

## ОЦЕНКА ДОСТАТОЧНОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ УКРАИНЫ И ВОЗМОЖНЫХ ИСТОЧНИКОВ ИХ ПОПОЛНЕНИЯ

© 2015 МАКАРЕНКО М. И., ГОРДЕЕВА Д. В.

УДК 339.74

**Макаренко М. И., Гордеева Д. В. Оценка достаточности международных резервов Украины и возможных источников их пополнения**

Целью статьи является оценка уровня достаточности международных резервов Украины, анализ основных путей сохранения резервных активов и определения возможных источников их пополнения в кризисный период. Авторами предложено различать понятия «достаточности» международных резервов и их «оптимальности». В статье проанализированы основные преимущества и недостатки современных подходов к обоснованию достаточности и оптимальности резервных активов. Рассчитан уровень достаточности международных резервов Украины с помощью традиционных критериев (покрытия импорта, краткосрочного долга, денежной массы) и комбинированного критерия МВФ. Сделан вывод о том, что по состоянию на конец I кв. 2015 г. резервные активы являлись недостаточными по всем рассмотренным критериям, кроме критерия покрытия денежной массы, что вызвано не столько их ростом, сколько сокращением денежной массы в долларовом эквиваленте вследствие обесценивания гривны. Для нахождения возможных источников пополнения международных резервов проанализированы данные платежного баланса Украины, а также динамика резервных активов некоторых стран с переходной экономикой в период глобального кризиса. Сделан вывод о том, что на данный момент единственным источником притока внешних валютных ресурсов является финансовая помощь, предусмотренная программой сотрудничества с МВФ. Для сохранения резервов необходимо расширение связей со странами – импортерами украинской продукции для заключения своп-соглашений. Среди внутренних источников валютных ресурсов можно рассматривать валюту и депозиты небанковского сектора экономики, но использование этого ресурса осложняется недоверием к правительству и банковской системе, значительными девальвационными и инфляционными рисками.

**Ключевые слова:** международные резервы, достаточность, оптимальность, валютные ресурсы, платежный баланс.

**Рис.:** 1. **Табл.:** 1. **Библ.:** 8.

**Макаренко Михаил Ильич** – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры международной экономики, Украинская академия банковского дела Национального банка Украины (ул. Петропавловская, 57, Сумы, 40030, Украина)

**E-mail:** makarenko.mykhaylo@gmail.com

**Гордеева Дарья Валерьевна** – старший преподаватель кафедры управления банковской безопасностью, Институт магистерского и последипломного образования Университета банковского дела Национального банка Украины (ул. Андреевская, 1, Киев, 04070, Украина)

**E-mail:** gordeyeva.daria@gmail.com

УДК 339.74

UDC 339.74

**Макаренко М. И., Гордеева Д. В. Оцінка достатності міжнародних резервів України і можливих джерел їх поповнення**

**Makarenko M. I., Gordieieva D. V. Evaluation of Sufficiency of the International Reserves of Ukraine and Possible Sources for Replenishment**

Метою статті є оцінка рівня достатності міжнародних резервів України та аналіз основних шляхів збереження резервних активів і визначення можливих джерел їх поповнення в кризовий період. Авторами запропоновано розрізнати поняття «достатності» міжнародних резервів та їх «оптимальності». У статті проаналізовано основні переваги та недоліки сучасних підходів до обґрунтування достатності та оптимальності резервних активів. Розраховано рівень достатності міжнародних резервів України за допомогою традиційних критеріїв (покряття імпорту, короткострокового боргу, грошової маси) та комбінованого критерію МВФ. Зроблено висновок, що станом на кінець I кв. 2015 р. резервні активи були недостатніми за усіма розглянутими критеріями, окрім критерію покриття грошової маси, що викликано не стільки їх зростанням, скільки скороченням грошової маси в долларовому еквіваленті внаслідок знецінення гривні. Для знаходження можливих джерел поповнення міжнародних резервів проаналізовано дані платіжного балансу України, а також динаміка резервних активів деяких країн з перехідною економікою в період глобальної кризи. Зроблено висновок, що на даний момент єдиним джерелом припливу зовнішніх валютних ресурсів є фінансова допомога, передбачена програмою співпраці з МВФ. Для збереження резервів необхідно розширення зв'язків з країнами – імпортерами української продукції для укладення своп-угод. Серед внутрішніх джерел валютних ресурсів можна розглядати валюту і депозити небанківського сектора економіки, але використання цього ресурсу ускладнюється недовірою до уряду і банківської системи, значними девальвацийними й інфляційними ризиками.

The article is aimed to evaluate the sufficiency level of the international reserves of Ukraine, analyze the main ways of preserving the reserve assets as well as identifying possible sources for replenishment during the crisis period. The authors suggested to differentiate between the concepts of «sufficiency» of international reserves and their «optimality». The article analyzes the main advantages and disadvantages of current approaches to substantiation of sufficiency and optimality of reserve assets. The level of sufficiency of the international reserves of Ukraine has been calculated, using traditional criteria (covering the import, short-term debt, money supply) together with the combined criterion of the IMF. It has been concluded that at the end of the first quarter of 2015 reserve assets were not sufficient for all the considered criteria, aside from the monetary coverage criterion, not so much because of their growth, as because of reduction in the money supply in US-dollar terms owing to the devaluation of hryvnia. To locate possible sources for replenishment of the international reserves, the data of balance-of-payments of Ukraine as well as dynamics of reserve assets of several countries with transition economies in the period of the global crisis have been analyzed. It has been concluded that, at the present moment, the only source of external foreign currency resources is financial assistance, which is provided in terms of the program of cooperation with the IMF. To save the reserves, relationships with the countries-importers of Ukrainian goods need to be expanded as well as swap agreements should be concluded. Among the domestic sources of foreign currency resources, the currency and deposits of the non-bank economy sector can be considered as well, though the use of this resource is complicated by the mistrust in the Government and the banking system, significant devaluation and inflationary risks.

**Ключові слова:** міжнародні резерви, достатність, оптимальність, валютні ресурси, платіжний баланс.

**Key words:** international reserves, sufficiency, optimality, currency resources, balance of payments.

**Рис.:** 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 8.

**Рис.:** 1. **Табл.:** 1. **Бібл.:** 8.

**Макаренко Михайло Ілліч** – доктор економічних наук, професор, професор кафедри міжнародної економіки, Українська академія банківської справи Національного банку України (вул. Петропавлівська, 57, Суми, 40030, Україна)

**Makarenko Mykhaylo I.** – Doctor of Science (Economics), Professor, Professor, Department of International Economics, Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine (vul. Petropavlivska, 57, Sumy, 40030, Ukraine)

**E-mail:** makarenko.mykhaylo@gmail.com

**E-mail:** makarenko.mykhaylo@gmail.com

**Гордеева Дар'я Валеріївна** – старший викладач кафедри управління банківською безпекою, Інститут магістерської та післядипломної освіти Університету банківської справи Національного банку України (вул. Андріївська, 1, Київ, 04070, Україна)

**Gordieieva Daria V.** – Senior Lecturer, Department of Management of the Banking Security, Master's and Postgraduate Institute of Education, University of Banking of the National Bank of Ukraine. (vul. Andriyivska, 1, Kyiv, 04070, Ukraine)

**E-mail:** gordeyeva.daria@gmail.com

**E-mail:** gordeyeva.daria@gmail.com

**А**ктивное накопление международных резервов (МР) было начато в середине 1990-х гг., и с тех пор его темпы только нарастают. Несмотря на мировой финансовый кризис 2008 – 2009 гг., по состоянию на конец 2014 г., по данным Международного валютного фонда (МВФ), мировые МР составили \$11,6 трлн, причем из них \$7,7 трлн накопили страны с переходной экономикой (в основном за счет Китая). Но эмпирические исследования экономистов МВФ показали, что быстрое наращивание МР после финансового кризиса в Азии (в конце 1990-х гг.) превысило уровень достаточности для страхования от внезапной остановки притока капитала. Поэтому сегодня очень остро стоит вопрос определения уровня достаточности МР. Особенно остро он стоит для экономики Украины, резервы которой за 2014 г. сократились на 63,2%. Кроме определения уровня достаточности, также возникает вопрос поиска путей сохранения МР и источников их пополнения.

Детальный анализ эволюции подходов к определению достаточности МР проведен Дж. Айзенменом и Х. Дженбергом [1], где отмечается, что универсальной методики сегодня не существует. Чаще всего сегодня используются традиционные критерии и новый комбинированный критерий МВФ, но каждая страна может разрабатывать собственные критерии, учитывая основные риски нестабильности на валютном рынке. Анализ различными рейтинговыми агентствами, международными организациями, инвестиционными банками критериев достаточности показал, что большинство из них и сегодня использует критерии покрытия денежной массы и правило Гринспена – Гвидотти [2, с. 11]. То есть для поддержания высокого кредитного рейтинга и снижения стоимости привлечения капитала на международных рынках необходимо, чтобы МР удовлетворяли этим критериям, даже если экономически обоснованным для отдельной страны является другой уровень достаточности.

Среди работ украинских исследователей, занимавшихся проблемой определения достаточности МР, следует отметить работы Береславской Е. И., Беяева Д. А., Богдан Т. П., Коваленко В. В., Савченко В. Ф. и Демченко М. Ю.

Целью статьи является оценка уровня достаточности МР Украины, а также анализ основных путей сохранения МР и определения источников их пополнения в кризисный период.

На наш взгляд, необходимо различать понятия «достаточности» МР и их «оптимальности». Политика управления МР напрямую зависит от поставленных целей владения и управления резервными активами. Одной из целей политики управления МР Центрального банка (ЦБ) является расчет минимально необходимого объема МР для быстрой компенсации шоков текущего и финансового счетов платежного баланса (ПБ), а именно, для выполнения таких функций, как обеспечение непрерывности платежей по внешним обязательствам в условиях «внезапной остановки» капитала, контроль над волатильностью валютного курса национальной денежной единицы, финансирование критического импорта вследствие шоков торгового баланса и т. д. Эта часть МР рассчитывается ЦБ на основе анализа прош-

лых кризисов, исследования уязвимостей ПБ и стресс-тестов и инвестируется в ликвидные и сравнительно надежные активы. Именно этот объем МР можно считать «достаточным». Суммы, превышающие данный объем, могут быть инвестированы в более рискованные активы с целью получения дохода и сохранения капитала. Таким образом, под «оптимальным» понимаем объем МР, накопленный с целью самострахования, основанный на сравнении предельных издержек на сохранение этих резервов и прибыли, полученной в результате управления ими. То есть МР могут быть достаточными, но не быть оптимальными. Накопление МР сверх достаточных и оптимальных уровней является нежелательным для страны, так как ведет к снижению инвестиционных ресурсов экономики.

**П**ри определении уровня достаточности и оптимальности в эмпирических исследованиях как мотив к накоплению МР в основном рассматривается мотив предосторожности (*precautionary motive*). Иными словами, накопление МР рассматривается в контексте создания запасов, предназначенных для использования при проявлении внешних шоков, уменьшая вероятность и последствия «внезапной остановки» притока капитала или резкий рост его оттока.

Динамика МР Украины представлена на рис. 1. В течение 2014 г. наблюдалось стремительное сокращение МР на \$12,9 млрд. Это было обусловлено продажей Национальным банком Украины (НБУ) иностранной валюты на межбанковском валютном рынке (\$10,1 млрд), погашением и обслуживанием внешней задолженности правительства. На конец II кв. 2015 г. МР выросли, что было вызвано, прежде всего, получением международной помощи, а именно – средств от МВФ в рамках Механизма расширенного финансирования (EFF) и размещением государственных облигаций под гарантии правительства США.

Сегодня современные подходы к обоснованию достаточности и оптимальности МР можно объединить в четыре группы:

1. *Традиционные критерии*: критерий покрытия импорта, денежной массы, краткосрочного долга. Большинство из них и сегодня очень широко используются. Основные их преимущества – простота и прозрачность. Общий недостаток – оценка только конкретного аспекта уязвимости, произвольность в выборе порогового значения.

2. *Комбинированные (интегральные) показатели достаточности резервов*. Наиболее известные среди них: критерий Редди (1999), Вийндхолдса – Каптейна (2001), Липшица – Мессмахера – Мурмура (2006) и критерий МВФ (2011) [3]. Как преимуществом, так и недостатком этих критериев можно считать их универсальность, т. е. они не учитывают специфические особенности отдельных стран. Сегодня самым популярным по использованию является критерий МВФ. Для учета особенностей отдельных стран специалисты МВФ рекомендуют корректировать весовые коэффициенты и количество составляющих критерия. Следует также отметить, что критерии МВФ и Вийндхолдса – Каптейна

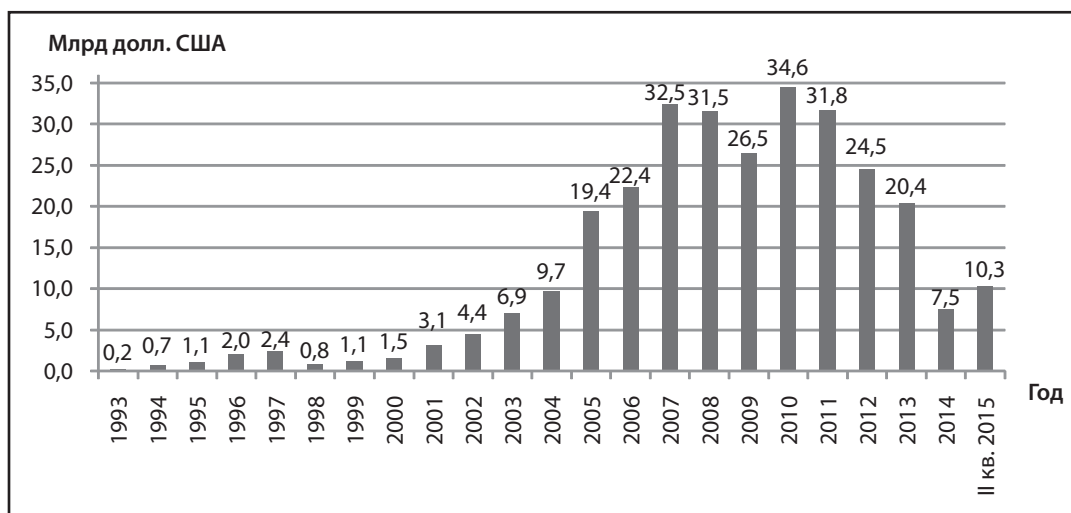


Рис. 1. Динамика МР Украины на конец периода за 1993 г. – II кв. 2015 гг., \$ млрд

разработаны для стран как с фиксированным, так и с гибким валютным курсом, однако нет рекомендаций по использованию данных критериев в странах с промежуточным режимом курсообразования.

3. *Эконометрические модели* для определения основных детерминант спроса на МР, на основе которых рассчитывается достаточный объем МР. Среди эконометрических моделей, которые чаще всего используются для моделирования спроса на МР, можно выделить панельный анализ данных, модели векторной авторегрессии, ARDL-модели. Уровень достаточности МР определяется на основе анализа статистических данных стран, близких по своим экономическим характеристикам и похожих по источникам спроса на резервы (в случае панельной выборки), или отдельной страны. Основное преимущество этих моделей – уровень достаточности определяется как комбинированный показатель, позволяющий учитывать специфические характеристики страны или группы стран. Но, в то же время, они являются специфическими, а не универсальными.

4. Для определения уровня оптимальности используют *оптимизационные модели*. Самой популярной сегодня является модель Жана и Рансьера (O. Jeanne, R. Rancière) [4], на ней основывается большинство более поздних моделей. В этой модели оценка оптимальности проводится на основе пробит-модели для малой открытой экономики, уязвимой к «внезапной остановке» потоков капитала, которая базируется на предположении о накоплении резервов по причине самострахования. Оптимальный уровень резервов определяется размером и вероятностью внезапной остановки движения капитала, потенциальной потерей производства и потребления, альтернативной стоимостью сохранения резервов и степенью неприятия риска потребителем (правительством). Основным недостатком моделей оптимальности – наличие субъективных аспектов исследования (например, вероятность наступления кризиса или издержки кризиса, калибровка модели с помощью экспертных оценок).

В данной работе проанализируем достаточность МР Украины с помощью традиционных критериев и комбинированного критерия МВФ. Расчет всех критериев проведем по состоянию на 01.04.2015 г. (табл. 1), поскольку статистика по краткосрочному долгу по остаточному сроку погашения доступна только на эту дату.

Также дополнительно рассчитаем критерий покрытия импорта (по состоянию на 01.07.2015 г.) и критерий покрытия денежной массы (по состоянию на 01.06.2015 г.). Следует заметить, что при определении достаточности как компонент МР в расчет было включено золото, хотя большинство международных финансовых институтов использует для расчета достаточности только резервы в иностранной валюте.

Достаточность МР по критерию покрытия импорта является очень важным показателем для Украины. Наша экономика является открытой со слабо диверсифицированным экспортом, в результате чего ухудшение условий торговли и снижение спроса на основные группы экспортных товаров являются ключевыми дисбалансами текущего счета. В структуре импорта сегодня преобладают потребительский и критический импорт (прежде всего, импорт энергоносителей). Если объемы потребительского импорта напрямую зависят от уровня доходов населения и могут сокращаться в кризисные времена, то наличие в структуре значительной части критического импорта требует запаса валютных ресурсов (ВР), особенно в периоды нестабильности. Как видно из табл. 1, МР были недостаточны по этому критерию на конец I кв. 2015 г. Увеличение МР в течение следующих трех месяцев позволяет уже финансировать 2,5 месяца импорта по состоянию на 01.07.2015 г. (для упрощения расчетов использовались не прогнозные значения будущих объемов импорта, а данные по объемам импорта за предыдущий период).

По критерию покрытия краткосрочного долга уровень МР Украины считается критическим. В период до 2014 г. использование этого критерия для украинской экономики ограничивалось особенностью источников кредитования корпоративного сектора и превышало степень оттока капитала. В кризисный период 2008–2009 гг. коэффициент рефинансирования внешних долгов достигал почти 100%. А в период 2010–2013 гг., по данным

Расчет критериев достаточности МР Украины на конец II кв. 2015 г.

Критерий достаточности	Текущее значение	Норма	Достаточный уровень, \$ млрд	Разрыв между текущим <sup>1</sup> и достаточным уровнями, \$ млрд
Критерий покрытия импорта	2,2 мес.	3 мес.	29,9	19,9
Критерий покрытия денежной массы <sup>2</sup>	24,3%	20%	8,2	-1,8 <sup>4</sup>
Критерий покрытия краткосрочного долга	18,0%	100%	55,5	45,5
Критерий МВФ (для плавающего курса) <sup>2,3</sup>	41,4%	100%	24,1	14,1
Критерий МВФ (для фиксированного курса) <sup>2,3</sup>	32,8%	100%	30,4	20,4

**Примечания:** <sup>1</sup> – текущий уровень МР по состоянию на 01.04.2015 г. составлял \$ 9,97 млрд; <sup>2</sup> – при расчете из денежной массы М2 была исключена курсовая разница, возникающая вследствие волатильности валютного курса. Она была рассчитана в соответствии с методологией НБУ [5]; <sup>3</sup> – портфельные инвестиции рассчитываются как разница между суммой ценных бумаг, дающих право на участие в капитале, и долговых ценных бумаг за вычетом ранее исчисленного краткосрочного долга; <sup>4</sup> – знак «-» означает избыток МР по этому критерию.

**Источник:** рассчитано авторами по данным с официального сайта НБУ.

ПБ, коэффициент равнялся в среднем 111% (из них 85% приходилось на банковский сектор и 136% – на реальный). Но ухудшение инвестиционного климата вследствие ведения боевых действий на востоке страны и накопления макроэкономических дисбалансов в 2014 г. – II кв. 2015 г. ограничило привлечение частного сектора как инвестиционных, так и кредитных ресурсов для рефинансирования текущих выплат по предыдущим займам. По данным НБУ, рефинансирование корпоративного сектора по внешним обязательствам в 2014 г. упало до 86% по сравнению с 97% в 2013 г. и 11,2% в 2012 г., а в 2015 г. ожидается дальнейшее его снижение до 82%.

Денежная масса М2 является важным источником оттока валютных резервов Украины. Подобную же роль она играла в Латвии и Литве в период кризиса 2008 – 2009 гг. Но, в отличие от Аргентины (в середине 1990-х годов) и Украины (в 2008 – 2009 гг. и 2014 г.), в Латвии и Литве это было, главным образом, вызвано оттоком иностранного, а не отечественного, капитала. То есть уменьшение показателей денежной массы обуславливалось возвратом кредитов. Экономика же Украины характеризуется повышенным уровнем долларизации, поэтому кризисные явления и инфляционно-девальвационные ожидания населения являются весомым фактором, стимулирующим конвертацию гривны в иностранную валюту, увеличивая спрос на валютные ресурсы. В то же время пример Южной Кореи во времена глобального финансового кризиса показал, что, даже имея большие объемы накопленных МР, невозможно остановить обесценивание национальной валюты, когда отсутствует доверие к рынку [6, с. 19]. В конце I кв. 2015 г. МР Украины находились на достаточном уровне и покрывали 24,5% денежной массы М2, а по состоянию на 01.06.2015 г. – 22,5%. Такое увеличение по сравнению с концом 2014 г., когда МР покрывали лишь 12,7%, было вызвано не столько ростом МР, сколько сокращением денежной массы в долларовом эквиваленте (гривня девальвовала за период с января по май 2015 г. на 133%).

Расчет критерия МВФ был сделан как для фиксированного, так и для гибкого валютного курса, поскольку, несмотря на заявленный переход к гибкому курсообразованию, режим валютного курса Украины нельзя

считать плавающим из-за действия административных мер регулирования валютного рынка. Как видим, по обоим критериям МР недостаточны. МВФ прогнозирует увеличение МР до \$ 18,3 млрд (или 66% критерия) [7]. Данный критерий, на наш взгляд, требует модификации по уточнению весовых коэффициентов для учета особенностей украинской экономики и включения импортной составляющей, что будет предметом наших дальнейших исследований.

Для определения основных источников пополнения МР проанализируем данные ПБ страны. Начиная с 2006 г., источником притока ВР в страну стал финансовый счет ПБ. За счет этих валютных поступлений финансировался дефицит текущего счета и накапливались МР. Причем дефицит текущего счета не покрывался притоком прямых иностранных инвестиций уже в 2008 г. и 2011 – 2014 гг. (в годовом измерении). Исключением были 2009 – 2010 гг., что было связано с сокращением внутреннего спроса и девальвацией гривны и, как следствие, уменьшением денежной массы, а также объемов импорта. В результате этого состояние текущего счета Украины улучшилось.

Накопившиеся проблемы ПБ проявились уже в 2008 – 2009 гг., не были решены и особенно обострились в 2014 г., что сопровождалось политическим, экономическим и социальным кризисами. По данным ПБ, на фоне всеохватывающего кризиса и девальвации гривны в 2014 г. наблюдался значительный отток по портфельным инвестициям (\$2,7 млрд), другим иностранным инвестициям (\$5,6 млрд). Из-за ухудшения инвестиционного климата и инфляционно-девальвационных рисков рассчитывать в ближайшее время на приток инвестиционного и кредитного капитала особо не стоит.

Проанализируем основные уроки кризиса 2008 – 2009 гг. относительно политики накопления и сохранения МР в странах с формирующимся рынком. Для сравнения выберем несколько стран – новые члены ЕС из Центральной и Восточной Европы (СЕЕ8 – Болгария, Чехия, Эстония, Латвия, Литва, Венгрия, Польша, Румыния), а также Беларусь. Все эти

страны накануне кризиса в течение 2000–2007 гг. имели значительный дефицит текущего счета (кроме Беларуси в 2005 г.), который был вызван, прежде всего, дефицитом торгового баланса (кроме Чехии), образованным в результате увеличения инвестиционного и критического импорта. Падение объемов валовых МР среди стран выборки в течение 2008–2009 гг. было в диапазоне 13–40% по отношению к уровню резервов на конец II кв. 2008 г. Наибольшее падение резервов наблюдалось в I или II кварталах 2009 г. Исключением стали Венгрия и Чехия, где МР в течение кризиса только росли. Увеличение МР в странах выборки было вызвано:

1. Предоставлением МВФ официальной международной помощи Венгрии, Латвии, Румынии и Беларуси.
2. Польше была предоставлена гибкая кредитная линия МВФ, что способствовало улучшению имиджа страны на финансовых рынках во время кризиса.
3. Введением «Венской инициативы». Пролонгация долгов дочерних компаний крупных материнских банков, действующих в регионе стран СЕЕ8, позволила избежать стремительного сокращения доли заемных средств.
4. В течение кризиса ЦБ стран выборки заключали соглашения о предоставлении своп-линий с другими ЦБ. Среди стран, получивших помощь МВФ, соглашения о своп-линии были заключены между ЦБ Латвии и ЦБ Дании и Швеции, между ЦБ Венгрии и Европейским ЦБ, ЦБ Беларуси и Народным банком Китая. Также соглашения о предоставлении своп-линий были заключены между ЦБ Швеции и Эстонии, Европейским ЦБ и Польшей. Тогда как Чехия, Болгария и Литва в течение кризиса не заключали соглашения о своп-линиях [8].
5. Дополнительной поддержкой от ЕС и других международных институтов. В Белоруссии – поддержкой России.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что, поскольку сегодня Украина не имеет возможности выходить на внешние рынки заимствований, единственным источником притока внешних ВР, необходимых для финансирования дефицита ПБ, является финансовая помощь МВФ и других официальных кредиторов, финансирование которыми предусмотрено программой сотрудничества с МВФ. Среди основных преимуществ сотрудничества Украины с МВФ можно назвать низкую стоимость пользования средствами и создание положительного имиджа страны. Но основным недостатком программ МВФ считается то, что они направлены на сокращение внутреннего спроса. И хотя политика фискальной девальвации в краткосрочном периоде может дать результаты, в средне- и долгосрочном периодах она не приведет к стимулированию экономического роста. Особенно следует отметить, что снижение расходов в сферах деятельности, связанных с развитием научно-технического прогресса или развития инфраструктуры, может вызвать долгосрочные негативные последствия для страны. Для борьбы с кризисом 2008–2009 гг. азиатские страны пошли на увеличение внутреннего спроса за счет дополнительного вливания ресурсов не в банки, а в новые крупные инвестицион-

ные проекты в реальном секторе экономики. Поэтому главное, чтобы полученная помощь от международных институтов стала одним из основных источников проведения структурных реформ, а сами реформы – локомотивом повышения внутреннего спроса и поддержки экономического роста.

Для сохранения МР сегодня НБУ использует различные валютные ограничения. Но проведенный анализ также свидетельствует, что для сохранения МР необходимо расширение связей с другими странами для заключения своп-соглашений. Для Украины это могут быть среднесрочные своп-линии между НБУ и ЦБ стран – импортеров украинской продукции. На данный момент НБУ заключил новое соглашение о свопе с Народным банком Китая сроком на 3 года для валют китайский юань / гривня. Это положительный шаг со стороны НБУ, что позволит уменьшить давление на валютный курс со стороны импортеров.

Положительными последствиями заключения своп-соглашения с Китаем можно назвать: экономии долларовых ресурсов, в которых идет расчет за китайский импорт; стимулирование товарооборота между двумя странами; появление дополнительного источника финансирования инвестиционных проектов; улучшение взаимосвязей между странами (политических, торговых отношений). Но в свопе используется не валюта международных расчетов, а гривня, что свидетельствует о значительных инфляционных и девальвационных рисках со стороны Китая. Поэтому можно сделать вывод, что на данный момент речь идет об одностороннем предоставлении использования юаневых ресурсов. Использование гривневых средств в Китае возможно только экспортерами украинских товаров. Но, по данным ПБ, в 2014 г. экспортировано товаров в Китай в два раза меньше, чем импортировано (экспорт – \$2,7 млрд, импорт – \$5,4 млрд). И если доля Китая в общем товарообороте Украины составляет 6,9% (на первом месте по объему товарооборота остается Российская Федерация (19,3%)), то доля Украины в товарообороте Китая – только 0,27%. Поэтому можно сделать вывод, что заключенное соглашение – это лишь форма финансовой поддержки Китаем Украины в сложных экономических условиях.

Среди внутренних источников ВР можно рассматривать валюту и депозиты небанковского сектора экономики, составляющие, по данным международной инвестиционной позиции, на 01.04.2015 г. \$92,2 млрд. Это мощный неиспользованный ресурс для экономики страны, привлечение которого могло бы стать движущей силой экономического роста Украины. Однако это осложняется недоверием к правительству и банковской системе, значительными девальвационными и инфляционными рисками.

## ВЫВОДЫ

Украина как открытая экономика «сырьевого» типа характеризуется высокой степенью перенесения изменений обменного курса на внутренние цены. В кризис развертывание инфляционно-девальвационной спирали

провоцирует недоверие населения и субъектов реального сектора экономики к национальной валюте, банковскому сектору, политике правительства и НБУ, усиливает дисбалансы на внутреннем валютном рынке и, соответственно, приводит к сокращению МР вследствие интервенций ЦБ. По состоянию на 01.04.2015 г. МР Украины являются недостаточными по всем рассмотренным критериям, кроме критерия покрытия денежной массы, что вызвано не столько ростом МР, сколько сокращением денежной массы в долларовом эквиваленте. Поэтому, прежде всего, для притока внешних валютных ресурсов в страну и привлечения внутренних необходимо вернуть доверие населения к действиям правительства и НБУ. Это можно сделать за счет эффективного использования полученных от международных кредиторов средств, успешного проведения реформ и борьбы с коррупцией. ■

#### ЛИТЕРАТУРА

1. **Aizenman, J.** Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia, the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance / J. Aizenman, H. Genberg // IMF IEO Background Paper. – 12/01 – Washington: International Monetary Fund, 2012.
2. **Antal, J.** Foreign reserve strategies for emerging Economies – before and after the crisis / J. Antal, A. Gereben // MNB Bulletin, 2011. – p. 19.
3. Assessing Reserve Adequacy / Approved by R. Moghadam, J. D. Ostry, R. Sheehy // IMF, February 14, 2011. – 49 p.
4. **Jeanne O.** The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications / O. Jeanne, R. Rancière // IMF Working Paper. – 06/229. – Washington: International Monetary Fund, 2006. – p. 35.
5. Методологічний коментар до Статистичного бюлетеня / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51441>
6. **Aizenman, J.** International reserves and swaplines: substitutes or complements? / J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park //

National Bureau of Economic Research. – Working Paper 15804, March, 2010. – 31 p.

7. Ukraine: Request for extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of stand-by arrangement – Staff Report / IMF Country Report No. 15/69 // International Monetary Fund Washington, D.C., March 2015 [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>

8. **Allen W. A.** Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9 / W. A. Allen, R. Moessner // BIS Working Papers. – No 310, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, May 2010. – p. 89.

#### REFERENCES

Aizenman, J., and Genberg, H. "Research on the Demand for International Reserves: Developments in Academia, the Contribution of IMF Researchers, and Influence on IMF Surveillance". *IMF IEO Background Paper*, no. 12/01 (2012).

Antal, J., and Gereben, A. "Foreign reserve strategies for emerging Economies – before and after the crisis". *MNB Bulletin* (2011): 19.

Aizenman, J., Jinjarak, Y., and Park, D. "International reserves and swaplines: substitutes or complements?". *National Bureau of Economic Research. Working Paper*, no. 15804 (2010).

Allen, W. A., and Moessner, R. "Central bank co-operation and international liquidity in the financial crisis of 2008-9". *BIS Working Papers*, no. 310 (2010): 89-.

Jeanne, O., and Ranciere, R. "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications". *IMF Working Paper*, no. 06/229 (2006): 35-.

Moghadam, R., Ostry, J. D., and Sheehy, R. "Assessing Reserve Adequacy". *IMF* (2011): 49.

"Metodolohichniy komentar do Statystychnoho biuletenu" [Methodological notes to the Statistical Bulletin]. Nationalnyi bank Ukrainy. <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=51441>

"Ukraine: Request for extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of stand-by arrangement – Staff Report". <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1569.pdf>