Отже, темпи падіння експорту, які у 2013 році становили 5,1%, можуть знизитись до 2%, що в результаті забезпечить 83 692 млн. дол. США експортної виручки.

Наступним кроком є визначення купівельної спроможності національної економіки щодо придбання імпорту. Згідно з результатами 2013 року в Україні було реалізовано імпортичних товарів та послуг на суму 100 635 млн. дол. США, що при середньозваженому курсі 8,2 грн./дол. становить 825 207 млн. грн. У 2014 році купівельна спроможність економіки України з огляду на рецесію буде знижуватись і надалі. Так, у 2013 році вона знизилась порівняно із 2012 (834 888 млн. грн.) на 2%. При збереженні попередньої тенденції національна економіка у 2014 році зможе придбати імпортичних товарів та послуг у гривневому еквіваленті на суму 808 702 млн. грн. Сума в доларах визначатиметься за ринковим курсом і в умовах рівноваги та ліберальної політики НБУ на валютному ринку має дорівнювати сумі експорту товарів і послуг, тобто 83 692 млн. дол. США.

Тому ринкова вартість американської валюти, ураховуючи співвідношення купівельної спроможності економіки України щодо придбання імпорту та розмірів експортної виручки, становитиме приблизно 9,66 гривень за один долар (808 702 млн. грн. / 83 692 млн. дол. США). Інші фактори (приплив / відплив іноземних інвестицій, валютні настрої населення та отримання / погашення іноземних кредитів) забезпечуватимуть волатильність долара в рамках 10% коридору, тобто ймовірна верхня межа ринкового курсу американської валюти становитиме 10,4 – 10,6 грн., а нижня 9,2 – 9,4 грн. (рис. 3).

З метою отримання спекулятивного доходу окремими учасниками міжбанківського валютного ринку можливе деяке перевищення верхньої або нижньої межі, тим не менше Національний банк практикує викупувати надлишок валюти на ринку при зниженні курсу долара нижче 9,0 – 9,2 грн. з метою поповнення своїх резервів. Що стосується верхньої межі, то долар може піднятися вище 10,5 грн. в умовах настання надзвичайних ситуацій в економіці: дефолту за зовнішніми боргами, повного фінансування дефіциту державного бюджету за рахунок додаткової емісії гривні, окупації Росією ще частини території України, переведення АРК на рубль із одночасною доларовою панікою населення та відтоком капіталу з України.

Зважаючи на обсяг золотовалютних резервів НБУ та потребу в погашенні зовнішньої заборгованості (15,5 млрд. дол. США та 10 млрд. дол. США відповідно), а також на суму, яку Україна може отримати від ЄС, МВФ та США, ймовірність дефолту

за зовнішніми зобов'язаннями найближчих 1-1,5 роки є середньою. Основною загрозою для стабільності національної грошової одиниці є воєнні дії з боку Російської Федерації. У випадку переведення АРК на рубль гривнева маса автоматично надійде в обіг на материкову частину України і знецінить гривню на 3-4% (приблизно пропорційно доданій вартості продукції та послуг АРК у ВВП України). Агресія Росії в інші області знецінюватиме гривню пропорційно часті економічного потенціалу конкретного регіону у формуванні ВВП України.

Таким чином, ситуація на валютному ринку України у 2014 році буде відносно стабільною із середньою вартістю американської валюти 9,8-9,9 гривень (враховуючи 3-відсоткове зниження курсу 9,66 гривень за долар з огляду на відокремлення Кримського півострова від України, яке учасники ринку вже заклали у вартість долара). Крім того, можливі відхилення курсу в рамках 10-відсоткового коридору через дію додаткових ринкових факторів. Так, ліквідація знижки на газ призведе до додаткових витрат національної економіки в розмірі 4-5 млрд. дол. США і девальвації гривні ще на 5%. Тому курс долара буде коливатись у межах 9,5-11,5 гривень при середньоекономічному значенні 10,5 гривень за долар.

Відносно висока волатильність валютних курсів у 2014 році буде обумовлюватися високою невизначеністю щодо розвитку як економіки, та і країни в цілому. З огляду на це бізнес в Україні нестиме додаткові витрати, пов'язані зі зміною валютних курсів, що буде знижувати інвестиційну привабливість України. Разом із тим інвесторам додали оптимізму формування прозорих механізмів курсоутворення та лібералізація валютного ринку, оскільки продовження приховування девальвації гривні завдало значного удару по ефективності здійснення бізнес-процесів в Україні.

На жаль, економічно-військова агресія Росії проти України дестабілізувала весь Східноєвропейський регіон. На сьогодні Кримський півострів перетворився в одну з найгарячіших точок на планеті, що серйозно буде стримувати інвесторів від прийняття позитивних рішень щодо капіталовкладень, незважаючи на всі переваги прозорості та лібералізації фінансової системи України. У результаті негативний інвестиційний фон стримуватиме відновлення економіки України та нарощування експортних потужностей, що протягом 2014 року спрямуватиме курс долара до верхньої межі 10-відсоткового коридору волатильності з періодичними корекціями до середньоринкового рівня.

Рис. 3. Динаміка ринкового курсу долара та офіційних резервних активів НБУ протягом 2009-2013 років

