

## ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 339.721

Т. П. БОГДАН,  
доктор економічних наук,  
головний науковий співробітник ДУ “Інститут економіки і прогнозування НАН України”

### ДОСТАТНІСТЬ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ ЯК ПЕРЕДУМОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ МАКРОФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ \*

*Розкрито ключові функції міжнародних резервів і виявлено основні тенденції їх динаміки у країнах з ринками, що формуються. Проведено критичний аналіз апробованих показників адекватності міжнародних резервів та узагальнено комплексну методику МВФ з оцінки мінімально допустимого обсягу резервів. Розраховано граничне значення міжнародних резервів та обґрунтовано рекомендації для валютної політики в Україні.*

**Ключові слова:** міжнародні резерви, фінансові кризи, потоки капіталів, управління міжнародною ліквідністю.

*The key functions of international reserves are clarified, and the main tendencies of their dynamics in the countries, where the markets are formed, are revealed. The critical analysis of approved indicators of the adequacy of international reserves is carried out, and the complex method of the IMF for the estimation of the minimum admissible volume of reserves is generalized. The limiting value of international reserves is calculated, and some recommendations for the currency policy in Ukraine are substantiated.*

**Keywords:** international reserves, financial crises, capital flows, control over the international liquidity.

В умовах фінансової глобалізації й посилення залежності країн – реципієнтів іноземного капіталу від зовнішнього фінансування особливого значення набули зважене управління суверенною ліквідністю та формування достатнього обсягу золотовалютних резервів. При зростанні фінансової інтеграції країни з ринками, що формуються, стали уразливими до поширення міжнародних “ефектів зараження”: вплив іноземних капіталів з таких країн у багатьох випадках супроводжувався руйнівними валютними і фінансовими кризами. За таких умов центральні банки країн з ринками, що формуються, були змушені накопичувати додаткові міжнародні резерви для створення запасу міцності та пом’якшення впливу зовнішніх шоків, які негативно позначаються на стані національної економіки і збалансованості валютного ринку.

У теоретичному контексті Б. Дурду, Е. Мендоза та ін. показали, що фінансова інтеграція в поєднанні з недосконаlostями ринків капіталів може генерувати ендогенні “раптові зупинки” капіталу, які створюють підґрунтя для значного нарощування міжнародних резервів <sup>1</sup>.

\* Дослідження виконано в рамках НДР “Розвиток державних фінансів в умовах глобалізації” ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України” (№ ДР 0109U004580).

<sup>1</sup> Див.: D u r d u B., M e n d o z a E., and T e r r o n e s M. “Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism” (paper prepared for the Conference on New Perspectives on Financial Globalization). Washington, “IMF”, 2007.

Основна функція золотовалютних резервів — створення запасу ліквідних засобів для покриття розриву між зовнішніми виплатами та надходженнями, а також збереження стабільного рівня обмінного курсу. Міжнародні резерви виконують роль своєрідного буфера для нейтралізації дії зовнішніх шоків, що впливають як на рахунок поточних операцій, так і на фінансовий рахунок платіжного балансу. При цьому достатній обсяг міжнародних резервів дозволяє уникнути руйнівних наслідків пристосування економіки до зовнішніх потрясінь, які в багатьох випадках стають причиною падіння виробництва, гальмування інвестиційної діяльності й припинення кредитної активності.

М. Обстфельд, Дж. Шамбау й А. Тейлор аргументували, що міжнародні резерви виконують роль запасу ресурсів, потреба в яких виникає при тимчасовому скороченні експортних надходжень чи вилученні іноземних фінансових вкладень. Використання таких ресурсів дозволяє нівелювати різкі стрибки обмінного курсу та пом'якшити негативний вплив операцій платіжного балансу на рівень внутрішніх споживчих або інвестиційних витрат. Крім того, резерви допомагають захистити банківську (а в більш широкому сенсі — й національну кредитну) систему від вилучення позичкових капіталів внутрішнього чи зовнішнього походження<sup>2</sup>. Таким чином, при зростанні масштабів транскордонного руху капіталів ризику, пов'язані з нестабільністю потоків міжнародних капіталів, підвищили альтернативну вартість недостатнього обсягу золотовалютних резервів.

З огляду на те, що Україна, починаючи з 2005 р., активно інтегрувалась у міжнародний ринок капіталів, але не отримала стабільного доступу до зовнішнього фінансування, питання формування достатнього обсягу міжнародних резервів та оцінки їх адекватності стали надзвичайно актуальними; причому дані проблеми слід розглядати як у міжнародному (з урахуванням закономірностей і тенденцій розвитку світових фінансів), так і у внутрішньому (з урахуванням особливостей валютно-фінансової системи України) контекстах.

За останнє десятиріччя валові міжнародні резерви країн з ринками, що формуються, в абсолютному вираженні зросли більш як у 6 разів і перевищили 5 трлн. дол. Нарощування зовнішніх резервних активів спостерігалось у всіх регіональних групах країн з ринками, що формуються, хоча на азійські країни припадало більше половини загального приросту, а в Китаї обсяг міжнародних резервів за 12 років збільшився зі 170 млрд. дол. до майже 3 трлн. дол. Накопичення значного обсягу міжнародних резервів у країнах з ринками, що формуються, стало відображенням реакції їх урядів на кризи платіжних балансів останнього десятиріччя.

Станом на кінець 2010 р. у країнах з низьким і середнім рівнями доходів міжнародні резерви досягли 137% їх зовнішнього сукупного боргу та 11 місяців імпорту товарів і послуг. Країни Європи і Центральної Азії серед зазначених країн належали до аутсайдерів за відносними обсягами накопичених резервів, які становили 59% зовнішнього сукупного боргу та 8 місяців імпорту. Україна, як відомо, входить до регіональної групи Європи і Центральної Азії, проте відносні показники її резервів суттєво відставали від середніх по регіону. Так, станом на кінець 2010 р. міжнародні резерви України не досягали і 30% зовнішнього сукупного боргу та ледь перевищували 5 місяців імпорту (табл. 1).

<sup>2</sup> Див.: Obstfeld M., Shambaugh J. C., and Taylor A. M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. "CEPR Discussion Paper Series" № 6693, 2008.

Таблиця 1

**Рівень міжнародних резервів за регіональними групами країн  
станом на кінець 2010 р. \***

Країна чи група країн	Резерви	
	зовнішній сукупний борг (%)	імпорт товарів і послуг (міс.)
Країни з низьким і середнім рівнями доходів у цілому.....	137,1	11,1
Східної Азії і Тихоокеанського басейну.....	332,9	16,5
Латинської Америки і Карибського басейну....	62,1	6,8
Близького Сходу і Північної Африки.....	226,9	11,1
Південної Азії.....	84,2	7,2
Африки (крім Північної).....	74,6	4,1
Європи і Центральної Азії.....	58,9	8,2
Україна.....	29,6	5,2

\* Складено автором за даними МБПП “Global Development Finance 2012” (data.worldbank.org/data-catalog/global-development-finance).

Серед регіональних груп країн з низьким і середнім рівнями доходів найзначніші резерви мали країни Східної Азії і Тихоокеанського басейну (333% зовнішнього боргу та 17 місяців імпорту), а також Близького Сходу і Північної Африки (227% зовнішнього боргу та 11 місяців імпорту). Найнижчий рівень міжнародних резервів зафіксований у країн Латинської Америки і Карибського басейну (62% зовнішнього сукупного боргу і 7 місяців імпорту), а також країн Європи і Центральної Азії (59% зовнішнього сукупного боргу і 8 місяців імпорту). Проте навіть у вказаних регіональних групах розмір міжнародних резервів більше ніж удвічі перевищував відносні показники резервів в Україні (25,2% зовнішнього сукупного боргу і 3,5 місяця імпорту) станом на початок 2012 р.

Серед постсоціалістичних країн за показником відношення резервів до зовнішнього сукупного боргу обсяг резервів менше, ніж в Україні, був лише в Білорусі (19,5% боргу), Грузії (24,5%), Казахстані (23,8%), Латвії (19,2%) і Литві (23,1%). За показником міжнародних резервів у місяцях імпорту найнижчі значення – у Білорусі (1,5 місяця), Литві (3 місяці) та Україні (3,5 місяця). Слід також зазначити, що серед постсоціалістичних країн рівень міжнародних резервів України за показником зовнішнього сукупного боргу відставав від середнього рівня більше ніж удвічі, а за показником імпорту товарів і послуг – у півтора раза.

Таблиця 2

**Рівень міжнародних резервів у постсоціалістичних країнах  
станом на кінець 2010 р. \***

Країна	Резерви	
	зовнішній сукупний борг (%)	імпорт товарів і послуг (міс.)
Албанія.....	53,6	4,5
Вірменія.....	30,6	4,6
Азербайджан.....	91,9	5,2
Білорусь.....	19,5	1,5
Боснія і Герцеговина.....	51,8	5,2
Болгарія.....	35,8	6,7
Грузія.....	24,5	3,9
Казахстан.....	23,8	5,5
Косово.....	247,3	3,0
Киргизстан.....	43,2	4,8

Латвія.....	19,2	6,5
Литва.....	23,1	3
Македонія.....	39,2	4,2
Молдова.....	37,2	4,2
Румунія.....	39,5	8,2
Російська Федерація.....	124,6	14,1
Сербія.....	41,3	7,5
Україна (за 2011 р.).....	25	3,5
У середньому.....	54,0	5,3

\* Складено автором за даними МБРР "Global Development Finance 2012".

Підкреслимо, що країни з низькими кредитними рейтингами (до яких належить і Україна) мають обмежений доступ до міжнародних ринків капіталу, тому для протистояння негативним зовнішнім шокам повинні утримувати більший порівняно із середніми значеннями обсяг міжнародних резервів. С. Шарма, В. Чой і М. Штрюмквіст визначили, що суверенний кредитний рейтинг має зворотний зв'язок з обсягом міжнародних резервів (чим вищою є кредитоспроможність країни, тим меншою є потреба в накопиченні резервів завдяки кращому доступу до міжнародного ринку капіталів)<sup>3</sup>.

Фахівці МВФ встановили, що основними мотивами накопичення резервів країнами з ринками, що формуються, є такі:

- створення буфера ліквідності на випадок дії шоків поточного та фінансового рахунків платіжного балансу;
- підтримка фіксованого обмінного курсу національної валюти;
- утримання заниженого обмінного курсу в рамках політики експортоорієнтованого зростання (міжнародні резерви стають "побічним наслідком" такої політики)<sup>4</sup>.

Використавши дані за 1980–2010 рр. для 43 країн з ринками, що формуються, автори побудували регресійну модель валових міжнародних резервів, пояснювальними змінними якої виступили: 1) нівелювання шоків поточного рахунку платіжного балансу; 2) нівелювання шоків фінансового рахунку; 3) утримання резервів як "побічний наслідок" політики експортоорієнтованого зростання.

А. Гош, Дж. Острі та Ч. Цангерід показали, що у період до 1997 р., коли фінансова інтеграція країн була невисокою, найвагомішою детермінантою приросту міжнародних резервів було страхування на випадок дії шоків поточного рахунку. Після азійської кризи 1997–1998 рр. фактор згладжування шоків фінансового рахунку став більш значущим. У цей період ряд країн Азії взяли на озброєння політику штучного заниження курсу національної валюти, яка реалізувалася через проведення стерилізованих інтервенцій на валютному ринку і мала наслідком суттєве збільшення міжнародних резервів.

Результати економічного розвитку країн Південно-Східної Азії і Китаю вказують на те, що така політика була цілком виправданою. Для підтвердження факту

<sup>3</sup> Див.: Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies. (Prepared by Woon Gyu Choi, Sunil Sharma, and Maria Strömquist). "IMF Working Paper" July 2007.

<sup>4</sup> Див.: Shifting Motives: Explaining the Buildup in Official Reserves in Emerging Markets Since the 1980s. (Prepared by Atish R. Ghosh, Jonathan D. Ostry, Charalambos G. Tsangarides). "IMF Working Paper" January 2012.

стимулюючого впливу заниженого обмінного курсу В. Родрік провів емпіричне дослідження великої вибірки країн з низьким і середнім рівнями доходів у 1950–2004 рр. Він встановив, що у середньостроковому періоді темпи економічного зростання були вищими в країнах із заниженим рівнем обмінного курсу. Недооцінка національної валюти визначалась як відхилення реального обмінного курсу від ПКС валют, скоригованого на ефект Баласси – Самуельсона (який ураховує заниженість курсу в країнах з низьким рівнем продуктивності праці).

А. Берг та Й. Міа показали, що взаємозв'язок між рівнем обмінного курсу і темпами економічного зростання має лінійний характер і поширюється на випадки як недооцінки, так і переоцінки національної валюти. Це означає, що надмірна ревальвація стримує економічне зростання, а девальвація сприяє економічному піднесенню<sup>5</sup>. Суттєва ревальвація шкодить економіці, оскільки зменшує потенціально можливі обсяги експортного сектору (навіть якщо підвищення курсу національної валюти зумовлюється дією фундаментальних економічних факторів), а штучна девальвація спрацьовує у зворотному напрямі й виконує роль підйоми розвитку експортного сектору економіки.

Традиційно в міжнародній практиці використовувалися такі прості та комбіновані показники для оцінки адекватності розміру золотовалютних резервів країни.

*1. Міжнародні резерви в місяцях імпорту товарів і послуг.* Вважається, що резерви мають бути достатніми для покриття трьох місяців імпорту товарів і послуг на випадок непередбачуваного припинення надходжень від експорту та інших припливів іноземної валюти.

*2. Міжнародні резерви у процентах до короткострокового зовнішнього боргу за залишковим строком погашення.* Він має назву “критерій Грінспена” і свідчить про достатність міжнародних резервів для задоволення фінансових вимог нерезидентів упродовж року. Вважається, якщо відношення резервів до короткострокового боргу є меншим від 1, то імовірною є ситуація, за якої уряд чи резиденти країни у разі несприятливих змін на міжнародному ринку капіталів порушуватимуть графік зовнішньоборгових виплат. При визначенні короткострокового боргу за залишковим строком погашення враховуються всі види кредитних зобов'язань, строк оплати за якими може настати протягом року за першою вимогою кредиторів.

*3. Ступінь покриття міжнародними резервами дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і річних виплат у рахунок погашення та обслуговування зовнішнього боргу.* Даний критерій запропонував міністр фінансів Аргентини П. Гвідотті. Він обґрунтував положення про те, що валютні резерви є достатніми, якщо вони забезпечують усі виплати за зовнішнім боргом і покривають прогнозований дефіцит поточного рахунку платіжного балансу протягом року.

*4. Ступінь покриття міжнародними резервами тримісячного імпорту товарів і послуг і річних виплат у рахунок погашення та обслуговування довгострокового зовнішнього боргу.* Вказаний критерій адекватності резервів має назву “критерій Редді” (Я. Редді – заступник голови Центрального банку Індії).

*5. Міжнародні резерви у процентах до грошової маси М2.* Достатніми вважають резерви, які покривають 20% грошової маси М2. Доцільність застосування такого критерію пояснюється тим, що в країнах з нестабільним попитом на гроші при

<sup>5</sup> Див.: The Real Exchange Rate and Growth Revisited: The Washington Consensus Strikes Back? (Prepared by A. Berg and Y. Miao). “IMF Working Paper” March 2010.

виникненні кризових явищ на міжнародному або внутрішньому ринках резидентів можуть знизити вимоги до національної грошової влади (наприклад, через вилучення депозитів з банків) і заявити про додатковий попит на іноземну валюту. Даний критерій призначений для оцінки ступеня міцності валютно-фінансової позиції країни у разі впливу національного капіталу.

Зазначені показники резервів приваблюють своєю простотою і широко використовуються у практиці валютного регулювання більшості країн світу. Але вони дозволяють оцінити лише один з аспектів уразливості (у кращому випадку – два), можуть підлягати довільному трактуванню і давати протилежні результати адекватності резервів (при використанні різних показників).

Критерій адекватності міжнародних резервів у місяцях імпорту товарів і послуг слід використовувати лише у країнах, зовнішні шоки для яких породжуються нестабільністю надходжень і виплат за поточним рахунком платіжного балансу. Такі країни, як правило, обмежують проведення операцій з капіталом, трансакції фінансового рахунку у них є незначними за обсягом. Проте, якщо вказані умови і є справедливими для окремих країн, то повне припинення надходжень за поточним рахунком платіжного балансу, яке лежить в основі даного критерію, є мало ймовірним. Щодо кількісного значення даного критерію, то не існує емпіричних доказів достатності резервів саме на рівні 3 місяців імпорту.

Застосування критерію адекватності резервів у місяцях імпорту було виправданим у період, коли потоки міжнародних капіталів не відігравали помітної ролі у фінансуванні країн з невисоким рівнем доходів. У 90-х роках ХХ ст. більшість країн лібералізували операції рахунку капіталів платіжного балансу і стали уразливими до зміни напрямів руху міжнародних капіталів. За таких умов критерій адекватності міжнародних резервів у місяцях імпорту не втратив своєї актуальності лише для країн, які слабо інтегровані у світову фінансову систему.

Критерій адекватності резервів у процентах до короткострокового зовнішнього боргу виступає як індикатор уразливості до кризових подій у країнах, що мають доступ до міжнародного ринку капіталів. Правило Грінспена про 100-процентне покриття резервами короткострокового зовнішнього боргу в даний час є основоположним при визначенні курсу валютної політики більшості центробанків країн з ринками, що формуються. Проте поза увагою багатьох фахівців залишаються проблеми, пов'язані з використанням даного критерію:

1) допущення, що лежить в його основі (про необхідність покриття резервами річних виплат у рахунок погашення зовнішнього боргу), по суті, є довільним і мотивованим самим визначенням короткострокового зовнішнього боргу. Правило про те, що країна повинна залишатися платоспроможною саме впродовж року після втрати можливості залучати нові позики, не має будь-якого раціонального пояснення, адже тривалість кризи може бути більше або менше року;

2) під час кризи коефіцієнт рефінансування зовнішнього боргу ніколи не падає до нуля, а тому допущення щодо повного припинення зовнішнього фінансування і неможливості рефінансувати поточні борги не відповідає дійсності.

Фахівці МВФ справедливо зазначають, що розмір короткострокового зовнішнього боргу не може бути ідеальним показником для виміру ймовірного скорочення міжнародних резервів під час кризи. У тих країнах, де падіння резервів відносно короткострокового зовнішнього боргу було суттєвим, розміри останнього виявилися незначними, а канали вилучення резервів – зовсім іншими. Так, Вірме-

нія, Еквадор, Малайзія і Марокко під час останньої кризи втратили резервів на суму, що перевищувала 70% короткострокового зовнішнього боргу. Водночас країни з високим рівнем такого боргу (Болгарія, країни Балтії) зазнали втрат резервів на суму, яка була еквівалентною 10% короткострокового зовнішнього боргу<sup>6</sup>. Тоді закономірно виникає питання про доречність використання суми короткострокового зовнішнього боргу як індикатора адекватності міжнародних резервів і про обґрунтованість 100-процентного значення даного індикатора у вигляді гранично допустимого рівня.

Для подолання загально визнаних недоліків критерію Грінспена ряд авторитетних учених запропонували прийняти за базове правило покриття резервами сумарних зовнішніх зобов'язань країни, а не короткострокового зовнішнього боргу.

Так, Ч. Віплош вказував на те, що загальна сума зовнішніх зобов'язань країни є кращим показником для оцінки ризиків, пов'язаних з нестабільністю фінансового рахунку платіжного балансу. М. Заваджіл і М. Руїц-Арранц підтримали дану позицію і пропонували використання відношення резервів до сумарних зовнішніх зобов'язань країни як ключового показника при аналізі зовнішньої уразливості економіки<sup>7</sup>. При зростанні масштабів транскордонного руху капіталів і підвищенні небезпеки їх раптової зупинки чи відпливу до середини 90-х років ХХ ст. правило покриття резервами короткострокового зовнішнього боргу діяло і відображало основні джерела ризиків для переднього флангу країн, охоплених процесами фінансової глобалізації. Так, у країнах Південно-Східної Азії банки та корпорації накопичили значні суми зовнішніх короткострокових зобов'язань, за рахунок яких фінансувались інвестиційні проекти, які не генерували валютну виручку. Проте після азійської кризи 1997–1998 рр. обсяги короткострокових зобов'язань у країнах з ринками, що формуються, суттєво зменшилися, а волатильність портфельних інвестицій (більшість з яких є довгостроковими) різко підвищилася. Добре відомим є факт, що під час криз платіжного балансу портфельні інвестори рідко є пасивними спостерігачами і масово “скидають” цінні папери на фондовому ринку.

У цьому контексті М. Заваджіл і М. Руїц-Арранц справедливо зазначають, що проєкція останніх тенденцій розвитку світових фінансів на політику формування золотовалютних резервів не викликає необхідності забезпечувати покриття резервами сумарного обсягу зовнішніх зобов'язань країни. Ступінь покриття має залежати від волатильності певного виду зовнішніх надходжень чи зобов'язань. Отже, для країн з різною структурою зовнішніх зобов'язань (співвідношенням між прямими, портфельними інвестиціями, іноземними кредитами та між довго- і короткостроковими зовнішніми зобов'язаннями) мають використовуватися різні кількісні показники міжнародних резервів відносно сумарних зовнішніх зобов'язань країни.

Проте описаний підхід не враховує того факту, що в країнах з ринками, що формуються, зовнішні шоки можуть позначатись на показниках як фінансового рахунку платіжного балансу, так і поточного рахунку. Крім того, існують нестабільність попиту на національну валюту та його різкі стрибки на іноземну ва-

<sup>6</sup> Див.: Assessing Reserve Adequacy. Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments. (Approved by R. Moghadam, J. D. Ostry and R. Sheehy). “IMF” February 14, 2011.

<sup>7</sup> Див.: Are Emerging Asia's Reserves Really Too High? (Prepared by M. Ruiz-Arraz and M. Zavadjil). “IMF Working Paper” August 2008.

луту під впливом негативних очікувань суб'єктів ринку. За таких умов зусилля треба зосередити на пошуку альтернативних показників достатності золотовалютних резервів, які могли б охопити всі джерела ризиків, з якими стикаються країни з ринками, що формуються.

Перші зрушення у цьому напрямі зробили П. Гвідотті та Я. Редді, які при оцінці адекватності золотовалютних резервів запропонували комбінувати показники поточного рахунку платіжного балансу з показниками зовнішньоборгових виплат. Д. Вінхолдс і А. Каптейн для оцінки адекватності резервів використовували показники кредитних ризиків країни, короткострокового зовнішнього боргу і грошової маси M2.

На сьогодні найвагомішою працею в даній сфері є дослідження МВФ “Оцінюючи адекватність резервів”<sup>8</sup>. Розроблена у МВФ методика оцінки адекватності резервів складається з двох блоків: 1) матриці відносного рівня ризиків потенціальних джерел нестабільності з боку платіжного балансу, яка створена на основі фактичних даних відпливу капіталів чи зменшення надходжень у кризовий період у різних країнах з низьким і середнім рівнями доходів; 2) експертних оцінок рівня потреб у міжнародних резервах для покриття визначених джерел ризиків.

Ідентифіковані МВФ джерела ризиків включають як різні складові зовнішніх зобов'язань, так і показники поточного рахунку платіжного балансу і потенціального відпливу капіталу резидентів країни. Щоб повністю охопити джерела ризиків, а також гарантувати доступність і простоту використання розробленого інструментарію, увагу було зосереджено на 4 специфічних джерелах ризиків, які у кризових умовах перетворюються на канали вилучення міжнародних резервів.

По-перше, обсяги *експортної виручки* відображають потенціальні втрати резервів, які можуть мати місце при суттєвому погіршенні умов торгівлі чи зниженні попиту на експортовану продукцію. Показник вартісних обсягів імпорту товарів і послуг також може використовуватися для оцінки потенціальних ризиків з боку поточного рахунку платіжного балансу, але він не може охопити ризики скорочення зовнішнього попиту. Тому при нестабільності зовнішнього попиту на експортовану продукцію перевагу доцільно надати показнику експортної виручки.

По-друге, найбільш волатильні складові зовнішніх зобов'язань країни – *короткостроковий зовнішній борг* та *іноземні портфельні інвестиції* – вказують на потенціально можливі втрати міжнародних резервів у випадку дії шоків з боку фінансового рахунку платіжного балансу. Відомо, що короткострокові зобов'язання є ризиковим і нестабільним джерелом зовнішніх надходжень, а портфельні інвестори миттєво реагують на рівень цін на внутрішні активи і можливі зміни обмінного курсу національної валюти.

По-третє, обсяг *грошової маси* відображає ризики скорочення міжнародних резервів, які генеруються стрибками попиту на іноземну валюту з боку резидентів країни. Грошова маса, по суті, являє собою запас ліквідних внутрішніх активів, які під час кризи можуть конвертуватись у зовнішні активи, перетворюючись в один з каналів вилучення міжнародних резервів.

Фахівці МВФ пропонують оцінювати мінімально допустимий рівень міжнародних резервів за такою формулою:

---

<sup>8</sup> Див.: Assessing Reserve Adequacy. (Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments). “IMF” February 14, 2011.





Необхідність розробки різних формул підрахунку резервів для фіксованого і плаваючого режимів обмінного курсу пояснюється тим, що за режиму плаваючого обмінного курсу чи режиму керованого плавання грошова влада не несе відповідальності за утримання заданих наперед значень обмінного курсу, а тому може дозволити собі мати менші обсяги золотовалютних резервів.

На основі методики МВФ, з урахуванням фактично діючого режиму обмінного курсу в Україні, мінімально допустимий розмір міжнародних резервів країни можна розрахувати за такою формулою:

$$\begin{aligned} \text{Міжнародні резерви} = & 30\% \text{ короткострокового зовнішнього боргу} + \\ & + 15\% \text{ портфельних інвестицій} + 10\% \text{ грошової маси M2} + \\ & + 10\% \text{ експорту товарів і послуг.} \end{aligned}$$

Проте, на нашу думку, такий підхід не повністю враховує ризики “втечі” від національної валюти і конвертації гривневих заощаджень у вільно конвертовану валюту, на нівелювання яких і спрямована система управління міжнародною ліквідністю країни. Станом на початок 2012 р. 10% грошової маси M2 були еквівалентом 8,75 млрд. дол., тоді як сума приросту готівкової валюти поза банками за 2011 р. сягнула фактично 11,9 млрд. дол. Тому, на наш погляд, наведена вище формула має бути скоригована в частині збільшення процентного співвідношення грошової маси, яка покривається міжнародними резервами, з 10 до 15%.

Таким чином, остаточна формула розрахунку мінімально допустимого розміру міжнародних резервів України матиме такий вигляд:

$$\begin{aligned} \text{Міжнародні резерви} = & 30\% \text{ короткострокового зовнішнього боргу} + \\ & + 15\% \text{ портфельних інвестицій} + 15\% \text{ грошової маси M2} + \\ & + 10\% \text{ експорту товарів і послуг.} \end{aligned}$$

Ураховуючи фактичні значення відібраних показників за 2011 р. (станом на початок 2012 р.), за формулою розрахуємо кількісний показник граничного рівня міжнародних резервів України – 42,4 млрд. дол. Як відомо, фактичний розмір цих резервів станом на початок 2012 р. дорівнював 31,8 млрд. дол., тобто був меншим від мінімально допустимого рівня на 10,6 млрд. дол.<sup>9</sup>

Висновок про неадекватність розміру міжнародних резервів України підтверджується і результатами аналізу з використанням критерію Грінспена. При врахуванні всіх видів кредитних зобов’язань, строк оплати за якими може настати протягом року за першою вимогою кредиторів, рівень покриття резервами коротко-

<sup>9</sup> За даними Національного банку України.

строкового зовнішнього боргу України станом на початок 2012 р. дорівнював 56%, тоді як достатнім вважається рівень 100%.

За 2011 р. рахунок поточних операцій було зведено з дефіцитом 9,3 млрд. дол., або 5,5% ВВП (2,2% ВВП у 2010 р.). У поточному році від'ємне сальдо рахунку поточних операцій продовжуватиме зростати, оскільки ціни на імпортовані енергоносії підвищились, а кон'юнктура на ринках металопродукції погіршується. При цьому основними рушійними силами незбалансованості поточного рахунку є не тільки перевищення імпорту товарів і послуг над експортом, а й низький рівень національних заощаджень, а також нарощування споживчого та інвестиційного попиту, який вітчизняні виробники задовольнити не можуть. В Україні проблеми незбалансованості поточного рахунку поєднуються із скороченням профіциту фінансового рахунку, який відображає як несприятливу кон'юнктуру міжнародного фінансового ринку, так і низький рівень кредитоспроможності суб'єктів національної економіки і держави.

Очевидно, що дефіцит платіжного балансу може фінансуватися за рахунок вилучення міжнародних резервів чи додаткового залучення зовнішніх ресурсів. Лише у IV кварталі 2011 р. для фінансування дефіциту платіжного балансу було використано 2,5 млрд. дол. резервних активів, а їх обсяг на початок червня 2012 р. становив 30,7 млрд. дол. При прогнозуванні ситуації на майбутнє слід урахувати, що якщо розміщення нових позик є проблематичним, а розміри золотовалютних резервів наближаються до небезпечно низького рівня, то даний курс макроекономічної політики матиме своїм наслідком поглиблення фінансових дисбалансів і розкручування спіралі валютно-банківської боргової кризи.

Події останніх місяців в Україні вказують на ймовірність реалізації класичного сценарію валютної кризи III покоління (як початкового етапу повномасштабної фінансової кризи). Даний сценарій передбачає, що при формуванні істотного дефіциту поточного рахунку, накопиченні значного обсягу зовнішніх боргів і очікуванні девальвації національної валюти кредитори відмовляються від надання нових позик уряду і приватним суб'єктам. Зростає також попит на іноземну валюту з боку вітчизняних економічних агентів, що викликає дисбаланси на валютному ринку, а масовий відплив іноземного капіталу і "втеча" від національної валюти згодом провокують виникнення валютної кризи.

Ситуація погіршується тим, що в умовах нестійкості банківського сектору і значного обсягу накопичених зовнішніх боргів некерована девальвація національної валюти надасть поштовх розгортанню ланцюгової реакції кризи, яка пошириться на всі сегменти фінансового ринку України і стане причиною кардинального зниження рівня виробництва.

Для попередження кризового сценарію розвитку подій особливого значення набуває проведення здорової макроекономічної політики і виваженої політики пруденційного регулювання діяльності фінансових установ, які відіграють надзвичайно важливу роль у зменшенні уразливості валютно-фінансової позиції країни до впливу кризових факторів. На міжнародній арені визнано, що задоволення критеріїв боргової стійкості, досягнення низької і передбачуваної інфляції, наближення реального обмінного курсу до рівноважного рівня та ефективне регулювання фінансового сектору суттєво зменшують імовірність поширення кризових явищ. Зокрема, Р. Мохан і М. Капур обґрунтовують, що оптимальне реагування на виклики фінансової глобалізації для країн з ринками, що формуються,

забезпечують зважене управління державним боргом, ефективне управління фінансовим рахунком платіжного балансу, накопичення достатніх міжнародних резервів, цілеспрямоване використання пруденційних інструментів і розвиток внутрішнього фінансового ринку, який має належний ступінь глибини і міцності <sup>10</sup>.

Пруденційне регулювання має незаперечне значення для подолання дисбалансів розвитку фінансового сектору, що, у свою чергу, може зменшити потреби в накопиченні міжнародних резервів. Стійкий фінансовий стан банків та інших фінансових посередників, баланси яких характеризуються низькими валютними ризиками, кредитними ризиками і ризиками ліквідності, забезпечує їх від раптових зупинок припливу іноземного капіталу і зменшує значущість центрального банку як кредитора останньої інстанції і постачальника валютної ліквідності для банків.

Таким чином, після нівелювання критичних проявів світової фінансової кризи і стабілізації фінансової ситуації в Україні актуальним завданням фінансової політики стане модифікація курсу валютно-курсової і грошово-кредитної політики, а також забезпечення їх спрямованості на істотне поповнення золотовалютних резервів країни. Збільшення міжнародних резервів до рівня, щонайменше, 42,4 млрд. дол. <sup>11</sup> створить необхідний запас міцності для утримання фінансової стабільності в країні у випадку дії несприятливих факторів зовнішнього чи внутрішнього характеру. Достатній обсяг міжнародних резервних активів підвищуватиме інвестиційну привабливість економіки України, створюватиме умови для повного і своєчасного виконання нею зовнішніх боргових зобов'язань, зумовлюватиме зниження вартості зовнішнього фінансування, посилюватиме довіру до національної валюти та зменшуватиме амплітуду коливань обмінного курсу гривні.

*Стаття надійшла до редакції 23 березня 2012 р.*

---

<sup>10</sup> Див.: M o h a n R., K a p u r M. Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies. "Asian Development Bank Institute" № 186, January 2010.

<sup>11</sup> Зазначений цільовий орієнтир має коригуватися відповідно до змін показників платіжного балансу України, міжнародної інвестиційної позиції та грошових агрегатів.