

Журавка, Ф. О. Проблемні аспекти вибору резервної валюти при формуванні та управлінні золотовалютними резервами: світові тенденції та Україна [Текст] / Ф. О. Журавка // Вісник СевДТУ : зб. наук. праць. – Севастополь, 2008. – Вип. 92. - С. 72–77

УДК 336.74

ПРОБЛЕМНІ АСПЕКТИ ВИБОРУ РЕЗЕРВНОЇ ВАЛЮТИ ПРИ ФОРМУВАННІ ТА УПРАВЛІННІ ЗОЛОТОВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ: СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА УКРАЇНА

У статті досліджено проблемні аспекти формування оптимальної структури золотовалютних резервів країни в умовах глобальної економічної нестабільності з метою вибору резервної валюти.

Ключові слова: резервна валюта, валютний курс, валютна політика, центральний банк, золотовалютні резерви, диверсифікація золотовалютних резервів, долар США, євро, Національний банк України.

Постановка проблеми. В умовах трансформації економічних та соціальних процесів в Україні, формування та розвитку банківської системи винятково важливого значення набуває посилення ролі центрального банку країни як провідника грошово-кредитної політики. Виконання основної функції Національного банку України – забезпечення стабільності національної валюти – зумовлює об'єктивну потребу в наявності золотовалютних резервів та управління ними.

Формування та управління золотовалютними резервами країни є органічною складовою діяльності центрального банку, що безпосередньо впливає на можливості ефективного використання ним основних інструментів валютного регулювання, зокрема, таких, як девізна політика, встановлення режиму валютного курсу, регулювання сальдо платіжного балансу тощо. Необхідним елементом валютної політики, пов'язаної з формуванням та управлінням офіційними золотовалютними резервами країни, є визначення їх оптимальної структури.

Актуальність цього питання особливо підвищується у зв'язку з останніми тенденціями розвитку провідних світових економік, нестабільністю фінансових ринків, значною волатильністю валютних курсів, що змушує центральні банки диверсифікувати свої золотовалютні резерви і ставить проблему вибору резервної валюти.

Аналіз публікацій. Вагомий внесок у розробку проблем формування оптимальної структури офіційних золотовалютних резервів зробили відомі зарубіжні вчені-економісти: І. Балабанов, С. Брейді, Д. Вільямсон, А. Грінспен, В. Дюйзенберг, С. Едвардс, Т. Леттер, К. Матсуяма, І. Носкова, М. Пebro, Д. Сінкі, В. Сміт, Д. Френзель та інші.

У вітчизняній літературі дана проблема знайшла своє віддзеркалення лише наприкінці 90-х років 20 століття і є актуальною на сьогодні. Окремі її аспекти були досліджені у працях С. Боринця, А. Гальчинського, О. Дзюблюка, О. Лупіна, А. Мороза, М. Савлука, В. Стельмаха, В. Ющенко та інших.

Метою статті є дослідження проблемних аспектів формування оптимальної структури золотовалютних резервів і вибору резервної валюти.

Виклад основного матеріалу. Проблема формування та управління золотовалютними резервами є новою для незалежної України. За часів Радянського Союзу управління золотовалютними резервами здійснювалося централізовано Державним банком СРСР та Зовнішекономбанком СРСР. Таким чином, Національний банк України самостійно, практично «з нуля» почав формувати механізм формування й управління своїми міжнародними резервами. Нині постала необхідність 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. Одним з найбільш важливих проблемних моментів є формування структури резервних активів держави [3].

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.

У структурі офіційних золотовалютних резервів більшості країн домінують запаси іноземної валюти, 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 валютних резервів є одним із головних завдань валютної політики центрального банку.

Резервна валюта (reserve currency) – це валюта країни, в якій центральні банки інших 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 крайню обмеженість кола резервних валют.

Сьогодні основними валютами, що виконують роль резервних, виступають:

- долар США;
- євро;
- японська єна;
- англійський фунт стерлінгів;
- швейцарський франк.

У зв'язку з цим уточнюючим (більш вузьким) терміном, що визначає резервну валюту, є ще поняття ключової валюти.

Ключові валюти (vehicle currency) – це національні кредитні гроші провідних розвинутих країн світу, що використовуються у міжнародному обороті. Таке використання валюти, зокрема, 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 [1].

Зазначені умови не завжди діють у комплексі (як для долара США та євро) для всіх валют. Наприклад, швейцарський франк не є валютою зовнішньоторгових операцій, однак використовується як резервна валюта, оскільки швейцарські банки мобілізують значні грошові кошти і забезпечують надійне розміщення капіталу. 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.

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 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.

Долар США є головною резервною валютою впродовж усього післявоєнного періоду (протягом 1945-1980-х рр.). Лише після створення у 1979 р. країнами ЄС Європейської валютної системи із механізмом спільного плавання європейських валют на міжнародному валютному ринку з'являється друга ключова валюта – німецька марка. Однак її частка у міжнародних операціях не перевищувала 30% . Запровадження євро суттєво не змінило розстановку сил між ключовими валютами. Згідно з дослідженнями Банку міжнародних розрахунків, що проводиться раз на три роки і присвячені використанню валют в операціях на світових валютних ринках, частка долара США у валютообмінних 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 доларах здійснюється основна частка розрахунків за енергоносії і передусім за нафтопродукти. Зростання попиту на них, зумовлене тенденціями зростання світової економіки, автоматично означає збільшення попиту на долари, а відтак і зміцнення курсу цієї валюти. Крім того, долар США обслуговує не лише ринок нафти, 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

новітніх технологічних принципів, забезпечили собі по суті недосяжне лідерство у цій галузі [1, 5].

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. Однак тенденції останніх років свідчать про девальвацію американського долара. Цьому сприяє ціла низка різних факторів, в першу чергу, економічних.

Зокрема, станом на грудень 2007 року 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 і без того гігантського дефіциту платіжного балансу. У 2006 р. він склав близько 6% ВВП, а у 2007 р. має зрости до 6,5% ВВП, переступивши ще далі за кризову, за мірками МВФ, межу (5% ВВП). Фактично такий показник дефіциту платіжного балансу означає, що Сполучені Штати щорічно протягом останніх років споживають на 6-6,5% більше, ніж виробляють, що в абсолютних цифрах становить майже 800 млрд. доларів

Якщо подивитися на поточний платіжний баланс США, то єдиним «сильним» експортним рядком у ньому є літакобудування. ВВП країни росте винятково за рахунок досить волатильних і хитких доходів фінансового сектора економіки.

У сформованій ситуації головним експортним товаром Америки став долар.

Постійний експорт доларів змусив США вдатися до їх прискореної емісії. Причому якщо зростання звичайної грошової емісії (що виражається

агрегатом М1) ще перебуває в рамках пристойності, то вибухове збільшення кредитної емісії (що виражається агрегатом М3) викликає серйозні занепокоєння економістів (табл. 1). Як результат – зростання інфляції не тільки у США, але й у всій світовій фінансовій системі, що абсорбує долари.

Таблиця 1

Співвідношення грошової маси та золотовалютних резервів
у деяких країнах станом на 1 січня 2007 р. [6]

Країна	Показник		
	Грошова маса (М1), млрд. дол. США	Обсяг золотовалютних резервів, млрд. дол. США	Співвідношення між грошовою масою та валютними резервами
1. США	1385	54	25,7
2. Німеччина	1205	46	26,2
3. Японія	3603	834	4,3
4. Канада	177	33	5,4
5. Австралія	218	47	4,6
6. Бразилія	70	76	0,9
7. Південна Корея	92	235	0,4
8. Україна	24	22	1,1

Дотепер основні торговельні партнери Сполучених Штатів та інші країни обмінювали частину одержаних експортних доларів на казначейські зобов'язання (облігації) уряду США, так звані Treasury bonds. Ці країни накопичили значні золотовалютні резерви, переважно також у доларах і доларових цінних паперах. Станом на 1 січня 2008 р. у трійка «лідерів» мала наступний вигляд:

- Китай – 1,434 трлн. дол. США;
- Японія – 945,6 млрд. американських доларів;
- Росія – 455,8 млрд. доларів.

Далі йдуть Тайвань, Південна Корея, Індія та Гонконг.

Всі ці країни, що фінансували дефіцит платіжного балансу США, фактично були основними спонсорами американського буму на ринку нерухомості останніх років, що закінчився масштабною іпотечною кризою.

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 по усьому світі є значно більша сума – 10-11 трлн. «Розпорошеність» цієї суми між дрібними власниками призводить до повільного та поступового позбавляння 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 за обсягом золотовалютних резервів Росія станом на початок 2008 р. тримає 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 зараз серйозно вивчає це питання, внаслідок чого може відбутися і 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 намір скоротити частку долара у своїх міжнародних резервах.

Як уже зазначалося, рекордний показник золотовалютних резервів на початок 2008 р. належить Китаю (1,434 трлн. доларів США), причому вони збільшуються зі швидкістю приблизно 18 млрд. доларів на місяць, а відповідно до оцінки фахівців МВФ, до 2010 року вони повинні подвоїтися. Однак китайські чиновники досить обережно заявляють про можливість диверсифікації своїх резервів. Якщо Китай почне інтенсивно розпродавати американські долари, то тим самим він девальвує власні міжнародні активи.

З іншого боку, неясні довгострокові перспективи американської валюти все-таки змушують центробанки удаватися до дуже поступової та обережної диверсифікації. За даними Міжнародного валютного фонду та Європейського центрального банку з 2000 по 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. Індекс вартості долара щодо кошика валют з євро, японської ени, 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 ену 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 дуже малоімовірний поки варіант можливий при масштабному одноразовому продажі доларів одним з великих валютних гравців – тим чи іншим центральним банком. І хоча великим власникам доларів його знецінення не вигідно, цей крок теоретично може бути зроблений виходячи з політичних міркувань. Незважаючи на всі ці тяжкі проблеми американської валюти, є фактори і на користь долара. Так, крім політичної та економічної обмеженості для маневру центробанків, завдання позбування від долара додатково ускладнюється також відсутністю гідної альтернативи [2].

Головним серйозним конкурентом долара США як резервної валюти нині може бути лише євро. Це пов'язано 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 значно вища, 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 навіть попри незначну тенденцію підвищення останніх років, що визначається зміцненням міжнародних позицій британської економіки, все одно залишається незначною і навіть меншою за японську єну. Тому з долларом США нині конкурує, головним чином, не єна або фунт стерлінгів, а євро. Однак його різка та істотна ревальвація щодо долара надзвичайно не вигідна європейським експортерам, що певною мірою є стримуючим чинником для використання євро у якості головної світової резервної валюти [1].

Щодо Національного банку України, то нині основна частка в структурі офіційних золотовалютних резервів належить активам у

американських доларах. Однак зрозуміло, що після запровадження 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 (рис. 1).

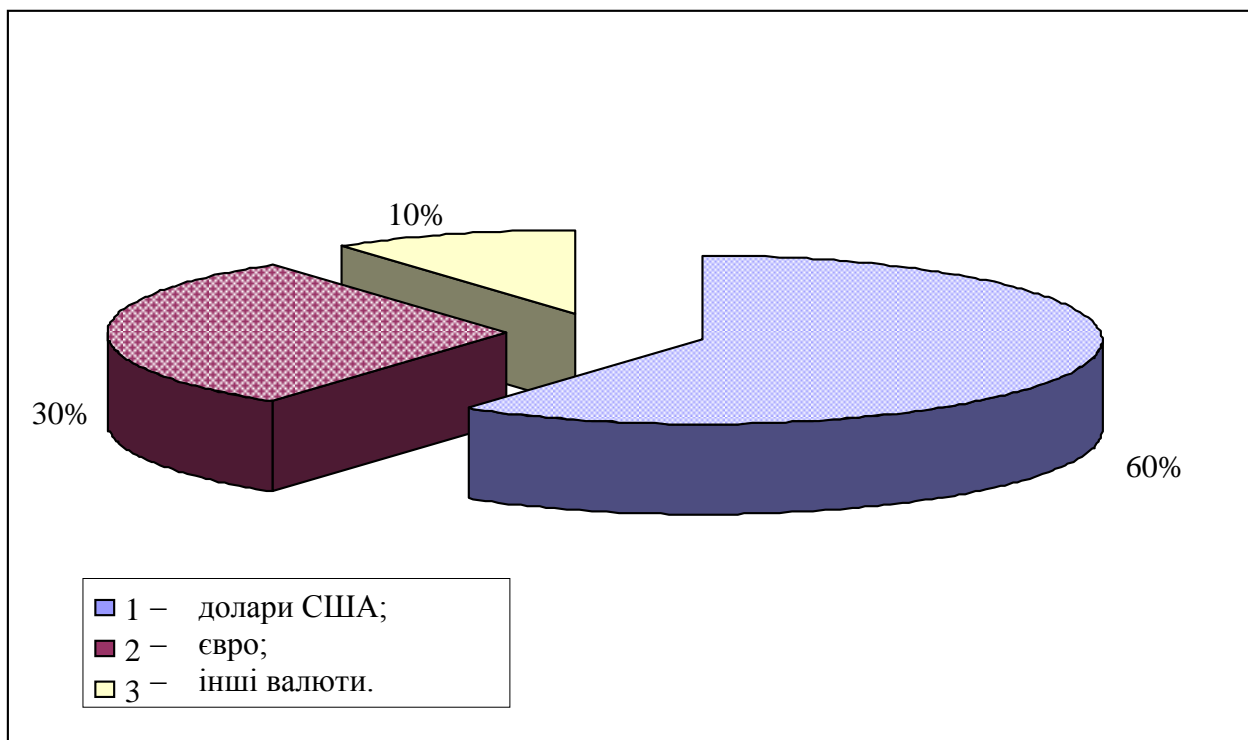


Рис. 1. Приблизна структура валютного компоненту золотовалютних резервів НБУ станом на 01.01.2008.

Отже станом на 1 січня 2008 р. орієнтовна структура золотовалютних резервів НБУ за видами валют мала наступний вигляд:

- долар США – близько 60% (оскільки 75-80% усіх зовнішньоекономічних розрахунків в Україні здійснюється саме у американських доларах);
- євро – близько 30%;
- інші валюти (англійський фунт стерлінгів, швейцарський франк та золото) – близько 10%.

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 НБУ продає долари США і купує замість них інші валюти – євро, англійські фунти стерлінгів, швейцарські франки. Водночас важливим завданням НБУ під час здійснення цих операцій є підтримання постійної вартості офіційних валютних резервів, щоб не допустити її зниження внаслідок значних коливань обмінного курсу долара США на світових валютних ринках. Це завдання вирішується через встановлення збалансованої валютної структури золотовалютних резервів [4].

Щодо найближчих перспектив, то Національний банк України поки що не має наміру негайно змінювати валютну структуру своїх золотовалютних резервів, яка, в першу чергу, залежить від місця валюти у міжнародних розрахунках країни, зовнішньоторговельного сальдо країни та основних держав-контрагентів. «Поки частка американського долара в золотовалютних резервах залишається величезною, хоча робота в напрямку зменшення його питомої ваги, – за словами Голови НБУ Володимира Стельмаха, – уже ведеться».

У той же час пан Стельмах не приховує, що в перспективі можливе збільшення частки китайських юанів, японських єн та інших валют у структурі офіційних резервів, залежно від формування структури зовнішньої торгівлі.

До речі, деякі фахівці всерйоз говорять про доцільність формування частини золотовалютних резервів НБУ в російських рублях. «Зараз 80% всіх міжнародних розрахунків України відбуваються в доларах, саме тому золотовалютні резерви сформовані в доларах США. Якщо нас дійсно зобов'язать платити Росії в рублях, ми розглянемо це питання. Але поки основний обсяг розрахунків з Росією здійснюється в доларах, і ніяких інших вказівок від Кабінету Міністрів в нас немає. До того ж у Національному банку є затверджена політика, і ми вдосконалюємо структуру резервів з 2000 року», – говорить перший заступник Голови правління НБУ Анатолій Шаповалов.

За словами Голови Ради НБУ Петра Порошенка стосовно можливої зміни принципів формування золотовалютних резервів НБУ у найближчому майбутньому, то він повідомив, що будь-які зміни щодо формування золотовалютних резервів держави можна проводити лише через внесення змін у чинне законодавство, «адже ні в межах повноважень НБУ, ні Уряду провести такі зміни одноосібно не можливо».

«Хотів би підкреслити, що Національний банк України згідно чинного законодавства продовжуватиме використовувати міжнародно-визнані резервні активи за умови забезпечення їх надійності та ліквідності для забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності національної грошової одиниці. У майбутньому поєднуюватимуться політика підтримання оптимальної структури міжнародних резервів із застосуванням нових фінансових інструментів з метою забезпечення більш ефективного управління цим фінансовим ресурсом», – відзначив Голова Ради НБУ.

Висновки. Таким чином, 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.

Формування належної структури 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.

Список літератури

1. Дзюблюк О.В. Валютна політика: Підручник. – К.: Знання, 2007. – 422 с.
2. Лупін О.Б. Нові фінансові інструменти в управлінні золотовалютними резервами НБУ // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 9: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2004. – С. 24-30.
3. Ніколенко О.В., Лупін О.Б. Реформування системи управління золотовалютними резервами Національного банку України // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 7: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: Мрія-1 ЛТД; УАБС, 2003. – С. 26-31.
4. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України // Вісник НБУ. – 2007. – №6. – С.6-9.
5. Pringle R., Carver N. RBS Reserve Management Trends, 2007 // Central banking publications. – 2007. – 169 p.
6. Sound Practices in the Management of Foreign Exchange Reserves: Approved by International Monetary Fund. – Washington D.C., 2007.

Summary

The article analyzes the problem aspects of formation of the reserve assets structure in the conditions of global economic instability. The problems of key reserve currencies are researched.