

Т. П. БОГДАН,
доктор экономических наук,
главный научный сотрудник ГУ “Институт экономики и прогнозирования НАН Украины”

**ДОСТАТОЧНОСТЬ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ
КАК ПРЕДПОСЫЛКА ОБЕСПЕЧЕНИЯ
МАКРОФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ ***

Раскрыты ключевые функции международных резервов и выявлены основные тенденции их динамики в странах с формирующимися рынками. Проведен критический анализ апробированных показателей адекватности международных резервов и обобщена комплексная методика МВФ оценки минимально допустимого объема резервов. Рассчитано предельное значение международных резервов и обоснованы рекомендации для валютной политики в Украине.

Ключевые слова: международные резервы, финансовые кризисы, потоки капиталов, управление международной ликвидностью.

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 approbated 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 условиях финансовой глобализации и усиления зависимости стран – реципиентов иностранного капитала от внешнего финансирования особое значение приобрели взвешенное управление суверенной ликвидностью и формирование достаточного объема золотовалютных резервов. При росте финансовой интеграции страны с формирующимися рынками стали уязвимы к распространению международных “эффектов заражения”: отток иностранных капиталов из таких стран во многих случаях сопровождался разрушительными валютными и финансовыми кризисами. В таких условиях центральные банки стран с формирующимися рынками были вынуждены накапливать дополнительные международные резервы для создания запаса прочности и смягчения влияния внешних шоков, которые негативно сказываются на состоянии национальной экономики и сбалансированности валютного рынка.

В теоретическом контексте Б. Дурду, Э. Мендоза и др. продемонстрировали, что финансовая интеграция в сочетании с несовершенствами рынка капиталов

* Исследование выполнено в рамках НИР “Развитие государственных финансов в условиях глобализации” ГУ “Институт экономики и прогнозирования НАН Украины” (№ госрегистрации 0109U004580).

может генерировать эндогенные “внезапные остановки” капитала, создающие основу для значительного наращивания международных резервов¹.

Основная функция золотовалютных резервов – создание запаса ликвидных средств для покрытия разрыва между внешними выплатами и поступлениями, а также сохранения стабильного уровня обменного курса. Международные резервы выполняют роль своеобразного буфера для нейтрализации воздействия внешних шоков, влияющих как на счет текущих операций, так и на финансовый счет платежного баланса. При этом достаточный объем международных резервов позволяет избежать разрушительных последствий приспособления экономики к внешним потрясениям, которые во многих случаях становятся причиной падения производства, торможения инвестиционной деятельности и приостановки кредитной активности.

М. Обстфельд, Дж. Шамбау и А. Тейлор аргументировали, что международные резервы выполняют роль запаса ресурсов, потребность в которых возникает при временном сокращении экспортных поступлений или изъятии иностранных финансовых вложений. Использование таких ресурсов позволяет нивелировать резкие скачки обменного курса и смягчить негативное влияние операций платежного баланса на уровень внутренних потребительских или инвестиционных расходов. Кроме того, резервы помогают защитить банковскую (а в более широком смысле – и национальную кредитную) систему от изъятия ссудных капиталов внутреннего или внешнего происхождения². Таким образом, при росте масштабов трансграничного движения капиталов риски, связанные с нестабильностью потоков международных капиталов, повысили альтернативную стоимость недостаточного объема золотовалютных резервов.

С учетом того, что Украина, начиная с 2005 г., активно интегрировалась в международный рынок капиталов, но не получила стабильного доступа к внешнему финансированию, вопросы формирования достаточного объема международных резервов и оценки их адекватности стали чрезвычайно актуальными; причем данные проблемы следует рассматривать как в международном (с учетом закономерностей и тенденций развития мировых финансов), так и во внутреннем (с учетом особенностей валютно-финансовой системы Украины) контекстах.

За последнее десятилетие валовые международные резервы стран с формирующимися рынками в абсолютном выражении выросли более чем в 6 раз и превысили 5 трлн. дол. Наращивание внешних резервных активов наблюдалось во всех региональных группах стран с формирующимися рынками, хотя на азиатские страны приходилось более половины общего прироста, а в Китае объем международных резервов за 12 лет увеличился со 170 млрд. дол. до почти 3 трлн. дол. Накопление значительного объема международных резервов в странах с формирующимися рынками стало отражением реакции их правительств на кризисы платежных балансов последнего десятилетия.

По состоянию на конец 2010 г. в странах с низким и средним уровнями доходов международные резервы достигли 137% их внешнего совокупного долга и 11 месяцев импорта товаров и услуг. Страны Европы и Центральной Азии среди указанных стран были аутсайдерами по относительным объемам накопленных

¹ См.: Durdu B., Mendoza E., and Terrones 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.

² См.: Obstfeld M., Shambaugh J. C. and Taylor A. M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. “CEPR Discussion Paper Series” № 6693, 2008.

резервов, составлявших 59% внешнего совокупного долга и 8 месяцев импорта. Украина, как известно, входит в региональную группу Европы и Центральной Азии, однако относительные показатели ее резервов существенно отставали от средних по региону. Так, по состоянию на конец 2010 г. международные резервы Украины не достигали и 30% внешнего совокупного долга и едва превышали 5 месяцев импорта (табл. 1).

Таблица 1

Уровень международных резервов по региональным группам стран по состоянию на конец 2010 г. *

Страна или группа стран	Резервы	
	внешний совокупный долг (%)	импорт товаров и услуг (мес.)
Страны с низким и средним уровнями доходов в целом.....	137,1	11,1
Восточной Азии и Тихоокеанского бассейна...	332,9	16,5
Латинской Америки и Карибского бассейна....	62,1	6,8
Ближнего Востока и Северной Африки.....	226,9	11,1
Южной Азии.....	84,2	7,2
Африки (кроме Северной).....	74,6	4,1
Европы и Центральной Азии.....	58,9	8,2
Украина.....	29,6	5,2

* Составлено автором по данным МБРР “Global Development Finance 2012” (data.worldbank.org/data-catalog/global-development-finance).

Среди региональных групп стран с низким и средним уровнями доходов самые значительные резервы имели страны Восточной Азии и Тихоокеанского бассейна (333% внешнего долга и 17 месяцев импорта), а также Ближнего Востока и Северной Африки (227% внешнего долга и 11 месяцев импорта). Самый низкий уровень международных резервов зафиксирован у стран Латинской Америки и Карибского бассейна (62% внешнего совокупного долга и 7 месяцев импорта), а также стран Европы и Центральной Азии (59% внешнего совокупного долга и 8 месяцев импорта). Однако даже в указанных региональных группах размер международных резервов более чем вдвое превышал относительные показатели резервов в Украине (25,2% внешнего совокупного долга и 3,5 месяца импорта) по состоянию на начало 2012 г.

Среди постсоциалистических стран по показателю отношения резервов к внешнему совокупному долгу объем резервов меньше, чем в Украине, был лишь в Беларуси (19,5% долга), Грузии (24,5%), Казахстане (23,8%), Латвии (19,2%) и Литве (23,1%). По показателю международных резервов в месяцах импорта самые низкие значения – у Беларуси (1,5 месяца), Литвы (3 месяца) и Украины (3,5 месяца). Следует также отметить, что среди постсоциалистических стран уровень международных резервов Украины по показателю внешнего совокупного долга отставал от среднего уровня более чем вдвое, а по показателю импорта товаров и услуг – в полтора раза.

Подчеркнем, что страны с низкими кредитными рейтингами (к которым относится и Украина) имеют ограниченный доступ к международным рынкам капитала, поэтому для противостояния негативным внешним шокам должны удерживать больший по сравнению со средними значениями объем международных резервов. С. Шарма, В. Чой и М. Штротмквист определили, что суверенный кредитный рейтинг имеет обратную связь с объемом международных резервов (чем

выше кредитоспособность страны, тем меньше потребность в накоплении резервов благодаря лучшему доступу к международному рынку капиталов)³.

Таблица 2

Уровень международных резервов в постсоциалистических странах по состоянию на конец 2010 г. *

Страна	Резервы	
	внешний совокупный долг (%)	импорт товаров и услуг (мес.)
Албания.....	53,6	4,5
Армения.....	30,6	4,6
Азербайджан.....	91,9	5,2
Беларусь.....	19,5	1,5
Босния и Герцеговина.....	51,8	5,2
Болгария.....	35,8	6,7
Грузия.....	24,5	3,9
Казахстан.....	23,8	5,5
Косово.....	247,3	3,0
Киргизстан.....	43,2	4,8
Латвия.....	19,2	6,5
Литва.....	23,1	3
Македония.....	39,2	4,2
Молдова.....	37,2	4,2
Румыния.....	39,5	8,2
Российская Федерация.....	124,6	14,1
Сербия.....	41,3	7,5
Украина (за 2011 г.).....	25	3,5
В среднем.....	54,0	5,3

* Составлено автором по данным МБПП “Global Development Finance 2012”.

Специалисты МВФ установили, что основными мотивами накопления резервов странами с формирующимися рынками являются следующие:

- создание буфера ликвидности на случай действия шоков текущего и финансового счетов платежного баланса;
- поддержание фиксированного обменного курса национальной валюты;
- удерживание заниженного обменного курса в рамках политики экспортоориентированного роста (международные резервы становятся “побочным следствием” такой политики)⁴.

Используя данные за 1980–2010 гг. для 43 стран с формирующимися рынками, авторы построили регрессионную модель валовых международных резервов, объясняющими переменными которой выступили: 1) нивелирование шоков текущего счета платежного баланса; 2) нивелирование шоков финансового счета; 3) удерживание резервов как “побочное следствие” политики экспортоориентированного роста.

А. Гош, Дж. Остри и Ч. Цангерид показали, что в период до 1997 г., когда финансовая интеграция стран была невысокой, самой весомой детерминантой прироста международных резервов было страхование на случай действия шоков

³ См.: 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 Strömqvist). “IMF Working Paper” July 2007.

⁴ См.: 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.

текущего счета. После азиатского кризиса 1997–1998 гг. фактор сглаживания шоков финансового счета стал более значимым. В этот период ряд стран Азии взяли на вооружение политику искусственного занижения курса национальной валюты, которая реализовалась путем проведения стерилизованных интервенций на валютном рынке и повлекла за собой существенное увеличение международных резервов.

Результаты экономического развития стран Юго-Восточной Азии и Китая указывают на то, что такая политика была вполне оправданной. Для подтверждения факта стимулирующего влияния заниженного обменного курса В. Родрик провел эмпирическое исследование большой выборки стран с низким и средним уровнями доходов в 1950–2004 гг. Он установил, что в среднесрочном периоде темпы экономического роста были выше в странах с заниженным уровнем обменного курса. Недооценка национальной валюты определялась как отклонение реального обменного курса от ППС валют, скорректированного на эффект Балассы – Самуэльсона (учитывающий заниженность курса в странах с низким уровнем производительности труда).

А. Берг и Й. Миа показали, что взаимосвязь между уровнем обменного курса и темпами экономического роста носит линейный характер и распространяется на случаи как недооценки, так и переоценки национальной валюты. Это значит, что чрезмерная ревальвация сдерживает экономический рост, а девальвация способствует экономическому подъему⁵. Существенная ревальвация вредит экономике, поскольку уменьшает потенциально возможные объемы экспортного сектора (даже если повышение курса национальной валюты обуславливается действием фундаментальных экономических факторов), а искусственная девальвация срабатывает в обратном направлении и выполняет роль рычага развития экспортного сектора экономики.

Традиционно в международной практике использовались следующие простые и комбинированные показатели для оценки адекватности размера золотовалютных резервов страны.

1. Международные резервы в месяцах импорта товаров и услуг. Считается, что резервы должны быть достаточны для покрытия трех месяцев импорта товаров и услуг на случай непредвиденного прекращения поступлений от экспорта и других притоков иностранной валюты.

2. Международные резервы в процентах к краткосрочному внешнему долгу по остаточному сроку погашения. Он называется “критерий Гринспена” и свидетельствует о достаточности международных резервов для удовлетворения финансовых требований нерезидентов в течение года. Считается, если отношение резервов к краткосрочному долгу меньше 1, то вероятна ситуация, при которой правительство или резиденты страны в случае неблагоприятных изменений на международном рынке капиталов будут нарушать график внешнедолговых выплат. При определении краткосрочного долга по остаточному сроку погашения учитываются все виды кредитных обязательств, срок оплаты по которым может наступить в течение года по первому требованию кредиторов.

3. Степень покрытия международными резервами дефицита текущего счета платежного баланса и годовых выплат в счет погашения и обслуживания внешнего долга. Данный критерий предложил министр финансов Аргентины П. Гвидотти. Он обосновал положение о том, что валютные резервы являются достаточными,

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

если они обеспечивают все выплаты по внешнему долгу и покрывают прогнозируемый дефицит текущего счета платежного баланса в течение года.

4. *Степень покрытия международными резервами трехмесячного импорта товаров и услуг и годовых выплат в счет погашения и обслуживания долгосрочного внешнего долга.* Указанный критерий адекватности резервов называется “критерий Редди” (Я. Редди – заместитель председателя Центрального банка Индии).

5. *Международные резервы в процентах к денежной массе M2.* Достаточными считают резервы, покрывающие 20% денежной массы M2. Целесообразность применения такого критерия объясняется тем, что в странах с нестабильным спросом на деньги при возникновении кризисных явлений на международном или внутреннем рынках резиденты могут снизить требования к национальной денежной власти (например, путем изъятия депозитов из банков) и предъявить дополнительный спрос на иностранную валюту. Данный критерий предназначен для оценки степени прочности валютно-финансовой позиции страны в случае оттока национального капитала.

Указанные показатели резервов привлекают своей простотой и широко используются в практике валютного регулирования большинства стран мира. Но они позволяют оценить лишь один из аспектов уязвимости (в лучшем случае – два), могут подлежать свободной трактовке и давать противоположные результаты адекватности резервов (при использовании разных показателей).

Критерий адекватности международных резервов в месяцах импорта товаров и услуг следует использовать лишь в странах, внешние шоки для которых порождаются нестабильностью поступлений и выплат по текущему счету платежного баланса. Такие страны, как правило, ограничивают проведение операций с капиталом, трансакции финансового счета у них незначительны по объему. Однако, если указанные условия и справедливы для отдельных стран, то полное прекращение поступлений по текущему счету платежного баланса, которое лежит в основе данного критерия, маловероятно. Что касается количественного значения данного критерия, то не существует эмпирических доказательств достаточности резервов именно на уровне 3 месяцев импорта.

Применение критерия адекватности резервов в месяцах импорта было приемлемо в период, когда потоки международных капиталов не играли заметной роли в финансировании стран с невысоким уровнем доходов. В 90-х годах XX в. большинство стран либерализовали операции счета капиталов платежного баланса и стали уязвимы к изменению направлений движения международных капиталов. В таких условиях критерий адекватности международных резервов в месяцах импорта не потерял свою актуальность лишь для стран, слабо интегрированных в мировую финансовую систему.

Критерий адекватности резервов в процентах к краткосрочному внешнему долгу выступает как индикатор уязвимости к кризисным событиям в странах, имеющих доступ к международному рынку капиталов. Правило Гринспена о 100-процентном покрытии резервами краткосрочного внешнего долга в настоящее время является основополагающим при определении курса валютной политики большинства центробанков стран с формирующимися рынками. Однако вне поля зрения многих специалистов остаются проблемы, связанные с использованием данного критерия:

1) предположение, лежащее в его основе (о необходимости покрытия резервами годовых выплат в счет погашения внешнего долга), по сути, является произвольным и мотивированным самим определением краткосрочного внешнего дол-

га. Правило о том, что страна должна оставаться платежеспособной именно в течение года после потери возможности привлекать новые займы, не имеет какого-либо рационального объяснения, ведь кризис может длиться больше или меньше года;

2) во время кризиса коэффициент рефинансирования внешнего долга никогда не падает до нуля, а поэтому предположение о полном прекращении внешнего финансирования и невозможности рефинансировать текущие долги не отвечает действительности.

Специалисты МВФ справедливо отмечают, что размер краткосрочного внешнего долга не может быть идеальным показателем для измерения вероятного сокращения международных резервов во время кризиса. В тех странах, где падение резервов относительно краткосрочного внешнего долга было существенным, размеры последнего были незначительны, а каналы изъятия резервов оказались совсем другими. Так, Армения, Эквадор, Малайзия и Марокко во время последнего кризиса потеряли резервов на сумму, превышающую 70% краткосрочного внешнего долга. В то же время страны с высоким уровнем такого долга (Болгария, страны Балтии) потеряли резервов на сумму, которая была эквивалентна 10% краткосрочного внешнего долга⁶. В связи с этим закономерно возникает вопрос об уместности использования суммы краткосрочного внешнего долга как индикатора адекватности международных резервов и об обоснованности 100-процентного значения данного индикатора в виде предельно допустимого уровня.

Для преодоления общепризнанных недостатков критерия Гринспена ряд авторитетных ученых предложили принять в качестве базового правило покрытия резервами суммарных внешних обязательств страны, а не краткосрочного внешнего долга.

Так, Ч. Виплош указывал на то, что общая сумма внешних обязательств страны — лучший показатель для оценки рисков, связанных с нестабильностью финансового счета платежного баланса. М. Заваджил и М. Руиц-Арранц поддержали данную позицию и предлагали использовать отношения резервов к суммарным внешним обязательствам страны как ключевому показателю при анализе внешней уязвимости экономики⁷. При росте масштабов трансграничного движения капиталов и повышении опасности их внезапной остановки или оттока до середины 90-х годов XX в. правило покрытия резервами краткосрочного внешнего долга было действующим и отражало основные источники рисков для переднего фланга стран, охваченных процессами финансовой глобализации. Так, в странах Юго-Восточной Азии банки и корпорации накопили значительные суммы внешних краткосрочных обязательств, за счет которых финансировались инвестиционные проекты, не генерировавшие валютную выручку. Однако после азиатского кризиса 1997–1998 гг. объемы краткосрочных обязательств в странах с формирующимися рынками существенно уменьшились, а волатильность портфельных инвестиций (большинство из которых долгосрочные) резко повысилась. Хорошо известен факт, что во время кризисов платежного баланса портфельные инвесторы редко являются пассивными наблюдателями и массово “сбрасывают” ценные бумаги на фондовом рынке.

⁶ См.: 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.

⁷ См.: Are Emerging Asia’s Reserves Really Too High? (Prepared by M. Ruiz-Arranz and M. Zavadjil). “IMF Working Paper” August 2008.

В этом контексте М. Заваджил и М. Руиц-Арранц справедливо отмечают, что проекция последних тенденций развития мировых финансов на политику формирования золотовалютных резервов не вызывает необходимости обеспечивать покрытие резервами суммарного объема внешних обязательств страны. Степень покрытия должна зависеть от волатильности определенного вида внешних поступлений или обязательств. Следовательно, для стран с разной структурой внешних обязательств (соотношением между прямыми, портфельными инвестициями, иностранными кредитами и между долго- и краткосрочными внешними обязательствами) должны использоваться разные количественные показатели международных резервов относительно суммарных внешних обязательств страны.

Однако описанный подход не учитывает тот факт, что в странах с формирующимися рынками внешние шоки могут отражаться на показателях как финансового счета платежного баланса, так и текущего счета. Кроме того, существуют нестабильность спроса на национальную валюту и его резкие скачки на иностранную валюту под влиянием негативных ожиданий субъектов рынка. При таких условиях усилия нужно сосредоточить на поиске альтернативных показателей достаточности золотовалютных резервов, которые могли бы охватить все источники рисков, с которыми сталкиваются страны с формирующимися рынками.

Первые сдвиги в этом направлении сделали П. Гвидотти и Я. Редди, которые при оценке адекватности золотовалютных резервов предложили комбинировать показатели текущего счета платежного баланса с показателями внешнедолговых выплат. Д. Винхолдс и А. Каптейн для оценки адекватности резервов использовали показатели кредитных рисков страны, краткосрочного внешнего долга и денежной массы M2.

Сегодня наиболее весомым трудом в данной области является исследование МВФ «Оценивая адекватность резервов»⁸. Разработанная в МВФ методика оценки адекватности резервов состоит из двух блоков: 1) матрицы относительного уровня рисков потенциальных источников нестабильности со стороны платежного баланса, построенной на основе фактических данных оттока капиталов или уменьшения поступлений в кризисный период в разных странах с низким и средним уровнями доходов; 2) экспертных оценок уровня потребностей в международных резервах для покрытия определенных источников рисков.

Идентифицированные МВФ источники рисков включают как разные составляющие внешних обязательств, так и показатели текущего счета платежного баланса и потенциального оттока капитала резидентов страны. Чтобы полностью охватить источники рисков, а также гарантировать доступность и простоту использования разработанного инструментария, внимание было сосредоточено на 4 специфических источниках рисков, которые в кризисных условиях превращаются в каналы изъятия международных резервов.

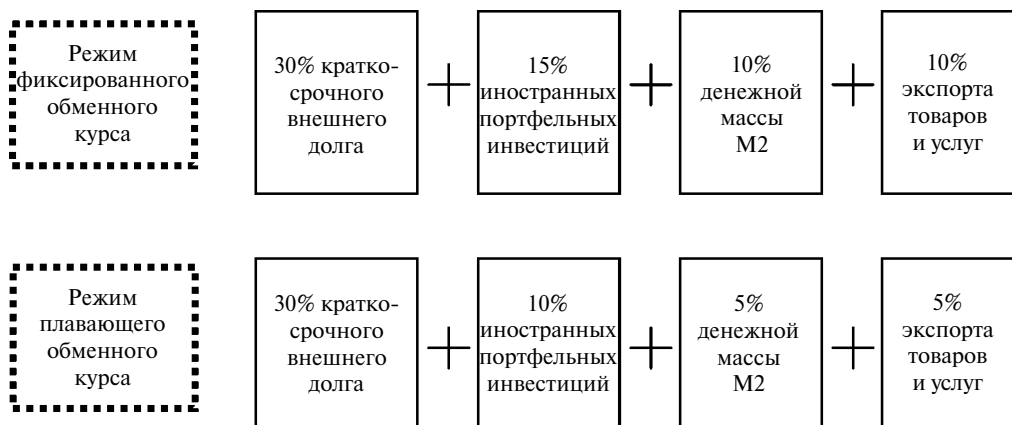
Во-первых, объемы *экспортной выручки* отражают потенциальные потери резервов, которые могут иметь место при существенном ухудшении условий торговли или снижении спроса на экспортируемую продукцию. Показатель стоимостных объемов импорта товаров и услуг также может использоваться для оценки потенциальных рисков со стороны текущего счета платежного баланса, но он не может охватить риски сокращения внешнего спроса. Поэтому при нестабильности внешнего спроса на экспортируемую продукцию преимущество целесообразно отдать показателю экспортной выручки.

⁸ См.: Assessing Reserve Adequacy. (Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments). February 14, 2011.

Во-вторых, наиболее волатильные составляющие внешних обязательств страны – *краткосрочный внешний долг* и *иностранные портфельные инвестиции* – указывают на потенциально возможные потери международных резервов в случае действия шоков со стороны финансового счета платежного баланса. Известно, что краткосрочные обязательства являются рисковым и нестабильным источником внешних поступлений, а портфельные инвесторы мгновенно реагируют на уровень цен на внутренние активы и возможные изменения обменного курса национальной валюты.

В-третьих, объем *денежной массы* отражает риски сокращения международных резервов, которые генерируются скачками спроса на иностранную валюту со стороны резидентов страны. Денежная масса, по сути, представляет собой запас ликвидных внутренних активов, которые во время кризиса могут конвертироваться во внешние активы, превращаясь в один из каналов изъятия международных резервов.

Специалисты МВФ предлагают оценивать минимально допустимый уровень международных резервов по следующей формуле:



Необходимость разработки разных формул подсчета резервов для фиксированного и плавающего режимов обменного курса объясняется тем, что при режиме плавающего обменного курса или режиме управляемого плавания денежная власть не несет ответственности за удерживание предварительно заданных значений обменного курса, поэтому может позволить себе иметь меньшие объемы золотовалютных резервов.

На основе методики МВФ, с учетом фактически действующего режима обменного курса в Украине, минимально допустимый размер международных резервов страны можно рассчитать по следующей формуле:

$$\begin{aligned} \text{Международные резервы} = & 30\% \text{ краткосрочного внешнего долга} + \\ & + 15\% \text{ портфельных инвестиций} + 10\% \text{ денежной массы M2} + \\ & + 10\% \text{ экспорта товаров и услуг.} \end{aligned}$$

Однако, на наш взгляд, такой подход не полностью учитывает риски “бегства” от национальной валюты и конвертации гривневых сбережений в свободно конвертируемую валюту, на нивелирование которых и направлена система управления международной ликвидностью страны. По состоянию на начало 2012 г. 10% денежной массы M2 было эквивалентом 8,75 млрд. дол., в то время как сумма прироста наличной валюты вне банков за 2011 г. достигла фактически 11,9 млрд. дол. Поэтому, на наш взгляд, приведенная формула должна быть скорректирована в части увеличения процентного соотношения денежной массы, покрываемой международными резервами, с 10 до 15%.

Таким образом, окончательная формула расчета минимально допустимого размера международных резервов Украины должна иметь следующий вид:

$$\begin{aligned} \text{Международные резервы} &= 30\% \text{ краткосрочного внешнего долга} + \\ &+ 15\% \text{ портфельных инвестиций} + 15\% \text{ денежной массы M2} + \\ &+ 10\% \text{ экспорта товаров и услуг.} \end{aligned}$$

Учитывая фактические значения отобранных показателей за 2011 г. (по состоянию на начало 2012 г.), по формуле рассчитаем количественный показатель предельного уровня международных резервов Украины – 42,4 млрд. дол. Как известно, фактический размер этих резервов по состоянию на начало 2012 г. был равен 31,8 млрд. дол., то есть был меньше минимально допустимого уровня на 10,6 млрд. дол.⁹

Вывод о неадекватности размера международных резервов Украины подтверждается и результатами анализа с использованием критерия Гринспена. При учете всех видов кредитных обязательств, срок оплаты по которым может наступить в течение года по первому требованию кредиторов, уровень покрытия резервами краткосрочного внешнего долга Украины по состоянию на начало 2012 г. был равен 56%, в то время как достаточным считается уровень 100%.

За 2011 г. счет текущих операций был сведен с дефицитом 9,3 млрд. дол., или 5,5% ВВП (2,2% ВВП в 2010 г.). В текущем году отрицательное сальдо счета текущих операций будет продолжать расти, поскольку цены на импортируемые энергоносители повысились, а конъюнктура на рынках металлопродукции ухудшается. При этом основными движущими силами несбалансированности текущего счета являются не только превышение импорта товаров и услуг над экспортом, но и низкий уровень национальных сбережений, а также наращивание потребительского и инвестиционного спроса, который отечественные производители удовлетворить не могут. В Украине проблемы несбалансированности текущего счета сочетаются с сокращением профицита финансового счета, который отражает как неблагоприятную конъюнктуру международного финансового рынка, так и низкий уровень кредитоспособности субъектов национальной экономики и государства.

Очевидно, что дефицит платежного баланса может финансироваться за счет изъятия международных резервов или дополнительного привлечения внешних ресурсов. Только в IV квартале 2011 г. для финансирования дефицита платежного баланса было использовано 2,5 млрд. дол. резервных активов, а их объем на начало июня 2012 г. составил 30,7 млрд. дол. При прогнозировании ситуации на будущее следует учитывать, что если размещение новых займов проблематично, а размеры золотовалютных резервов приближаются к опасно низкому уровню, то данный курс макроэкономической политики повлечет за собой углубление финансовых дисбалансов и раскручивание спирали валютно-банковского долгового кризиса.

События последних месяцев в Украине указывают на вероятность реализации классического сценария валютного кризиса III поколения (как начального этапа полномасштабного финансового кризиса). Данный сценарий предполагает, что при формировании существенного дефицита текущего счета, накоплении значительного объема внешних долгов и ожидании девальвации национальной валюты кредиторы отказываются от предоставления новых займов правительству и частным субъектам. Растет также спрос на иностранную валюту со стороны отечественных экономических агентов, что вызывает дисбалансы на валютном рынке, а массовый отток иностранного капитала и “бегство” от национальной валюты со временем провоцируют возникновение валютного кризиса.

⁹ По данным Национального банка Украины.

Ситуация ухудшается тем, что в условиях неустойчивости банковского сектора и значительного объема накопленных внешних долгов неуправляемая девальвация национальной валюты даст толчок развертыванию цепной реакции кризиса, который распространится на все сегменты финансового рынка Украины и станет причиной кардинального снижения уровня производства.

Для предотвращения кризисного сценария развития событий особое значение приобретает проведение здоровой макроэкономической политики и взвешенной политики пруденциального регулирования деятельности финансовых учреждений, играющих чрезвычайно важную роль в уменьшении уязвимости валютно-финансовой позиции страны к влиянию кризисных факторов. На международной арене признано, что удовлетворение критериев долговой устойчивости, достижение низкой и предсказуемой инфляции, приближение реального обменного курса к равновесному уровню и эффективное регулирование финансового сектора существенно уменьшают вероятность распространения кризисных явлений. В частности, Р. Мохан и М. Капур обосновывают, что оптимальное реагирование на вызовы финансовой глобализации для стран с формирующимися рынками обеспечивают взвешенное управление государственным долгом, эффективное управление финансовым счетом платежного баланса, накопление достаточных международных резервов, целенаправленное использование пруденциальных инструментов и развитие внутреннего финансового рынка надлежащих глубины и прочности¹⁰.

Пруденциальное регулирование имеет неоспоримое значение для преодоления дисбалансов развития финансового сектора, что, в свою очередь, может уменьшить потребности в накоплении международных резервов. Устойчивое финансовое положение банков и других финансовых посредников, балансы которых характеризуются низкими валютными рисками, кредитными рисками и рисками ликвидности, защищает их от внезапных остановок притока иностранного капитала и уменьшает значимость центрального банка как кредитора последней инстанции и поставщика валютной ликвидности для банков.

Таким образом, после нивелирования критических проявлений мирового финансового кризиса и стабилизации финансовой ситуации в Украине актуальной задачей финансовой политики станет модификация курса валютно-курсовой и денежно-кредитной политики, а также обеспечение их направленности на существенное пополнение золотовалютных резервов страны. Увеличение международных резервов до уровня, по крайней мере, 42,4 млрд. дол.¹¹ создаст необходимый запас прочности для удержания финансовой стабильности в стране в случае действия неблагоприятных факторов внешнего или внутреннего характера. Достаточный объем международных резервных активов повысит инвестиционную привлекательность экономики Украины, создаст условия для полного и своевременного выполнения ею внешних долговых обязательств, обусловит снижение стоимости внешнего финансирования, усилит доверие к национальной валюте и уменьшит амплитуду колебаний обменного курса гривни.

Статья поступила в редакцию 23 марта 2012 г.

¹⁰ См.: 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.

¹¹ Указанный целевой ориентир должен корректироваться в соответствии с изменениями показателей платежного баланса Украины, международной инвестиционной позицией и денежными агрегатами.