

*В.В. Коваленко, канд. екон. наук., доц.,
ДВНЗ "Українська академія банківської справи НБУ";
М.С. Сілантьєв, магістр з банківської справи*

ОБҐРУНТУВАННЯ ДОСТАТНЬОГО РІВНЯ ЗОЛОВОАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ ДЕРЖАВИ

Постановка проблеми. У сучасних умовах, коли процеси інтеграції та трансформації економічних та соціальних відносин в Україні стають все більш помітними, стан та перспективи розвитку банківської системи набувають особливого значення. У цьому розрізі посилюється роль центрального банку країни як провідника грошово-кредитної політики. Виконання основної функції Національного банку України (НБУ) – забезпечення стабільності гривні – зумовлює об'єктивну потребу в наявності золотовалютних резервів та управління ними.

Однією з найважливіших проблем, що виникають перед кожною країною в процесі управління золотовалютними резервами, є проблема визначення мотивів попиту (призначення) золотовалютних резервів. Ця проблема для багатьох країн виходить за рамки повноважень центрального банку і безпосередньо пов'язана з макроекономічними та структурними особливостями економіки країни. Призначення золотовалютних резервів обумовлює необхідність визначення їх оптимального обсягу.

Аналіз останніх публікацій. Як свідчить світовий досвід, недостатня увага центральних банків до питань управління золотовалютними резервами може призвести до значних фінансових втрат, які не тільки 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 ХХ ст. Вагомим внеском у розробку цієї проблеми стали праці вчених-економістів Р. Алібера, В. Арджі, А. Бен-Бассата, К. Блекмена, С. Брейді, Д. Вільямсона, Г. Делласа, П. Доунза, М. Дулі, В. Дюйзенберга, С. Едвардса, Б. Ейхенґріна, А. Грінспена, М. Келлі, Н. Кійотакі, Н. Красавіної, Д. Ландел-Мілза, Т. Леттера, Д. Лізондо, К. Матсуями, К. Махоні, Д. Мюррея, Дж. Нуггі, Т. Нордмана, І.Я. Носкової, М. Пебро, С. Штерман, К. Рікконена, С. Роджера, Д. Сінкі, В. Сміт, М. Фельдстейна, Д. Френкеля, М. Хана, Г. Хелера, Д. Хілі та інших.

Дана проблема у вітчизняній літературі знайшла віддзеркалення лише наприкінці 90-х років ХХ ст. Окремі аспекти управління золотовалютними резервами досліджені у працях А.С. Гальчинського, Г.В. Задорожного, Н.І. Костіної, А.М. Мороза, М.І Савлука, В.С. Стельмаха, В.А. Юценка та інших.

Здобутки зазначених авторів сприяли розширенню уявлень про золотовалютні резерви, а також методи та підходи до управління ними.

Виклад основного матеріалу. Об'єктивне визначення цілей управління золотовалютними резервами передбачає як необхідну умову оцінку їх фактичного рівня у порівнянні з необхідним для кожної конкретної країни, тобто визначення

достатнього рівня золотовалютних резервів. Конкретні інвестиційні параметри золотовалютних резервів (компроміс між ліквідністю-захищеністю-дохідністю) є функцією від їх призначення та обсягу. Це обумовлює необхідність детального розгляду проблеми достатності золотовалютних резервів для країни.

Станом на кінець 2006 року офіційні резервні активи Національного банку України становили близько 23 млрд. дол. США. Аналізуючи динаміку зміни обсягу золотовалютних резервів НБУ, можна спостерігати стійку тенденцію зростання. За таких умов постає питання щодо обсягів, до яких необхідно нарощувати міжнародні валютні резерви України, і в якому напрямку їх слід використовувати.

Для визначення найбільш прийнятних для України економічних моделей достатності золотовалютних резервів було проведено економіко-статистичний аналіз таких економічних показників, як обсяг ВВП, сума імпорту та експорту товарів, робіт, послуг, сальдо поточного та капітального рахунків платіжного балансу, грошові агрегати М1 та М3 (факторні показники) з метою оцінки їх взаємозв'язку із показником золотовалютних резервів Національного банку України (результативний показник).

Аналізуючи взаємозв'язок обсягу золотовалютних резервів із макроекономічними показниками, можна побачити, що найбільшу кореляцію з показником золотовалютних резервів НБУ має показник експорту товарів, робіт, послуг (коефіцієнт кореляції 0,88), за ним – грошовий агрегат М1 (0,82), М3 (0,79) та показник імпорту товарів, робіт, послуг (0,77). Економічні показники сальдо капітального рахунку платіжного балансу та сальдо поточного рахунку платіжного балансу статистично практично не пов'язані з показником золотовалютних резервів НБУ (коефіцієнти кореляції відповідно 0,2 та -0,1) [1].

Сьогодні можна виділити чотири основні критерії визначення адекватності золотовалютних резервів.

1. Критерій забезпечення національної грошової одиниці, згідно з яким резерви повинні бути достатніми для попередження різкої девальвації чи ревальвації національної грошової одиниці. Він передбачає, що сума резервів є достатньою за умови повного покриття грошової бази країни.

З огляду на те, що регулювання грошової маси як головного інструмента державної політики щодо запобігання інфляції найбільш глибоко вивчається школою монетаристів, розглянемо теоретичне обґрунтування цієї школи щодо пропозиції грошей у відкритій економіці, яка визначена у класичній формулі Д. Рікардо:

$$M = D + R,$$

де M – пропозиція грошей у відкритій економіці;

D – внутрішня депозитна емісія;

R – емісія грошей, що забезпечується валютними резервами.

У формулі показник (D) означає ту кількість національних грошей, яка утворюється комерційними банками, виходячи із їх депозитного потенціалу і потреб господарських агентів у кредитах. У внутрішньому господарському обороті гроші мають звичайну форму чеків (переказів), тобто працюють через

безготівкові міжбанківські розрахунки. Згідно з умовою функціонування чекового обігу передбачається можливість обміну чеків на банкноти за першою вимогою чекодержателя.

У формулі Д. Рікардо показник (R) виражає обсяги національної грошової одиниці, підкріпленої валютними резервами. Згідно з монетаризькою концепцією недостача або надлишок грошей впливають на стан платіжного балансу країни. Спостерігається досить суттєвий і зворотний зв'язок між валютними резервами і внутрішньою грошовою масою. Якщо внутрішній компонент грошової маси (D) надмірний, то слід провести викуп за рахунок валютних резервів.

Таким чином, виходячи з критерію забезпечення національної грошової одиниці, оптимальність обсягу золотовалютних резервів визначається рівнем покриття грошової бази, показника, що має безпосередній вплив на рівень інфляції в країні. В Україні станом на кінець 2006 року рівень покриття грошової бази золотовалютним резервом становив 118,9 % (табл. 1), що свідчить про те, що за рахунок валютних резервів Національний банк може викупити всю грошову базу за офіційним курсом 5,05. Для виконання мінімальних вимог цього критерію золотовалютні резерви НБУ станом на 1 січня 2007 року повинні бути більші за 19,09 млрд. дол. США.

2. Критерій покриття імпорту. Один із найбільш традиційних критеріїв оцінки достатності міжнародних резервів, згідно з яким величина покриття імпорту залежить від рівня економічного розвитку країни та ситуації на міжнародних ринках. За цим критерієм золотовалютні резерви повинні покривати обсяг трьохмісячного імпорту від рівня економічного розвитку країни та ситуації на міжнародних ринках. За цим критерієм золотовалютні резерви повинні покривати обсяг трьохмісячного імпорту.

Таблиця 1

Критерії оцінки достатності золотовалютних резервів, млрд. дол. США

Критерій	Нормативне значення золотовалютних резервів (за критерієм для України)	Фактичне значення золотовалютних резервів України на 01.01.2007	Абсолютне відхилення	Темп зростання, %
Критерій забезпечення національної грошової одиниці	19,09	22,7	+3,61	118,9
Критерій покриття імпорту	15	22,7	+7,7	151,3
Критерій покриття зовнішнього боргу	12,9	22,7	+9,8	175,9
Комбінований критерій	11,6	22,7	+11,1	195,7

Імпорт товарів та послуг в Україні за IV квартал 2006 року становив 15 млрд. дол. США. Станом на 1 січня 2007 року золотовалютні резерви покривають 4,54 місяців. Таким чином, вимоги щодо мінімального розміру валютних резервів для цього критерію повністю виконуються Національним банком України.

3. Критерій покриття зовнішнього боргу. Цей показник набув широкого застосування після 1999 року і відомий під назвою Грінспена. Саме він визначив,

що резерви повинні покривати офіційний та гарантований державою зовнішній борг. В Україні обсяг зовнішнього державного боргу станом на кінець IV кварталу 2006 року становив 12,9 млрд. дол. США. Деякі економісти для аналізу покриття зовнішнього боргу поряд з державним використовують і запозичення приватного сектора економіки. Такий підхід порушує правила розподілу державних та приватних зобов'язань, тому він не враховується.

4. Комбіновані критерії. Вони формуються шляхом поєднання вищевказаних критеріїв щодо оцінки мінімального розміру міжнародних валютних резервів. Найбільш вузьким є так званий критерій Редді, згідно з яким мінімальний розмір резервів повинен бути не менше за суму імпорту та платежів за зовнішнім боргом, критерій Гуїдотті, згідно з яким обсяг резервів є достатнім, якщо він дозволяє країні обходитися без зовнішніх запозичень протягом 12 місяців. Розраховується він шляхом суми річних платежів із обслуговування зовнішнього боргу країни та сальдо платіжного балансу.

Оскільки, відповідно до всіх вищевказаних критеріїв, обсяг золотовалютних резервів НБУ на сьогоднішній день є достатнім, ми вважаємо, що серед усіх існуючих моделей визначення оптимального обсягу золотовалютних резервів доцільним є використання моделі, що базується на капітальних, а не на торговельних потоках. Найбільш відомим серед них є так зване "правило Гуїдотті" [5], згідно з яким обсяг золотовалютних резервів вважається достатнім, якщо він покриває платежі з обслуговування зовнішнього боргу на 12 місяців наперед. Застосування правила Гуїдотті передбачає збалансованість поточного рахунку платіжного балансу та відсутність інших, крім передбачених, капітальних трансакцій.

Аналіз достатності міжнародних резервів Національного банку України показав, що Національним банком України була перевищена мінімально необхідна межа розміру резервів. З цього можна зробити висновок, що у розпорядженні НБУ знаходиться частина резервних активів, які використовуються не повною мірою.

Останнє десятиліття характеризується появою нової тенденції в управлінні резервними активами: ряд центральних банків виявив намір розподілити міжнародні резерви, за управління якими продовжує відповідати центральний банк, на так звані інвестиційну і ліквідну частини. Причому в даному випадку під ліквідною частиною розуміються активи, що спрямовані на реалізацію традиційних цілей, – підтримка стабільності національної валюти, запобігання потенційним кризам ліквідності, довіра зовнішніх інвесторів. А під інвестиційною – частина коштів, керована з метою поліпшення показників прибутковості.

Відповідно до нашої оцінки достатності золотовалютних резервів НБУ, ми дійшли висновку, що обсяг резервів значно перевищує мінімально необхідний розмір. Щодо правила Гуїдотті, обраного нами для оцінки достатності резервів, надлишок складає 9,8 млрд. дол. США. Враховуючи світовий досвід управління золотовалютними резервами, пропонуємо розподілити резерви НБУ на 2 портфелі – ліквідний та інвестиційний.

З проведених нами розрахунків оцінки достатності золотовалютних резервів НБУ випливає, що частину нині існуючого обсягу можна виокремити для формування в складі резервів інвестиційного фонду, керованого Національним

банком. Пропонується наступна схема функціонування такого фонду: цими коштами повинен управляти окремий відділ інвестиційного менеджменту самостійно щодо валютних резервів країни. Ці засоби не повинні забезпечувати реалізацію грошово-кредитної політики. Але в разі виникнення потреби в підвищенні ліквідності золотовалютних резервів та зниження рівня ризику, за розпорядженням правління Національного банку України, частина коштів з інвестиційного портфеля може бути відкликана та зарахована до ліквідного портфеля.

Пріоритет цілей захищеності та ліквідності щодо прибутковості приводить до достатньо жорсткої політики відбору інвестиційних інструментів і формування критеріїв оцінки ризиків. На сьогодні Національний банк України досяг рівня, коли почали на практиці використовуватися не лише традиційні для країн, що розвиваються, казначейські облігації країн-емітентів щодо основних резервних валют, але й боргові зобов'язання федеральних агентств США.

При виборі інструментів інвестування слід врахувати те, що в золотовалютному резерві НБУ долар США має найбільшу питому вагу (близько 60 %). Тому адекватним є обрання американського сегмента світового фінансового ринку. Для визначення оптимального середнього строку погашення (дюрації) цінних паперів, з якими здійснюватимуться операції, порівнюємо середню дохідність та рівень ризику. На ринку обертаються зобов'язання з терміном погашення до 30 років, серед яких Національний банк особливо виділяє короткостроковий сегмент (табл. 2).

Як видно з таблиці 2, при зростанні дюрації цінних паперів середня дохідність також зростає, але й процентний ризик зростає навіть більшими темпами. Наприклад, облігації з терміном погашення 1-3 роки мають на 31 % більшу дохідність, ніж облігації з терміном погашення до 1 року, але при цьому на 140 % більший ризик. Процентний ризик являє собою ризик отримання збитків внаслідок змін процентних ставок. Оскільки ринкова вартість облігацій залежить від процентних ставок, то при їх підвищенні ринкова вартість облігацій падає і навпаки.

Таблиця 2

Дохідність та ризик американських зобов'язань (1978-2006 рр.), %

Зобов'язання	Термін погашення			
	до 1 року	1-3 роки	3-5 років	5-10 років
Державні зобов'язання США:				
• середня дохідність;	5,21	6,83	7,76	8,25
• ризик (стандартне відхилення)	0,97	2,33	4,38	6,30
Зобов'язання агентств США:				
• середня дохідність;	...	7,11	7,97	8,67
• ризик (стандартне відхилення)	...	2,35	3,99	5,94

Що стосується диверсифікації міжнародних резервів за рахунок розширення переліку цінних паперів, на наш погляд, найперспективнішими є зобов'язання альтернативних емітентів, не наділені державною гарантією, які,

проте, відрізняються високим рівнем надійності, що дозволяє поліпшити показники прибутковості інвестування міжнародних резервів. Йдеться про облігації, забезпечені активами і іпотеками (asset backed securities, mortgage backed securities), і облігації провідних корпорацій (corporate bonds).

Розглядаючи мінімізацію упущеного прибутку від інвестування міжнародних резервів щодо менш прибуткових активів, якими є казначейські облігації, можна помітити перспективність диверсифікації офіційних резервних активів НБУ за рахунок вищезгаданих інструментів. Як правило, як один із важливих аргументів проти нарощування частки недержавних зобов'язань у портфелях резервних активів наводиться підвищений ринковий ризик, що виникає при продажу таких зобов'язань на ринку при проведенні інтервенцій. При цьому багато центральних банків продовжують застосовувати практику розподілу офіційних резервних активів на довгострокову (інструменти з терміном погашення понад 1 рік) та операційну (інструменти грошового ринку) частини. Вірогідність виникнення такого ризику для керівників великими об'ємами засобів невелика.

Проведемо порівняльний аналіз дохідності іпотечних та агентських цінних паперів для визначення доцільності використання їх в управлінні золотовалютними резервами НБУ [3]. Нами були обрані портфель агентських цінних паперів з терміном погашення 1-3 роки та іпотечні цінні папери, які вільно обертаються на світових фінансових ринках та мають високий рівень ліквідності (табл. 3).

Таблиця 3

Індекси портфелів іпотечних та агентських цінних паперів, 1993-2006 рр.

Дата	Індекс портфеля іпотечних цінних паперів		Індекс портфеля агентських цінних паперів, 1-3 роки погашення	
	Дохідність, % річних	Дюрація, роки	Дохідність, % річних	Дюрація, роки
31.12.93	7,261	3,643	5,715	1,935
31.12.94	-2,021	4,892	0,267	1,831
31.12.95	17,484	4,172	10,935	1,919
31.12.96	5,47	5,103	5,377	1,878
31.12.97	9,814	4,718	6,633	1,902

Продовж. табл. 3

Дата	Індекс портфеля іпотечних цінних паперів		Індекс портфеля агентських цінних паперів, 1-3 роки погашення	
	Дохідність, % річних	Дюрація, роки	Дохідність, % річних	Дюрація, роки
31.12.98	7,206	4,065	6,864	1,919
31.12.99	1,241	5,369	3,508	1,705
31.12.2000	11,604	4,653	8,544	1,784
31.12.2001	8,076	3,653	8,635	1,864

31.12.2002	9,477	2,054	6,111	1,815
31.12.2003	3,374	3,424	2,184	1,902
31.12.2004	5,085	3,552	1,183	1,794
31.12.2005	2,707	5,223	1,767	1,804
31.12.2006	5,645	4,954	4,515	1,737
Середнє значення	6,602	4,248	5,159	1,842

Дані таблиці 3 свідчать про те, що за період з 1993 по 2006 роки спостерігається значна волатильність показника дохідності. Але при цьому середнє значення складає 6,6 % за іпотечними цінним паперами та 5,2 % за агентськими. Це свідчить про значну привабливість цих інструментів з точки зору використання у вітчизняній практиці. Слід зауважити, що середній рівень ризику для цих цінних паперів складає 4,8 та 3,1 % відповідно, якщо середній термін погашення 4,2 та 1,8 років.

При обранні іпотечних цінних паперів як інструмента інвестування резервних активів треба враховувати сучасний стан ринку нерухомості. Зараз існують великі ризики поступового знецінення об'єктів іпотеки, що при використанні іпотечних цінних паперів може призвести до знецінення частини золотовалютного резерву країни.

Виходячи з цього можна зробити висновок, що такий рівень ризику за вищенаведеними цінними паперами не відповідає нормативно визначеному прийнятному рівню ризику, що обумовлює необхідність виділення із загальної суми золотовалютних резервів інвестиційного портфеля, для якого розроблять менш жорсткі вимоги. За нашими розрахунками, такий підхід дасть змогу отримувати щорічно близько 160 млн. дол. США додаткового доходу.

Висновки. Тенденції розвитку управління золотовалютними резервами (зокрема, динаміка структурних зрушень золотовалютних резервів НБУ) все більше починають відповідати загальносвітовим тенденціям, але існують певні недоліки, що обумовлені стислими строками еволюції управління золотовалютними резервами НБУ та недостатнім використанням досвіду провідних центральних банків світу.

Визначені цілі управління золотовалютними резервами НБУ не відповідають сучасним потребам, адже їх обсяг значно перевищує мінімально достатній розмір для забезпечення захищеності і ліквідності, що в свою чергу потребує перегляду пріоритетів управління золотовалютними резервами. У нормативно-правових актах, що регулюють управління золотовалютними резервами, існують суперечності, зокрема, між призначенням та цілями управління золотовалютними резервами.

Формально здійснюється оцінка достатності рівня золотовалютних резервів, застосовуються застарілі концепції типу “правила трьох місяців”, що перешкоджає впровадженню заходів щодо підвищення ефективності управління золотовалютними резервами НБУ з урахуванням накопиченого прогресивного світового досвіду, зокрема, розподілу коштів золотовалютних резервів на інвестиційні та оперативні портфелі та оптимізації їх інвестиційних параметрів.

В Україні оцінка ефективності управління золотовалютними резервами здійснюється на підставі аналізу абсолютних показників дохідності, при цьому майже не враховуються сучасні тенденції розвитку фінансових ринків та можливість отримання додаткового доходу в результаті ефективного менеджменту.

Розвиток фінансових ринків обумовлює появу більш привабливих, але при цьому і більш складних в управлінні цінних паперів. При їх використанні постає потреба у вдосконаленні систем контролю за ризиками, які покликані забезпечити необхідний рівень надійності і стабільності. Перспективним напрямом диверсифікації міжнародних резервів може стати зниження вимог кредитного ризику і придбання облігацій, емітентами яких виступають крупні корпорації. Можливе також активніше інвестування в зобов'язання, забезпечені активами і іпотеками.

Список літератури

1. Лупін О.Б. Управління золотовалютними резервами Національного банку України: Дис. канд. екон. наук: 08.04.2001. – К., 2002. – 234 с.
2. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.99 № 679-XIV // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – Вип. 7. – 1999. – С. 3-23.
3. Bussiere M., Mulder C. External Vulnerability in Emerging Markets Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effect of Contagion і I IMF Working Paper. – 1999. – № 99/88.
4. Central Bank Survey of Foreign Exchange and derivatives Market Activity // BIS Statistical Paper. – Basle, Switzerland, 1998.
5. Guidotti P. Remarks // G33 Seminar. – Bonn, Germany, 1999.
6. International Financial Statistics. International Monetary Fund Statistics Department. – Nov., 1995, Nov., 2006.
7. Kester A.Y. International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template. – 2001. – Oct. – P. 15-19.
8. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends, 2007 // Central banking publications. – 2007. – 169 p.
9. Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves: Approved by International Monetary Fund. – Washington D.C., 2006.

Отримано 20.10.2007

Коваленко, В.В. Обґрунтування достатнього рівня золотовалютних резервів держави [Текст] / В.В. Коваленко, М.С. Сілантьєв // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: зб. наук. праць / УАБС НБУ.- Суми, 2007. - Вип. 21.- С. 163-172.