

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

State Higher Educational Institution  
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

## **ЗВІТ**

про виконання науково-дослідної роботи за темою:

«МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ  
ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ»

Державний вищий навчальний заклад  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»



Суми – 2010

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

ЗАТВЕРДЖУЮ

Керівник підрозділу (Замовник)

\_\_\_\_\_ О.В. Ніколенко

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 20\_\_ року

**ЗВІТ**

про виконання науково-дослідної роботи за темою:

«МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ  
ЗОЛОВОАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ»

Науковий керівник науково-дослідної  
роботи

\_\_\_\_\_ А.О. Єпіфанов

(підпис)

«\_\_\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2010 року

Суми – 2010



## СПИСОК АВТОРІВ

Науковий керівник – А.О. Єпіфанов, ректор ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України», професор (розділи 1,2,3)

Відповідальний виконавець – Ф.О. Журавка, завідувач кафедри бухгалтерського обліку і аудиту ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділи 1,2,3)

Виконавці:

О.М. Костюк, професор кафедри міжнародної економіки ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділ 2)

Т.Г. Савченко, доцент кафедри банківської справи ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділ 3)

О.Л. Пластун, доцент кафедри бухгалтерського обліку і аудиту ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділ 1)

Ю.С. Серпенінова, асистент кафедри бухгалтерського обліку і аудиту ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділ 1)

А.В. Колдовський, аспірант кафедри бухгалтерського обліку і аудиту ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» (розділ 2)



## РЕФЕРАТ

Методологічні засади формування та управління золотовалютними резервами [Текст]: звіт про НДР / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України»; керівник А.О. Єпіфанов; викон.: Ф.О. Журавка, О.М. Костюк [та ін.]. – 2010. – 115 с.

Звіт про науково-дослідну роботу містить: 3 розділи, 115 сторінок, 7 таблиць, 14 рисунків, 5 додатків, 116 літературних джерел.

**Мета роботи** – обґрунтування теоретико-методологічних і науково-методичних засад, а також розробка практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності механізму управління золотовалютними резервами центрального банку.

**Основні завдання:**

- розкрити сутність поняття «золотовалютні резерви»;
- дослідити механізм формування та визначення оптимального рівня золотовалютних резервів країни;
- охарактеризувати особливості управління офіційними резервами держави;
- проаналізувати зарубіжний досвід управління золотовалютними резервами;
- виявити особливості управління золотовалютними резервами Національного банку України;
- узагальнити релевантні фактори вибору резервних валют при управлінні офіційними резервами НБУ.

**Об'єкт дослідження** – процес формування та управління золотовалютними резервами.

**Предмет дослідження** – науково-методичні засади управління золотовалютними резервами центрального банку.



У роботі узагальнено теоретичні та науково-методичні засади формування та управління золотовалютними резервами центрального банку, зокрема досліджено основні підходи до розкриття економічної сутності категорії «золотовалютні резерви», розглянуто механізм формування і визначення оптимального рівня золотовалютних резервів держави, а також охарактеризовано особливості управління офіційними резервами центрального банку.

Систематизовано зарубіжний досвід управління золотовалютними резервами, зокрема країн Європейського Союзу, Азії, Північної та Південної Америки, Африки та Співдружності незалежних держав, з метою визначення можливості його імплементації в Україні.

Розглянуто особливості системи управління золотовалютними резервами Національного банку України, досліджено основні етапи її розвитку, формалізовано механізм впливу золотовалютних резервів на реалізацію девізної політики НБУ, проаналізовано структуру та динаміку офіційних резервів НБУ, а також їх валютну побудову. Розглянуто проблемні аспекти вибору резервних валют при формуванні та управлінні золотовалютними резервами НБУ.

**Ключові слова:** ЗОЛОТОВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ, ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК, ІНОЗЕМНІ ВАЛЮТИ, ЗОЛОТО, НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ, УПРАВЛІННЯ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ.



## ЗМІСТ

|                                                                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| ВСТУП.....                                                                                                          | 6   |
| РОЗДІЛ 1. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА<br>УПРАВЛІННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО<br>БАНКУ..... | 8   |
| 1.1. Поняття золотовалютних резервів, особливості їх формування та<br>структурної побудови.....                     | 8   |
| 1.2. Особливості управління офіційними резервами держави.....                                                       | 23  |
| РОЗДІЛ 2. ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ<br>РЕЗЕРВАМИ.....                                            | 38  |
| РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМ РЕЗЕРВОМ<br>НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ.....                              | 64  |
| 3.1. Аналіз механізму управління золотовалютними резервами НБУ.....                                                 | 64  |
| 3.2. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при управлінні<br>золотовалютними резервами НБУ.....                 | 76  |
| ВИСНОВКИ.....                                                                                                       | 86  |
| СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....                                                                                     | 89  |
| ДОДАТКИ.....                                                                                                        | 101 |



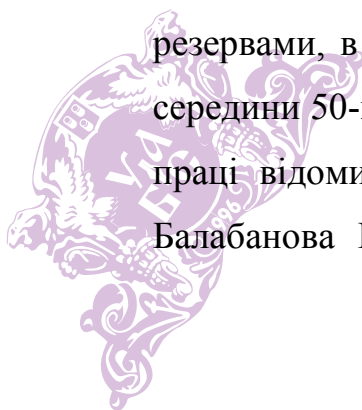
## ВСТУП

В процесі подолання негативних наслідків світової фінансово-економічної кризи та подальшого розвитку вітчизняної банківської системи винятково важливого значення набуває посилення ролі Національного банку України як провідника грошово-кредитної та валютної політики держави. При цьому виконання основної функції НБУ – забезпечення стабільності гривні – зумовлює об'єктивну потребу в ефективному управлінні золотовалютними резервами. Для досягнення цієї мети необхідно узагальнити теоретико-методологічні та науково-методичні засади, систематизувати накопичений досвід, виявити основні тенденції та закономірності сучасної практики управління золотовалютними резервами в провідних центральних банках світу, визначити методи, інструменти, обґрунтувати теоретичні та практичні підходи до вдосконалення механізму управління золотовалютними резервами Національного банку України.

Актуальність цього питання значно підвищується у зв'язку з поступальним розвитком світового фінансового ринку, зростанням складності, комплексності фінансових інструментів та рівня ризиків.

Як свідчить світовий досвід, недостатня увага центральних банків до питань управління золотовалютними резервами може призвести до значних фінансових втрат, які не лише зменшують обсяг золотовалютних резервів, але й негативно впливають на авторитет центрального банку як провідника грошово-кредитної політики країни.

Пильна увага до проблем, пов'язаних з управлінням золотовалютними резервами, в економічній літературі зарубіжних країн почала приділятися з середини 50-х років 20 ст. Вагомим внеском до розробки цієї проблеми стали праці відомих вчених-економістів: Алібера Р., Арджі В., Бен-Бассата А., Балабанова І.Т., Блекмена К., Брейді С., Вільямсона Д., Грінспена А.,



Делласа Г., Доунза П., Дулі М., Дюйзенберга В., Едвардса С., Ейхенгріна Б., Келлі М., Кійотакі Н., Леттера Т., Лізондо Д., Матсуями К., Махоні К., Мюррея Д., Метьюсона Д., Нордмана Т., Носкової І.Я., Пебро М., Сінкі Д., Фельдстейна М., Френкеля Д., Хана М., Хелера Г., Хілі Д. та ін.

Дана проблема у вітчизняній літературі знайшла віддзеркалення лише наприкінці 90-х років 20 ст. Окремі аспекти управління золотовалютними резервами досліджені у працях Боринця С.Я., Гальчинського А.С., Задорожнього Г.В., Костіної Н.І., Лупіна О.Б., Мельничука М.О., Міщенко В.І., Мороза А.М., Пуховкіної М.Ф., Савлука М.І., Стельмаха В.С., Ющенко В.А. та ін.

Роботи зазначених авторів сприяли розширенню уявлень про золотовалютні резерви, а також методи та підходи до управління ними. Водночас, залишається не висвітленим досить широке коло питань, пов'язаних з методологією управління золотовалютними резервами. Саме це і зумовило необхідність проведення запропонованого дослідження.





# РОЗДІЛ 1. НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА УПРАВЛІННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ

## 1.1. Поняття золотовалютних резервів, особливості їх формування та структурної побудови

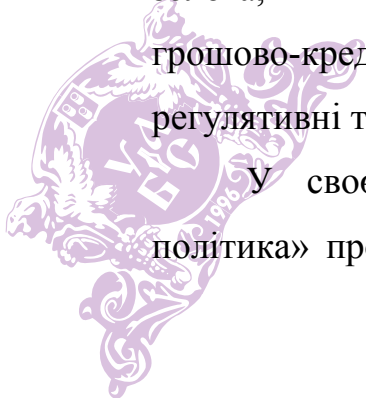
Формування золотовалютних резервів країни – необхідна умова існування і функціонування будь-якої держави, оскільки вони забезпечують виконання ним ряду найважливіших функцій: дозволяють проводити незалежну від зовнішніх чинників грошово-кредитну політику шляхом стабілізації і регулювання курсу національної валюти. Крім того, золотовалютні резерви при необхідності можуть бути направлені на погашення державою зовнішнього боргу, підтримуючи упевненість іноземних партнерів у здатності держави виконувати свої зобов'язання і створюючи умови для розвитку зовнішньої торгівлі.

У роботі розглянуто деякі визначення та тлумачення поняття «золотовалютні резерви».

Золотовалютні резерви – частина національного багатства країни, що перебуває під контролем органів грошово-кредитного управління (центрального банку), складається з міжнародних резервних активів і призначена для прямого та непрямого регулювання платіжного дисбалансу шляхом проведення валютних інтервенцій та (або) інших цілей [53].

Золотовалютні резерви – це запаси іноземних фінансових активів та золота, які належать державі і перебувають у розпорядженні органів грошово-кредитного регулювання і можуть бути реально використані на регулятивні та інші потреби, що мають загальноєкономічне значення [61].

У своєму підручнику «Центральний банк та грошово-кредитна політика» професор А.М. Мороз дає наступне визначення: «золотовалютні



резерви – запаси резервних активів, які можуть використовуватися для здійснення міжнародних розрахунків країни, виплат за борговими зобов'язаннями як перед урядовими установами, так і комерційними та фінансовими структурами інших держав та міжнародних фінансових організацій» [88, с. 157].

Згідно з Законом України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків [80].

О.В. Дзюблюк у підручнику «Валютна політика» визначає офіційні золотовалютні резерви як «державні валютні активи, що включають золото та міжнародні платіжні засоби і можуть бути використані для міжнародних розрахунків та погашення зовнішніх боргів» [31, с. 326].

Поняття офіційних золотовалютних резервів часто ототожнюється з поняттям міжнародної валютної ліквідності, тобто здатністю країни забезпечувати своєчасне погашення своїх міжнародних зобов'язань прийнятними для кредитора платіжними засобами.

Основною характерною ознакою офіційних золотовалютних резервів є те, що їх власником виступає держава (звідси і назва – офіційні). На практиці ці резерви перебувають у розпорядженні визначених законодавством органів державної влади, до яких належать центральні банки, міністерства фінансів (казначейства), валютні управління, стабілізаційні валютні фонди.

При цьому в більшості країн можливі два основні варіанти управління золотовалютними резервами з боку державних регулятивних органів:

- по-перше, розпорядником золотовалютних резервів є центральний банк країни, який має достатній рівень самостійності у прийнятті рішень щодо визначення структури і напрямів використання коштів;



- по-друге, розпорядником золотовалютних резервів є міністерство фінансів, а центральний банк виконує лише технічні функції за дорученням міністерства щодо використання резервів.

В Україні діє саме перший підхід щодо формування і розпорядження золотовалютними резервами. Так, згідно зі ст. 7 Закону «Про Національний банк України» саме на центральний банк нашої держави покладено повноваження щодо накопичення та зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами [80].

Те ж саме визначається і статтею 11 Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю», згідно з якою Національний банк України «нагромаджує, зберігає і використовує резерви валютних цінностей для здійснення державної валютної політики» [79].

Необхідність формування офіційних золотовалютних резервів визначається такими основними потребами:

- забезпечення міжнародних торгово-економічних і кредитно-фінансових відносин, що здійснюються на рівні держав, належною кількістю платіжних засобів;
- покриття дефіциту платіжного балансу;
- проведення девізної політики центральним банком через валютні інтервенції на ринку.

Зазначені чинники відображають по суті й функції, які виконують офіційні золотовалютні резерви у процесі організації міжнародних валютних відносин:

- засіб утворення ліквідних коштів (для зовнішніх розрахунків);
- засіб міжнародних платежів (для фінансування негативного сальдо платіжного балансу);
- засіб валютної інтервенції (для купівлі-продажу іноземних валют на ринку в обмін на національну).



Виконуючи ці функції, офіційні золотовалютні резерви по суті виступають гарантом стабільності національної грошової системи країни.

Згідно з вимогами Міжнародного валютного фонду, затвердженими 20 вересня 2001 р., офіційні валютні резерви використовуються для вирішення наступних завдань:

- забезпечення довіри до політики щодо управління грошовими агрегатами й обмінним курсом, у тому числі до можливостей проведення інтервенцій з метою підтримання курсу національної валюти;
- обмеження впливу факторів зовнішньої вразливості за допомогою збереження ліквідних коштів в іноземній валюті для нейтралізації шоків під час кризових явищ;
- підтримання в учасників ринку впевненості у здатності держави виконувати свої зовнішні зобов'язання;
- демонстрація того, що національна валюта забезпечена зовнішніми активами;
- допомога уряду в задоволенні його потреб в іноземній валюті при виконанні зобов'язань за зовнішнім боргом;
- збереження резерву на випадок національних катастроф чи надзвичайних подій.

Важливим аспектом управління золотовалютними резервами є визначення їх оптимального рівня. Ця задача є досить нетривіальною, оскільки при визначенні необхідного обсягу золотовалютних резервів центральні банки або інші уповноважені особи враховують цілу низку мотивів та факторів, основні з яких і будуть розглянуті нижче.

На початку розгляду цієї проблеми варто зазначити, що ще у 1936 р. Дж. М. Кейнс сформулював три основні мотиви, які впливають на формування попиту на гроші:

- транзакційний мотив (transaction motive) або мотив ліквідності;



- мотив обережності (precaution motive);
- портфельний мотив (portfolio motive) або мотив диверсифікації заощаджень чи багатства [53, 54].

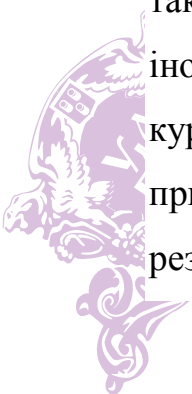
Ці загальні мотиви можуть бути застосовані центральними банками для визначення необхідності утримання певного рівня офіційних золотовалютних резервів.

Трансакційний мотив пов'язують із попитом на певний вид активу для здійснення платежів, проведення розрахунків та інших поточних цілей. Зокрема, попит суб'єктів господарювання, державних органів та установ на іноземну валюту для обслуговування імпортних операцій, здійснення платежів капітального характеру, проведення різних видів трансфертних платежів, обслуговування зовнішнього боргу формує так званий «трансакційний попит» на іноземну валюту.

В економічно розвинених країнах трансакційний попит задовольняється на відкритому валютному ринку. З іншого боку, країни, що розвиваються, звичайно характеризуються деякими особливостями:

- нерозвинений валютний ринок;
- наявність певних обмежень на проведення валютних операцій;
- специфічний режим курсоутворення;
- обмежений доступ до позичкових ресурсів в іноземній валюті тощо.

Такі особливості не тільки призводять до досить відчутних дисбалансів попиту (пропозиції) іноземної валюти протягом фінансового року, але й перешкоджають автоматичному згладжуванню таких дисбалансів, покладаючи дану функцію практично виключно на золотовалютні резерви. В такій ситуації трансакційний попит може значно перевищувати пропозицію іноземної валюти, особливо в умовах дії фіксованого режиму валютного курсу. Наявність жорсткого валютного контролю у деяких країнах призводить також до підвищення важливості офіційних золотовалютних резервів для збалансування попиту та пропозиції іноземної валюти.



Мотив обережності передбачає створення резервів певного виду активу для запобігання виникненню невизначеностей у майбутньому. В нашому випадку є декілька основних ризиків, якими управляє центральний банк в процесі своєї діяльності:

- ризик дефолту країни;
- курсовий ризик.

Ризик дефолту полягає у можливості несвоєчасного проведення міжнародних платежів, найчастіше з обслуговування зовнішнього державного боргу, внаслідок нестачі іноземної валюти. При цьому цей ризик тісно пов'язаний із трансакційним мотивом, особливо коли обслуговування головного державного фіскального агента покладено на комерційні банки.

Основним інструментом управління курсовим ризиком для центрального банку є валютні інтервенції. Індустріально розвинені країни та країни з фіксованим режимом валютного курсу розглядають золотовалютні резерви саме як джерело проведення валютних інтервенцій.

Сутність портфельного мотиву полягає в оптимізації співвідношення дохід/ризик для різних фінансових та нефінансових активів. На наш погляд, цей мотив звичайно не має великого впливу на рівень офіційних золотовалютних резервів центрального банку. Скоріше за все, портфельний мотив, головним чином, впливає на склад резервів.

Крім того, мотив диверсифікації заощаджень при деяких обставинах може відігравати суттєву роль у визначенні оптимального рівня золотовалютних резервів. Найчастіше такі обставини пов'язані з певними особливостями валютного контролю, зобов'язаннями центрального банку регулювати рівень валютного ризику для країни в цілому тощо. При збільшенні зовнішнього боргу центральний банк може, відповідно, збільшити валові золотовалютні резерви, особливо у випадках, коли він стурбований підтриманням або укріпленням кредитоспроможності країни.



Основні фактори, які впливають на визначення оптимального або необхідного розміру золотовалютних резервів, проілюстровано на рис. 1.1.

Крім того, центральний банк при виборі оптимального рівня резервів не може не враховувати політичні, макроекономічні та інші фактори.



Рис. 1.1. Мотиви та фактори визначення оптимального рівня золотовалютних резервів [53]

Як правило фактичний рівень золотовалютних резервів досить суттєво відрізняється від рівня, який офіційно визнано необхідним. Тому поняття «оптимальний рівень золотовалютних резервів» необхідно сприймати не як



чітко заплановану величину, а, скоріше, як середньо- чи довгострокову ціль, навколо якої фактичний рівень резервів може коливатись у певних межах.

Зазвичай у більшості країн світу центральні банки намагаються втримувати такий обсяг офіційних золотовалютних резервів, який би давав можливість тримати під контролем динаміку обмінного курсу національної валюти у разі негативного розвитку подій на валютному ринку. Адже різка девальвація національної грошової одиниці внаслідок недостатності валютних коштів може зумовити кризу міжнародної валютної ліквідності країни, тобто її неспроможність виконувати свої зовнішні платіжні зобов'язання. Тому для уникнення таких негативних явищ потрібно у процесі реалізації валютної політики враховувати всі можливі фактори, які можуть істотно впливати на стан золотовалютних резервів країни.

Основні чинники, що визначають динаміку офіційних валютних резервів:

1. Стан розвитку національного господарства і масштаби зовнішньоекономічної діяльності – фактор, що визначає інтенсивність потоків валютних коштів з урахуванням експортного потенціалу країни та її участі у міжнародному поділі праці. Чим більшою є ця участь, чим динамічніше розвиваються експортоорієнтовані галузі виробництва, тим більшими можуть бути валютні резерви з огляду на приплив валютної виручки в країну.
2. Величина зовнішнього боргу – це фактор, що визначає необхідний обсяг резервів для підтримання високого рівня міжнародної валютної ліквідності для щорічного обслуговування зовнішньої заборгованості шляхом виплати сум основного боргу і процентів за ним.
3. Темпи інфляції в країні, що визначають рівень внутрішнього знецінення національної грошової одиниці та ймовірність поступового вичерпання офіційних золотовалютних резервів. За умови здешевлення національної валюти дорожчає імпорт, що зумовлює збільшення попиту на іноземну





валюту на внутрішньому ринку, а відтак ще більше витрачання валютних резервів центральним банком для уникнення кризи.

4. Чинний режим валютного курсу національної валюти визначає динаміку золотовалютних резервів залежно від використання фіксованого або плаваючого режиму. За інших рівних обставин у країнах, де діє фіксований обмінний курс, центральний банк потребує більших обсягів валютних резервів для забезпечення згладжування курсових коливань шляхом проведення девізної політики. Плаваючий режим валютного курсу передбачає менші обсяги валютних резервів з огляду на менші масштаби втручання центрального банку у функціонування валютного ринку.
5. Стан платіжного балансу, тобто наявність активного сальдо або дефіциту, є фактором, який свідчить про можливість додаткового нагромадження або витрачання золотовалютних резервів як засобу остаточного врегулювання сальдо.
6. Міжнародний рух капіталів, який впливає на переміщення валютних коштів з країни в країну, що зумовлює зміни кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку, а відтак і дії центрального банку з нагромадження або витрачання валютних резервів. Зростання валютних резервів може бути пов'язане з припливом іноземних капіталів у країну. Однак цей процес має і свої негативні наслідки. Зокрема, у країнах Південно-Східної Азії (Індонезія, Таїланд, Південна Корея) восени 1997 р. значний вплив іноземного капіталу призвів до валютної кризи і змусив уряд цих країн витратити значні обсяги нагромаджених валютних резервів. Те саме спостерігалось в Україні в 1998 р.
7. Валютні обмеження, що діють у країні, визначають можливість доступу економічних агентів країни до міжнародних фінансових ринків. Чим ширшими є ці можливості, тобто чим ліберальніші умови валютного регулювання і валютного контролю, тим меншими у разі необхідності



можуть бути потреби звертатися на внутрішній валютний ринок, а відтак меншими є витрати офіційних золотовалютних резервів, спрямованих на задоволення внутрішнього попиту і згладжування коливань кон'юнктури ринку. І навпаки, чим обмеженішим є доступ на зовнішні ринки запозичень, тим більшими мають бути обсяги золотовалютних резервів для уникнення різких коливань попиту і пропозиції на валютному ринку.

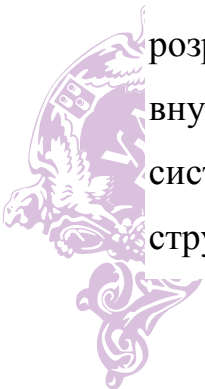
Врахування всіх факторів, що впливають на стан і обсяги офіційних золотовалютних резервів країни, є необхідним елементом валютної політики для забезпечення адекватних дій центрального банку на внутрішньому і зовнішньому валютному ринках відповідно до реальних потреб і завдань розвитку національної економіки.

Необхідним елементом валютної політики центрального банку, пов'язаної з формуванням та управлінням офіційними золотовалютними резервами країни, є визначення їх оптимальної структури.

Структура офіційних золотовалютних резервів – це сукупність підібраних у певній пропорції валютних активів, використання яких дає змогу центральному банку забезпечувати регулятивний вплив на валютні відносини й організацію зовнішньоекономічної діяльності в країні [30].

Структура золотовалютних резервів значною мірою залежить від особливостей елементів чинної в певний історичний період міжнародної валютної системи, особливостей міжнародних розрахунків, ролі різних країн у світовій торгівлі та міжнародному поділі праці.

За умови Паризької валютної системи функціонування золотого стандарту зумовлювало формування центральними банками основної частки офіційних резервів саме у золоті, яке було не лише засобом міжнародних розрахунків, але й основним активом, що слугував забезпеченням внутрішнього банкотного обігу в країні. Період дії Генуезької валютної системи поклав початок активнішому нагромадженню іноземних валют у структурі золотовалютних резервів – головним чином розмінних на золото

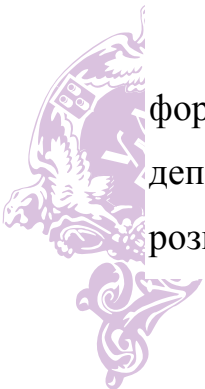


девізів – долара США, англійського фунта стерлінгів та французького франка. Зі створенням Бреттон-Вудської валютної системи провідні позиції як у світовій торгівлі, так і в структурі валютних резервів більшості країн посів долар США. Однак ті зрушення, що відбулися у структурі світової економіки у післявоєнний період, призвели до перерозподілу частки різних країн у міжнародних торговельних операціях. Зростання ролі Західної Європи та Японії у світовій торгівлі об'єктивно позначилося і на структурі офіційних валютних резервів центральних банків різних країн. Йдеться про адекватні зміни, які стали відображенням багатовалютного стандарту Ямайської валютної системи, що передбачало включення до складу золотовалютних резервів нарівні з долларом США найбільш стабільних європейських валют (німецької марки і швейцарського франка) та японської єни.

Сьогодні структура резервів центральних банків значною мірою визначається оцінкою перспектив економічного розвитку США та країн Центральної і Західної Європи (16 країн зони євро), що впливає на частку, відповідно, американського долара і євро у складі золотовалютних резервів. Загалом структура золотовалютних резервів країни і рівень її диверсифікації залежать від економічного становища країни, її місця у світовій економіці, стійкості національної валюти, тієї ролі, яку відіграє валютно-курсова політика країни у регулятивному впливі на зовнішньоекономічну діяльність і динаміку експортно-імпортних операцій.

У сучасних умовах структура офіційних золотовалютних резервів, що формуються центральними банками більшості країн світу, включає, як правило, чотири основні компоненти (рис. 1.2).

Запаси іноземної валюти перебувають, як правило, у безготівковій формі і зберігаються на кореспондентських рахунках і короткострокових депозитах у зарубіжних банках (МВФ, зокрема, визнає резервами активи, розміщені у центральних і закордонних першокласних комерційних банках),



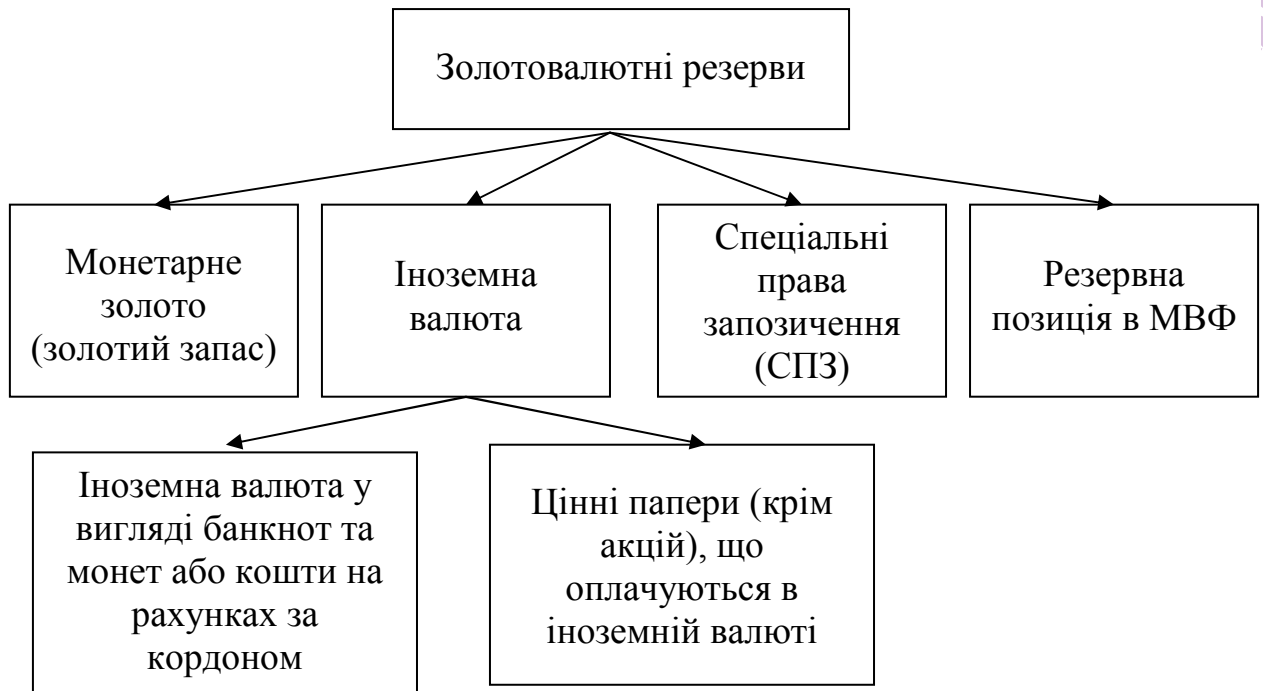
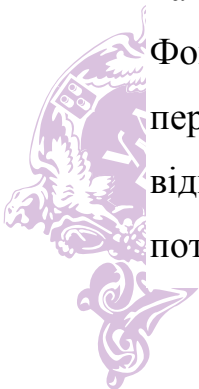


Рис. 1.2. Типова структура золотовалютних резервів [55]

а також у формі різних цінних паперів, виражених у валюті, що знаходяться в обігу на міжнародному фінансовому ринку. До цих паперів належать, передусім, казначейські векселі та урядові облігації як найбільш надійні види фондових інструментів. Певна частка запасів іноземної валюти може зберігатися також у вигляді готівки в касах центрального банку.

Резервна позиція в МВФ – це особлива форма активів, що означає право країни-члена автоматично отримувати від нього кошти в іноземній валюті у межах 25% квоти, а також суми, що раніше була надана в кредит Фонду. У зв'язку з тим, що квота в Міжнародному валютному фонді, яка визначає частку кожної країни в капіталі МВФ, на 75% вноситься у національній валюті, а на 25% – у вільно конвертованій валюті, визначеній Фондом, то саме на цю суму може претендувати країна як на кредит на першу вимогу без будь-яких застережень. Для використання цих коштів, на відміну від кредитів МВФ, не встановлюються часові обмеження і не потрібно попередньої згоди з боку Фонду. Отже резервна позиція в МВФ є по

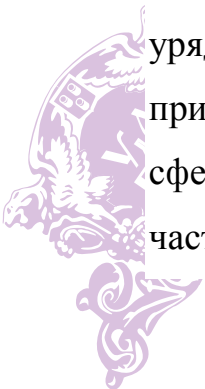


суті тим лімітом, у межах якого країна автоматично отримує від Фонду необхідну їй іноземну валюту.

Спеціальні права запозичення (СПЗ) – це компонент золотовалютних резервів, який складається із запасів коштів у емітованих МВФ міжнародних резервних і платіжних засобах, які розподіляються між країнами-членами пропорційно до їхніх квот. Угода про емісію СПЗ набула чинності 1 січня 1970 р. Їхнє основне призначення – регулювання сальдо платіжних балансів, поповнення офіційних резервів, вимірювання вартості національних валют та розрахунки з МВФ. СПЗ функціонують лише на міждержавному рівні у вигляді записів на спеціальних рахунках МВФ. Фактично, СПЗ – це штучна «колективна» грошова одиниця МВФ, курс якої встановлюється на основі середньозваженого спеціального набору валют.

До 1999 р. вартість СПЗ визначалася Фондом на основі середньозваженого курсу п'яти провідних світових валют, які склали «валютний кошик» СПЗ: долар США, японська єна, німецька марка, французький франк, англійський фунт стерлінгів. Із 1 січня 1999 р. (тобто із запровадженням євро у безготівковий обіг) визначення курсу СПЗ проводиться за кошиком у такому складі: долар США, євро, японська єна й англійський фунт стерлінгів.

Маючи актив у СПЗ, країна може купувати в обмін на них вільно конвертовану валюту, яку може використати для інтервенцій на валютному ринку або для врегулювання сальдо платіжного балансу. У зв'язку з тим, що СПЗ використовуються лише для безготівкових міжнародних розрахунків шляхом записів на спеціальних рахунках МВФ, то як компонент міжнародних ліквідних коштів СПЗ можна використовувати лише на рівні урядів, центральних банків і міжнародних валютно-кредитних організацій, приватні особи та банки не можуть бути власниками СПЗ. Обмеженість сфери використання СПЗ у міжнародних розрахунках визначає і незначну їх частку в міжнародних резервних активах порівняно з долларом США. Нині

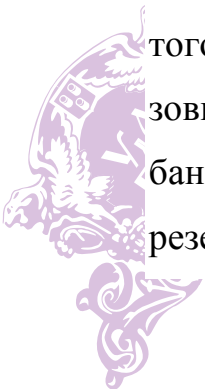


СПЗ становлять не більше 3% резервних активів світової економіки і для практичних цілей великого значення не мають. Водночас для цілей формування золотовалютних резервів СПЗ можуть бути досить важливим компонентом з огляду на можливості їх обміну на вільно конвертовану валюту для врегулювання зобов'язань щодо сальдо платіжних балансів.

Монетарне золото (золотий запас) є централізованим резервом золота у вигляді злитків та золотих монет, що перебуває у розпорядженні центрального банку країни. Йдеться про золото проби не нижче 995, яке зберігається у сховищах центрального банку або уряду та яке в будь-який момент можна продати за іноземну валюту на світових ринках золота.

У період функціонування Бреттон-Вудської валютної системи значна роль золота визначалася можливістю країн – членів МВФ використовувати його як міжнародний платіжний засіб, проте у зв'язку з фіксованою ціною (35 доларів США за тройську унцію) золото поступово втрачало зв'язок з реальними потребами зовнішньоторгового обороту. Це у кінцевому підсумку призвело до відмови США розмінювати свою валюту на золото за офіційним курсом.

Незважаючи на те, що відповідно до Ямайської (Кінгстонської) валютної угоди 1976 р. відбулася офіційна демонетизація золота (скасування його офіційної ціни, виключення з системи міжнародних розрахунків, часткова реалізація золотого запасу МВФ), воно залишається компонентом офіційних золотовалютних резервів центральних банків. Це пов'язано з тим, що золотий запас виконує роль страхового фонду для отримання у разі необхідності міжнародних платіжних засобів у формі вільно конвертованих валют (золото можна продати на відповідних спеціалізованих ринках). Крім того, золотий запас може використовуватись і як застава для отримання зовнішніх кредитів в іноземній валюті. Водночас у діяльності центральних банків промислово розвинутих країн щодо формування золотовалютних резервів в останнє десятиліття 20 ст. спостерігається тенденція поступового



скорочення частки золотих запасів у цих резервах. З одного боку, це пов'язано з тим, що такий актив не приносить ніякого доходу, а з іншого – нестабільність цін на світових ринках золота, кон'юнктура яких більшою мірою визначається політичними факторами, ніж економічними, може призвести до прямих збитків від утримання значних обсягів золота в активах центробанків. Саме з огляду на ринкові ціни на золото його запаси враховуються в балансі центрального банку.

Золото може використовуватись як застава при отриманні міждержавних валютних кредитів. А якщо йдеться про використання цього компонента резервів для покриття дефіциту платіжного балансу, то його спершу слід перетворити на вільно конвертовану валюту, продавши на світових ринках золота. Слід зазначити, що МВФ у своїх статистичних публікаціях показує резерви як із включенням, так і без включення золота. Це пов'язано із політикою демонетизації золота після відміни принципів Бреттон-Вудської валютної системи і водночас збереження його як мобільного і ліквідного активу, а тому – важливої складової офіційних золотовалютних резервів.

Таким чином, з огляду на специфіку складу і структури офіційних золотовалютних резервів можна виділити ряд характерних для них рис:

- золотовалютні резерви повинні мати у своєму складі абсолютно ліквідні активи, які центральний банк може використати у будь-який момент для реалізації тих чи інших цілей валютної політики;
- золотовалютні резерви мають включати вимоги до нерезидентів і частково утримуватися за кордоном (у банках-нерезидентах) із метою реалізації можливості використання в разі виникнення валютно-фінансових криз;
- золотовалютні резерви мають перебувати під повним контролем державних органів, уповноважених проводити валютну політику і здійснювати валютне регулювання (передусім центрального банку).



Загалом основними завданнями центрального банку у формуванні оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів за складом валютних активів, включених до них, є:

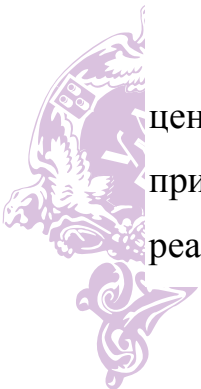
- забезпечення відповідності структури золотовалютних резервів спрямуванню платежів за зовнішньоекономічними операціями й обслуговуванню зовнішнього боргу країни;
- недопущення знецінення резервних активів унаслідок коливання курсів різних іноземних валют, що входять до їх складу;
- забезпечення за можливістю прийняттого рівня дохідності вкладень, розміщених у валютних активах, при мінімальному ризику [30, 53, 56].

Формування належної структури офіційних золотовалютних резервів центральним банком дає йому змогу належним чином виконувати власні функції з регулювання валютних відносин передусім у плані підтримання зовнішньої стабільності національних грошей і рівноваги платіжного балансу. Крім того, валютні резерви є важливою складовою емісійного механізму, виступаючи одним із видів забезпечення національних грошей у складі активів центрального банку. А тому оптимальна структура валютних резервів є також одним із факторів гарантії стабільності внутрішнього грошового обігу в країні.

## 1.2. Особливості управління офіційними резервами держави

Окрім процесу формування золотовалютних резервів країни одним із головних завдань центрального банку у процесі реалізації основних завдань валютної політики є ефективне управління ними.

Управління офіційними золотовалютними резервами – це діяльність центрального банку, спрямована на забезпечення максимальної ефективності при формуванні і використанні міжнародних ліквідних засобів у процесі реалізації тактичних і стратегічних завдань валютної політики [30].





Деякі фахівці під управлінням золотовалютними резервами розуміють процес зберігання золотовалютних резервів з метою збереження або нарощення їх реальної вартості, підтримання високого рівня ліквідності та доступності до використання органами грошово-кредитного управління [54]. Розглянемо цілі, етапи та завдання управління золотовалютними резервами країни.

Загальні цілі управління золотовалютними резервами:

- збереження (або нарощення) їх реальної вартості;
- підтримка золотовалютних резервів у високоліквідній формі;
- забезпечення узгодженості їх зберігання з іноземними центральними банками.

Необхідно усвідомлювати, що досягнення цілей управління золотовалютними резервами неможливе без отримання доходу (постійного номінального приросту їх обсягу). Це є специфікою управління золотовалютними резервами, оскільки отримання доходу не може бути основною метою діяльності центрального банку.

Визначення конкретних цілей управління золотовалютними резервами полягає у розв'язанні трилеми «ризик – ліквідність – дохідність» з огляду на призначення золотовалютних резервів, їх відносний обсяг, поточну кон'юнктуру фінансового ринку та інші фактори.

Процес управління золотовалютними резервами складається з послідовності певних етапів (рис. 1.3).

Механізм управління офіційними золотовалютними резервами передбачає виконання наступних завдань:

- забезпечення покриття дефіциту платіжного балансу країни;
- вплив на обмінний курс національної валюти через девізну політику;
- вплив на динаміку обсягів грошової маси всередині країни з метою досягнення цінової стабільності як стратегічної цілі монетарного регулювання.



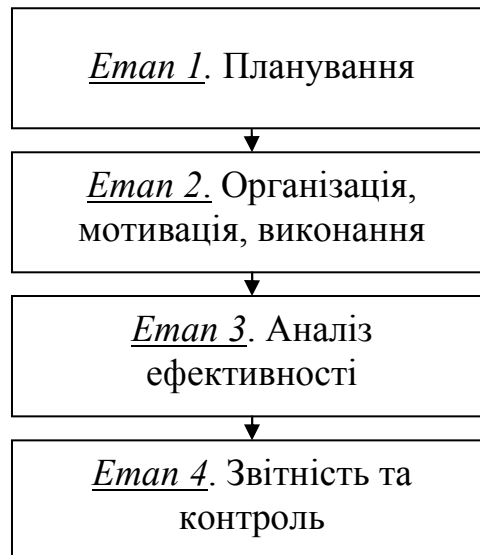
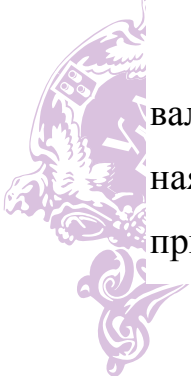


Рис. 1.3. Основні етапи процесу управління з золотовалютними резервами

Реалізація зазначених цілей відображає напрями використання офіційних золотовалютних резервів країни через відповідне управління ними центральним банком як важливим елементом валютної політики.

Використання офіційних золотовалютних резервів для покриття дефіциту платіжного балансу відображає остаточні методи регулювання його сальдо, коли дефіцит за рахунком поточних операцій не покривається активним сальдо за рахунком операцій із капіталом і фінансових операцій. За таких обставин використання офіційних валютних резервів центрального банку нарівні з отриманням кредитів від Міжнародного валютного фонду залишається єдиним засобом збільшення пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку для задоволення зростаючого попиту за необхідності утримання на незмінному рівні обмінного курсу національної валюти.

Реалізація девізної політики центрального банку шляхом проведення валютних інтервенцій на ринку безпосередньо залежить від величини наявних офіційних золотовалютних резервів. Продаж національної валюти і придбання іноземної визначає обсяги зростання офіційних валютних



резервів. З іншого боку, купівля центральним банком національної валюти і відповідно продаж іноземних активів визначається величиною вже сформованих валютних резервів. Відтак, можливості реалізації ефективної девізної політики залежать від наявних оптимальних за обсягами, складом і структурою виражених в іноземній валюті резервних активів центрального банку.

Зміни стану платіжного балансу зумовлюють зміни величини офіційних валютних резервів, що впливає на обсяг грошової бази, а відтак на обсяги грошової маси в обігу. За активного сальдо платіжного балансу, в умовах припливу іноземної валюти на внутрішній ринок і відповідного збільшення обсягів золотовалютних резервів центрального банку величина грошової маси зростає. У свою чергу надмірне зростання обсягу грошової маси загрожує інфляційними процесами і дестабілізацією макроекономічної ситуації в країні, зумовленою надмірною грошовою пропозицією на внутрішньому ринку.

Дефіцит платіжного балансу і відповідне скорочення золотовалютних резервів у зв'язку з продажем іноземної валюти в обмін на національну призводить до скорочення грошової маси. Це зумовлює загрозу дефляції, а відтак переходу економіки до стагнації і виробничого спаду.

Отже, динаміка офіційних золотовалютних резервів, яка тісно пов'язана з масштабами зовнішньоекономічної діяльності й валютного обороту, безпосередньо впливає на стан внутрішнього грошового обігу в країні. Таким чином, офіційні золотовалютні резерви є ключовою ланкою, яка пов'язує обсяги грошової маси і масштаби зовнішньоекономічної діяльності та забезпечує взаємодію між ними, результат якої відображає сальдо платіжного балансу. А відтак валютна політика центрального банку, спрямована на формування й оптимальне управління офіційними золотовалютними резервами, є необхідним елементом у загальній системі



заходів регулятивного впливу на динаміку обмінного курсу, стан платіжного балансу і підтримання макроекономічної рівноваги.

Для забезпечення ефективного управління офіційними золотовалютними резервами центральному банку необхідно мати у своєму розпорядженні систему показників, які б відображали:

- кількість золотовалютних резервів, тобто відповідність обсягу резервів центрального банку потребам у них відповідно до обсягів зовнішньоекономічної діяльності. Ці потреби визначаються такими факторами, як масштаби зовнішньоекономічних операцій країни, сальдо платіжного балансу, величина зовнішнього боргу, а також динаміка руху капіталів;
- якість золотовалютних резервів, що відображає оптимальну структуру резервів при мінімальному ризику вкладення коштів у ті чи інші види валютних активів. Вона зумовлюється такими факторами, як динаміка обмінних курсів резервних валют на світових ринках, частка золота і СПЗ у резервах, величина зовнішньої заборгованості країн – емітентів резервних валют, кон'юнктура на світових ринках золота.

Управління обсягом офіційних золотовалютних резервів за кількісними показниками є важливою з погляду вибору такої їх величини, яка б максимально відповідала завданням центрального банку щодо регулятивного впливу на організацію валютних відносин.

Якщо величина золотовалютних резервів унаслідок негативного сальдо платіжного балансу, відпливу капіталів із країни і дефіциту валюти на внутрішньому валютному ринку є надто малою, то це може виявитися небезпечним для фінансування життєво важливого імпорту й обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, така ситуація несе в собі серйозну загрозу різкої девальвації національної валюти.

І, навпаки, якщо внаслідок припливу іноземної валюти в країну надмірно зростають офіційні золотовалютні резерви, то це може спричинити

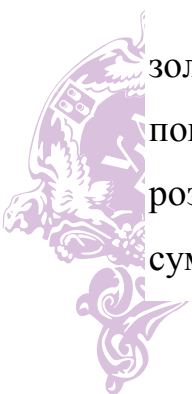


економічно необґрунтоване зростання грошової маси і стимулювати інфляційні процеси. Для усунення наслідків дії цих негативних явищ центральний банк може використати стерилізовані валютні інтервенції або ослабити валютний контроль і збільшити обслуговування зовнішнього боргу, сприяючи тим самим відпливу валюти з країни. Крім того, потрібно враховувати величину альтернативних витрат при формуванні офіційних золотовалютних резервів, адже у разі зберігання готівкової іноземної валюти чи золота завжди потрібно пам'ятати про упущені внаслідок цього доходи, величина яких дорівнює номінальній ставці процента за банківським депозитом.

Кількісні показники, що визначають достатність офіційних золотовалютних резервів, можуть охоплювати такі основні параметри:

- відношення обсягу золотовалютних резервів до загального обсягу імпортованих поставок у країну;
- визначення величини золотовалютних резервів за обсягом імпорту, який за них можна придбати (у місяцях поставок);
- відношення обсягу валютних резервів до величини всіх зовнішніх витрат держави;
- співвідношення величини золотовалютних резервів і величини сальдо платіжного балансу – активного чи пасивного;
- порівняння величини золотовалютних резервів з обсягами зовнішнього державного боргу;
- співвідношення обсягів золотовалютних резервів і величини грошової бази (або готівки в обігу – агрегату  $M_0$ ).

Одним із основних показників, які визначають рівень достатності золотовалютних резервів, є співвідношення їх величини й усереднених показників обсягів імпорту. Водночас цінність показника, який розраховується як відношення суми офіційних золотовалютних резервів до суми річного товарного імпорту, є обмеженою. Це пов'язано з тим, що у



ньому не враховуються всі майбутні платежі за послугами, некомерційними операціями, а також фінансовими операціями, пов'язаними з міжнародним рухом капіталу.

Щодо зіставлення величини золотовалютних резервів і конкретних обсягів імпорتنих поставок, які за них можна придбати, то мінімально прийнятною у світовій практиці й відповідно до методології МВФ вважається величина золотовалютних резервів, котра відповідає вартості імпорту товарів і послуг за три місяці. При цьому вартість імпорту розраховується як середньоарифметична величина від обсягу імпорتنих поставок по місяцях. В останні роки спостерігаються значні відмінності у дотриманні цього критерію в розвинутих країнах – від 25 днів у США до 20 місяців у Японії.

Крім того, величина золотовалютних резервів країни для кількісного аналізу може також зіставлятися з розмірами різних видів заборгованості (за сальдо платіжного балансу, державним боргом, приватним боргом). Особливо важливою є така оцінка офіційних золотовалютних резервів з погляду аналізу перспектив уникнення фінансових криз у країні. Одним із таких показників є рівень валютних резервів, які покривають річний обсяг зовнішнього боргу країни, тобто наявні у розпорядженні центрального банку країни іноземні валютні активи мають покривати виплати за основною сумою зовнішнього боргу і проценти за ним на весь наступний рік. Цей показник відображає здатність країни один рік жити без нових зовнішніх запозичень.

Щодо показника, який відображає можливості покриття резервами грошової бази, то він характеризує здатність центрального банку засобами девізної політики уникати різких девальвацій і ревальвацій національної валюти і не допускати спекулятивних атак на обмінний курс національної грошової одиниці, забезпечуючи плавність його зміни під дією ринкових сил.



Управління офіційними золотовалютними резервами за якісними показниками передбачає вибір між різними компонентами резервів і встановлення оптимального співвідношення між ними. Це означає, що крім абсолютної величини резервів важливим є також те, яка частка в них належить іноземній валюті, резервній позиції в МВФ, СПЗ і золотому запасу. При цьому головними принципами якісного управління офіційними золотовалютними резервами є забезпечення дотримання наступних параметрів (табл. 1.1.).

Таблиця 1.1

## Принципи управління золотовалютними резервами країни [55]

| № пор. | Параметр    | Характеристика                                                                                                                                                                                 |
|--------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1.     | Збереження  | визначає необхідність накопичення, оптимального формування і раціонального використання валютних резервів як частини національного багатства країни;                                           |
| 2.     | Ліквідність | передбачає наявність у центрального банку можливості негайного використання значної частини валютних резервів із метою реалізації завдань оперативного регулювання валютних відносин у країні; |
| 3.     | Дохідність  | забезпечує належну ефективність розміщення центральним банком коштів у різних видах валютних активів;                                                                                          |

Як уже зазначалося, досягнення цілей управління золотовалютними резервами неможливе без отримання доходу. Це й є специфікою управління золотовалютними резервами, оскільки отримання доходу не може бути метою діяльності центрального банку в цілому. При цьому, на нашу думку, існує необхідність використання портфельного підходу та інвестиційних еталонів як ефективних інструментів комерційного інвестиційного менеджменту в процесі управління золотовалютними резервами.



Інвестиційний еталон можна розглядати як інструмент узгодження суб'єктивних вимог центрального банку до ризику та доходності золотовалютних резервів з об'єктивними можливостями досягнення цих цілей на фінансових ринках.

Інвестиційні еталони застосовуються на усіх етапах процесу управління золотовалютними резервами, який доцільно розглядати з позицій макро- і мікрорівня (рис. 1.4, 1.5).

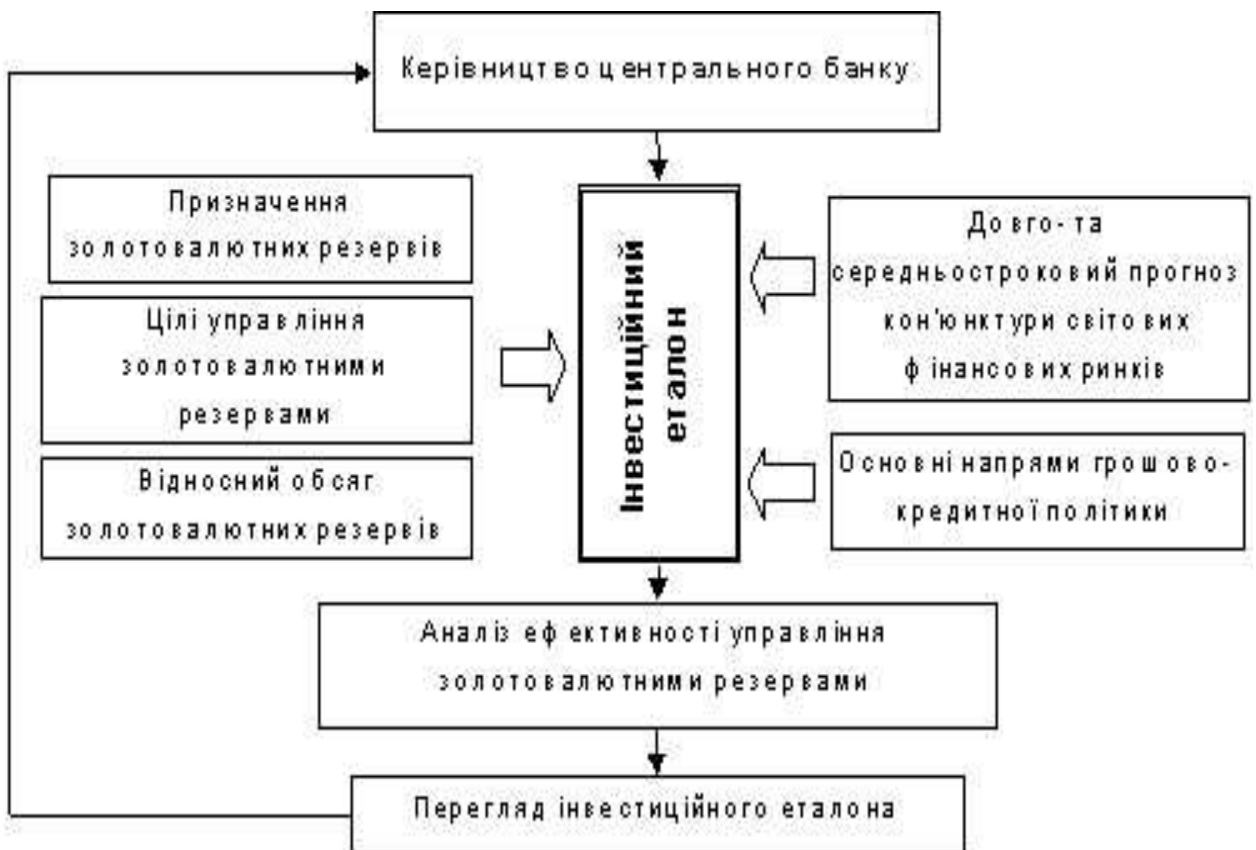


Рис. 1.4. Макрорівень процесу управління золотовалютними резервами

В процесі управління золотовалютними резервами за допомогою інвестиційного еталона можна вирішити такі завдання:

- визначення та затвердження інвестиційної стратегії, прийняття рішення щодо граничного рівня ризиків, здійснення стратегічного управління золотовалютними резервами з боку керівництва центрального банку;



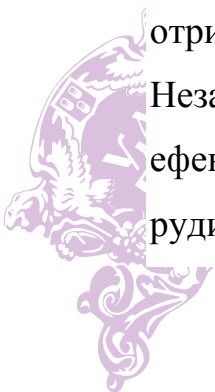
- здійснення операцій із золотовалютними резервами відповідно до інвестиційного еталона, підготовка управлінської звітності щодо стану золотовалютних резервів, визначення ефективності управління золотовалютними резервами відносно інвестиційного еталона з боку інвестиційного менеджера – відповідного підрозділу центрального банку.



Рис. 1.5. Мікрорівень процесу управління золотовалютними резервами [57]

Для оцінки ефективності управління золотовалютними резервами можна виділити два аспекти: грошово-кредитний і фінансовий. З точки зору грошово-кредитної політики, ефективне управління золотовалютними резервами має забезпечувати постійну доступність цих резервів для здійснення валютних інтервенцій або інших заходів. Фінансова ефективність управління золотовалютними резервами оцінюється шляхом порівняння планових (розрахованих за інвестиційним еталоном) і фактичних показників дохідності золотовалютних резервів.

Довгий час центральні банки нехтували фінансовим аспектом ефективності управління золотовалютними резервами, виходячи з того, що отримання доходу не є метою діяльності центрального банку. Незацікавленість у доході та нерозробленість показників оцінки ефективності управління золотовалютними резервами спричинили існування рудиментарних механізмів управління ризиками, проведення неефективних



операцій із золотовалютними резервами, і, як результат, неадекватну поведінку центральних банків на фінансових ринках.

Важливим завданням у процесі управління золотовалютними резервами є забезпечення належної їх диверсифікації за видами валют з метою уникнення ризиків, з одного боку, а з іншого – для приведення їх у відповідність зі структурою зовнішньоторговельного обороту країни відповідно до валют, в яких укладаються угоди. Ризик при формуванні офіційних золотовалютних резервів, пов'язаний із вибором валют, визначається тенденціями зміни у міжнародній валютній системі, що відображають перманентний процес переходу від доларового стандарту до багатовалютного стандарту і зміну ролі різних валют у світовій економіці й торгівлі.

У процесі управління золотовалютними резервами з метою уникнення втрат потрібно також урахувати такі фактори:

- зміни кон'юнктури на світових валютних ринках;
- перспективи короткострокових коливань обмінних курсів валют;
- прогностні оцінки стану міжнародних розрахунків країни;
- потреби обслуговування зовнішнього боргу;
- перспективи впливу тих чи інших чинників на обмінний курс національної валюти.

З технічної точки зору механізм управління офіційними золотовалютними резервами передбачає здійснення сукупності тих чи інших операцій, кінцевим результатом яких є формування певної структури валютних активів центрального банку (до їх складу належать: залишки на поточних рахунках і депозитах у банках-нерезидентах, банкноти і монети, цінні папери). Основні види таких операцій:

- конверсійні валютні угоди на валютному ринку на умовах поставки валюти «тод» (сьогодні), «том» (наступного банківського дня) і «спот» (на другий банківський день);



- форвардні угоди, а також операції «своп», що передбачають обмін національної валюти на іноземну з одночасним укладенням зворотної форвардної угоди на певний строк із метою хеджування валютних ризиків;
- придбання, продаж, обмін державних цінних паперів (казначейських векселів, облігацій державних позик тощо) емітентами або гарантами за якими виступають урядові структури інших країн;
- придбання, продаж, обмін боргових зобов'язань (векселів, депозитних сертифікатів та ін.), боржниками або гарантами за якими виступають міжнародні фінансові організації або банки-нерезиденти за умови, що їхні зобов'язання повністю забезпечені державними позиками;
- отримання кредиту під заставу державних цінних паперів інших країн або боргових зобов'язань зарубіжних банків;
- розміщення депозитів у банках-нерезидентах, які мають високий інвестиційний клас згідно зі світовими рейтинговими агентствами;
- угоди з похідними фінансовими інструментами, що здійснюються з метою мінімізації валютного ризику при відкритій позиції і ризику вкладень в іноземні цінні папери [30].

При виборі конкретних видів операцій, направлених на формування того чи іншого компонента офіційних золотовалютних резервів, необхідно враховувати протиріччя між високою дохідністю довгострокових вкладень з їх нижчою ліквідністю та більш високою ліквідністю але меншою дохідністю короткострокових вкладень коштів. Зрозуміло, що з урахуванням ролі золотовалютних резервів в оперативному регулюванні динаміки валютного курсу і стану платіжного балансу дуже важливе значення має саме їх висока ліквідність. Зазвичай у світовій практиці у процесі формування оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів вважається необхідним забезпечення підтримання частки ліквідних короткострокових вкладень (зі



строком вимог не більше трьох місяців) на рівні половини загального обсягу резервів.

З метою ефективного управління офіційними золотовалютними резервами країни процес формування окремих їх частин відповідно до того, яка з них має забезпечувати ліквідність, а яка дохідність, може бути підпорядкований різним цілям – операційним та інвестиційним. Відповідно до цього використовуються і різні операції та інструменти формування валютних резервів.

Підпорядкована операційним цілям частина резервів має на меті забезпечення високої ліквідності активів центрального банку за поточними валютними операціями (наприклад, проведення інтервенцій на валютному ринку або забезпечення надзвичайних потреб держави). Для її формування використовуються такі операції: внесення коштів на короткострокові депозити у першокласні іноземні банки, зворотне РЕПО, придбання короткострокових казначейських векселів США та інших високоліквідних цінних паперів.

Підпорядкована інвестиційним цілям частина резервів має на меті забезпечення прийняттого рівня дохідності вкладень від розміщених валютних резервів. Із метою формування цієї частини використовуються такі операції: внесення коштів у довгострокові державні цінні папери іноземних урядів і урядових організацій (передусім США), придбання забезпечених банківських облігацій (із заставою у вигляді державних позик).

У зв'язку з тим, що такі компоненти офіційних золотовалютних резервів, як резервна позиція в МВФ і запас СПЗ, у переважній більшості країн складають порівняно незначну частку в резервних активах, то у процесі управління резервами центральним банком головне завдання полягає у виборі виду резервної валюти (серед провідних світових резервних валют) і забезпеченні оптимального співвідношення між запасами валюти і золота.



Нарешті, нормальне функціонування механізму управління золотовалютними резервами центрального банку є неможливим без належної організаційної та інформаційної підтримки.

Необхідною умовою нормального функціонування системи управління золотовалютними резервами центрального банку є створення ієрархічної організаційної структури, основною вимогою до якої є розподіл повноважень та відповідальності між особами, які ініціюють укладення угод, контролюють ризики, здійснюють розрахунки та складають звітність за укладеними угодами. Світовий досвід свідчить, що для організації управління золотовалютними резервами та запровадження дієвого контролю за операційним ризиком необхідне створення спеціалізованих підрозділів.

Як відомо, керівними органами Національного банку України є Рада Національного банку та Правління Національного банку України.

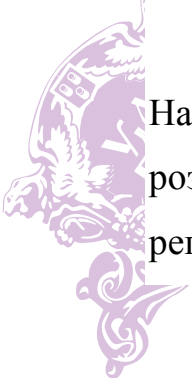
Правління НБУ приймає рішення щодо наступних питань, які стосуються управління золотовалютними резервами:

- про диверсифікацію активів Національного банку та їх ліквідності;
- щодо мінімального розміру золотовалютних резервів;
- про участь у міжнародних валютно-кредитних організаціях;
- видача нормативних актів НБУ тощо.

Рада Національного банку України є наглядовим органом, якому заборонено втручання в оперативну діяльність Правління НБУ, але вона має право відкладального вето щодо рішень Правління Національного банку України відносно:

- диверсифікації активів Національного банку та їх ліквідності;
- мінімального розміру золотовалютних резервів.

Оперативні рішення з питань управління золотовалютними резервами в Національному банку України приймає заступник Голови НБУ, що за розподілом обов'язків опікується діяльністю Департаменту валютного регулювання, директор Департаменту валютного регулювання та начальник



управління валютних операцій, що входить до складу Департаменту валютного регулювання. Бухгалтерський облік та розрахунки за здійсненими операціями з золотовалютними резервами здійснює Операційне управління НБУ.

На організаційному рівні Національного банку України не повністю завершився процес створення повноцінних відповідальних підрозділів та оптимізації операційних процедур. Так, «незалежне» підтвердження укладених угод до сьогоднішнього часу здійснює той же підрозділ, що і укладає угоди, а саме управління валютних операцій. З іншого боку, після формального переведення відділу СВІФТ до структури Операційного управління НБУ, не сформовано в повному обсязі надійний механізм внутрішнього контролю за здійсненням розрахунків. Створення незалежного управління контролю ризиків, безсумнівно, є прогресивним кроком, однак, в існуючому вигляді це управління спроможне виконувати лише функції загального послідуочого контролю, а також методологічні функції. При цьому функції оперативного та попереднього контролю повинні покладатися в тому або іншому вигляді на інші підрозділи.

Розподіл функцій та повноважень різних ланок менеджменту Національного банку України щодо управління золотовалютними резервами наведено у Додатку А.

Таким чином, можна зазначити, що досконала організаційна структура є необхідною умовою управління золотовалютними резервами Національного банку України. Вона, зокрема, дозволяє суттєво зменшити рівень операційного ризику, підвищити прозорість механізму управління золотовалютними резервами та запровадити дієву систему внутрішнього контролю.



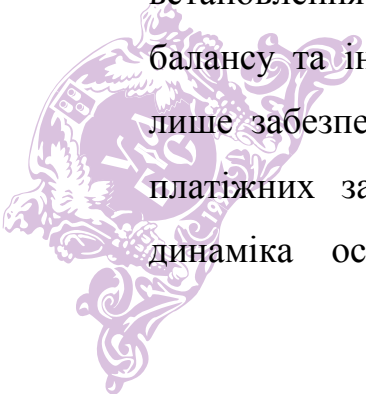
## РОЗДІЛ 2. ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД УПРАВЛІННЯ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ

Сучасний етап розвитку світового господарства має ряд суттєвих особливостей. Крах Бреттон-Вудської валютної системи, відмова від золотодоларового стандарту і введення режиму плаваючих валютних курсів призвели до порушення відносної стабільності світової валютної системи. Додатковим джерелом невизначеності та нестабільності валютних і фінансових ринків стала глобалізація світової економіки, яка сприяла зростанню взаємозв'язку між рухом валютних курсів, банківських відсотків і котируваннями цінних паперів у різних країнах.

Валютно-фінансові кризи за останні десятиліття стали більш частішими і глибшими. Останні події в світі показали, наскільки сильним може бути вплив валютно-фінансового чинника на економіку, а також продемонстрували актуальність проблеми управління золотовалютними резервами центральними банками світу.

Як уже зазначалося у першому розділі управління резервами є процесом, що забезпечує наявність офіційних іноземних активів державного сектора в розпорядженні відповідних органів і під контролем останніх для вирішення певного кола завдань, що стоять перед державою.

При цьому управління золотовалютними резервами країни є органічною складовою валютної політики центрального банку, що безпосередньо впливає на можливості ефективного використання ним основних інструментів валютного регулювання, зокрема девізної політики, встановлення режиму валютного курсу, регулювання сальдо платіжного балансу та інших. Від величини резервів, їх якісного складу залежить не лише забезпеченість міжнародних розрахунків країни необхідним обсягом платіжних засобів, але й стабільність внутрішнього грошового обігу і динаміка основних макроекономічних параметрів, що безпосередньо



пов'язані зі змінами валютного курсу та підтриманням рівноваги платіжного балансу. Тому управління офіційними золотовалютними резервами країни є необхідним елементом валютної політики держави, що здійснюється її центральним банком [43].

Таким чином, одним із ключових напрямків валютної політики будь-якої країни є управління її золотовалютними резервами, а саме, ліквідними резервними активами, оскільки вони являють собою національні високоліквідні резерви, які відносяться до найважливіших інструментів державного регулювання сфери міжнародних платежів; свідчать про міцність фінансового становища країни; виступають важливим елементом функціонуючої системи забезпечення стабільності національної валюти; можуть служити одним з джерел погашення зовнішнього боргу, а в критичних ситуаціях – джерелом покриття дефіциту платіжного балансу [2].

Чим більшими за обсягом міжнародними резервними активами володіє держава, тим більше в неї можливості контролювати обмінний курс національної валюти, тим впевненіше розвивається її зовнішня торгівля і тим більше довіри до економіки країни в цілому.

Динаміка зростання світових золотовалютних резервів з початку 90-х рр. 20 ст. демонструє значні зміни їх загального обсягу та розподілу між окремими країнами (рис. 2.1 та 2.2).

Незважаючи на світову фінансову кризу, слід відмітити, що у 2008-2009 рр. у більшості країн світу прослідковується тенденція нарощення обсягу золотовалютних резервів. Дані про обсяги та розподіл золотовалютних резервів між країнами світу наведено в табл. 2.1. та Додатку Б.

Отже, усвідомлення ролі золотовалютних резервів в зменшенні впливу фінансових криз на стан національної економіки стало основною причиною зростання обсягу резервів у більшості країн світу. Іншою метою нарощення офіційних резервів держав є нейтралізація впливу на обмінний курс національної валюти (з метою недопущення її ревальвації) притоку прямих і портфельних інвестицій, активного сальдо платіжного балансу.



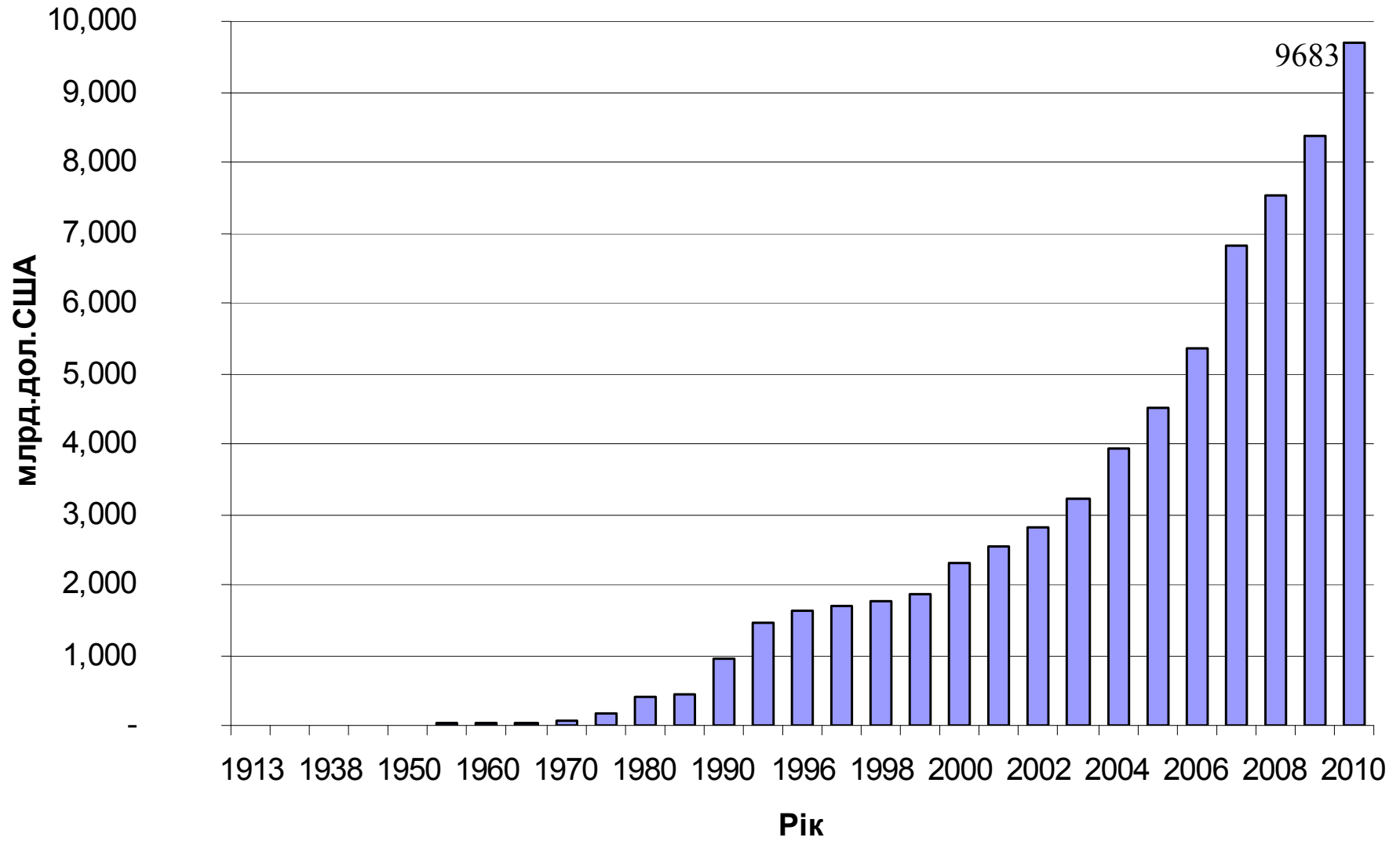


Рис. 2.1. Динаміка обсягу світових золотовалютних резервів



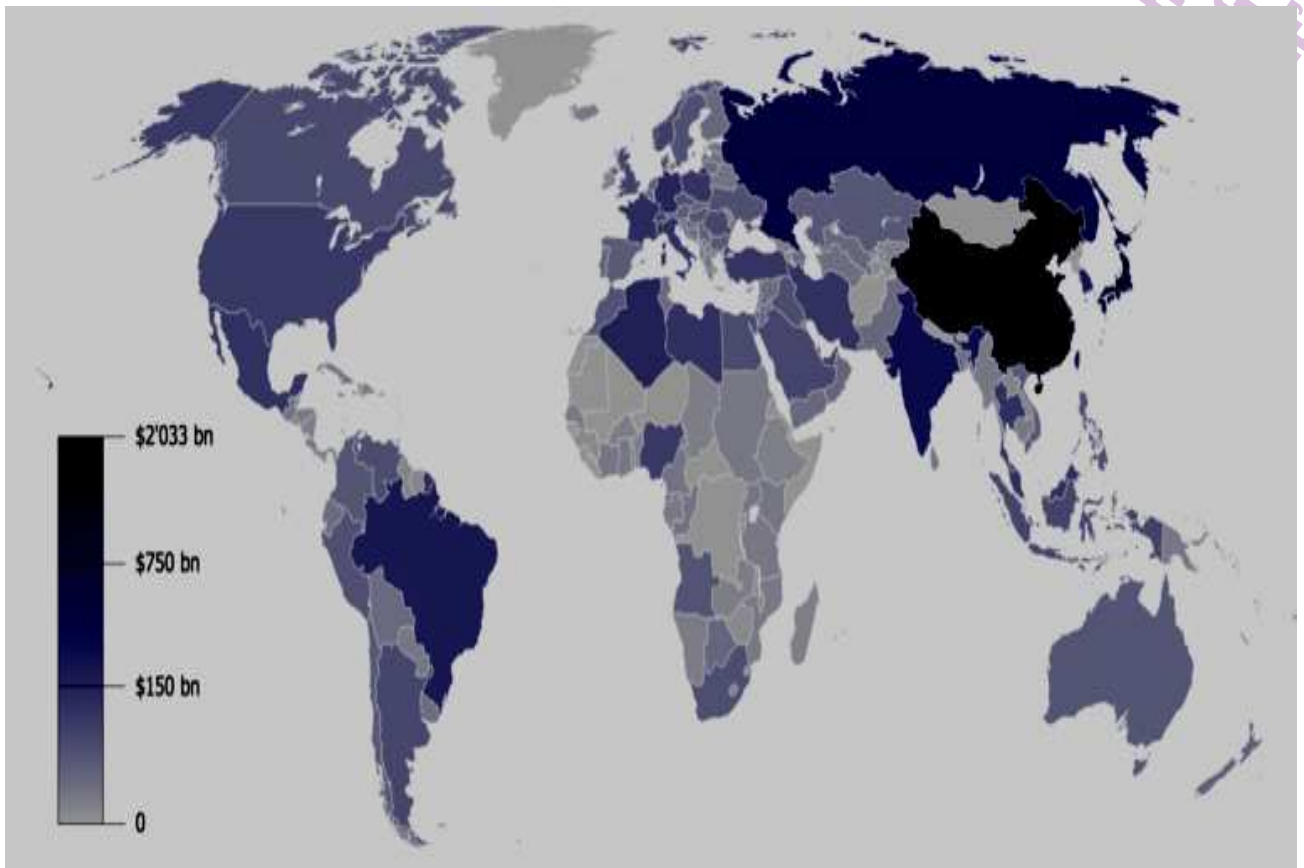


Рис. 2.2. Світові золотовалютні резерви, млрд. дол. США

Розглянемо досвід управління золотовалютними резервами деяких країн Європи, Америки, СНД, Азії та Африки.

Таблиця 2.1

Золотовалютні резерви деяких країн світу у 2008-2009 рр. [72]

| Місце в рейтингу | Держава           | Золотовалютні резерви, млрд. дол. США |         | Темп приросту, % |
|------------------|-------------------|---------------------------------------|---------|------------------|
|                  |                   | 2009 р.                               | 2008 р. |                  |
| 1                | Китай             | 2426,0                                | 1953,0  | 24,22            |
| 2                | Японія            | 1024,0                                | 1011,0  | 1,29             |
| 3                | Росія             | 439,4                                 | 426,3   | 3,07             |
| 4                | Саудівська Аравія | 410,1                                 | 442,7   | - 7,36           |
| 5                | Тайвань           | 353,0                                 | 296,4   | 19,10            |
| 6                | Індія             | 274,7                                 | 254,0   | 8,15             |
| 7                | Південна Корея    | 270,0                                 | 201,2   | 34,19            |
| 8                | Гонконг           | 255,8                                 | 182,5   | 40,16            |
| 9                | Бразилія          | 238,5                                 | 193,8   | 23,07            |
| 10               | Сінгапур          | 187,8                                 | 174,2   | 7,81             |
| 11               | Німеччина         | 180,8                                 | 138,0   | 31,01            |

|                       |                |             |             |                |
|-----------------------|----------------|-------------|-------------|----------------|
| 14                    | Швейцарія      | 135,3       | 74,07       | 82,67          |
| Продовження табл. 2.1 |                |             |             |                |
| 15                    | Франція        | 133,1       | 102,9       | 29,35          |
| 16                    | Італія         | 132,8       | 105,3       | 26,12          |
| 17                    | США            | 130,8       | 77,7        | 68,45          |
| 22                    | Польща         | 79,6        | 62,2        | 28,00          |
| 25                    | Великобританія | 66,7        | 53,0        | 25,93          |
| 28                    | Канада         | 54,4        | 43,9        | 23,91          |
| 29                    | Норвегія       | 48,7        | 51,0        | - 4,00         |
| 46                    | Іспанія        | 28,2        | 20,3        | 39,26          |
| 47                    | <b>Україна</b> | <b>26,5</b> | <b>31,5</b> | <b>- 15,95</b> |
| 48                    | Чилі           | 25,3        | 23,1        | 9,57           |

### Країни Європи

#### 1. Європейський економічний і валютний союз (країни євросони)

Одним із основних завдань Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) є зберігання і управління офіційними валютними резервами країн-учасниць ЄВС, а також здійснення валютних інтервенцій.

Європейська система центральних банків здійснює зберігання і управління офіційними золотовалютними резервами країн-учасниць. Внесок кожного національного центрального банку визначено відповідно до його частки в капіталі Європейського центрального банку (ЄЦБ).

Згідно зі статутом ЄЦБ центральні банки країн-учасниць повинні передати йому (на кредитній основі) валютні резерви на загальну суму, еквівалентну 50 млрд. євро (у подальшому ця сума за рішенням Ради Керуючих може бути збільшена). Початковий обсяг резервів, переведених одинадцятьма центральними банками країн-учасниць 1 січня 1999 р. в Європейський центральний банк, складав 39,46 млрд. євро, з яких 85% суми сплачено у валюті, інші 15% – у золоті.

При цьому валютні резерви, що залишились у розпорядженні національних центральних банків, використовуються ними для виконання

зобов'язань по відношенню до міжнародних організацій. Проведення інших операцій з цими резервами, понад ліміт, що встановлюється Радою Керуючих, має бути узгоджене з ЄЦБ. Це вважається необхідним для забезпечення узгодженої валютної та грошово-кредитної політики в рамках ЄЕВС.

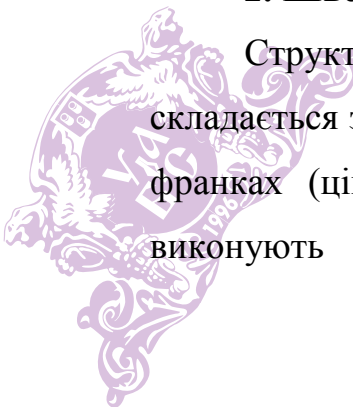
Валютні резерви можуть бути використані Європейським центральним банком для проведення валютних інтервенцій, причому йому надано повне право самостійно приймати рішення щодо проведення інтервенцій. Це, однак, не означає, що метою ЄЦБ є курсове таргетування євро, тому що подібний підхід може призвести до протиріччя з пріоритетним завданням забезпечення стабільності цін. Незважаючи на це, Європейська система центральних банків цілком оснащена технічними можливостями для здійснення інтервенцій на валютних ринках з метою протистояти надмірним або хаотичним коливанням курсу євро відносно основних вільно конвертованих валют світу.

### **1.1. Німеччина**

Золотовалютні запаси німцям принесло економічне диво. У 1948 році, коли почала свій обіг німецька марка, сейфи були ще порожні. 20 років потому Бундесбанк ФРН володів другим за величиною в світі золотим запасом. Такі позиції зберігаються і на сьогодні, частка золота в загальному обсязі золотовалютних резервів є дуже великою. Золотовалютні запаси Німеччини на 1 січня 2009 року склали 138 млрд. дол. США, а на 01.01.2010 – 180,8 млрд. дол., при цьому частка золота складає близько 70% їх загального обсягу. За обсягом золотовалютних запасів Німеччина займає 11 місце у світовому рейтингу.

### **2. Швейцарія**

Структура активів Національного банку Швейцарії в основному складається з іноземної валюти, золота та фінансових активів у швейцарських франках (цінні папери і вимоги від операцій РЕПО). Офіційні резерви виконують важливі функції грошово-кредитної політики, а їх склад



визначається в установленому порядку згідно вимог грошово-кредитної політики.

Національний банк Швейцарії використовує операції РЕПО шляхом придбання цінних паперів комерційних банків для підтримки їх ліквідності. Встановлюючи умови для таких угод, центральний банк впливає на рівень процентних ставок на грошовому ринку.

Національний банк Швейцарії тримає валютні резерви у формі іноземної валюти і золота з метою запобігання та подолання потенційних криз. За останні роки сумарні активи залишалися відносно стабільними (в середньому 210 млрд. швейцарських франків (CHF)), однак, їх склад змінився, при цьому рівень саме валютних резервів суттєво зріс. Так на кінець 2009 р. офіційні золотовалютні резерви склали CHF 140 млрд., що на CHF 61 млрд. перевищило показник 2008 р. Подібне зростання резервів було обумовлене, зокрема, купівлею іноземної валюти в 2009 р. (CHF 45 млрд.), близько CHF 7 млрд. було зумовлено зростанням світових цін на золото, а CHF 5 млрд. – в результаті додаткового розподілу спеціальних прав запозичення (СПЗ) Міжнародного валютного фонду. Залишки по валютним операціям «своп» EUR/CHF склали майже CHF 3 млрд.

Крім того, наприкінці 2009 р. Національний банк Швейцарії здійснював операції у вигляді вимог від операцій РЕПО на суму CHF 36 млрд. і вимог від облігацій майже на CHF 7 млрд.

Центральний банк переважно більшість інвестицій тримає в цінних паперах з фіксованим доходом. Вони включають вимоги від операцій РЕПО в CHF, вимоги від валютних свопів EUR/CHF, цінні папери у CHF, вимоги від операцій із залученням золота та інш. Структуру активів Національного банку Швейцарії представлено на рис. 2.3.

Грошово-кредитна політика в Швейцарії здійснюється за участю швейцарських та іноземних банків, кредитування забезпечується першокласною заставою. Портфель облігацій валютних резервів і державних облігацій в ключає, передусім, урядові та квазі-державні облігації, а також

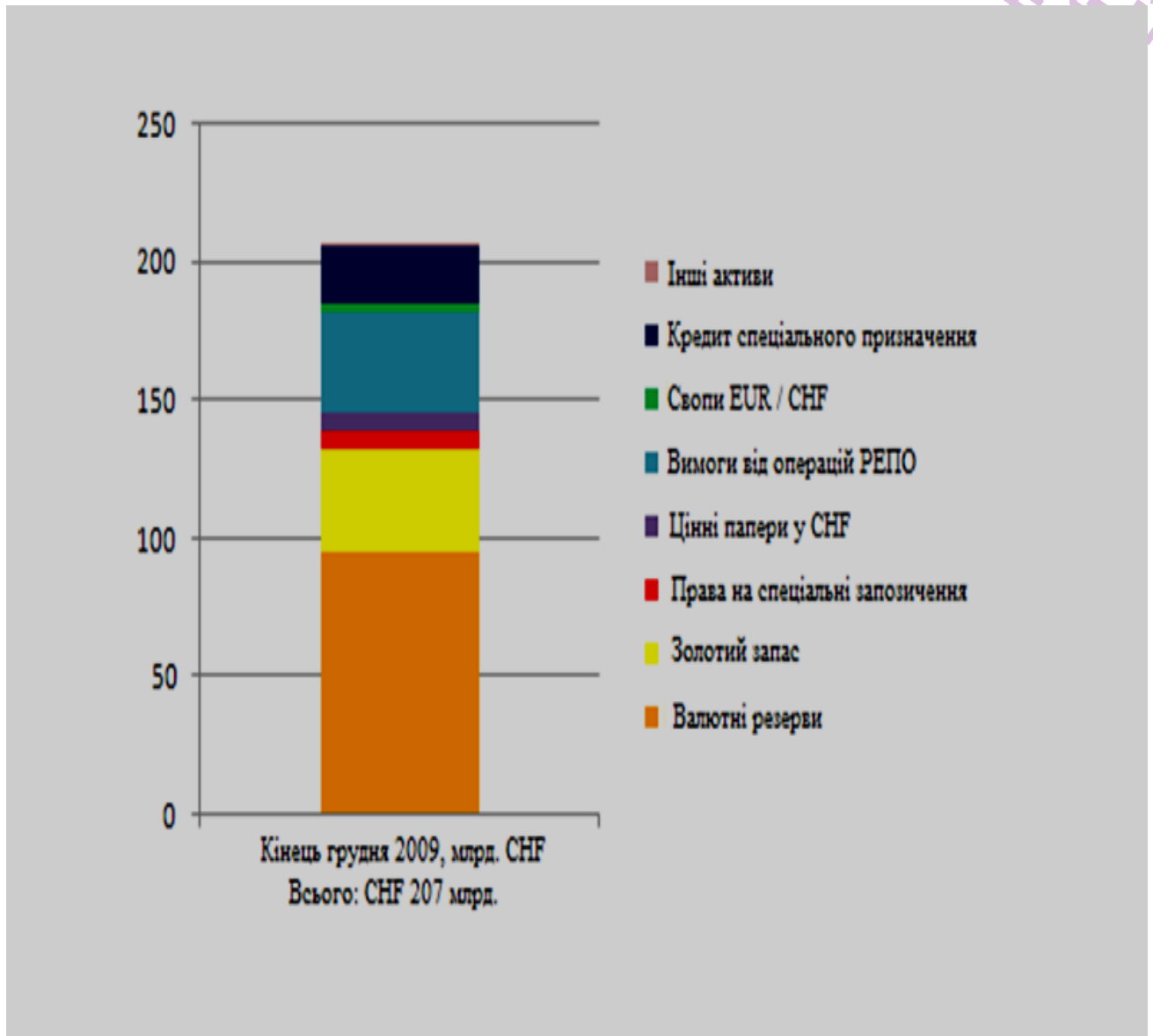


Рис. 2.3. Структура активів Національного банку Швейцарії

облігації міжнародних організацій.

Валютні та процентні ризики ставки хеджуються (управляються) за допомогою похідних інструментів, таких як процентні свопи, процентні ф'ючерси, валютні операції «форвард» і валютні опціони. Крім того, ф'ючерси на індекси акцій, також використовуються для управління ризиками прямих і портфельних інвестицій.

Структуру валютних резервів Національного банку Швейцарії станом на 01.19.2010 р. відображено у табл. 2.2., а за період 1997-2009 рр. на рис. 2.4.

Таблиця 2.2

Структура валютних резервів Національного банку Швейцарії  
(на кінець 3 кварталу 2010 р.)

| Назва активу                                                                            | Валютні резерви  |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------------|
|                                                                                         | 3 кв.<br>2010 р. | 2 кв.<br>2010 р. |
| <b>1. Валюта розподілу, в тому числі позиції за похідними фінансовими інструментами</b> |                  |                  |
| USD (долар США)                                                                         | 25%              | 22%              |
| EUR (євро)                                                                              | 55%              | 70%              |
| GBP (англійський фунт стерлінгів)                                                       | 3%               | 2%               |
| JPY (японська єна)                                                                      | 10%              | 4%               |
| CAD (канадський долар)                                                                  | 4%               | 2%               |
| Інші валюти (1)                                                                         | 3%               | 0%               |
| <b>2. Інвестиційні категорії</b>                                                        |                  |                  |
| Інвестицій (грошовий ринок)                                                             | 1%               | 2%               |
| Державні облігації (2)                                                                  | 83%              | 88%              |
| Інші облігації (3)                                                                      | 6%               | 6%               |
| Акції                                                                                   | 10%              | 4%               |
| <b>3. Структура облігацій (4)</b>                                                       |                  |                  |
| Облігації класу AAA                                                                     | 82%              | 89%              |
| Облігації класу AA                                                                      | 15%              | 9%               |
| Облігації класу A                                                                       | 2%               | 1%               |
| Інші облігації                                                                          | 1%               | 1%               |
| Тривалість обігу облігацій (роки)                                                       | 3,9              | 3,4              |

(1) AUD, SEK, DKK, SGD (2) Державні облігації у своїй власній валюті, а також облігації, випущені швейцарськими кантонами та муніципалітетами. (3) Державні облігації в іноземній валюті, забезпечені облігації, облігації, випущені міжнародними організаціями, корпоративні облігації тощо. (4) Оцінки: Середні рейтинги трьох основних рейтингових агентств.

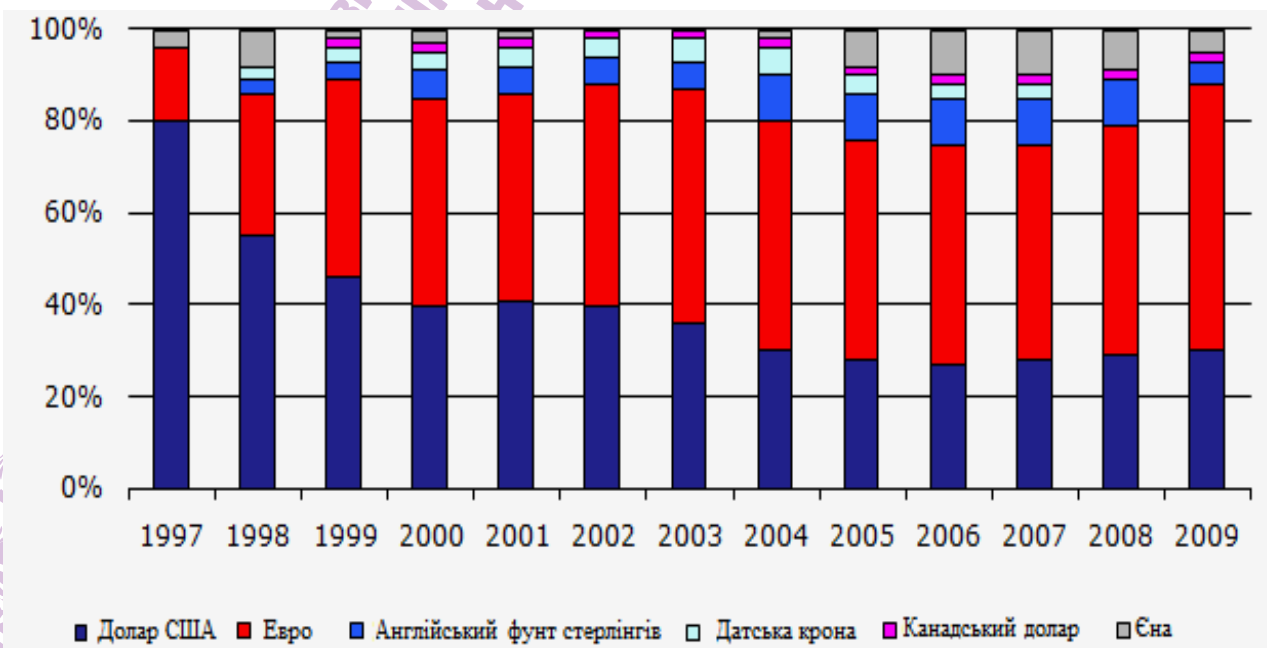


Рис. 2.4. Структура валютної складової офіційних резервів

Національного банку Швейцарії у 1997-2009 рр.

### 3. Норвегія

За обсягом золотовалютних резервів Норвегія знаходиться на 29 місці у світовому рейтингу. На початок 2010 р. обсяг золотовалютних резервів складав близько 48,7 млрд. дол. США, тобто в порівнянні з попереднім роком вони зменшилися на 2,3 млрд. дол. США.

В минулому першочерговими завданнями Банку Норвегії були:

- забезпечення коштів для здійснення валютних інтервенцій;
- примноження національного багатства;
- забезпечення покриття державного боргу.

Проте вже у 2005 р., після того як було виплачено державний борг, на перший план було висунуто мету щодо примноження національного багатства.

Управління активами валютних резервів банку поряд із активами Державного пенсійного фонду в Норвегії здійснює спеціально створений самостійний структурний підрозділ Банку – Norges Bank Investment Management (NBIM).

Всі резервні активи поділені на ліквідний, інвестиційний та буферний портфелі. Ліквідний портфель, відповідно до стратегії управління резервами, повинен знаходитися в межах 0,5-1,7 млрд. дол. США, проте ці рамки можуть бути змінені за рішенням Управляючого Банком Норвегії. Розмір ліквідного портфеля фактично утримується на рівні 1,1 млрд. дол. США, складається з депозитів в банках та державних цінних паперів, номінованих в доларах США та євро.

Резерви інвестиційного портфеля можуть бути вкладені в акції, похідні цінні папери, біржові товарні контракти та боргові папери, зокрема державні та корпоративні облігації, облігації державних агентств, забезпечені боргові інструменти. Структура інвестиційного портфелю наступна: близько 60% резервів припадає на боргові інструменти, 40% – на акції. За регіональними





ринками розподіл як акцій, так і боргових цінних паперів виглядає наступним чином: 58% – європейський ринок, 37% – ринок Канади та США; 5% – державні зобов'язання Австралії і Японії.

NBIM застосовує активну політику управління інвестиційним портфелем, що дозволяє придбавати боргові цінні папери більш ніж 60 країн світу. Масштабна диверсифікація портфелю та якісна система контролю ризиків разом з активною інвестиційною політикою дозволяє отримувати високий рівень доходу. Так, наприклад, річна прибутковість інвестиційного портфелю коливалася з 1998 р. по 2006 р. в межах 6-8 % при рівні інфляції близько 2,5% річних [116].

#### **4. Чехія**

Офіційні резервні активи Чехії номіновані в доларах США і євро. Їх співвідношення визначається виходячи, перш за все, із спостережень за прибутковістю фінансових вкладень на ринках США і Євросоюзу. Крім того, враховуються рух обмінних курсів і ситуація на національному валютному ринку. На початок 2010 р. загальний обсяг золотовалютних резервів Чехії складав майже 38,7 млрд. дол. США.

### **Країни Північної та Південної Америки**

#### **1. Сполучені Штати Америки**

Для міжнародної валютної системи й економіки країни, валюта якої є резервною, зміна величини власних офіційних золотовалютних резервів країни не має суттєвого значення. Йдеться, передусім, про економіку США, валюта яких є ключовою резервною валютою світу. Орієнтація більшості країн на американський долар дає змогу США без будь-яких обмежень здійснювати міжнародні розрахунки власною національною валютою при постійному і навіть підвищеному в останній період із боку суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності попиті на долари як найбільш поширений



світовий засіб платежу і нагромадження. Водночас переваги країни, валюта якої є резервною, полягають у можливості отримувати дешеве і по суті безстрокове кредитування національної економіки завдяки нагромадженню іншими країнами резервів у цій валюті, купувати на зовнішніх ринках більшу кількість товарів і послуг, ніж продавати, тобто мати хронічний дефіцит платіжного балансу [30, с. 343-345].

На перший погляд, здається парадоксальним той факт, що США мають один з найнижчих серед розвинених країн світу рівень золотовалютних резервів – 130,8 млрд. доларів (станом на 1 січня 2010 року), що складає лише близько 2% від рівня світових резервів, при цьому частка США у світовому ВВП становить близько 20%.

Звичайно, ніякого парадоксу тут немає – вся справа в економічній потужності: США виробляють щорічно товарів і послуг більше ніж на 12,5 трлн. доларів, накопичивши при цьому 11 трлн. американських активів за кордоном. Власне, це і є їх головний резерв, причому не тільки валютний. Казначейство США може собі дозволити не накопичувати резерви, а позичати їх у інших. У 2009 р. на покриття бюджетного дефіциту США було зайнято понад 0,5 трлн. доларів, при цьому більше половини – в зарубіжних країнах.

## 2. Чилі

Чилі у рейтингу країн за обсягами золотовалютних резервів посідає 49 місце, на початок 2010 р. вони склали 25290 млн. дол. США і мали тенденцію до зростання.

Мідний стабілізаційний фонд було створено у 1985 р. для стабілізації курсу валюти і доходів бюджету. Механізм його формування наступний: Уряд Чилі щорічно визначає довгострокову ціну на мідь і розраховує обсяг коштів, що перераховуються до Фонду за певною формулою, в залежності від перевищення фактичної ціни за експортними контрактами над базовою довгостроковою вартістю. Кошти Фонду прирівнюються до золотовалютних резервів і управляються Центральним банком Чилі. Уряд може їх

використовувати у випадку, якщо ціна міді нижче базової вартості. Кошти Фонду спрямовуються на виплату зовнішнього боргу та субсидування цін на бензин [47].

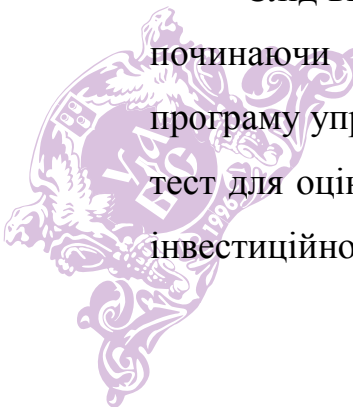
Валютні резерви Центрального банку Чилі є інструментом підтримки грошово-кредитної і валютної політики, з метою вирішення його основного завдання – збереження стабільності валюти і нормальне функціонування внутрішніх і зовнішніх платіжних систем. З метою забезпечення існуючого режиму плаваючого обмінного курсу, головна роль офіційних резервів Чилі – забезпечення доступу до ліквідності в іноземній валюті, доступність до регулювання на валютному ринку за виняткових і чітко визначених обставин.

Управління валютними резервами визначається правовою основою вбудованих норм в Законі Центрального банку Чилі. Законом встановлено, що валютні резерви можуть бути інвестовані в іноземну валюту, золото, кредити, цінні або комерційні папери, випущені та гарантовані іноземними державами, їх центральними банками тощо

Валютні резерви інвестуються в активи двома портфелями. Інвестиційний портфель є найбільшим і включає в себе короткострокові і довгострокові активи в іноземній валюті, як відповідь на непередбачені виклики і довгострокові потреби.

Орієнтири для побудови цього портфелю з точки зору валютної структури на сьогодні є наступними: 60% – долари США, 40% – євро, середня тривалість 13 місяців. Ліквідний портфель, таким чином, призначений для задоволення потреб у короткостроковому періоді, зокрема для здійснення валютних інтервенцій.

Слід відзначити, що до внутрішнього управління валютними резервами, починаючи з 1995 р. Центральний банк Чилі також залучив зовнішню програму управління для невеликої частини резервів. Ця програма передбачає тест для оцінки внутрішнього управління, сприяє підвищенню прибутковості інвестиційного портфеля.



Проаналізуємо досвід управління золотовалютними резервами країни. Згідно офіційних даних Центрального банку Чилі валютний резерв у 2006 р. складав 17570 млн. доларів США, з яких 12873 млн. доларів США склали інвестиційний портфель, а 4479 млн. – портфель ліквідності. Валютна структура була наступною: долари США – 67,2%, євро – 25,5%, інші валюти – 7,3% (див. табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Структура валютних резервів по портфелях і валютах у 2006 р.

| Тип портфеля                     | млн. дол. США | Частка у портфелі |
|----------------------------------|---------------|-------------------|
| 1. Інвестиційний портфель        | 12872,6       | 73,3              |
| - долар США                      | 8214,4        | 46,8              |
| - євро                           | 4484,2        | 25,5              |
| - інші валюти                    | 174,0         | 1,0               |
| 2. Ліквідний портфель            | 4479,3        | 25,5              |
| - долар США                      | 3579,5        | 20,4              |
| - євро                           | 0,0           | 0,0               |
| - інші валюти                    | 899,8         | 5,1               |
| 3. Інші активи                   | 218,1         | 1,2               |
| Всього валютних резервів, у т.ч. | 17 570,0      | 100,0             |
| - долар США                      | 11 805,4      | 67,2              |
| - євро                           | 4 484,2       | 25,5              |
| - інші                           | 1280,4        | 7,3               |

При цьому у 2006 р. 45,3% резервів було вкладено в цінні папери з кредитним рейтингом AAA, решта 54,7% – інвестовані в цінні папери з нижчим рейтингом в основному у банківському секторі (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Склад валютних резервів за кредитним ризиком

| Тип кредитного ризику | Кредитний рейтинг |     |      |      |     |     | Всього |
|-----------------------|-------------------|-----|------|------|-----|-----|--------|
|                       | AAA               | AA+ | AA   | AA–  | A+  | A   |        |
| Банківський           | 0,0               | 0,0 | 9,8  | 30,3 | 5,6 | 6,6 | 52,3   |
| Суверенний            | 33,9              | 0,6 | 1,4  | 0,0  | 0,0 | 0,4 | 36,3   |
| Агентський            | 8,8               | 0,0 | 0,0  | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 8,8    |
| Наднаціональний       | 2,6               | 0,0 | 0,0  | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 2,6    |
| Всього                | 45,3              | 0,6 | 11,2 | 30,3 | 5,6 | 7,0 | 100,0  |

### **3. Венесуела**

Фонд макроекономічної стабілізації був створений у 1998 р., коли світові ціни на нафту впали до 8-9 дол. США за барель, з метою стабілізації доходів бюджету Центрального уряду, урядів регіонів та державної нафтової компанії. Формується Фонд наступним чином: виходячи із середньої ціни на нафту за останні 5 років розраховуються базові доходи бюджетів урядів і компанії, і всі надходження понад базової величини направляються до Фонду. Його кошти управляються Центральний банком та інвестуються в іноземні фінансові активи. Рішення про витрачання коштів Фонду приймає Парламент.

### **4. Колумбія**

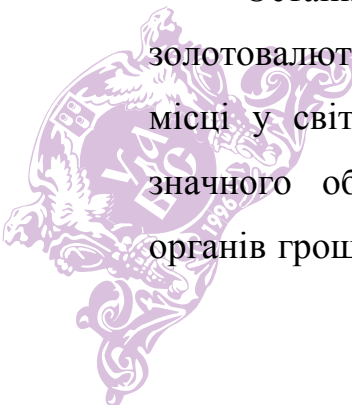
На кінець 2009 р. золотовалютні резерви Колумбії склали 24,8 млрд. доларів США. Співвідношення резервних валют Центрального банку Колумбії визначається як змінна середня валютної структури дефіцитів і профіцитів торговельного балансу країни за останні 3 роки. Використовується практика побудови оптимізаційних моделей.

## **Країни СНД**

### **1. Російська Федерація**

Золотовалютні резерви Російської Федерації розпочали формуватися у 1992 р. після виходу Указу Президента про обов'язковий продаж 50% експортної виручки центральному банку.

Останніми роками спостерігається значне зростання обсягу золотовалютних резервів, на сьогодні Російська Федерація знаходиться на 3 місці у світі за обсягом золотовалютних резервів. Накопиченню такого значного обсягу золотовалютних резервів сприяла політика державних органів грошово-кредитного регулювання, зокрема Центрального банку Росії,



а також сприятлива зовнішньоторговельна кон'юнктура, зокрема зростання цін на природний газ та нафту.

Динаміку обсягу золотовалютних резервів Російської Федерації за період 1998-2008 рр. наведено на рис. 2.5.

Для порівняння, на 1 січня 2007 року обсяг золотовалютних резервів складав 303732 млн. дол. США, на 01.01.2009 – 426300 млн. дол. США, на 01.01.2010 – 439034 млн. дол. США.

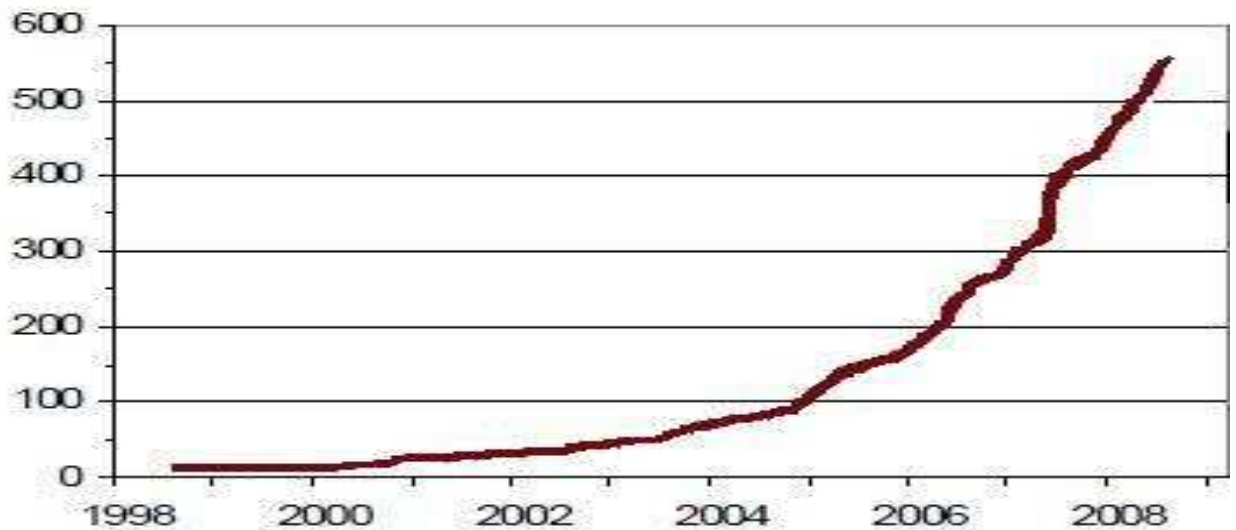


Рис. 2.5. Динаміка обсягу золотовалютних резервів РФ у 1998-2008 рр. [1]

На сьогодні золотовалютні резерви РФ складаються із золотих запасів, резервних активів в іноземних валютах, резервної позиції у МВФ, а також СПЗ (див. рис. 2.6).





Рис. 2.6. Розподіл резервів Центрального банку Росії за видами активів (станом на 01.01.2009 р.)

Щодо структурної побудови резервів, то ще за часів СРСР частка золота в загальному їх обсязі становила близько 94%, тоді як на іноземні валюти припадало лише 6%. Проте поступово роль валют стала підвищуватися в порівнянні із золотом. Так у 2008 р. часта золота в загальному обсязі резервів складала лише 3,4% (див. рис. 2.6), на початок 2010 р. – близько 5%, що у грошовому еквіваленті становило 22382 млн. дол. При цьому золото в основному зберігається у формі зливків та пластин стандартної форми з пробою 995-1000. Оцінка вартості монетарного золота здійснюється в доларовому еквіваленті шляхом множення його величини на облікову ціну золота в рублях і ділення на офіційний курс долара США до російського рубля.

Друга складова – резервні активи в іноземній валюті. На початок 2010 р. вони складала близько 92,44% від загального обсягу (в грошовому еквіваленті – 405828 млн. дол. США). Вони складаються із готівки в доларах США, євро, фунтах стерлінгів, швейцарських франків, японських єнах; залишків коштів на коррахунках та депозитів на вимогу в банках – нерезидентах; депозитів в банках-нерезидентах до 1 року включно; цінних паперів, емітованих нерезидентами, окрім тих, які являються забезпеченням за операціям РЕПО; а

також інших фінансових вимог до нерезидентів зі строком погашення до 1 року.

Третім елементом є резервна позиція – частка країни у МВФ. Кількісно вона відповідає частці вступного внеску країни до МВФ, яка виражена в резервних активах – вільноконвертованих валютах інших країн-учасниць. На початок 2010 р. резервна позиція складала майже 2000 млн. дол. США. При цьому у випадку, якщо МВФ використовує частину внесеної квоти країни-учасниці для надання кредитів іншим країнам, її резервна позиція збільшується.

Четвертим компонентом є Спеціальні права запозичення – випущені МВФ і розподілені між країнами-учасницями пропорційно їх квотам кредитні резерви та платіжні засоби. Вони призначені для врегулювання сальдо платіжного балансу, розрахунків з МВФ та співставлення вартості національних валют країн-учасниць. На початок 2010 р. вони становили 17522 млн. дол. США.

Основною метою управління золотовалютними резервами Центрального банку РФ є забезпечення оптимального балансу між їх збереженням, доходністю та ліквідністю. З цією метою застосовується комплексна система управління ризиками, яка ґрунтується на використанні надійних фінансових інструментів грошового ринку, високих вимог до надійності іноземних контрагентів та обмеження ризиків на кожного з них. При управлінні золотовалютними резервами Центральний банк Росії керується цілями монетарної політики, встановленими на поточний рік, та утримується від масштабних вкладень коштів у малозабезпечені активи, зокрема у депозитні сертифікати та векселі.

Для досягнення оптимального співвідношення між ризиковістю та доходністю активів в резервних валютах виділяють 2 види портфелів: операційний та інвестиційний.





До операційного портфеля включаються короткострокові активи, а саме: залишки на коррахунках, строкові депозити, короткострокові цінні папери.

До інвестиційного портфеля входять довгострокові фінансові інструменти. Вони є більш прибутковими, але і більш ризиковими. На сьогоднішній день величина інвестиційного портфеля в загальній вартості обох портфелів складає близько 30%. Більшу його частину інвестовано в високоліквідні інструменти ринку державних цінних паперів, а саме в короткострокові та середньострокові зобов'язання урядів США та європейських країн.

## 2. Казахстан

Сучасний етап управління золотовалютними резервами Казахстану характеризується значним збільшенням пропозиції іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку і, відповідно, зростанням обсягу золотовалютних активів Національного банку Казахстану, а також подальшим удосконаленням процесу управління шляхом диверсифікації інвестицій в нові валюти і нові види фінансових інструментів.

З 2000 р. Національний банк Республіки Казахстан фактично розпочав роботу над вдосконаленням інвестиційної стратегії управління золотовалютними резервами. В основу цієї стратегії було внесено зміни структурного характеру, і вперше затверджені еталонні портфелі або індекси з обов'язковим визначенням межі допустимих відхилень від них за основними показниками ризику. З того моменту і по теперішній час центральний банк використовує так званий індексний метод управління активами. Індексне управління полягає у формуванні портфеля різних фінансових інструментів у пропорціях, які збігаються з еталонним портфелем. Еталонний портфель або індекс – набір цінних паперів, який визначається інтересами інвестора. Результати управління (прибутковість) і інвестиційні ризики оцінюються щодо еталонного портфеля або індексу, а також значною мірою залежать від

нього. Прибутковість еталонного портфеля фактично служить мірилом при оцінці прибутковості управління активами. В якості еталонного портфеля використовуються індекси, розроблені провідними світовими фінансовими компаніями.

Таким чином, розроблена структура еталонного портфеля мала наступний вигляд:

1. Довгостроковий портфель:

- 70% Merrill Lynch US Treasuries & Agencies 1-3 years;
- 25% Merrill Lynch German Federal Governments 1-3 years;
- 4% Merrill Lynch U.K. Gilts 1-3 years;
- 1% Merrill Lynch Japanese Governments 1-3 years.

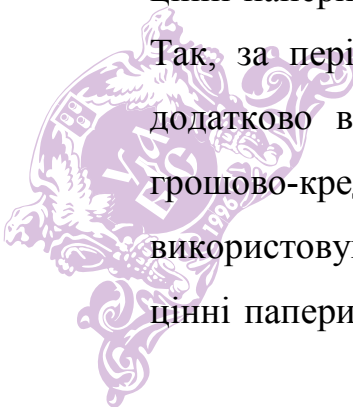
2. Короткостроковий портфель:

- 100% Merrill Lynch 3-month US Treasury Bill Index.

3. Портфель золота.

З метою збільшення прибутковості від операцій із золотовалютними резервами Національний банк Казахстану розпочав здійснювати операції з цінними паперами міжнародних фінансових організацій, а також цінними паперами агентств США та Німеччини. Для підвищення ефективності управління золотовалютними резервами Національним банком Республіки Казахстан були укладені угоди щодо зовнішнього управління. Однак на сьогоднішній день центральний банк фактично самостійно здійснює управління золотовалютними резервами.

У 2003 році, у зв'язку з очікуванням зростання процентних ставок у США, було прийнято рішення збільшити частку інвестицій в короткострокові цінні папери, і внесені відповідні зміни в структуру золотовалютних активів. Так, за період 2003-2007 рр. до структури золотовалютних резервів було додатково введено ліквідний портфель, призначений для реалізації цілей грошово-кредитної політики, а короткостроковий портфель почали використовувати для здійснення інвестицій безпосередньо в короткострокові цінні папери. У зв'язку із закінченням циклу зростання процентних ставок у



США на початку 2008 р. короткостроковий і довгостроковий портфелі золотовалютних резервів були об'єднані в єдиний інвестиційний портфель.

Отже, на сьогодні структура золотовалютних резервів з відповідними еталонними портфелями має наступний вигляд:

1. Інвестиційний портфель:

- 45% ML US Treasuries and Agencies 1-5 years;
- 30% ML EMU Direct Governments 1-5 years;
- 10% ML UK Gilts 1-5 years;
- 10% ML Japanese Governments 1-5 years;
- 5% ML Australian Governments 1-5 years.

2. Портфель абсолютної прибутковості;

3. Портфель ліквідності;

4. Портфель золота.

Починаючи з другого кварталу 2007 року і по сьогоднішній день Національний банк Казахстану у своїй діяльності стикається з впливом світової фінансової кризи. Проте, вчасно реалізувавши корпоративні цінні папери, цінні папери під заставу нерухомості і активів і значно знизивши частку структурних продуктів, зайнявши, таким чином, найбільш консервативну безризикову позицію, Національний банк Казахстану не лише не втратив у вартості активів золотовалютних резервів, але й показав значний позитивний приріст. Крім того, в очікуванні негативних змін на світових фінансових ринках центральним банком наприкінці 2006 р. були здійснені значні покупки золота, що згодом протягом 2007 р. призвело до зростання вартості портфеля золота за рахунок стрімкого зростання світових цін на золото. Для підтримки високого рівня ліквідності активів на випадок дестабілізації ситуації на світових та внутрішньому фінансових ринках значно збільшено обсяг портфеля ліквідності, до складу якого входять найбільш ліквідні фінансові інструменти. Таким чином, Національний банк Республіки Казахстан своєчасно та ефективно реагує на зміни в кон'юктурі світових фінансових ринків і здійснює заходи щодо протистояння світовій кризі.

### 3. Азербайджан

Валютними резервами Республіки Азербайджан є іноземні валюти й інші валютні цінності, централізовані з метою захисту купівельної спроможності національної валюти, задоволення потреб, пов'язаних з економічними потребами та соціальним розвитком держави, виконання зобов'язань щодо оплати зовнішнього боргу.

Валютні резерви Азербайджану складаються з валютних доходів державного бюджету та Стабілізаційного фонду.

Метою Стабілізаційного фонду є забезпечення стабільності обмінного курсу азербайджанського маната. Дозвіл на використання коштів Фонду надається Національним банком Республіки Азербайджан.

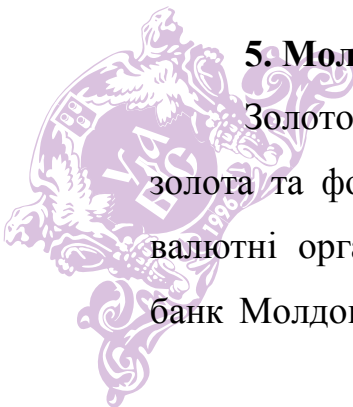
Азербайджан зберігає валютні резерви в доларах США, євро і британських фунтах стерлінгів. При цьому загальний обсяг резервів Азербайджану на початок 2010 р. перевищував 5,3 млрд. дол. США.

### 4. Вірменія

У Вірменії прийнято рішення відмовитися від золотого запасу в складі офіційних резервів. Таку позицію Національний банк Вірменії пояснює тим, що його зовнішні резерви вдвічі менше державного боргу країни. Враховується також і те, що дохідність золотих депозитів є низькою у порівнянні з валютними. Таким чином, перевага віддається накопиченню зовнішніх резервів у євро, доларах США та СПЗ. На початок 2010 р. золотовалютні резерви Вірменії склали 885 млн. дол. США.

### 5. Молдова

Золотовалютні резерви Молдови складаються з централізованого запасу золота та фонду іноземної валюти, власниками якого виступають державні валютні органи: центральний банк і Міністерство фінансів. Національний банк Молдови дотримується певного режиму використання золотовалютних



резервів. Золотовалютні резерви забезпечують взаємодію двох механізмів: зовнішнього – валютного і внутрішнього – грошового обігу. За період 2001-2009 рр. золотовалютні резерви зросли з 227,3 млн. дол. США до 1,2 млрд. дол. США.

## Країни Азії

### **1. Китай**

На сьогодні Китай має найбільші в світі за обсягом золотовалютні резерви, що дозволяє захищати національну валюту (китайський юань) від зовнішніх маніпуляцій і впливів іншого характеру. При цьому обсяг резервів на 1 січня 2009 р. складав 1953000 млн. дол. США, на 01.01.2010 – 2426000 млн. дол. США, а за підсумками I кварталу 2010 р. міжнародні резерви Китаю склали майже 2,5 трлн. дол. США. Щодо структури резервів, то 65% номіновані в американських доларах, 26% – в євро, 5% – в англійських фунтах стерлінгів, 3% – у японських єнах, решта – в інших валютах. Частка золота в золотовалютних резервах Китаю складає близько 1% їх загального обсягу.

Система управління золотовалютними резервами Китаю базується на принципі їх розподілу на так звані залишкові валютні резерви. Спочатку визначається обсяг необхідних валютних резервів, необхідних для досягнення цілей грошово-кредитної політики країни. Ця частка резервів залишається в розпорядженні центрального банку.

При цьому до факторів, які визначають розмір необхідних золотовалютних резервів відносять:

- валютні витрати на оплату шестимісячного імпорту;
- обсяг короткострокового зовнішнього боргу країни;
- виплати за середньостроковим зовнішнім боргом;
- прямі іноземні інвестиції китайських підприємств;
- реальні прибутки працюючих в Китаї іноземних компаній, які можуть бути вивезені з країни.

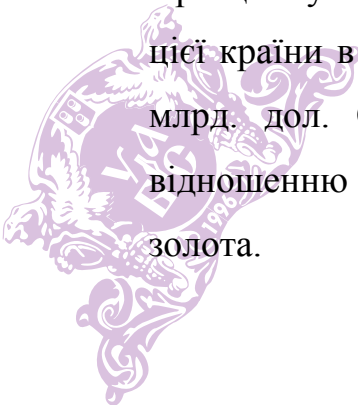
Окрім зазначених чинників враховуються також обсяг ВВП, збалансованість платіжного балансу країни та масштаби світової економіки.

Залишок резервів передається Китайській державній інвестиційній компанії China Investment Corp. (CIC) для здійснення інвестиційної діяльності з метою підвищення рівня прибутковості. Частина переданих компанії активів витрачена на придбання великого національного інвестиційного фонду Central Huijin Investment Company Limited, ще частина – для інвестування в державні інвестиційні банки та реструктуризацію спільних підприємств. Залишок коштів інвестується в різні іноземні активи.

Китай, підтримуючи загальну тенденцію центральних банків світу щодо диверсифікації вкладень і зниження ризиків, прагне розширити структуру золотовалютних резервів за рахунок включення валют країн з економікою, що розвивається. За експертними оцінками це дозволить поступово перейти до більш ризикових і більш прибуткових інвестиційних інструментів. Так, зокрема, Китай майже втричі збільшив вкладення в державні облігації Південної Кореї протягом січня-вересня 2010 р., довівши їх до 5,15 трлн. південнокорейських вон (4,6 млрд. дол. США). Крім того, з метою подальшої диверсифікації золотовалютних резервів Китай останнім часом прагне нарощувати частку золота, як певну альтернативу американському долару [72].

## 2. Японія

За світовим рейтингом щодо обсягу золотовалютних резервів Японія посідає 2 місце після Китаю – 1024 млрд. дол. США станом на 1 січня 2010 р. При цьому згідно даних Міністерства фінансів Японії золотовалютні резерви цієї країни в листопаді 2009 р. досягли свого історичного максимуму в 1073 млрд. дол. США. Це відбулося в основному через зміцнення євро по відношенню до долара США та в результаті істотного підвищення вартості золота.



Основу японських золотовалютних резервів складають цінні папери та депозити в іноземних валютах, фінансові інструменти Міжнародного валютного фонду, а також золото. На сьогодні в Банку Японії зберігається близько 766 тон золота.

### **3. Південна Корея**

За обсягом золотовалютних резервів Південна Корея знаходиться на 7 місці. Станом на 01.01.2010 р. вони склали 270000 млн. дол. США та мали стійку тенденцію до зростання. Функції з управління золотовалютним резервом, зокрема в частині інвестування певної частки валютних резервів, передані створеній у 2005 р. Центральним банком Кореї Корейській інвестиційній компанії. З цією метою центральний банк виділив транш в розмірі 30 млрд. дол. США, і вже з 2006 р. інвестиційна діяльність здійснювалась цією компанією на великій кількості сегментів світового фінансового ринку. При цьому у Центрального банку Кореї залишається право відкликати переведені кошти, якщо вони будуть необхідними для здійснення грошово-кредитної політики.

### **4. Сінгапур**

Нетрадиційну схему управління офіційними міжнародними резервами одним з перших почав використовувати Уряд Сінгапуру. У 1990 р. було створено Інвестиційну корпорацію, якій було надано право управляти коштами в розмірі до 100 млрд. доларів США окремо від валютних резервів. Ці кошти не можуть бути використані на цілі грошово-кредитної політики. На початок 2010 р. золотовалютний резерв Сінгапуру склав 187,8 млрд. доларів США.

## **Країни Африки**

### **1. Нігерія**



Згідно Закону від 1991 р. Центральний банк Нігерії наділений повноваженнями щодо збереження та управління валютним резервом країни.

За останні три десятиліття в Нігерії прийнято цілий ряд ініціатив у сфері політики щодо управління зовнішніми резервами. Так, починаючи з 1970-х років, економіка Нігерії цілком залежить від цін на нафту, як головного джерела надходжень в іноземній валюті. З 1999 р. світові ціни на нафту почали зростати, в результаті чого Нігерія збільшила резерви з 4,98 млрд. дол. США у травні 1999 р. до 46,50 млрд. дол. США станом на січень 2010 р. Отже, нігерійські зовнішні резерви отримані в основному з доходів від видобутку нафти та її продажу. Таким чином, ключовою проблемою для Нігерії за останні вісім років є управління феноменально зростаючими валютними резервами.

State Niger Federal Academy Institution  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”





## РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ УПРАВЛІННЯ ВАЛЮТНИМ РЕЗЕРВОМ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

### 3.1. Аналіз механізму управління золотовалютними резервами НБУ

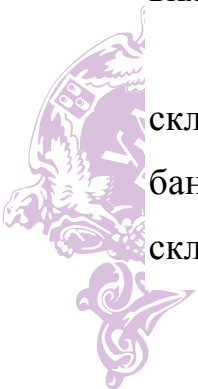
Одним із головних завдань Національного банку України в процесі реалізації валютної політики є формування та ефективне управління офіційними золотовалютними резервами країни [80].

НБУ формує, зберігає та накопичує золотовалютні резерви, переслідуючи наступні цілі:

- забезпечення стабільності національної грошової одиниці України;
- поліпшення кредитоспроможності країни;
- вплив на офіційний обмінний курс національної валюти через девізну політику;
- створення сприятливих умов для здійснення зовнішніх запозичень;
- гарантування виконання зобов'язань перед міжнародними валютно-кредитними організаціями;
- регулювання платіжного балансу України;
- вплив на динаміку обсягів грошової маси всередині країни з метою досягнення цінової стабільності як стратегічної цілі монетарної політики тощо.

Проведений аналіз управління золотовалютними резервами Національного банку України дав змогу виділити чотири історичних етапи та виявити їх особливості (табл. 3.1).

Офіційні золотовалютні резерви Національного банку України за своїм складом відповідають загальносвітовій практиці діяльності центральних банків щодо формування резервних активів. Вони містять такі основні складові:

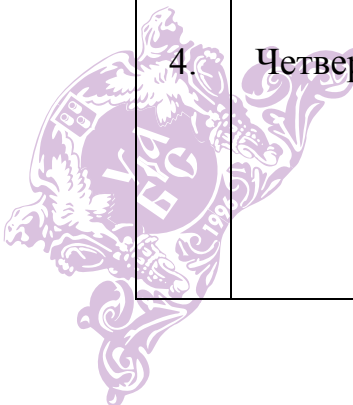


- Монетарне золото, розміщене у закордонних банках та у сховищі Державної скарбниці НБУ. Це високопробне золото у формі монет, злиwkів або брусків не нижче 995 проби.

Таблиця 3.1

## Етапи управління золотовалютними резервами НБУ [43]

| № пор. | Історичний етап | Тривалість                 | Характеристика                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------|-----------------|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1.     | Перший          | 1991-1992<br>рр.           | Охоплює період з часу створення НБУ і закінчується організацією Валютної біржі НБУ (УМВБ).<br>Головні завдання:<br>- створення інфраструктури управління золотовалютними резервами;<br>- встановлення кореспондентських відносин НБУ з іноземними банками;<br>- підготовка кваліфікованого персоналу                                                          |
| 2.     | Другий          | 1992-1995<br>рр.           | Вступ України до МВФ.<br>Особливості:<br>- активне формування нормативно-правової бази з питань валютного регулювання та валютного контролю;<br>- швидке зростання золотовалютних резервів НБУ завдяки впровадженню обов'язкового продажу частини валютних надходжень експортерів                                                                             |
| 3.     | Третій          | 1995-1998<br>рр.           | Стрімке зростання обсягів золотовалютних резервів за рахунок надходження кредитів МВФ та короткострокових портфельних іноземних інвестицій.<br>Завершення етапу – фінансова криза 1998 р.                                                                                                                                                                     |
| 4.     | Четвертий       | 1998-<br>теперішній<br>час | Виявлення недоліків існуючої системи управління золотовалютними резервами НБУ, зокрема: низька ліквідність резервів, що обумовлено використанням довгострокових фінансових інструментів; проведення операцій з офшорними банками; недостатній рівень контролю за ризиками НБУ.<br>Результат: удосконалення механізму управління золотовалютними резервами НБУ |



- Спеціальні права запозичення, що є авуарами в СПЗ на рахунку Національного банку України в Казначействі МВФ.
- коштів, еквівалентна квоті нашої країни в МВФ. Із 1993 по 1998 р. квота України в МВФ становила 997,3 млн. СПЗ, а з 1999 р. – 1372 млн. СПЗ.
- Іноземна валюта, що перебуває на балансі НБУ у вигляді банкнот та монет або кошти на рахунках за кордоном у вигляді банківських депозитів у банках-нерезидентах із високим міжнародним рейтингом.
- Цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті, а також будь-які інші визнані на міжнародному рівні резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності – передусім державні цінні папери, випущені нерезидентами, які мають високий міжнародний рейтинг [80].

Основним джерелом коштів для поповнення офіційних золотовалютних резервів НБУ до 1995 р. були надходження від обов'язкового продажу валютної виручки експортерів. Після відміни вимоги щодо обов'язкового продажу валюти безпосередньо центральному банку і встановлення зобов'язань для експортерів щодо її реалізації на внутрішньому валютному ринку джерелами поповнення офіційних валютних резервів Національного банку України є його власні операції на внутрішньому валютному ринку (валютні інтервенції), що сьогодні є основним каналом поповнення резервів.

Крім того, для забезпечення курсової стабільності національної грошової одиниці, збереження рівноваги на міжбанківському валютному ринку НБУ використовує офіційні золотовалютні резерви, здійснюючи інтервенції. Сутність цього механізму відображена на рис. 3.1.

Отже офіційні золотовалютні резерви є досить дієвим інструментом реалізації монетарної та валютної політики Національним банком України,



що дозволяє в тій чи іншій мірі впливати на обсяги грошової маси в обігу, темпи та рівень інфляції, ринкову кон'юнктуру та зростання виробництва.

Таким чином, здійснюючи інтервенції щодо придбання іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку, НБУ нарощує обсяги офіційних

Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Education  
“UKRAINIAN ACADEMY  
OF THE NATIONAL BANK



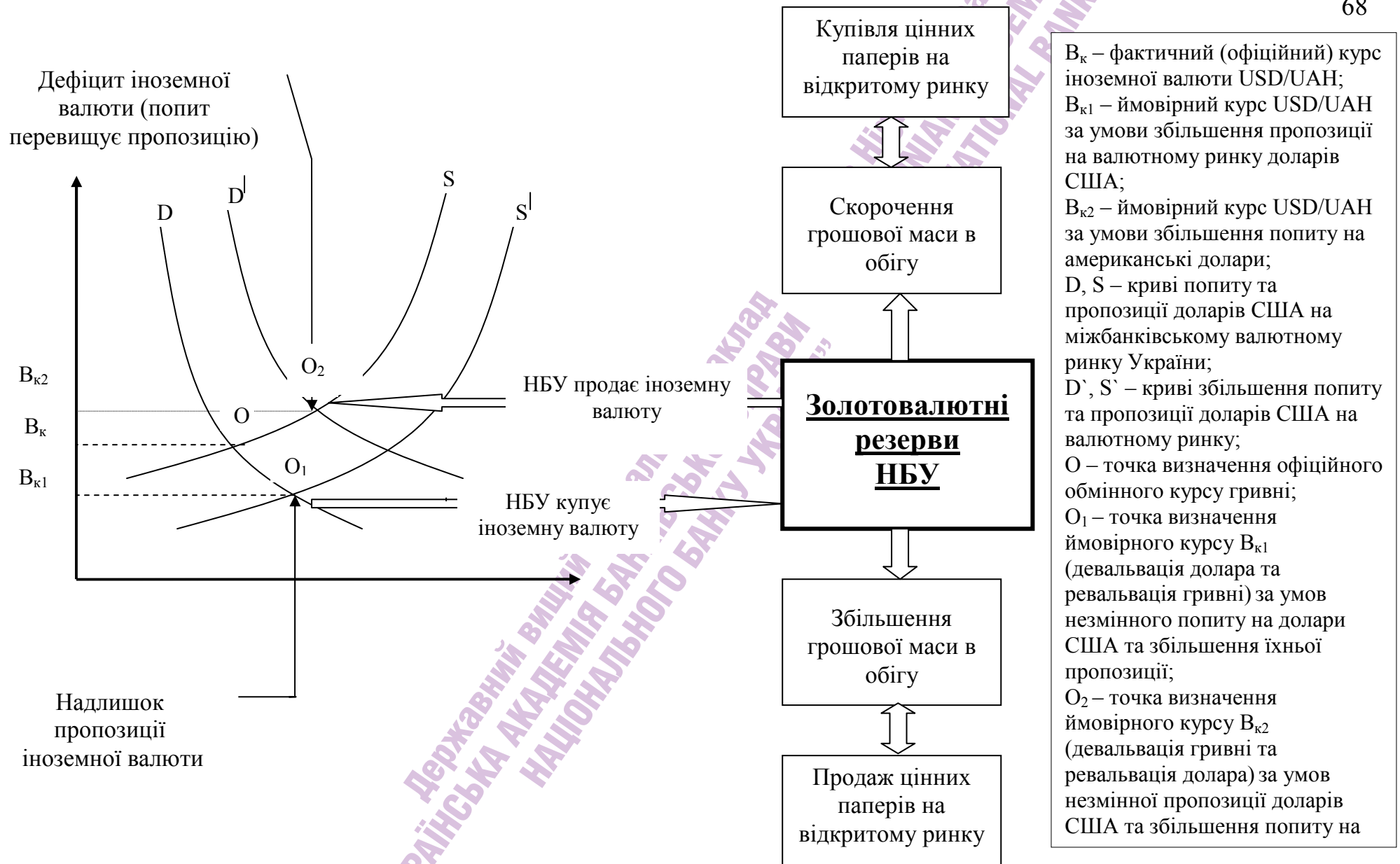


Рис. 3.1. Механізм впливу золотовалютних резервів на реалізацію девізної політики НБУ [43]

золотовалютних резервів, одночасно збільшуючи в обігу величину грошової маси у національній валюті.

Динаміку валютних інтервенцій НБУ та обмінного курсу за період 2008-серпень 2010 рр. відображено у Додатках Д і Е.

Національний банк України може поповнювати резерви за рахунок кредитних коштів, отриманих урядом України від міжнародних валютно-кредитних організацій.

Джерелом поповнення резервів можуть також бути доходи, отримані від операцій із власними валютними цінностями на зовнішніх ринках через розміщення їх у ті чи інші форми прибуткових активів.

Для зберігання державного золотого запасу, а також дорогоцінних металів, дорогоцінного каміння та інших коштовностей і проведення з ними відповідних операцій для нагромадження золотовалютних резервів у структурі центрального апарату Національного банку України діє окремий підрозділ – Державна скарбниця НБУ.

Згідно зі ст. 48 Закону України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв використовується НБУ на наступні цілі:

- продаж валюти на фінансових ринках для проведення грошово-кредитної політики, включаючи політику обмінного курсу;
- витрати за операціями з іноземною валютою, монетарними металами, а також іншими визнаними на міжнародному рівні резервними активами.

При цьому не допускається використання золотовалютного резерву для надання кредитів і гарантій та інших зобов'язань резидентам і нерезидентам України [250].

Протягом усього періоду діяльності Національного банку України спостерігалася чітка тенденція до нарощування обсягів офіційних золотовалютних резервів (за виключенням валютно-фінансових криз 1998 р. та 2008-2009 рр.), що вказує на поступове зміцнення ролі зовнішньоекономічного сектору в надходженні виручки в іноземній валюті на внутрішній валютний ринок країни (рис. 3.3).



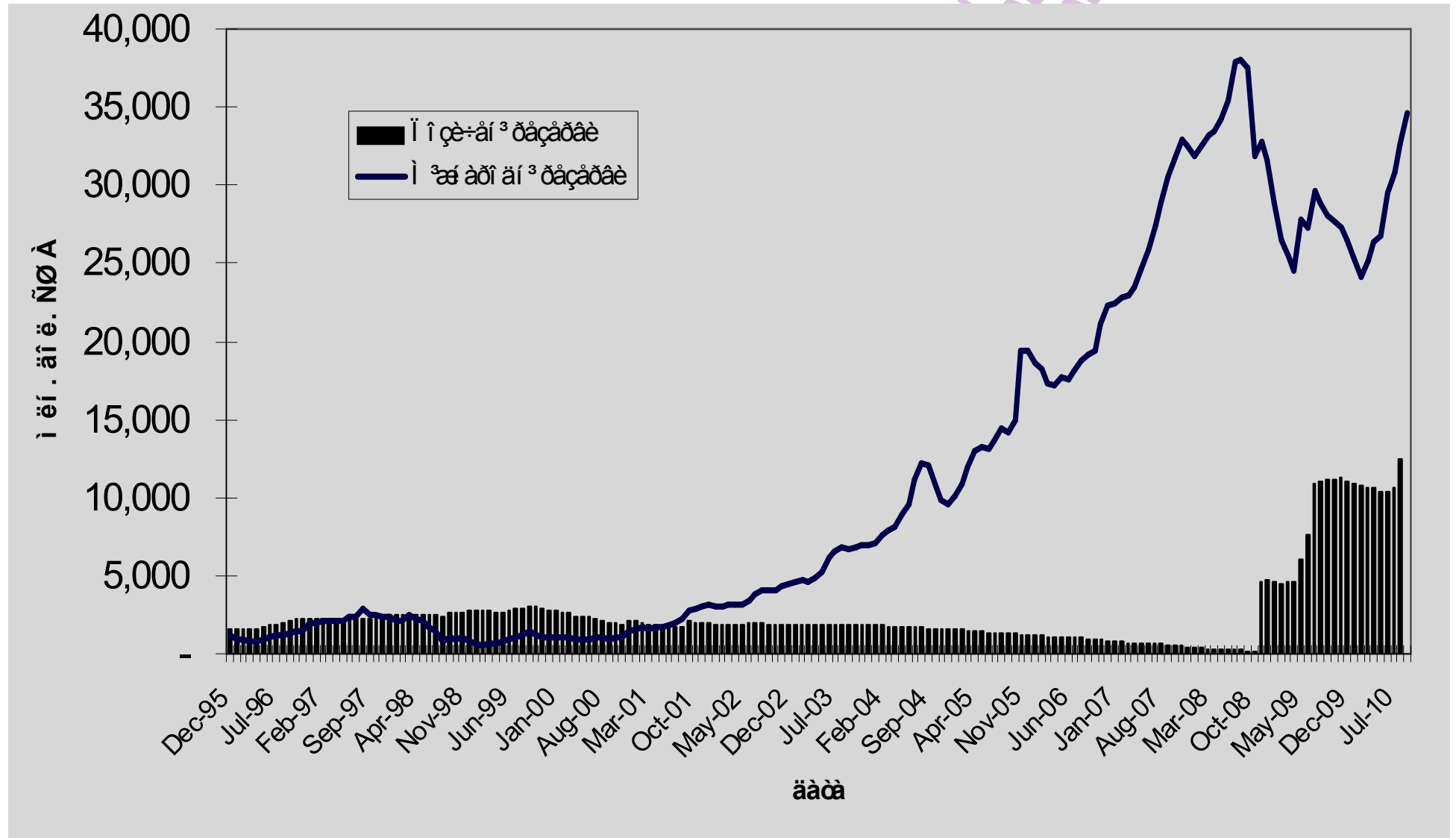


Рис. 3.2. Динаміка рівня золотовалютних резервів НБУ за період 1996-2010 рр.



Як свідчать дані табл. 3.2 за період 1994-2009 рр. загальний обсяг золотовалютних резервів України збільшився майже у 160 разів.

Таблиця 3.2

## Структура та динаміка офіційних золотовалютних резервів України

| Дата       | Усього золотовалютних резервів, млн. дол. США | Загальна сума резервів за мінусом золота, млн. дол. США | СПЗ і резервна позиція в МВФ, млн. дол. США | Іноземна валюта, млн. дол. США | Монетарне золото, млн. дол. США |
|------------|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| 01.01.1994 | 166,0                                         | 161,6                                                   | –                                           | 161,6                          | 4,4                             |
| 01.01.1995 | 664,4                                         | 650,7                                                   | 180,6                                       | 470,1                          | 13,7                            |
| 01.01.1996 | 1068,9                                        | 1050,6                                                  | 144,3                                       | 906,3                          | 18,3                            |
| 01.01.1997 | 1971,6                                        | 1960,0                                                  | 67,2                                        | 1892,3                         | 11,6                            |
| 01.01.1998 | 2358,8                                        | 2341,1                                                  | 71,1                                        | 2270,0                         | 17,7                            |
| 01.01.1999 | 792,9                                         | 761,3                                                   | 182,4                                       | 578,9                          | 31,6                            |
| 01.01.2000 | 1093,6                                        | 1046,4                                                  | 65,7                                        | 980,7                          | 47,2                            |
| 01.01.2001 | 1475,4                                        | 1351,7                                                  | 248,1                                       | 1103,6                         | 123,7                           |
| 01.01.2002 | 3089,5                                        | 2955,4                                                  | 251,1                                       | 2704,3                         | 134,1                           |
| 01.01.2003 | 4416,8                                        | 4241,4                                                  | 28,3                                        | 4213,1                         | 175,4                           |
| 01.01.2004 | 6937,2                                        | 6730,7                                                  | 21,2                                        | 6709,5                         | 206,5                           |
| 01.01.2005 | 9524,7                                        | 9302,4                                                  | 1,2                                         | 9301,2                         | 222,3                           |
| 01.01.2006 | 19390,4                                       | 19114,5                                                 | 1,0                                         | 19113,5                        | 403,0                           |
| 01.01.2007 | 22358,2                                       | 21845,1                                                 | 1,0                                         | 21844,1                        | 513,1                           |
| 01.01.2008 | 32462,1                                       | 31972,0                                                 | 2,8                                         | 31969,2                        | 490,1                           |
| 01.01.2009 | 31543,0                                       | 30800,0                                                 | 9,0                                         | 30791,0                        | 743,0                           |
| 01.01.2010 | 26505,0                                       | 25557,0                                                 | 64,0                                        | 25493,0                        | 948,0                           |

При цьому збільшення відбулося за всіма позиціями, окрім показника «СПЗ і резервна позиція в МВФ». Найбільшу питому вагу (понад 95%) посідає стаття «Іноземна валюта», що включає до свого складу такі показники: готівкові





кошти у вільноконвертованих валютах, кошти на рахунках за кордоном у вигляді банківських депозитів, цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті.

Нами з'ясовано, що зміна обсягу офіційних золотовалютних резервів безпосередньо відображається на внутрішньому грошовому обігу, оскільки за нинішніх умов саме золотовалютні резерви є основним видом активів Національного банку, а відтак забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби здійснюваної емісії національної валюти. При цьому основна частка у структурі активів Національного банку України належить саме золотовалютним резервам.

Фактично за таких обставин можна говорити про функціонування в Україні варіанта формування резервів і емісії грошей, наближеного до валютного бюро (валютної ради), коли практично вся грошова база в країні покривається офіційними золотовалютними резервами центрального банку.

Щодо валютної побудови, то нині основна частка в структурі офіційних золотовалютних резервів НБУ належить активам у американських доларах. Однак зрозуміло, що після запровадження у 1999 р. євро значна кількість контрактів із партнерами з країн – учасниць Європейського економічного і валютного союзу стала укладатися саме у цій валюті. Це, а також нестабільність курсу долара США на світових фінансових ринках змушує Національний банк України диверсифікувати золотовалютні резерви, збільшуючи частку євро, англійського фунта стерлінгів, швейцарського франка тощо (рис. 3.3).

У разі позитивних тенденцій розвитку зовнішньоекономічного сектору і кон'юнктури світових ринків товарів, послуг і капіталів можна вважати, що така ситуація спостерігатиметься й у подальшому.

Підтримання обраної валютної структури офіційних золотовалютних резервів НБУ здійснює шляхом проведення інтервенцій на міжбанківському валютному ринку України. У зв'язку з цим в окремі періоди часу виникає



ситуація, коли Національний банк України продає долари США і купує замість них інші валюти – євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки та інші іноземні валюти.

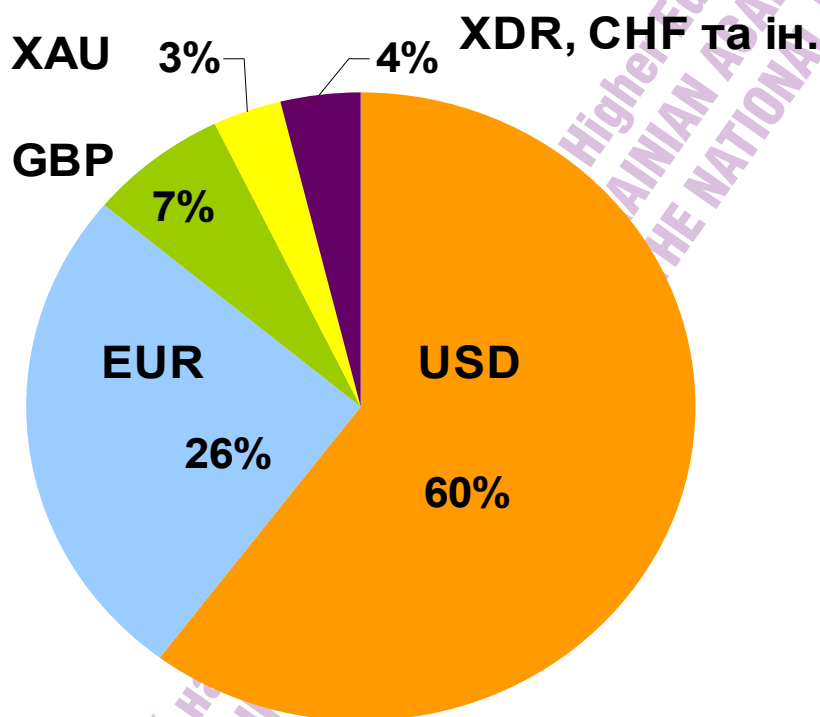


Рис. 3.3. Валютна структура золотовалютних резервів НБУ

Проведений порівняльний аналіз структури золотовалютних резервів НБУ та країн-членів Міжнародного валютного фонду дав змогу дійти наступних висновків:

- валютна структура золотовалютних резервів НБУ в цілому є незбалансованою, що обумовлює існування цілого ряду довгих та коротких відкритих валютних позицій та підвищує рівень валютного ризику;
- як основний фінансовий інструмент для інвестицій використовуються строкові депозити в іноземних банках, що знижує рівень ліквідності



золотовалютних резервів та підвищує кредитний та операційний ризики Національного банку України;

- загальноприйняті в іноземних центральних банках операції з цінними паперами, а також операції «репо» та «своп» НБУ практично не здійснюються, що дещо знижує ефективність управління його ліквідністю та кредитним ризиком;
- інвестиційні еталони для управління структурою золотовалютних резервів не використовуються, що ускладнює ризик-менеджмент та оцінку ефективності управління золотовалютними резервами Національного банку України.

Результати діагностики організаційної підтримки управління золотовалютними резервами НБУ виявили певні недоліки:

- відсутність колегіального органу управління золотовалютними резервами (Комітету з управління активами та пасивами НБУ), який би координував роботу різних підрозділів НБУ;
- нечітке розмежування функцій підрозділів Національного банку України, що значно підвищує операційний ризик;
- невиділення функції ризик-менеджменту в організаційній структурі НБУ.

Результати аналізу інформаційно-аналітичного забезпечення управління золотовалютними резервами свідчать, що відповідне єдине інформаційно-аналітичне поле Національного банку України остаточно не сформоване. Основною причиною цього є наявність численних локальних інформаційних систем, що пов'язані з управлінням золотовалютними резервами. Доречно зауважити, що зв'язок між останніми здійснюється за допомогою паперових носіїв. Неоперативність та неузгодженість інформації в рамках існуючої системи обмежують можливість прийняття ефективних управлінських рішень та погіршують прозорість механізму управління золотовалютними резервами. Отже, удосконалення системи управлінської звітності має бути здійснене шляхом запровадження нових міжнародних стандартів звітності, розроблених



Міжнародним валютним фондом, та нових форм управлінської звітності з урахуванням інвестиційних еталонів.

Підтримання оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів країни вимагає від центрального банку встановлення правильного співвідношення не лише за окремими видами валют, а й визначення частки монетарного золота, яке належить до резервів. З огляду на те, що цей вид активів є достатньо ліквідним і його без перешкод можна реалізувати на ринку в обмін на вільно конвертовану валюту, центральні банки більшості країн продовжують зберігати золото у своїх резервах. Проте нестабільність кон'юнктури на ринках золота визначає підвищений ризик його зберігання, а відтак існує тенденція щодо зниження ролі золотих запасів у складі резервів.

У Національного банку України запаси монетарного золота на 1 січня 2010 р. у вартісному виразі склали 948,0 млн. дол. США, тоді як на 1 січня 1994 р. лише 4,4 млн. дол. США, тобто спостерігається тенденція до поступового збільшення частки монетарного золота у складі резервів НБУ, що відображає збільшення загального обсягу цих резервів.

Враховуючи той факт, що золотовалютні резерви країни безпосередньо впливають на процес формування грошової бази, яка, у свою чергу, визначає величину грошової маси, необхідним елементом ефективного управління резервами є уникнення центральним банком дестабілізуючого впливу процесу формування резервів на стан грошового обігу.

Так, за наявності активного сальдо платіжного балансу, що визначає надходження значних обсягів валюти на внутрішній ринок завжди є небезпека імпортування інфляції, оскільки збільшення валютних резервів центральним банком здійснюється за рахунок додаткової емісії національної валюти, в обмін на яку купується валюта іноземна при проведенні відповідних інтервенцій. Нівелювання негативного впливу зростання грошової маси центральним банком може відбуватися шляхом проведення відповідних стерилізаційних операцій,



тобто через операції на відкритому ринку шляхом продажу відповідної кількості державних цінних паперів, а також обмежувальних заходів дисконтної політики і підвищення норм обов'язкового резервування для комерційних банків [30, 43].

Таким чином, оптимальна структура золотовалютних резервів, правильне управління ними визначає можливості центрального банку ефективно проводити не лише валютну, але й грошово-кредитну політику, забезпечуючи досягнення відповідних стратегічних цілей монетарного регулюванням.

### **3.2. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при управлінні золотовалютними резервами НБУ**

Результати проведеного дослідження свідчать, що у структурі золотовалютних резервів більшості країн домінують резерви в іноземних валютах, що відображає дотримання принципу ліквідності у формуванні резервів відповідно до їх цільового призначення. За таких оптимальних умов вибір конкретної валюти або групи валют для формування офіційних резервів є одним із головних завдань валютної політики будь-якого центрального банку.

Резервна валюта (reserve currency) – це валюта країни, в якій центральні банки країн формують і зберігають свої офіційні золотовалютні резерви. Це вузьке трактування суті резервної валюти, яке означає, що теоретично будь-яка національна валюта може стати резервною, якщо у ній формують свої резерви зарубіжні центральні банки. В дійсності це далеко не так, оскільки для визнання певної національної валюти резервною потрібен ще комплекс відповідних економічних передумов, які визначають максимальну обмеженість кола резервних валют.

На сьогодні загально визнаними світовими валютами, що виконують роль резервних, виступають:

- долар США (USD);



- євро (EUR);
- японська єна (JPY);
- англійський фунт стерлінгів (GBP);
- швейцарський франк (CHF).

Таким чином, уточнюючим, більш вузьким терміном, що визначає резервну валюту, є поняття ключової валюти.

Ключові валюти (vehicle currencies) – це національні кредитні гроші провідних розвинутих країн світу, що використовуються у міжнародному обороті.

Подібне використання валюти, перш за все, передбачає:

- обслуговування зовнішньоторговельних операцій;
- забезпечення міжнародного руху капіталу;
- вираження цін у зовнішньоторгових угодах;
- використання у якості бази для вираження обмінних курсів більшості валют інших країн;
- забезпечення функціонування механізму валютних інтервенцій.

Зазначені умови не завжди діють у комплексі для вищеназваних резервних валют. Наприклад, швейцарський франк не є валютою зовнішньоторговельних операцій, однак використовується як резервна валюта, оскільки швейцарські банки мобілізують значні грошові кошти і забезпечують надійне розміщення капіталу. Англійський фунт стерлінгів, незважаючи на зменшення ролі Великої Британії на світових ринках, зберігає за собою роль резервної валюти з огляду на розвинуту в усьому світі банківську мережу цієї країни. Використання японської єни, як резервної валюти, носить яскраво виражений регіональний характер (в основному в країнах Азії).

Крім указаних вище умов віднесення тієї чи іншої валюти до складу резервних, слід зазначити, що певні умови існують і для країни – емітента резервної валюти. Зокрема, до них належать такі основні умови:



- режим вільної конвертованості валюти (за поточними і капітальними операціями);
- відносна стабільність обмінного курсу;
- сприятливий правовий режим використання валюти для нерезидентів як усередині країни, так і на міжнародних валютних ринках;
- високий рівень розвитку банківської і страхової системи, інфраструктури фінансового ринку;
- провідні позиції країни у міжнародній економіці і світовій торгівлі.

Для міжнародної валютної системи й економіки країни, валюта якої є резервною, зміна величини власних офіційних золотовалютних резервів цієї країни не має суттєвого значення. Йдеться передусім про економіку США, валюта яких є ключовою резервною валютою світу. Орієнтація більшості країн на американський долар дає змогу США без будь-яких обмежень здійснювати міжнародні розрахунки власною національною валютою при постійному і навіть підвищеному в останній період із боку суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності попиті на долари як найбільш поширений світовий засіб платежу і нагромадження. Водночас переваги країни, валюта якої є резервною, полягають у можливості отримувати дешеве і по суті безстрокове кредитування національної економіки завдяки нагромадженню іншими країнами резервів у цій валюті, купувати на зовнішніх ринках більшу кількість товарів і послуг, ніж продавати, тобто мати хронічний дефіцит платіжного балансу [30, с. 343-345].

Долар США є ключовою резервною валютою впродовж усього післявоєнного періоду (протягом 1945-1980-х рр.). Лише після створення у 1979 р. країнами ЄЕС Європейської валютної системи з механізмом спільного плавання європейських валют на міжнародному валютному ринку з'явилася друга ключова валюта – німецька марка. Однак її частка у міжнародних операціях не перевищувала 30%. Запровадження євро суттєво не змінило розподіл сил між ключовими валютами. Згідно з дослідженнями Банку

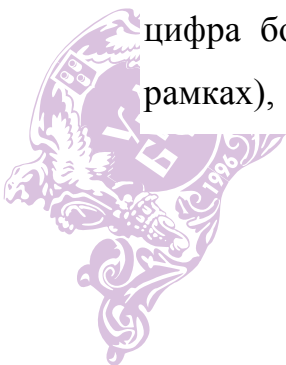


міжнародних розрахунків, що проводяться раз на три роки і присвячені використанню валют в операціях на світових валютних ринках, частка долара США у валютнообмінних операціях за останні десятиліття практично не змінилась і становила близько 85-90 %.

Важливим фактором, що визначає роль долара США як провідної резервної валюти, є й те, що саме у американських доларах визначаються ціни і здійснюються майже всі міжнародні розрахунки за енергоносії, передусім, за нафту та природний газ. Динамічно зростаючий попит на енергоносії, що зумовлюється тенденціями зростання світової економіки, автоматично означає збільшення попиту на долари США, а відтак і зміцнення курсу цієї валюти. Крім того, долар США обслуговує не лише ринок нафти та газу, а й біля двох третин світового ринку високих технологій, що власне і є основою економічного розвитку. Сполучені Штати, залучаючи капітали з усього світу (в тому числі інтелектуальні) та інвестуючи їх у створення нових технологій та розробку інновацій, забезпечили собі по суті недосяжне лідерство у цій галузі.

Незважаючи на поступове зниження за останні десятиліття позицій долара США, він усе ще залишається основною резервною валютою світу. Саме у доларах утримують свої резерви центральні банки більшості країн світу, станом на початок другого півріччя 2010 р. за експертними оцінками частка долара США у структурі світових золотовалютних резервів складала близько 60%.

Однак тенденції розвитку світового валютного ринку за останні роки свідчать про крайню нестабільність американського долара. Цьому сприяє ціла низка різних факторів, в першу чергу, економічних. Зокрема, на початку 2008 р. зовнішній борг Сполучених Штатів сягав 9 трлн. доларів (Конгрес у черговий раз був змушений підвищувати його верхню межу). Вражає навіть не сама цифра боргу (стосовно ВВП вона хоч і висока, але все-таки в прийнятних рамках), а скоріше, перманентна динаміка його зростання – на 60 % протягом





останніх 7 років. Крім того, вражає сума внутрішнього боргу – 38 трлн. дол. США, що втричі перевищує величину ВВП.

Ще один тривожний момент – постійне збільшення дефіциту платіжного балансу. Це свідчить про те, що Сполучені Штати щорічно протягом останніх років споживають на 6-6,5% більше, ніж виробляють, що в абсолютних цифрах становить майже 800 млрд. американських доларів. Якщо проаналізувати поточний платіжний баланс США, то єдиним «сильним» експортним рядком у ньому є літакобудування. ВВП країни зростає винятково за рахунок досить волатильних і нестабільних доходів фінансового сектора економіки.

У сформованій ситуації головним експортним товаром Сполучених Штатів Америки є долар. Постійний експорт доларів змусив США вдатися до їх прискореної емісії. Причому якщо зростання звичайної грошової емісії (що виражається агрегатом M1) ще перебуває в допустимих межах, то вибухове збільшення кредитної емісії (що виражається агрегатом M3) викликає серйозні занепокоєння фахівців. Як результат – зростання інфляції не лише у США, але й у всій світовій фінансовій системі, що абсорбує долари.

Щодо структури резервів, то відомо, що світова структура національних золотовалютних резервів змінюється на користь конкурентів долара, передусім євро. Якщо в 1999 р. на доларові активи доводився 71% всіх золотовалютних резервів світу, то на сьогодні – близько 60%. Ще кілька років тому резерви країн, які не ділилися інформаційними даними з міжнародними організаціями, були занадто малі, щоб впливати на загальну картину. При цьому зараз офіційні резерви в чималому ступені пішли «в тінь»: майже 36% всіх світових золотовалютних резервів знаходяться поза полем зору МВФ. Дві третини з них припадають на Китай, чії резерви за останні 8 років вирости всемеро. За експертними даними частка долара США в китайських резервах складає приблизно 63%. При цьому в інших держав, котрі перебувають «у тіні», ця частка, скоріше за все, нижче, адже багато хто з них (Венесуела, Іран тощо)

офіційно визнають своє небажання кредитувати США, зберігаючи свої резерви в доларових активах.

До речі, сьогодні, коли процес позбавлення від американських доларів у структурі золотовалютних резервів багатьох країн має місце, світ активно позбавляється не лише від американської валюти, а й від цінних паперів. Японія, Китай і Тайвань розпродують державні казначейські облигації США. Згідно з оприлюдненими даними Міністерства фінансів Сполучених Штатів у серпні-вересні 2010 р. обсяг вкладень цих трьох країн в держоблігації США знизився до рекордного за останні п'ять років рівня. На тлі фінансової кризи азіатські економіки починають вкладати кошти у високоприбуткові активи і не поспішають, як раніше, кредитувати дефіцит американського держбюджету.

Непохитну колись віру в долар почали втрачати не тільки центральні банки, але і приватні власники американської валюти. Якщо загальний обсяг американських доларів у центральних банків дорівнює приблизно 4-4,5 трлн., то у приватних власників в усьому світі є значно більша сума – 10-11 трлн. «Розпорошеність» цієї суми між дрібними власниками призводить до повільного та поступового позбавлення від американської валюти. Але якщо цей процес набере потужності, долар одержить удар не менш серйозний, ніж дії найбільших центробанків. Адже на відміну від них, приватні власники не обмежені у своїх діях політичними міркуваннями і вільні переходити з одного виду активів в інші.

Отже, центральні банки заявили про початок диверсифікації своїх золотовалютних резервів, зменшуючи в них частку американської валюти на користь, в першу чергу, євро і англійського фунта стерлінгів. Сумніви у фінансовій стабільності американської економіки змусили низку країн, що володіють значними золотовалютними резервами, розпочати їхню поступову диверсифікацію. Так, третя країна у світі за обсягом золотовалютних резервів – Росія – станом на початок 2010 р. тримала лише 45% своїх активів в



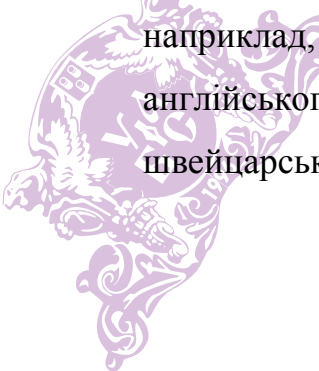
американських доларах, решту – переважно в євро, незначну частину – в фунтах стерлінгів і японських єнах. Подібний перегляд валютної структури своїх міжнародних активів зробила й Індія (6-е місце).

Нещодавно три нафтовидобувні країни Аравійського півострова заявили про намір відмовитися від домінування у своїх золотовалютних резервах американського долара. Зокрема, Центральний банк Об'єднаних Арабських Еміратів серйозно вивчає це питання, внаслідок чого може відбутися відмова від «прив'язки» національної валюти – дирхама – до долара США і суттєва девальвація останнього. Причому, навіть якщо Рада співробітництва арабських держав Перської затоки, у яку поряд з ОАЕ входять Саудівська Аравія, Бахрейн, Кувейт, Катар і Оман, не прийме колективного рішення щодо цього питання, то справа закінчиться тим, що три арабські країни Перської затоки приймуть самостійні рішення. Арабські засоби масової інформації вже оголосили про приєднання до ОАЕ Кувейту та Катару.

Країни-лідери за обсягом золотовалютних резервів – Китай і Японія – також усе наполегливіше заявляють про наміри скоротити частку долара США у своїх міжнародних резервах.

Таким чином, неясні довгострокові перспективи американської валюти змушують центральні банки країн світу вдаватися до поступової та обережної диверсифікації своїх резервів. За даними Міжнародного валютного фонду та Європейського центрального банку за період 2000-2006 рр. частка євро у світових резервах зросла з 18,0 до 25,8 %, при цьому частка долара скоротилася з 71,0 до 64,7 %.

Процес позбування від доларових активів супроводжується падінням вартості американського долара відносно основних світових валют. Так, наприклад, індекс вартості долара щодо кошика валют з євро, японської єни, англійського фунта стерлінгів, канадського долара, шведської крони і швейцарського франка – US Dollar Index – упав з максимуму в 120 пунктів у



2002 р. до 81 пункту у 2007 р. Якщо ж виключити з індексу штучно занижені і низькодохідні валюти, – японську єну і швейцарський франк, – зниження курсової вартості долара буде ще більш вражаючим. І якщо раніше знецінення американської валюти було плавним і керованим, зараз уже ніхто не може виключити і варіант неконтрольованого обвалу. Такий малоймовірний варіант є можливим при масштабному одноразовому продажі доларів США одним з великих валютних гравців – тим чи іншим центральним банком. І хоча власникам доларів його знецінення не вигідно, цей крок теоретично може бути зроблений виходячи з політичних міркувань. Незважаючи на всі вищезазвані проблеми американської валюти, є фактори і на користь долара. Так, крім політичної та економічної обмеженості для маневру центробанків, процес позбування від долара додатково ускладнюється також відсутністю гідної альтернативи.

На сьогодні головною серйозною альтернативою долара США, як резервної валюти, може бути лише євро. Це, зокрема, пов'язано і з тим, що частка японської єни у міжнародній торгівлі не перевищує кількох процентів, а частка інших резервних валют (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк) є ще меншою. В останні роки немає ніяких передумов для розширення використання єни як засобу платежу в міжнародній торгівлі, а відтак і як засобу формування міжнародних резервів. Навіть самі японські компанії в експортно-імпортних операціях використовують в основному долар США. При цьому частка експорту, номінованого в доларах США, у загальному обсязі експорту Японії є значно вищою, ніж у експорті інших розвинутих країн. Труднощі японської економіки кінця 1990-х – початку 2000-х рр. зумовили відносно незначну частку єни у структурі офіційних валютних резервів інших країн. Частка англійського фунта стерлінгів у міжнародних розрахунках, навіть попри незначну тенденцію до зростання протягом останніх років, що визначається зміцненням міжнародних позицій британської економіки, все одно залишається



незначною і навіть меншою за частку японської єни. Таким чином, з долларом США нині конкурує, головним чином, не єна або фунт стерлінгів, а саме євро [132, 133].

Аналізуючи валютну структуру міжнародних резервів НБУ, ми дійшли висновку, що зважаючи на постійну волатильність світових фінансових ринків та нестабільність обмінних курсів, Національний банк України з метою ефективного управління валютними ризиками повинен постійно здійснювати диверсифікацію золотовалютних резервів.

При цьому виявлено, що в процесі оптимізації структури золотовалютних резервів НБУ необхідно враховувати наступні релевантні фактори:

- питому вагу іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни (майже 60 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США);
- середньострокові прогнози зростання ВВП в Україні, США та країнах єврозони;
- сальдо поточного рахунку платіжного балансу (– 1732 млн. дол. США за підсумками 2009 р.);
- частку країни-партнера у загальному обсязі зовнішньоторговельної діяльності України (з 25 країн – основних торговельних партнерів України 8 є країнами єврозони, а їхня питома вага у зовнішньоторговельному обороті України складає майже 40 % і має постійну динаміку до збільшення);
- іноземну валюту для проведення валютних інтервенцій на внутрішньому валютному ринку (в Україні інтервенційною валютою з питоמוю вагою майже у 100 % є долар США).

Крім того, визначено, що перспективними іноземними валютами при диверсифікації золотовалютних резервів Національного банку України є: китайський юань, індійська рупія, корейський вон, російський рубль, а також австралійський та канадський долари.



І нарешті, зважаючи на тенденції зростання цін на золото та прогнози експертів, доцільним вбачається збільшення частки монетарного золота у структурі золотовалютних резервів НБУ.



Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

State Higher Education  
“UKRAINIAN ACADEMY  
OF THE NATIONAL BANK

Institution  
“KING  
“LINE”

## ВИСНОВКИ

1. Обґрунтовано, що виконання основної функції Національного банку України – забезпечення стабільності гривні – зумовлює об'єктивну потребу в формуванні золотовалютних резервів та управління ними. Згідно з Законом України «Про Національний банк України» золотовалютний резерв – резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, визнані світовим співтовариством як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків.

2. Сучасні валютно-фінансові кризи показали, наскільки сильним може бути вплив валютно-фінансового чинника на економіку країни, а також продемонстрували актуальність проблеми управління золотовалютними резервами центральними банками світу. Крім того, визначено, що в умовах кризи ліквідності роль золота, як фінансового резерву і активу, у світовій фінансовій системі зберігається на відміну від будь-якої національної валюти..

3. Встановлено, що структура золотовалютних резервів Національного банку України відповідає загальносвітовій практиці діяльності центральних банків щодо формування резервних активів, а формування валютного компоненту відбувається під впливом еволюційного розвитку світової валютної системи. Визначено, що основним джерелом формування золотовалютних резервів НБУ до 1995 р. були надходження від обов'язкового продажу валютної виручки експортерів, на сьогодні головним каналом їх поповнення виступають валютні інтервенції.

4. Визначено, що за період 1994-2009 рр. загальний обсяг золотовалютних резервів України збільшився майже у 160 разів. Найбільшу питому вагу (понад 95%) посідає стаття «Іноземна валюта», що включає до свого складу такі показники: готівкові кошти у вільноконвертованих валютах, кошти на рахунках



за кордоном у вигляді банківських депозитів, цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті.

5. Доведено, що золотовалютні резерви є дієвим інструментом реалізації монетарної та валютної політики Національного банку України, що дозволяє впливати на обсяги грошової маси в обігу, рівень інфляції, ринкову кон'юнктуру та зростання темпів виробництва. Аргументовано, що зміна обсягу офіційних резервів безпосередньо відображається на внутрішньому грошовому обігу, оскільки за нинішніх умов саме золотовалютні резерви є основним видом активів НБУ, а відтак забезпеченням його зобов'язань, що визначають масштаби емісії національної валюти.

6. Проведений аналіз валютної структури офіційних резервів НБУ (долар США – 60%, євро – 26%, англійський фунт стерлінгів – 7%, золото – 3 %, швейцарський франк, СПЗ та інші валюти – 4%) свідчить, що зважаючи на постійну волатильність світових фінансових ринків та нестабільність обмінних курсів, Національний банк України з метою ефективного управління валютними ризиками повинен і в подальшому здійснювати диверсифікацію золотовалютних резервів.

7. Встановлено, що в процесі оптимізації структури золотовалютних резервів НБУ необхідно враховувати наступні релевантні фактори:

- питому вагу іноземної валюти у системі міжнародних розрахунків країни (майже 60 % міжнародних розрахунків України здійснюються у доларах США);
- середньострокові прогнози зростання ВВП в Україні, США та країнах єврозони;
- сальдо поточного рахунку платіжного балансу (– 1732 млн. дол. США за підсумками 2009 р.);
- частку країни-партнера у загальному обсязі зовнішньоторговельної діяльності України (з 25 країн – основних торговельних партнерів України 8





є країнами єврозони, а їхня питома вага у зовнішньоторговельному обороті України складає майже 40 % і має постійну динаміку до збільшення);

- іноземну валюту для проведення валютних інтервенцій на внутрішньому валютному ринку (в Україні інтервенційною валютою з питоною вагою майже у 100 % є долар США).

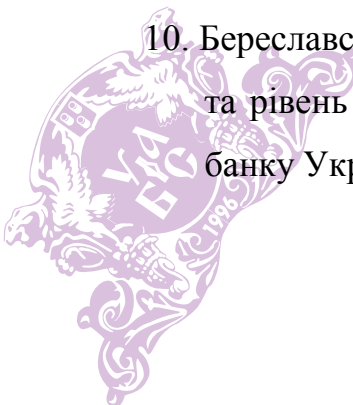
8. Визначено, що найбільш перспективними іноземними валютами при здійсненні подальшої диверсифікації золотовалютних резервів Національного банку України є: китайський юань, індійська рупія, корейський вон, російський рубль, а також австралійський та канадський долари. Крім того, зважаючи на тенденції зростання цін на золото та прогнози експертів, доцільним вбачається збільшення частки монетарного золота у структурі золотовалютних резервів НБУ.

Державний вищий навчальний  
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СЛУЖБИ”  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

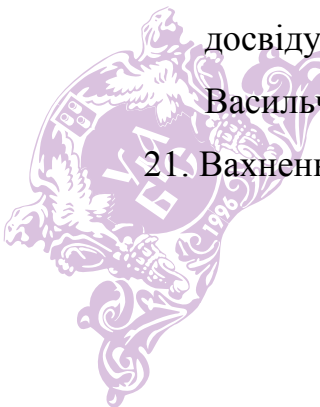


## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Аксьонов Д. Управління золотовалютними резервами в зарубіжних країнах / Д.Аксьонов. – Режим доступу : <http://www.rsb.ru>.
2. Алисов Е. Правовое регулирование валютных отношений в Украине / Алисов Е. – Х. : Консул, 1998. – 142 с.
3. Артемов Н. Валютный контроль / Артемов Н. – М. : Профобразование, 2001. – 126 с.
4. Банківські операції : підручник / за ред. В. І. Міщенко, Н. Г. Слав`янської. – К. : Знання, 2006. – 727 с.
5. Барамія В. Н. Валютно-курсова політика країн з перехідною економікою (приклад України) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 / В. Н. Барамія ; Київ. Нац. ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 2002. – 20 с.
6. Барановський О. Валютна безпека / Барановський О. // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 8. – С. 18-21.
7. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні / Белінська Я. // Вісник Національного банку України. – 2006. – №1. – С. 28-34.
8. Белінська Я. Валютний механізм і принципи його структурування / Белінська Я. // Економіка України. – 2006. – № 5. – С. 19-27.
9. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політики / Береславська О. // Вісник Національного банку України – 2005. – № 10. – С. 36-44.
10. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки / Береславська О. // Вісник Національного банку України. – 2006. – №2. – С.20-23.



11. Боринець С. Я. Міжнародні фінанси : підручник / Боринець С. Я. – К. : Знання, 2006. – 494 с.
12. Бутук О. І. Валютно-фінансові відносини : навч. посіб. / Бутук О. І. – К. : Знання, 2006. – 349 с.
13. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2007. – №8 (173). – 187 с.
14. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2008. – №1 (178). – 167 с.
15. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання / Національний банк України. – 2008. – №2 (179). – 165 с.
16. Валютне регулювання: зарубіжний досвід та пропозиції щодо України. – К. : Українсько-європейський консультативний центр, 2002. – 34 с.
17. Валютный рынок и валютные операции коммерческих банков : учеб. пособ. – Севастополь : СевНТУ, 2005. – 278 с.
18. Васильченко З. М. Банківська діяльність в умовах глобалізації економіки / Васильченко З. М. // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 124-131.
19. Васильченко З. М. Лібералізація фінансового ринку України в контексті впливу на банківський сектор / Васильченко З. М. // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. Серія: Економіка. – 2005. – Вип. 80. – С. 17-21.
20. Васильченко З. М. Компаративний аналіз закордонного та вітчизняного досвіду капіталізації банківських систем в умовах глобалізації / Васильченко З. М., Криклій А. С. // Економіка і держава. – 2008. – № 2. –
21. Вахненко Т. Визначальні фактори формування обмінних курсів / Вахненко



- Т. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 31-36.
22. Володин Ф. Г. Валютная политика ЦБ: структурный анализ и новации / Володин Ф. Г. // Банковские услуги. – 2004. – № 5. – С. 2-8.
23. Волоцька І. С. Аналіз чинного валютного законодавства України / Волоцька І. С. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – № 2. – С. 48-53.
24. Гальчинський А. С. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / Гальчинський А. С. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 7-8.
25. Гроші та кредит : підручник / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2001. – 599 с.
26. Гриценко А. А. Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основи засади формування в Україні / Гриценко А. А., Кричевська Т. А.; Ін-т економіки та прогнозування. – К., 2006. – 144 с.
27. Дайнел Д. Дедалі міцніший союз. Курс Європейської інтеграції : пер з англ. / Дайнел Д. – К. : К.І.С., 2006. – 696 с.
28. Державний комітет статистики України [Електронний ресурс] : офіційний веб-сайт. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
29. Джанбаев Д. Валютная политика США как фактор дестабилизации мировой финансовой системы / Д. Джанбаев // Культура народов Причерноморья. – 2005. – № 59. – С. 102-103.
30. Дзюблюк О. В. Валютна політика : підручник / Дзюблюк О. В. – К. : Знання, 2007. – 422 с.
31. Дзюблюк О. Проблеми реалізації валютної політики в умовах трансформаційних змін економіки України / Дзюблюк О. В. // Журнал європейської економіки. – 2006. – № 3. – С. 317-327.
32. Домрачев В. Стосовно оптимізації короткострокової валютної політики в Україні на базі портфельної теорії / Домрачев В., Жабський Д. //

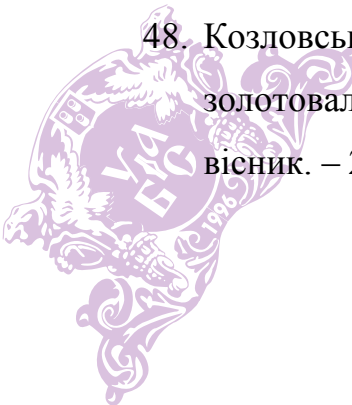


Финансовые риски. – 2006. – № 3. – С. 73-78.

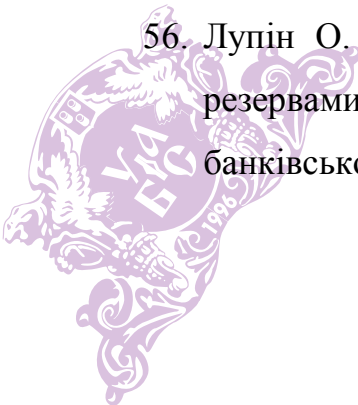
33. Дорофеев Б. Ю. Валютное право России / Дорофеев Б. Ю., Земцов Н. Н., Пушин В. А. – М. : НОРМА, 2001. – 360 с.
34. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика НБУ як фактор цінового впливу на конкурентоспроможність українських підприємств / Ф. О. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Т. 18. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 73-81.
35. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні / Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1(22). – С. 14-18.
36. Журавка Ф. О. Ключові аспекти впровадження механізму переходу до більшої гнучкості обмінного курсу в Україні / Ф. О. Журавка // Экономические проблемы и перспективы стабилизации экономики Украины. Актуальные проблемы реформирования экономики в регионе : сборник научных трудов. / НАН Украины, Институт экономики промышленности; Краматорский экономико-гуманитарный институт. – Донецк, 2007. – С. 239-249.
37. Журавка Ф. А. Валютные интервенции НБУ как метод регулирования обменного курса гривны / Ф. А. Журавка // БизнесИнформ. – 2007. – № 12(2). – С. 162-165.
38. Журавка Ф. О. Валютно-курсова політика Національного банку України в умовах трансформаційної економіки : монографія / Ф. О. Журавка. – Суми : Ділові перспектив : УАБС НБУ, 2007. – 70 с.
39. Журавка Ф. О. Вплив девізної політики Національного банку України на обмінний курс гривні / Ф. О. Журавка // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 5(83). – С. 154-160.
40. Журавка Ф. О. Сучасні тенденції розвитку валютного ринку України / Ф. О.



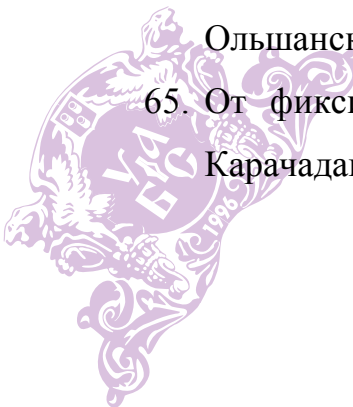
- Журавка, І. О. Школьник // Європейський вектор економічного розвитку : збірник наукових праць. – Д. : Вид-во ДУЕП, 2008. – Вип. 1(4). – С. 16-21.
41. Журавка Ф. О. Дисконтна політика НБУ як інструмент реалізації валютної політики держави / Ф. О. Журавка // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція : збірник наукових праць / НАН України, Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2008. – С. 293-298.
42. Журавка Ф. О. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при формуванні та управлінні золотовалютними резервами: світові тенденції та Україна / Ф. О. Журавка // Вісник СевДТУ : збірник наукових праць. – Севастополь : СевНТУ, 2008. – Вип. 92 “Економіка і фінанси”. – С. 72-77.
43. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф.О. Журавка. – Суми : Ділові перспективи : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.
44. Завальна Ж. В. Валютне право України : навч. посіб. / Завальна Ж. В., Старинський М. В. – Суми : Університетська книга, 2005. – 304 с.
45. Ионова И. В. Вопросы формирования валютной политики и регулирования валютной деятельности в России и за рубежом / Ионова И. В. // Расчеты и операционная работа в коммерческом банке. – 2003. – № 9. – С.77-90.
46. Кашпір Р. Євро і монетарна інтеграція України до Європейського простору / Кашпір Р. // Банківська справа. – 2003. – №3. – С. 9-16.
47. Ковальчук А.Т. Валютные резервы: проблемы формирования, размещения, использования [Електронний ресурс] / А.Т. Ковальчук, И.В. Матиос. – Режим доступу : <http://www.soskin.info>.
48. Козловський Р. Світові тенденції акумуляції та використання міжнародних золотовалютних резервів / Р.Козловський // Галицький економічний вісник. – 2010. – №2(27). – С.11-17.



49. Кричевська Т. О. Середньострокова стратегія монетарної політики як новітній монетарний інститут: досвід країн Східної та Центральної Європи / Кричевська Т. О. // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування. – К. : НБУ, 2002. – 269-275 с.
50. Крючкова І. Фундаментальні чинники зміцнення реального ефективного обмінного курсу гривні / Крючкова І. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №1. – С. 16-21.
51. Кузнецова В. В. Валютная политика Китая / Кузнецова В. В. // Банковское дело. – 2002. – № 12. – С. 28-35.
52. Лиханов, А. Управление золотовалютными резервами Российской Федерации на современном этапе [Електронний ресурс] : дис. канд. економ. наук : спец. 08.00.10 / А. И. Лиханов; [Место защиты: Рос. эконом. акад. им. Г.В. Плеханова]. – Режим доступа : <http://rsl.ru/>.
53. Лупін О. Б. Теоретичні підходи до обґрунтування оптимального рівня золотовалютних резервів / Лупін О. Б. // Банківська система України: теорія і практика становлення : в 2 т. Т.2. – Суми : Мрія-1 ЛТД : Ініціатива, 1999. – С. 355-362.
54. Лупін О. Б. Нові тенденції в управлінні золотовалютними резервами / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.3. – Суми : Мрія-1 ЛТД : Ініціатива, 2000. – С. 147-150.
55. Лупін О. Б. Організаційна підтримка управління золотовалютними резервами Національного банку України / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 5. – Суми : Мрія ЛТД, 2002. – С. 43-46.
56. Лупін О. Б. Нові фінансові інструменти в управлінні золотовалютними резервами НБУ / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 9. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2004. – С.



- 24-30.
57. Лупін О. Б. Інвестиційне планування в Національному банку України / Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т.12. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2005. – С. 94-98.
58. Макаренко М. І. Проблемні аспекти формування монетарної стратегії Національного банку України / Макаренко М. І. // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : тези доповідей і виступів міжнародної науково-практичної конференції (15-16 листопада 2007р.). – Черкаси, 2007. – С. 130-172.
59. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / под ред. Л. Н. Красавиной. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 608 с.
60. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків : пер. з англ. / Мишкін Ф. С. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
61. Наговицин А. Г. Валютная политика / Наговицин А. Г. – М. : Экзамен, 2000. – 512 с.
62. Неприкосновенный запас Германии [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.dw.world.de>.
63. Ніколенко О. В. Реформування системи управління золотовалютними резервами Національного банку України / Ніколенко О. В., Лупін О. Б. // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 7. – Суми : Мрія-1 ЛТД : УАБС, 2003. – С. 26-31.
64. Ольшанский А. Международные резервные активы Российской Федерации: проблемы и перспективы [Электронный ресурс] / А.И. Ольшанский. – Режим доступа : <http://www.institutiones.com>.
65. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений / Карачадаг Чем, Дуттагупта Рупа, Фернандес Гилда, Ишии Шого // Финансы

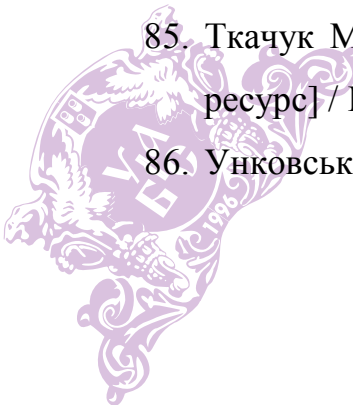




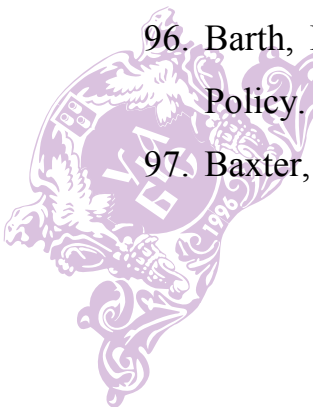
- & развитие. – 2004. – №12. – С. 20-23.
66. Пашко Є. О. Механізм інтеграції України до світового валютного ринку / Є. О. Пашко ; Донецький нац. ун-т. – Донецьк, 2004. – 226 с.
67. Пейро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения / Пейро М. – М. : Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.
68. Петрашко Л. П. Валютні операції : навч. посіб. / Петрашко Л. П. – К. : КНЕУ, 2001. – 214 с.
69. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики / Петрик О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №2. – С. 3-5.
70. Петрик О. Перехід до більшої гнучкості обмінного курсу – виклик часу / Петрик О. // Вісник Національного банку України. – 2005. – №6. – С. 4-11.
71. Плеханов Д. А. Мониторинг бивалютной политики Банка России / Плеханов Д. А. // Финансы и кредит. – 2006. – № 27. – С. 9-13.
72. Погудаева М. Структура и опыт управления международными резервами в современных условиях [Електронний ресурс] / М.Ю. Погудаева, Ю.И. Погудаев. – Режим доступу : <http://elibrary>.
73. Поланські З. Досвід Польщі по лібералізації потоків капіталу і політиці гнучкого обмінного курсу [Електронний ресурс] / Поланські З. – Режим доступу : [http // www.research.by/pdf/Seminars/2005/20051216/09Polanski\\_ru.pdf](http://www.research.by/pdf/Seminars/2005/20051216/09Polanski_ru.pdf).
74. Попов Є. Є. Нова валютно-курсова політика України: переваги та недоліки / Попов Є. Є. // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 8. – С. 20-22.
75. Порядок роботи з портфелями фінансових інструментів у вільно конвертованій валюті у Національному банку України : затверджений постановою Правління Національного банку України 09.09.1997 р. № 297. – К. : НБУ, 1997. – 11 с.



76. Правила використання готівкової іноземної валюти на території України : затверджені постановою Правління Національного банку України від 26.03.98 № 119. – К., 1998. – 16 с.
77. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України : затверджені постановою Правління Національного банку України від 15.04.98 №150. – К., 1998. – 5 с.
78. Пресняков В. Валютное регулирование в зарубежных странах / Пресняков В., Соколов В. – М. : Год планеты, 1995. – 386 с.
79. Про систему валютного регулювання і валютного контролю : декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15-93 (з наступними змінами та доповненнями) // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17.
80. Про Національний банк України [Електронний ресурс] : закон України від 20 травня 1999 року № 79-XIV. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
81. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : закон України від 7 грудня 2000 року № 2121-III. – Режим доступу : [http // www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
82. Про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів [Електронний ресурс] : Положення, затверджене постановою Правління Національного банку України від 12 листопада 2003 р. № 496. – Режим доступу : [http : //www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua).
83. Саркисянц А. Г. Либерализация валютного регулирования: мировой опыт / Саркисянц А. Г. // Вопросы экономики. – 2002. – №5. – С. 7-10.
84. Сколотяний Ю. Стабільна гривня: головне не злякати / Сколотяний Юрій // Дзеркало тижня. – 2006. – №7 (586) – С. 9-10.
85. Ткачук М. Вплив кризових явищ на золотовалютні резерви [Електронний ресурс] / М.В. Ткачук. – Режим доступу : <http://www.rusnauka.com>.
86. Унковська Т. Моделювання впливу змін обмінного курсу національної



- валюти на підприємства експортного, імпортного та внутрішнього секторів економіки / Унковська Т. // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 6. – С. 12-16.
87. Унковська Т. Моделювання впливу валютних та цінових шоків на формування експорту. Ефект гістерезису / Унковська Т., Данилова К. // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 8. – С. 59-63.
88. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / за ред. А. М. Мороза, М. Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
89. Черной Л. Об оптимальной валютной политике / Черной Л. // Экономист. – 2004. – № 8. – С.46-53.
90. Шамшетдінов Ю. Пріоритети валютно-курсової політики НБУ / Шамшетдінов Ю. // Вісник Національного банку України. – 2004. – № 8. – С. 9-11.
91. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку / Шаповалов Анатолій // Дзеркало тижня. – 2005. – №43(571) – С. 8-9.
92. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України / Щербакова О. // Вісник Національного банку України. – 2007. – №6. – С. 6-9.
93. Юрлова Н. Окремі наслідки вступу до ЄС нових європейських держав / Юрлова Н. // Україна: аспекти праці. – 2006. – № 5. – С. 41-45.
94. Ющенко В. А., Міщенко В. І. Валютне регулювання : навч. посіб. – К. : Знання, 1999. – 359 с.
95. Alquist R., Chinn M. D. The Euro and the Productivity Puzzle: An Alternative Interpretation. – NBER. – 2002. – December. – P. 6.
96. Barth, Richard, and Chorng-Huey Wong (eds.). Approaches to Exchange Rate Policy. – Washington : International Monetary Fund, , 1994.
97. Baxter, Marianne, and Alan C. Stockman. Business Cycles and the Exchange



- Rate System: Some Internal Evidence. – Massachusetts : National Bureau of Economic Research, Cambridge, , 1988.
98. Buiters, Willem H. and Clemens Grafe. 2001. Central Banking and the Choice of Currency Regime in Accession Countries. – European Bank for Reconstruction and Development Working Paper 17-01-2001.
  99. Corker, Robert et al. 2001. “Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU Accession,” // IMF Discussion Paper, April.
  100. Coricelli, Fabrizio. 2001. “Exchange rate arrangements in the transition to EMU: Some arguments in favor of an early adoption of the euro,” / University of Sienna, CEPR and central European University, January.
  101. Curtis, Elisabeth S., Gardner, Roy and Waller, Christopher J. 2002. “Dollarization in Ukraine: 1991 to the Present.” Paper for Fordham University conference on “Euro and Dollarization: Forms of Monetary Union in Integrating Regions.” April 5-6.
  102. Dean, James W. 2002. “The Economic Case Against the Euro” In Patrick Crowley, ed. Before and Beyond EMU, Routledge.
  103. Dean, James W., Dominick Salvatore and Thomas Willett, eds. 2002. The Dollarization Debate (with Dominique Salvatore and Thomas Willett), Oxford University Press.
  104. Fatum R. On the effectiveness of sterilized foreign exchange intervention. Working paper №10. ECB, 2000.
  105. Fischer, Stanley (2001) “Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct?” paper prepared for the meetings of the American Economic Association, New Orleans, January 6 // [www.imf.org](http://www.imf.org).
  106. Frankel J.A. «No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times», NBER Working Paper, No 7338, September 1999 //



www.nber.org/papers.

107. Friedman, Milton. The Case For Flexible Exchange Rates, in Essays in Positive Economics. – Chicago, University of Chicago Press, 1953.
108. Gluck, Heinz and Eduard Hochreiter. 2001. “Exchange Rate Policy in the Transition to Accession: Any Lessons from the Austrian Experience?” paper prepared for the Conference “When is a national currency a luxury?” London Business School, March 16-17.
109. Kohler, Horst. 2001. “New Challenges for Exchange Rate Policy”, Remarks by the Managing Director of the International Monetary Fund at the Asia-Europe (ASEM) Meeting of Finance Ministers, Kobe, Japan, January 13 // [www.imf.org](http://www.imf.org).
110. Krugman, Paul. Exchange Rate Instability. – MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.
111. Mundell, Robert, “Currency Areas, Volatility and Intervention”, Journal of Economic Modelling, 2000.
112. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends, 2007 // Central banking publications. – 2007. – 169 p.
113. Rogoff Kenneth and others. 2004 Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. – IMF Occasional paper. – № 229.
114. Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves: Approved by International Monetary Fund. – Washington D.C., 2007.
115. Tiffin A. Competitiveness, Convergence, and the Equilibrium Real Exchange-Rate 2004-2012. Draft Selected Issues. Ukraine : IMF. – 2004.
116. The World Factbook (Centrat Intelligence Agency)[Електронний ресурс]/ – Режим доступу : <http://www.cia.gov>.



## Додаток А

## Розподіл повноважень у процесі управління золотовалютними резервами

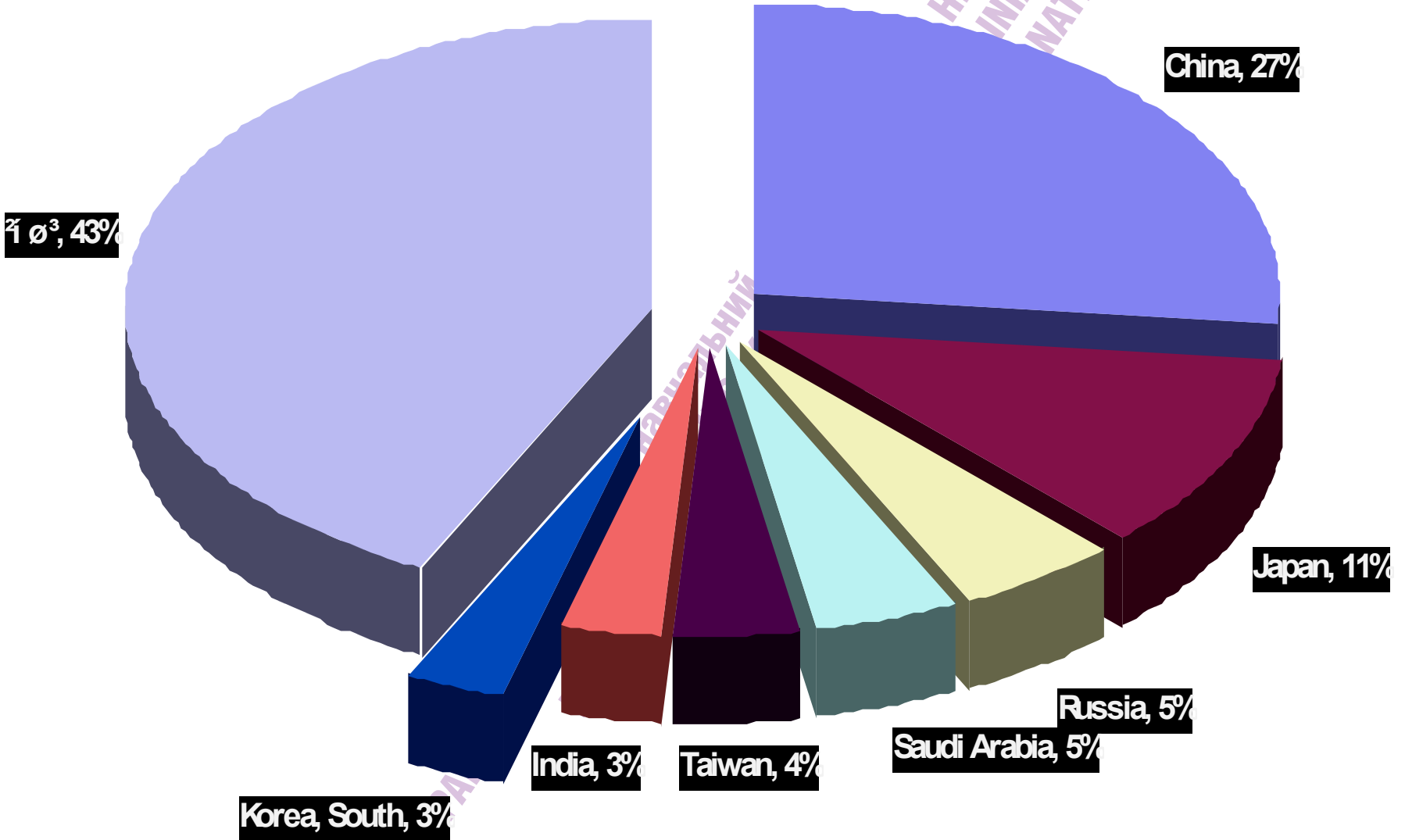
| Рівень                                           | Функції та повноваження                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. Правління Національного банку України         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- визначення цілей та основних принципів управління золотовалютними резервами Національного банку України;</li> <li>- встановлення мінімального (цільового) обсягу золотовалютних резервів;</li> <li>- встановлення загальних правил валютної диверсифікації золотовалютних резервів НБУ;</li> <li>- встановлення обмежень щодо рівня ризиків, що готовий взяти на себе Національний банк України;</li> <li>- затвердження нормативно-правових актів щодо управління золотовалютними резервами,</li> <li>- визначення організаційної структури підрозділів, що задіяні в процесі управління золотовалютними резервами НБУ;</li> <li>- встановлення повноважень посадових осіб Національного банку щодо підписання фінансових угод, що укладаються в процесі управління золотовалютними резервами НБУ</li> </ul> |
| 2. Комітет з управління активами та пасивами НБУ | <ul style="list-style-type: none"> <li>- розподіл коштів золотовалютних резервів у портфелі;</li> <li>- затвердження інвестиційних еталонів портфелів золотовалютних резервів;</li> <li>- здійснення контролю за ризиками і результатами фінансової діяльності за операціями із золотовалютними резервами НБУ, встановлення кредитних та інших лімітів;</li> <li>- забезпечення координації діяльності структурних підрозділів Національного банку України;</li> <li>- надання звітності Голові та Правлінню НБУ</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 3. Директор департаменту валютного регулювання   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- здійснення оперативного контролю за дотриманням інвестиційних еталонів та обмежень ризику;</li> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що перевищує 50 млн. доларів США;</li> <li>- здійснення щомісячного моніторингу рівня ліквідності та дохідності золотовалютних резервів</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |



## Продовження Додатку А

| Рівень                                                      | Функції та повноваження                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4. Начальник управління валютних операцій                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі від 20 до 50 млн. доларів США;</li> <li>- здійснення контролю за дотриманням лімітів на всі види ризику;</li> <li>- визначення окремих фінансових інструментів (з дозволеного переліку) для інвестування коштів золотовалютних резервів;</li> <li>- забезпечення відповідного рівня ліквідності золотовалютних резервів</li> </ul>                                                |
| 5. Начальник відділу операцій із золото-валютними резервами | <ul style="list-style-type: none"> <li>- забезпечення укладання угод з прийнятними контрагентами та фінансовими інструментами у межах затверджених лімітів;</li> <li>- прийняття оперативних рішень щодо здійснення стандартних операцій із золотовалютними резервами у сумі, що не перевищує 20 млн. доларів США;</li> <li>- забезпечення наявності, достовірності та повноти інформації за кожною з укладених угод із золотовалютними резервами для здійснення незалежного підтвердження та розрахунками за угодами</li> </ul> |



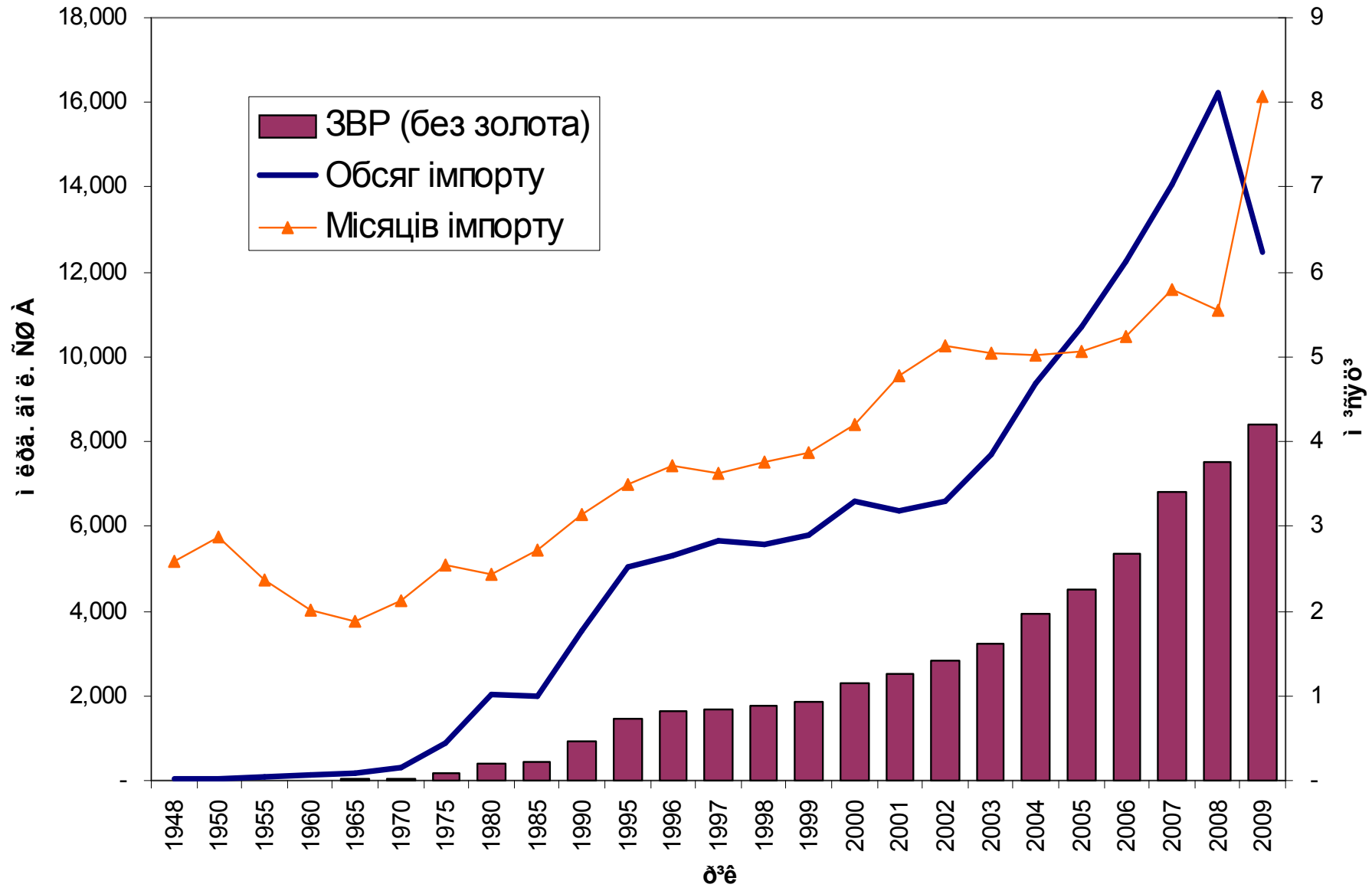


Розподіл світових золотовалютних резервів між країнами

Додаток Б

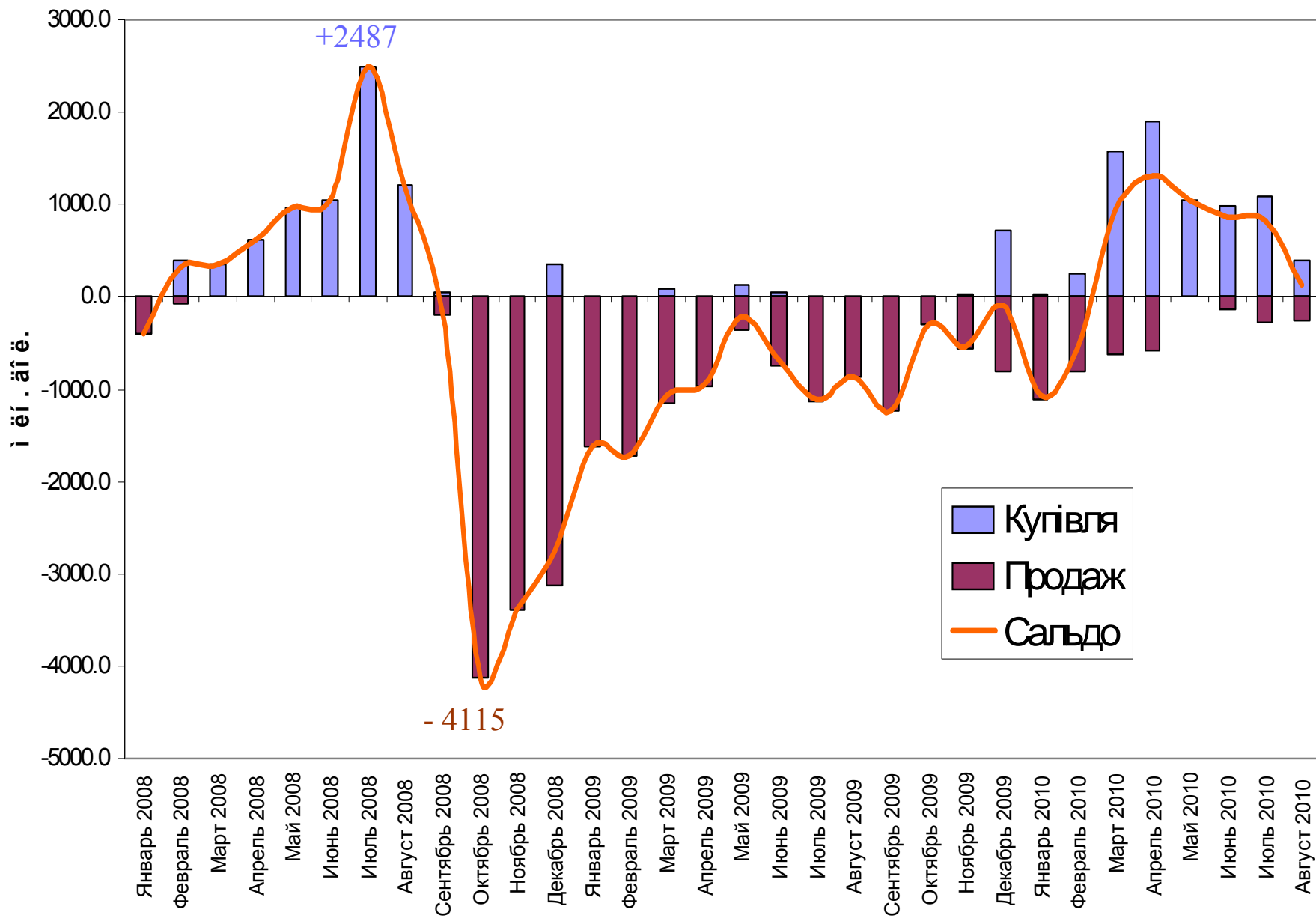






Співвідношення між світовими резервами та імпортом

Додаток В

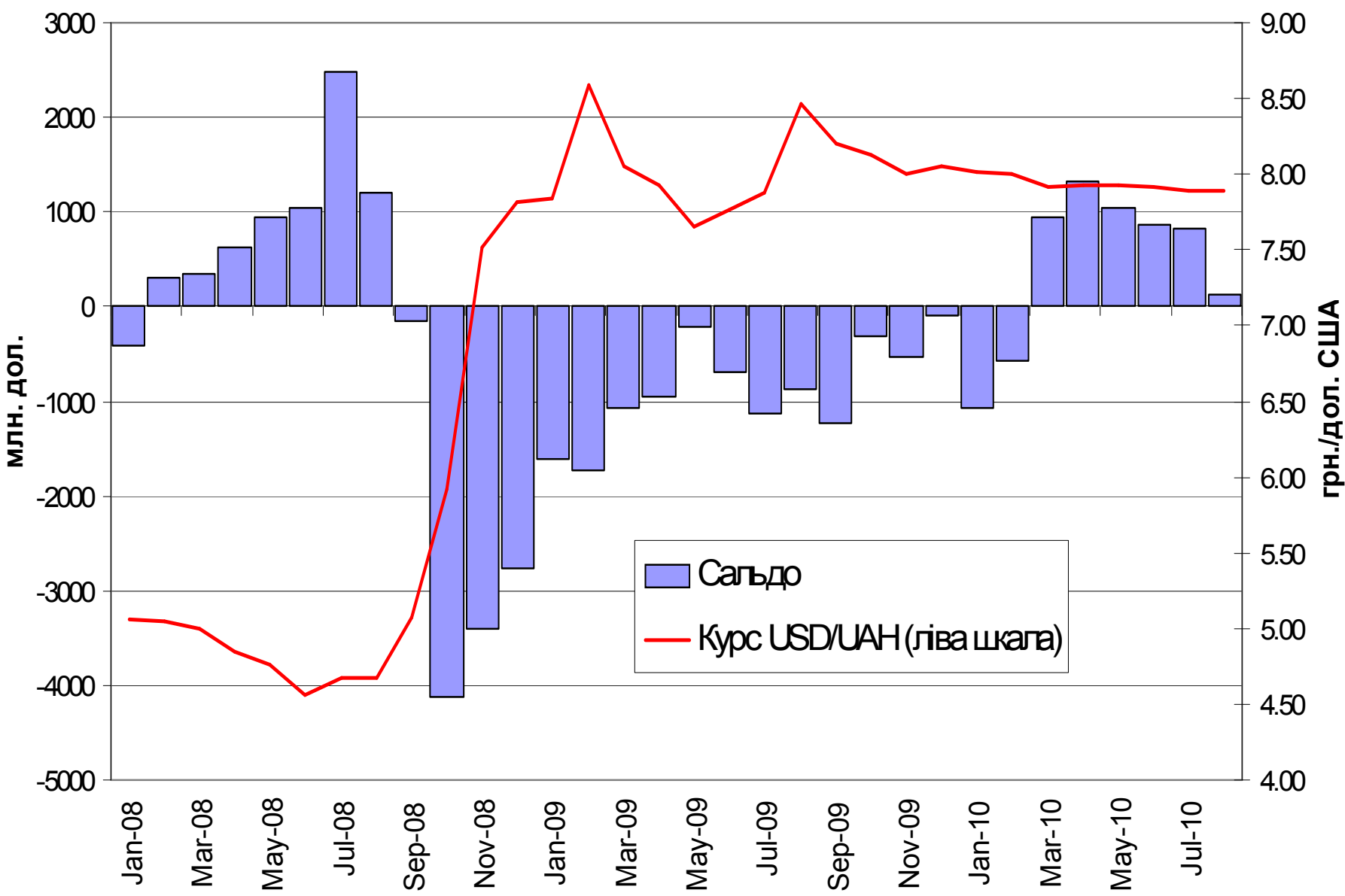


Валютні інтервенції НБУ у 2008-2010 рр.

Додаток Д



Educational  
ACADEMY OF  
BANK OF U



Валютні інтервенції та обмінний курс у 2008-2010 рр.

Додаток Е

