



УДК 336.743

Гаркавенко В.І., науковий співробітник

Шкляр А.І., канд. екон. наук

науковий співробітник

Інституту економіки та прогнозування НАН України

РЕФІНАНСУВАННЯ ЦБ ЯК ЧИННИК РОЗБАЛАНСУВАННЯ ВАЛЮТНОГО РИНКУ: ДОСВІД УКРАЇНИ

На початку політичної кризи в Україні наприкінці 2013 р. та пов'язаного з цим масового вилучення коштів з банків у лютому 2014 р. відбувся перехід – причому не у правовий спосіб¹ – на механізм вільного курсоутворення, який став початковим фактором, що дестабілізував валютний ринок та призвів до стрімкоподібної девальвації національної валюти².

Умови для початку дестабілізації валютного ринку та значної девальвації національної валюти визначальною мірою були спровоковані рішеннями НБУ щодо зняття обмежень для банків на обсяги рефінансування³ та здійснення Національним банком у I кв. 2014 р. адресних інтервенцій⁴ (у т.ч. за пільговим курсом), та обсягами кредитів рефінансування⁵, наданих Нацбанком комерційним банкам у грудні 2013р. – січні 2014 р.

Значна частина коштів, отриманих банками у вигляді рефінансування, була спрямована на валютний ринок, про що свідчать нехарактерні для міжбанківського валютного ринку обсяги продажу валюти⁶ наприкінці 2013 р. та січня – початку лютого 2014 р. (у грудні 2013 р. – 39,1 млрд дол. США, у січні 2014 р. – 45,1 млрд дол. США, у т. ч. лише за останній тиждень січня 2014 р. – майже 20 млрд дол. США, що практично дорівнювало обсягу міжнародних резервів на початок 2014 р.).

Значні й нехарактерні для міжбанківського валютного ринку обсяги продажу валюти наприкінці 2013 р. та січня – початку лютого 2014 р. можна пояснити лише спекулятивними діями банків та виведенням капіталу за кордон, оскільки вони жодним чином не були пов'язані з реальним імпортом⁷.

Враховуючи, що достатні обсяги ресурсів у гривні (отримані від НБУ певними банками через механізм рефінансування) та практична продаж валюти за пільговим курсом (через механізм адресних інтервенцій, яка мала місце на початку минулого року),

¹ Національний банк України змінив режим курсоутворення з 6 лютого 2014 р. без унесення змін до "Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів" і взагалі без будь-якого офіційного рішення.

² За лютий 2014р. курс знецінився з 799,3 до 998,63 грн за 100 дол. США, тобто на 25%.

³ На обсяг надання Національним банком кредитів рефінансування, який раніше був встановлений на рівні 50% від розміру регулятивного капіталу банку, що звертається за таким кредитом до НБУ, та на кількість можливих звернень банків за кредитами овернайт (під забезпечення державними облігаціями України або депозитними сертифікатами Національного банку України) та за кредитом овернайт бланковим, які раніше були встановлені відповідно у кількості не більше двох та одного разів протягом тижня (постанови Правління НБУ від 04.12.2013 № 491, від 06.12.2013 №502, від 27.01.2014 р. № 33 та від 21.02.2014 №86).

⁴ У грудні 2013 р. загальний обсяг операцій з рефінансування банків становив 27,6 млрд грн, або 39% його загального обсягу за весь 2013 р., у січні 2014 р. – 8,5 млрд грн, тоді як середньомісячний обсяг у січні-листопаді 2013 р. становив близько 4 млрд грн.

⁵ Пунктом 2 постанови НБУ від 24.12.2013 №536 (витяг доведено листом від 24.12.2013 №19-102/29596) передбачена можливість здійснювати "адресні" інтервенції "у випадку виникнення нагальних потреб загальнодержавного значення", зміст та визначення яких нормативно не було встановлено.

⁶ У той час як у середньому за день у січні-листопаді 2013р. – не вище 1,2 млрд дол. США, у грудні 2013 р. – майже 2 млрд дол. США, у січні 2014 р. – 2,3 млрд дол. США, в останній тиждень січня 2014 р. – 3,9 млрд дол., в окремі дні – рекордні за весь час функціонування міжбанківського валютного ринку обсяги торгів: 27 січня – 4 млрд дол., 28 січня – 5 млрд дол.

⁷ Відповідно до інформації НАК "Нафтогаз", компанія розрахувалася з ВАТ "Газпром" за імпортований у січні 2014 р. природний газ у перших числах березня 2014 р.; за імпортований у лютому-березні 2014 р. природний газ – 30 травня 2014 р. (786,3 млн дол. США). Борги за газ, отриманий у листопаді та грудні 2013 р., які мали погасити за рахунок кредиту в розмірі 3 млрд дол. США (перший транш), отриманого у грудні 2013 р. Україною від Росії, були частково сплачені лише у листопаді 2014 р. Таким чином, НАК "Нафтогаз" (найбільший імпортер в країні) ні у грудні 2013 р., ні у січні-лютому 2014 р. валюту для розрахунків за газ не купував.

створювали сприятливе підґрунтя для валютних спекуляцій і, незважаючи на це, НБУ не лише не приймав ніяких рішень щодо посилення контролю за валютними операціями банків, а й активно здійснював інтервенції на продаж валюти⁸, можна вважати, що на початку політичної кризи у країні регулятором було створено умови для отримання в короткі терміни величезних прибутків та виводу капітал за кордон.

Замість того, щоб після глибокої девальвації національної валюти у лютому 2014 р. відмовитися від неприйнятної для перехідної економіки і фактично впровадженого не лише без будь-яких обґрунтувань, а й без відповідного рішення режиму плаваючого курсу, НБУ у березні 2014 р. своєю постановою⁹ його узаконює.

Неспроможність НБУ обґрунтувати і відстояти перед МВФ недоцільність використання вільного курсоутворення в умовах кризи, рецесії і політичної нестабільності, а також хронічного дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, значного зовнішнього боргу, критично низького рівня міжнародних резервів, призвело до включення в Меморандуми про економічну та фінансову політику зобов'язань НБУ продовжувати дотримуватися політики гнучкого обмінного курсу.

Уведення та дотримання режиму вільного курсоутворення з одночасним широко-масштабним та безконтрольним рефінансуванням банків стало генератором подальшого безперервного знецінення курсу національної валюти та неефективного використання міжнародних резервів.

Упродовж 2014 року та січня-березня 2015 р. Нацбанк, замість того, щоб здійснити комплексну оцінку ситуації на фінансовому ринку та визначити політику і механізми щодо її стабілізації, хаотично здійснював пошук ринкових і адміністративних методів впливу на валютний ринок, про що свідчить безсистемне та непослідовне, а в окремих випадках – невиважене запровадження ним заходів¹⁰.

Нерозуміння бізнесом¹¹ та населенням політики НБУ та втрата довіри до його дій, досить суперечливі публічні коментарі посадових осіб Нацбанку ще більше розхитували ситуацію та вели до зменшення обсягів торгівлі іноземною валютою¹² як на міжбанківському, так і на готівковому ринку, що призвело до подальшої девальвації національної валюти, мінізації валютних операцій та множинності обмінних курсів.

Маючи необхідні інструменти для недопущення спекулятивних операцій на міжбанківському валютному ринку та, відповідно, неадекватного знецінення національної валюти за рахунок цього фактора, НБУ виявився неспроможним забезпечити ефективний і дієвий контроль за валютними операціями банків.

Масштабні обсяги рефінансування банків, непрозорі процедури надання кредитів рефінансування та практично відсутність контролю за їх цільовим використанням свідчать про відсутність системної, виваженої та зрозумілої політики регулятора.

Ключові слова: девальвація, рефінансування, гнучкий валютний курс, валютні інтервенції.

⁸ Інтервенції НБУ на продаж валюти становили: грудень 2013р. – 942 млн дол. США в екв., січень 2014 р. – 1742 млн дол. США в екв.

⁹ Постанова Правління НБУ від 31.03.2014 №180 "Про внесення змін до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів".

¹⁰ Приклади: 1) запровадження з 2 вересня 2014 р. вимоги щодо обов'язкової конвертації грошових переказів в іноземній валюті з-за кордону на користь фізичних осіб – резидентів і нерезидентів, без відкриття рахунку, в гривню, призвело до панічних настроїв та підвищило попит на іноземну валюту на готівковому ринку, і хоча ця вимога була спочатку встановлена на термін до 2 грудня 2014 р., її вже з 23 вересня 2014 р. було скасовано; 2) хоч і запізнілим, проте логічним, можна було б вважати рішення щодо надання права банкам видавати кредити в іноземній валюті виключно для оплати зовнішньоекономічних зобов'язань клієнтів, що було введено з 29 серпня 2014 р., якби вже 9 вересня 2014 р. НБУ цю вимогу не відмінив; це ж стосується і встановлення із 23 вересня 2014 р. заборони на проведення розрахунків у іноземній валюті по імпортних операціях без увезення товару на територію України, що було скасовано з 3 листопада 2014 р.; 3) цілком доцільним, в умовах катастрофічного дефіциту іноземної валюти в Україні, було рішення НБУ від 6 лютого 2014 р. про заборону купівлі іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України для здійснення резидентами інвестицій за кордон, проте ця норма втратила чинність 28 березня 2014 р.; 4) запровадження Національним банком України практики нідерландських валютних аукціонів було неадекватним економічній ситуації у країні загалом та на фінансовому ринку зокрема.

¹¹ Спроба фактичної заборони на декілька днів на купівлю на міжбанківському ринку іноземної валюти для клієнтів взагалі викликала повне нерозуміння дій НБУ, у зв'язку з чим це рішення було скасоване наступного ж дня – постанови Правління НБУ від 24.02.2015 №130 та від 25.02.2015 №131.

¹² Так, якщо у 2013 р. обсяги торгівлі валютою на міжбанківському ринку у середньому за місяць становили 50 млрд. дол. США, то у березні 2014 р. – квітні 2015 р. – 15,2 млрд. дол. США, тобто зменшилися у 3,3 раза.



Valentyna Harkavenko

Senior Researcher

Andrii Shkliar, PhD

Senior Researcher, Department of Monetary Relations,
Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

**THE REFINANCING OF THE CENTRAL BANK
AS ONE OF THE PRESSURES ON THE EXCHANGE RATE:
THE EXPERIENCE OF UKRAINE**

The National Bank of Ukraine possessed all necessary tools to prevent speculative operations on the interbank currency market and, accordingly, inadequate depreciation of the national currency due to this factor in 2014. But the NBU appeared to be unable to ensure effective and efficient control over foreign exchange transactions of commercial banks. We have to state the absence of a systematic, balanced and understandable policy of the regulator during the period of destabilization which was further aggravated by the massive volumes of refinancing loans to commercial banks, non-transparent procedures for granting refinancing loans and almost absolute lack of control over their intended use.

Key words: depreciation, refinancing, flexible exchange rate, FX intervention.

JEL: E58, F31

At the beginning of the political crisis in Ukraine in late 2013, and in the context of withdrawals from banks in February 2014, a contradictory transition to the mechanism of free exchange rate was carried out, which was a rather disputable action not only by essence, but also in terms of to the legal procedures: National Bank of Ukraine changed the rate on 6 February 2014, without amending "Regulation on setting the official exchange rate of hryvnia against foreign currencies and the exchange rate of banking metals" and without any official decision at all¹³.

This action is widely considered as the initial factor that destabilized the currency market, and led to the devaluation of the national currency: during February 2014, the USD/UAH exchange rate depreciated from 7.993 to 9.9863, id est by about 25% [2].

Conditions for the destabilization of the currency market and significant devaluation of the national currency were triggered by a number of the NBU decisions:

1) **removal of restrictions for banks on the volume of refinancing** from central bank. Earlier restrictions were set on the volume of the extending refinancing loans by National Bank that had previously been set at the rate of 50% on the amount of regulatory capital of the bank, which applies for a loan to the NBU, and on the number of possible banks applications for overnight loans (secured by state bonds of Ukraine or deposit certificates of the National Bank of Ukraine) and on overnight unsecured loans that were previously set respectively in an amount of not more than two and one times per week¹⁴ [3–6].

2) **implementation of targeted interventions** by the National Bank in the first quarter of 2014 (including at a reduced rate). The problem is that the NBU resolution provides the ability to implement "targeted" interventions "in case of urgent needs of national importance", whose contents and determination are not stipulated¹⁵ [7].

¹³ The Decree was adopted only 31.03.2014 [1].

¹⁴ Decree of the NBU Board dated 04.12.2013 No. 491, dated 06.12.2013 No. 502, dated 27.01.2014 No. 33 dated 21.02.2014 No. 86.

¹⁵ Paragraph 2 of the NBU resolution dated 24.12.2013 No.536 (extract submitted by letter dated 24.12.2013 No. 19-102/29596).



3) **increased volumes of refinance loans provided by the NBU** to commercial banks in December 2013-January 2014. In December 2013, the total volume of banks refinancing operations amounted to UAH 27.6 bn or 39% of total volume in the whole of 2013, and in January 2014 to UAH 8.5 bn, while the average monthly volume in January – November 2013 amounted to about UAH 4 bn.

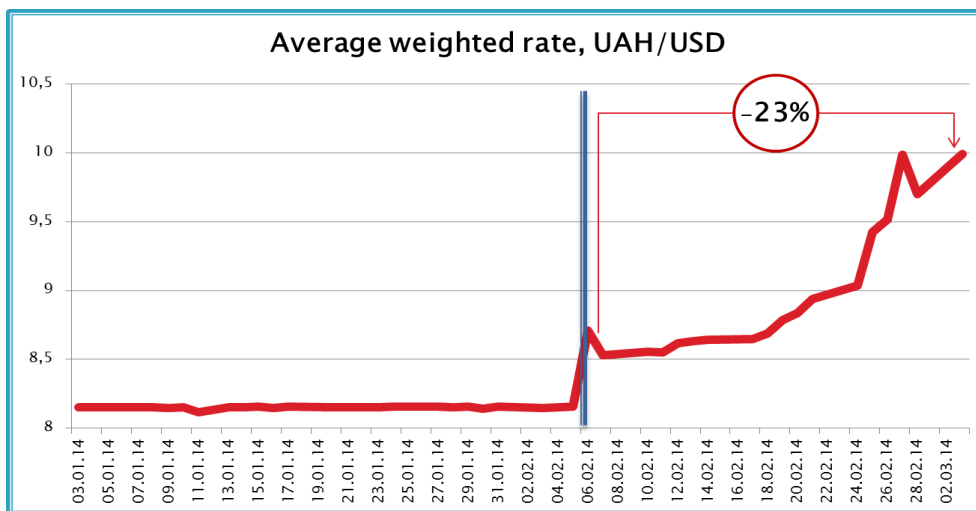


Chart 1. Average weighted rate, USD/UAH

Source: National Bank of Ukraine.

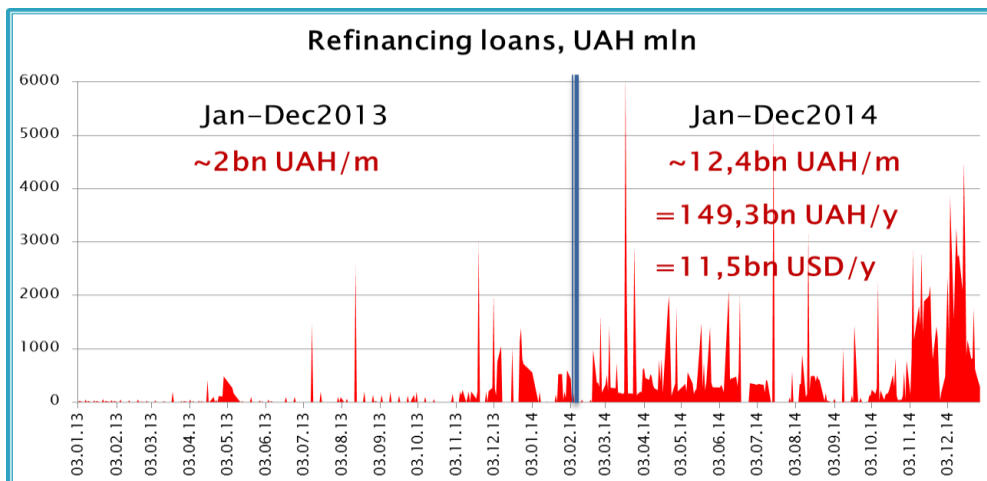


Chart 2. Refinancing loans, UAH mln

Source: National Bank of Ukraine.

A significant part of the funds received by banks in the form of refinancing, was directed to the currency market, which is indicated by the uncharacteristic interbank sales of foreign currency on the foreign exchange market at the end of 2013 and in January-early February 2014: USD 39.1 bn in December 2013; and USD 45.1 bn in January 2014, including almost USD 20 bn in the last week of January 2014 alone, which is practically equal to the volume of international reserves at the beginning of 2014. As a result, at the end of January, a record amount for the whole period of functioning of



the interbank foreign exchange was observed: USD 4 bn on January 27th; and USD 5 bn on January 28th-¹⁶.

Significant and unusual for the interbank foreign exchange market sales of foreign currency at the end of 2013 and in January-early February 2014 can be explained only by the banks' speculative activities and capital outflow, as they weren't related to any actual imports. According to "Naftogaz", in early March, the company made a payment to "Gazprom" for the natural gas imported in January 2014, and on May 30, 2014 - for the natural gas imported in February-March 2014, (USD 786,3mln). Debts for the gas received in November and December 2013, which had to be repaid by a loan of USD 3 bn (first tranche) received in December 2013 by Ukraine from Russia, were only partially repaid in November 2014. Thus, "Naftogaz" (the largest importer in the country) neither in December 2013 nor in January-February 2014 bought any hard currency for such payments.

As a result, sufficient resources from refinancing in the national currency from one side and the practice of selling foreign currency at a reduced rate (via the mechanism of targeted interventions, which took place in the beginning of 2014) from another, created a fertile ground for currency speculation.

Despite that, the NBU not only failed to take any decisions on the strengthening of control over banks' foreign exchange transactions, but also actively intervened to sell the currency: the NBU interventions on currency sales reached USD0.942 bn in December 2013 and the equivalent of USD1.742 bn in January 2014.

Thus, at the beginning of political crisis, the regulator created conditions, on FX market, for getting huge speculative profits and for capital outflow.

We leave out of the focus of this article the assessment of the necessity to switch to flexible exchange rate regime in conditions of crisis, the recession and political instability, with the balance of payments having a chronic current account deficit, large external debt, and critically low level of international reserves. But ultimately the NBU's obligation to follow the policy of flexible exchange rate was included into the Memoranda on economic and financial policies with IMF. The more important are NBU's actions in conditions of floating rate regime.

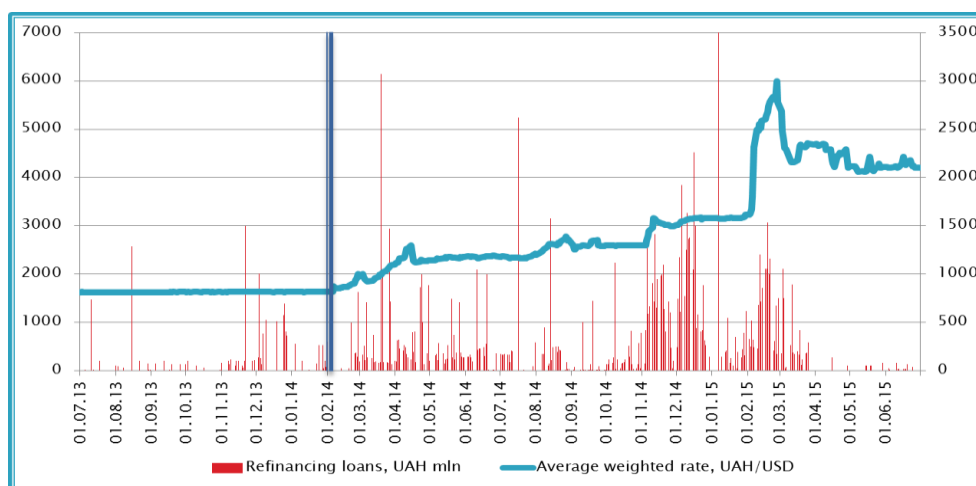


Chart 3. Refinancing loans (lhs) and exchange rate (rhs) dynamics

Source: National Bank of Ukraine.

¹⁶ For comparison, an average daily trade volumes in January-November 2013 were not above USD 1.2 bn, in December 2013 – almost USD 2 bn, and in January 2014 – USD 2.3 bn.

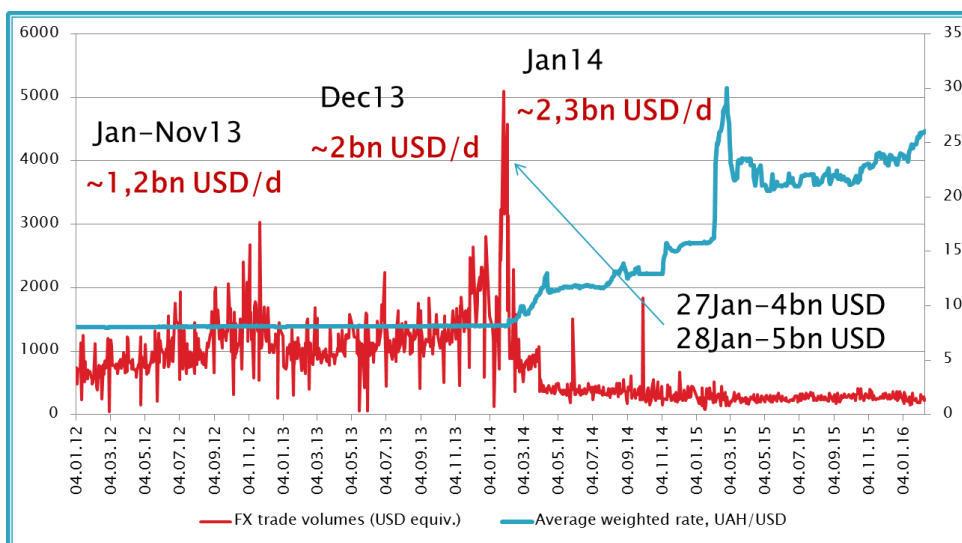


Chart 4. FX daily trade volumes (lhs) and exchange rate (rhs) dynamics

Source: National Bank of Ukraine.

Introduction and application of a free exchange rate with a simultaneous wide-spread and uncontrolled NBU's refinancing became a generator of the subsequent continuous depreciation of the national currency and the inefficient use of international reserves.

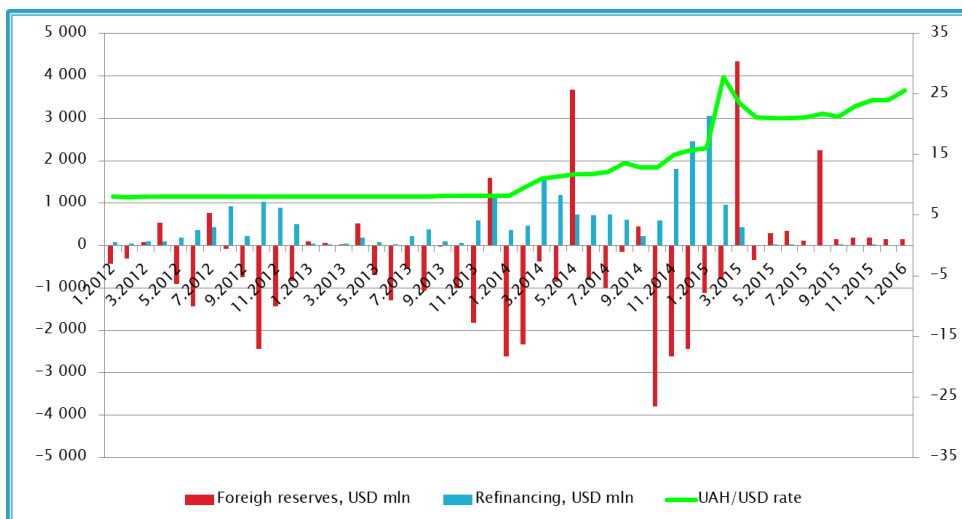


Chart 5. FX reserves, refinancing (lhs) and exchange rate (rhs) dynamics

Source: National Bank of Ukraine.

Table 1

FX reserves and refinancing dynamics

	Refinancing, bn UAH	Refinancing, bn USD	Reserves, bn USD
2013	23,8	2,9	-4,1
2014	149,3	11,5	-12,9
2015	89,3	4,6	5,8

Source: National Bank of Ukraine.



We do not state that the phenomenon of refinancing directly influences the rate, but insist that it can be a source for speculative funding going to the currency market and attacking the national currency rate, as happened in Ukraine in 2014¹⁷.

The NBU wasn't ready to the challenges of flexible rate regime in stressful conditions either institutionally or empirically, which was confirmed by erratically applied market and administrative methods of influence on the currency market. Most of them are unsystematic and inconsistent:

1) introduction of the requirement for mandatory conversion of FX remittances from abroad to UAH on the accounts of individuals - residents and non-residents since 2 September 2014 led to panic and increased demand for foreign currency on the cash market. Although this requirement was initially established for a period until 2 December 2014, it was annulled from September 23, 2014;

2) cancellation of belated but logical decisions on trade flow payments:

- the decision on granting the right to banks to provide loans in foreign currency only for the payment of foreign liabilities, which was introduced in August 29, 2014, was cancelled on the 9th of September 2014;
- installing the ban on payments in foreign currency under import transactions without importation of goods into the territory of Ukraine on 23 September 2014 which was cancelled in November 3, 2014;
- decision of 6 February 2014 on the prohibition on purchase of foreign currency on the interbank currency market of Ukraine for the resident investing abroad, repealed on March 28, 2014.

3) introduction of the practice of Dutch currency auctions was inadequate both in conditions of economic situation in the country in general and in the financial market in particular.

NBU's policy met with a strong unacceptance on the part of public and business, especially after an attempt to ban purchases on the interbank foreign currency market for a few days, and caused a complete misunderstanding of the NBU actions, and NBU had to repeal this norm the next day¹⁸ [9]. The loss of confidence in the NBU policy and controversial public comments of officials from the National Bank undermined the situation and only aggravated the panics on the market. It led to a decrease in the volumes of foreign currency trade on the interbank and cash market, which contributed to a further devaluation of the national currency, further shadowing of the exchange operations and multiplicity of exchange rates¹⁹.

¹⁷ Although there are calculations [8] stating there is no correlation between refinancing of NBU and UAH exchange rate, we believe the regression analysis applied there is not objective as deals with daily data, although each of 4 substantial rate hikes happened during few days only, thus being ignored by the model.

¹⁸ The Resolutions of the NBU Board dated 24.02.2015 No.130 and 25.02.2015 No. 131.

¹⁹ In 2013 the monthly average volume of currency trading on the interbank market was USD 50 bn, in March 2014 – April 2015 it was around USD 15.2 bn, thus decreased in 3.3 times.



References

1. On Amendments to the Regulations on the Establishment official rate of the hryvnia to foreign currencies and precious metals exchange. Resolution of the National Bank of Ukraine of 31.03.2014 number 180. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0375-14> [in Ukrainian].
2. National Bank of Ukraine. Retrieved from <https://www.bank.gov.ua> [in Ukrainian].
3. On regulation of the National Bank of Ukraine liquidity of banks in Ukraine. Resolution of the National Bank of Ukraine of 12.04.2013 number 491. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z2089-13> [in Ukrainian].
4. On Amending Resolution of the Board of the National Bank of Ukraine on June 19, 2012 № 248. Resolution of the National Bank of Ukraine of 06.12.2013 №502. Retrieved from <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0502500-13> [in Ukrainian].
5. On Amending Resolution of the Board Ukraine National Bank of Ukraine on December 4, 2013 № 491. Resolution of the National Bank of Ukraine of 27.01.2014 p. № 33. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0182-14> [in Ukrainian].
6. On some issues of regulation of the money market. Resolution of the National Bank of Ukraine of 21.02.2014 № 86. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0086500-14> [in Ukrainian].
7. Letter of NBU Board on Resolution of the National Bank of Ukraine of 24.12.2013 №536 (a letter of 24.12.2013 №19-102/29596). Retrieved from http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/LB13239.html [in Ukrainian].
8. Horodnychenko, Yu., Korenok, O. (09.04.2015). Mathematics for Gontareva: Refinance is not a hindrance for stable exchange rate. *LigaBiznes*. Retrieved from <http://biz.liga.net/all/all/stati/2984169-matematika-za-gontarevu-refinans-stabilnomu-kursu-ne-pomekha.htm> [in Russian].
9. On Amending Resolution of the National Bank of Ukraine on February 24, 2015 № 130. Resolution of the National Bank of Ukraine of 24.02.2015 №131. Retrieved from <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0131500-15> [in Ukrainian].

Надійшла до редакції 05.09.2016 р.