

# ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ ВАЛЮТНОЇ СТРУКТУРИ ЗОЛОВОВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ НБУ

*О.В. Ніколенко, Національний банк України*

Надзвичайно високі вимоги Національного банку України до захищеності та ліквідності золотовалютного резерву обумовлюють особливі вимоги до іноземних валют (резервних валют), з яких складатиметься резерв.

На законодавчому рівні в Україні визначена така структура золотовалютних резервів:

- монетарне золото;
- спеціальні права запозичення;
- резервна позиція в МВФ;
- іноземна валюта у вигляді банкнот та монет або кошти на рахунках за кордоном;
- цінні папери (крім акцій), що оплачуються в іноземній валюті;
- будь-які інші міжнародно визнані резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності [1].

Вищенаведена структура в принципі є загальноприйнятою в практиці центральних банків світу і закріплена в документах Міжнародного валютного фонду, зокрема, в Посібнику зі складання платіжного балансу. Разом з тим, з економічної точки зору, подібна структура має певні недоліки, оскільки в одному переліку знаходяться елементи, що являють собою валюти в широкому розумінні (СПЗ тощо), та складові, що являють собою фінансові інструменти (цінні папери). Задача аналізу структури золотовалютних резервів є *дворівневою*, перший рівень якої складає валютна структура (в цій статті монетарне золото розглядається як іноземна валюта в широкому розумінні), а другий рівень – інвестиційна структура. На наш погляд, переважний вплив на вартість золотовалютних резервів справляє саме валютна структура золотовалютного резерву.

З початку 1970-х років валютна структура золотовалютних резервів зазнала серйозних змін, які відображають еволюцію розвитку світової валютної системи, зміни в конкурентоспроможності провідних національних економік, стан фінансових ринків тощо (табл. 1).

*Таблиця 1*

**Валютна структура світових золотовалютних резервів, %\***

Валюта	За даними МВФ (1970 р.) [4]	За даними МВФ (2001 р.)	За даними опитування центральних банків (2002 р.) [5]
Долар США	77,2	68,3	57
Євро	3**	13	29
Англійський фунт	10,4	4	5
Швейцарський франк	0,7	0,7	1
Японська ієна	н/д	4,9	3
Інші ВКВ	8,7	9	4

\* без урахування золота;

\*\* питома вага німецької марки та французького франка

З економіко-статистичної точки зору, найбільш вагомим фактором, який визначає питому вагу іноземної валюти у складі світових золотовалютних резервів, є частка країни-емітента у світовому ВВП. Збільшення цієї частки на 1 % призводить до зростання питомої ваги відповідної валюти у структурі резервів в середньому на 0,8 %. Збільшення частки у світовій торгівлі країни-емітента резервної валюти на 1 % має дещо менший ефект на її питому вагу у валютній структурі резервів, і дорівнює приблизно 0,5 %. Дослідження кореляційних зв'язків між обсягом авуарів у золоті та іншими факторами виявили існування такої залежності: країни, які тим чи іншим чином прив'язують свої валюти до долара США, або зовнішній борг яких деномінований переважно в доларах США, мають найбільші золоті запаси [3].

Відповідно до опитування, проведеного Міжнародним валютним фондом, близько 85 % респондентів-центрального банків мають в тому або іншому вигляді офіційно встановлену нормативну валютну структуру золотовалютних резервів, та близько 90 % респондентів регулярно здійснюють моніторинг валютної структури.

Враховуючи нагальну необхідність нагромадження золотовалютних резервів, що постала у перші роки набуття незалежності України, Національний банк не здійснював активне управління валютною структурою золотовалютних резервів, що формувалася шляхом купівлі іноземної валюти на валютному ринку або надходження кредитних коштів. Так, на першому етапі створення золотовалютних резервів НБУ (1992 р.) була встановлена наступна нормативна валютна структура золотовалютних резервів: долар США – 40 %, німецька марка – 20 %, екію – 20 %, інші валюти – 15 %, золото – 5 % [2].

Починаючи з середини 1999 р., Правління Національного банку України періодично (двічі на рік) переглядає нормативну валютну структуру золотовалютного резерву НБУ, яка слугує інвестиційним еталоном для фактичної структури золотовалютних резервів (рис. 1).

Основними факторами, що впливають на нормативну валютну структуру золотовалютного резерву, є:

1. Важливість тієї або іншої валюти для фінансової системи України та виконуваних Національним банком України функцій.

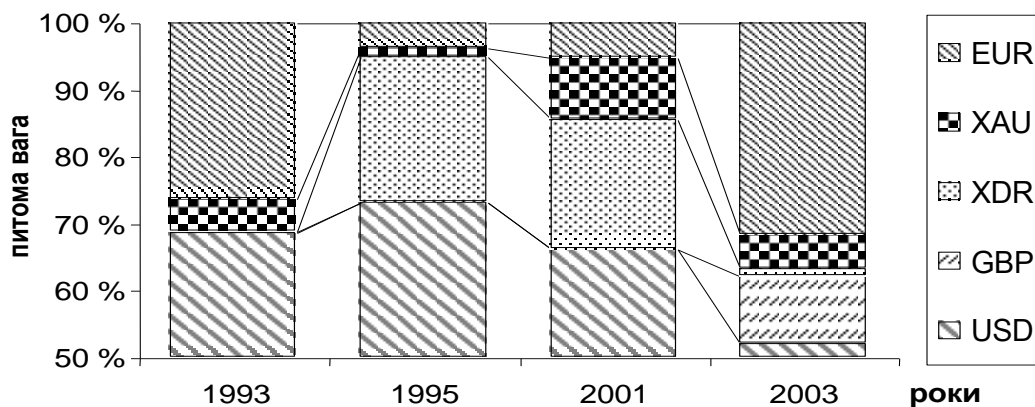
Валютна структура платежів з обслуговування поточного рахунка платіжного балансу України за січень-травень 2003 року становила: долар США – 72,9 %, російський рубль – 14,9 %, євро – 10,9 %.

2. Валютна структура платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу України.

Прогнозна валютна структура платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу у 2003 році становила (в дужках дані за 2004 рік): долар США – 63 % (60 %), євро – 24,2 % (22 %), СПЗ – 13 % (16,9 %).

3. Фундаментальні (стан економіки країни-емітента відповідної резервної валюти, перспективи розвитку) та кон'юнктурні фактори (динаміка курсу відповідної резервної валюти, процентні ставки, прогноз). Падіння

курсу долара США до інших резервних валют та відносно більші процентні ставки по останнім обумовили суттєве зростання питомої ваги євро та англійського фунту стерлінгів у структурі ЗВР у 2001-2003 рр. за рахунок долара США та швейцарського франка. До кінця року більшість учасників ринку прогнозують коливання курсу євро до долара США в межах 1,15-1,25.



**Рис. 1. Фактична валютна структура золотовалютного резерву НБУ, 1993-2003 рр.**

Основною резервною валютою для Національного банку України є долар США. Так, тільки за 2002 рік обсяг валютних інтервенцій Національного банку України у доларах США становив близько 2,3 млрд. дол. США, або більш ніж 65 % загального обсягу валютних інтервенцій. На другому місці було євро (0,7 млрд. дол. США), на третьому – швейцарський франк (0,3 млрд. дол. США), на четвертому – англійський фунт стерлінгів (0,2 млрд. дол. США). Відповідно, під час активного здійснення інтервенційних операцій питома вага долара США суттєво збільшується в період купівлі іноземної валюти Національним банком України та зменшується в період продажу іноземної валюти. Особливо яскраво цей процес можна було спостерігати протягом кризи 1998 р., коли питома вага долара США в золотовалютних резервах скоротилася з 70 % на початку року до 48 % станом на 30.09.1998 р.

Не менш важливим є вплив трансакційного мотиву на валютну структуру золотовалютних резервів, особливо в момент отримання великих надходжень від зовнішніх позик або здійснення платежів по їх обслуговуванню. Діюча модель взаємовідносин між Національним банком України та Міністерством фінансів України передбачає практично повний продаж іноземної валюти, що надходить в Україну в результаті зовнішніх державних запозичень, разом із подальшою купівлею відповідної валюти для обслуговування зовнішнього боргу. Так, протягом 1995-1999 рр. Європейський Союз надавав Україні позики в євровалютах, Міжнародний валютний фонд з 1994 р. кредитує Україну в СПЗ, що є кошиком з 4 іноземних валют, Ексімбанк Японії, за дорученням її уряду, кредитував Україну в японських ієнах.

Аналіз валютних грошових потоків Національного банку України в період з 1995 по 2002 р показав, що питома вага доларів США як в надходженнях до золотовалютних резервів НБУ, так і в витратах, складає домінуючу величину: відповідно, від 69,4 до 89,6 % та від 56,9 до 92 %.

На другому місці знаходиться єдина європейська валюта – євро, і на останньому – японська ієна та інші валюти, зокрема швейцарський франк. Враховуючи реальний стан справ з валютною структурою грошових потоків, в Національному банку продовжується процес диверсифікації валютної структури золотовалютних резервів, зокрема, уточнення ролі долара США та монетарного золота у складі золотовалютних резервів НБУ.

Привабливість золота як одного з видів активів у складі золотовалютних резервів з початку 90-х років знижувалася разом із скороченням темпів інфляції, проведенням інституційних реформ, набуттям центральними банками незалежності, підвищенням впевненості широкого кола інвесторів в успішності та надійності антиінфляційної політики. Підвищена увага центральних банків до управління ризиками та дохідності по золотовалютних резервах, практично не залишила золоту місця з інвестиційної точки зору у складі резервів. Внаслідок різкого збільшення пропозиції ціна на золото впала до свого мінімального значення за 20 років, та досягла 255 дол. США за одну тройську унцію в середині 2000 р. Багато центральних банків повністю відмовились від золота, продавши його на міжнародних ринках. Разом з тим, деякі країни продовжують здійснювати консервативну політику по відношенню до авуарів у золоті. Наприклад, США та Італія нині утримують майже половину своїх золотовалютних резервів у золотій формі. Більш того, обсяг золота в резервах країн-членів Міжнародного валютного фонду залишається стабільним. Це стосується і індустріально розвинутих країн, і країн, що розвиваються, міжнародних кредиторів і боржників.

Із загальноекономічної точки зору, золото продовжує залишатись ідеальним активом для центральних банків, оскільки при повному колапсі світової валютної системи золото збереже свою цінність, на відміну від валют. Терористичні атаки радикальних мусульманських угруповань, військові операції в Афганістані, Іраку, напружена ситуація на Близькому Сході, в Ірані, Північній Кореї не можуть не впливати на ціну найнадійнішого фінансового активу у світі: в листопаді 2003 р. ціна золота досягла своєї максимальної величини за останні 7 років – 400 дол./тр. унцію.

Україна до сьогоденішнього моменту не має розвинутої золотодобувної галузі, тому основними шляхами поповнення золотовалютного резерву НБУ монетарним золотом є його купівля на світових фінансових ринках за вільноконвертовану валюту або купівля брухту золота з його подальшим доведенням (афінажем) до якості монетарного металу. Термін “монетарне золото” застосовується Міжнародним валютним фондом для відокремлення ліквідних запасів золота центральних банків, призначеного для виконання їх основних функцій від золота українських комерційних банків, яке звичайно менш ліквідне та орієнтоване на роздрібний ринок. Основними факторами, що обумовлюють ліквідність монетарного золота, є місцезнаходження металу та відповідність золотих злитків стандартам, встановленим Лондонською асоціацією учасників ринків дорогоцінних металів (англ. LBMA – London Bullion Market Association).

Підсумовуючи вищесказане, можна зазначити, що проблема визначення валютної структури золотовалютного резерву НБУ досить складна та неоднозначна. По-перше, при визначенні оптимальної валютної структури вирішальний вплив справляє специфіка Національного банку України як гаранта стабільності національної грошової одиниці. По-друге, валютний ризик нині є одним із найбільш небезпечних видів ризику для Національного банку України. У зв'язку з цим необхідно контролювати валютний ризик, в тому числі шляхом використання нормативної валютної структури золотовалютних резервів. По-третє, оптимальна нормативна валютна структура золотовалютного резерву має забезпечувати високий рівень захищеності, ліквідності, дохідності золотовалютного резерву та стабільну міжнародну купівельну спроможність золотовалютного резерву при коливанні курсів резервних валют і цін монетарного золота.

### *Список літератури*

1. Закон України “Про Національний банк України” № 679-XIV від 20.05.1999 р. // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1999. – Вип. 7. – С. 3-23.
2. Грошово-кредитна політика в Україні / В.С. Стельмах, А.О. Єпіфанов, Н.І. Гребеник, В.І. Міщенко / За ред. д-ра екон. наук, проф. В.І. Міщенка. – К.: “Знання”, 2000. – 306 с.
3. Лупін О.Б. Управління золотовалютними резервами Національного банку України: Дис... канд. екон. наук: 08.04.01. – К., 2002. – 234 с.
4. IMF Annual Report. – Washington D.C.: IMF. – 1999.
5. Pringle R., Weller B. Reserve Management and the International Financial System. – London: Central Banking Publications, 2000. – 71 p.