Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/08/2009]

Адекватність офіційних резервів в Україні: аналіз та рекомендації

Вероніка Мовчан, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі

Берлін/Київ, листопад 2009 року

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) – провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД - вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, на формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу, на сприяння розвитку економічних та суспільних наук і стимулювання розвитку дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентуються і обговорюються під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
З питань економічних реформ
c/o Berlin Economics
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Тел: +49 30 / 20 61 34 64 0
Факс: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2009 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
© 2009 Німецька консультативна група
Всі права захищені.

Адекватність офіційних резервів в Україні: аналіз та рекомендації

Резюме

У спокійні часи багато хто дивується, навіщо центральні банки, особливо на країнах, ринки яких знаходяться у процесі становлення, утримують великі обсяги офіційних резервів. Основним аргументом є існування (альтернативних) видатків таких накопичень. Проте за часів фінансової кризи вигоди від утримання офіційних резервів стають очевидними. Резерви допомагають абсорбувати зовнішні шоки, що зменшує вірогідність негативних наслідків від їх настання.

Основною метою цієї статті є оцінка рівня адекватності офіційних резервів в Україні. Зробивши огляді відповідної теоретичної та емпіричної літератури, ми обрали три стандартних критерії для такої оцінки: «класичний» критерій покриття імпорту, що базується виключно на зовнішній торгівлі; критерій Гвідотті-Грінспена (*Guidotti-Greenspan*), що приділяє увагу короткостроковим зовнішнім зобов'язанням країни; та критерій Війнхолдса-Каптейна (*Wijnholds-Kapteyn*), який був розроблений з метою включення в розгляд важливого феномена «внутрішньої» втечі капіталу, тобто конвертації резидентами національної валюти в іноземну.

Після пояснення економічного значення обраних критеріїв, ми застосували всі три критерії до України. Станом на кінець другого кварталу 2009 року обсяг офіційних резервів в Україні становив 27,3 млрд. дол. США. Цього достатньо для покриття 5,6 місяців майбутнього імпорту, в той час коли граничне мінімальне значення цього критерію дорівнює 3 місяцям. Проте обсяги резервів є недостатніми для протистояння фінансовим шокам, особливо якщо вони доповнюються внутрішню втечею капіталу. Обидва критерії (Війнхолдса-Каптейна та Гвідотті-Грінспена), що використовуються при визначенні адекватності резервів у цьому випадку, є нижчими за відповідні граничні значення.

Щоб краще протистояти зовнішнім шокам, Україна має розв'язати проблеми як з боку попиту, так і з боку пропозиції офіційних резервів. Зі сторони пропозиції, Україна безперечно потребує більше резервів. Продовження співпраці з МВФ та отримання четвертого та наступних траншів мають критичне значення для України. Що стосується економічних заходів, для збільшення резервів влада має проводити агресивнішу політику щодо проведення структурних реформ, залучення ПІІ, приватизації та сприяння експорту.

Зі сторони попиту, НБУ має проводити чітку монетарну політику, спрямовану на скорочення пропозиції грошей, таким чином стримуючи внутрішню втечу капіталу. Також, структурні реформи поряд з стабілізацією макроекономічної ситуації мають покращити рейтинг платоспроможності країни і, таким чином, знизити попит на резервні активи. Знов ж так, особлива увага має бути приділена продовженню співпраці з МВФ, як центральному елементу макроекономічної політики.

Автори

Вероніка Мовчан	movchan@ier.kiev.ua	+38 044 / 278 63 60
Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 206 134 642
Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 206 134 641

Подяка

Автори бажають висловити подяку Аллі Кобилянській та Віталію Кравчуку за надання цінної допомоги при зборі даних та перекладі документу. Застосовується звичайне застереження.

Зміст

1. Вступ 3

2. Вигоди і витрати, пов'язані з утриманням офіційних резервів 3

2.1 Вигоди 4

2.2 Витрати 5

3. Критерії оцінки адекватності офіційних резервів 5

3.1 Критерій покриття імпорту 6

3.2 Критерій Гвідотті-Грінспена 6

3.3 Критерій Віндхолда-Каптейна 6

3.4 Нові підходи 7

4. Застосування до України 7

4.1 Критерій покриття імпорту 8

4.2 Критерій Гвідотті-Грінспена 9

4.3 Критерій Вінхолдса-Каптейна 11

5. Висновки та рекомендації 12

Додаток. Статистичні дані 14

Бібліографія 15

1. Вступ

Поточна світова фінансова криза чітко показала, що економіки країн, що знаходяться у процесі становлення, вразливі до раптових та сильних зовнішніх шоків як з боку поточного рахунку, так і з боку рахунків фінансових операцій та операцій з капіталом. Проте цей висновок далеко не новий, про що говорить досвід, винесений з минулих криз. Попередні фінансові кризи звернули особливу увагу урядовців багатьох країн на необхідність накопичення офіційних резервів, перш за все задля того, щоб зменшити вірогідність та негативний вплив таких шоків на національну економіку.

Хоча під час останньої кризи важливість офіційних резервів знов стала очевидною, пов'язане з ними питання є менш ясним і набагато менш очевидним. Це стосується адекватного рівня резервів. Оскільки утримання резервів пов'язане як з вигодами, так і з витратами для країни, влада має визначити оптимальний обсяг резервів. Визначення такого оптимального обсягу варто здійснювати на основі певних правил, або критеріїв. Таким чином, наступним питанням є те, які критерії мають бути застосовані, щоб оцінити необхідний обсяг. Відповіді на ці питання можна знайти в відповідній економічній літературі, яка визначає перелік різних та (частково) конкуруючих за своєю природою критеріїв. Міжнародний досвід показав, що такі критерії часто застосовуються центральними банками при визначенні необхідного обсягу резервів. В цій роботі ми доповнюємо дискусію розглядом випадку України та застосовуємо стандартні критерії для оцінки адекватності резервів у країні.

Робота має наступну структуру. Коротке обговорення переваг і недоліків утримання офіційних резервів наведене в розділі 2. Розділ 3 детально пояснює основні критерії, що зазвичай застосовуються при розрахунку адекватного рівня офіційних резервів. Розділ 4 присвячений застосуванню відповідних критеріїв до України. В розділі 5 ми робимо висновки та надаємо рекомендації, розроблені на основі проведеного аналізу.

2. Вигоди і витрати, пов'язані з утриманням офіційних резервів

Міжнародні резерви, які зазвичай складаються з активів в іноземній валюті, монетарного золота та резервної позиції в МВФ, за визначенням, є:

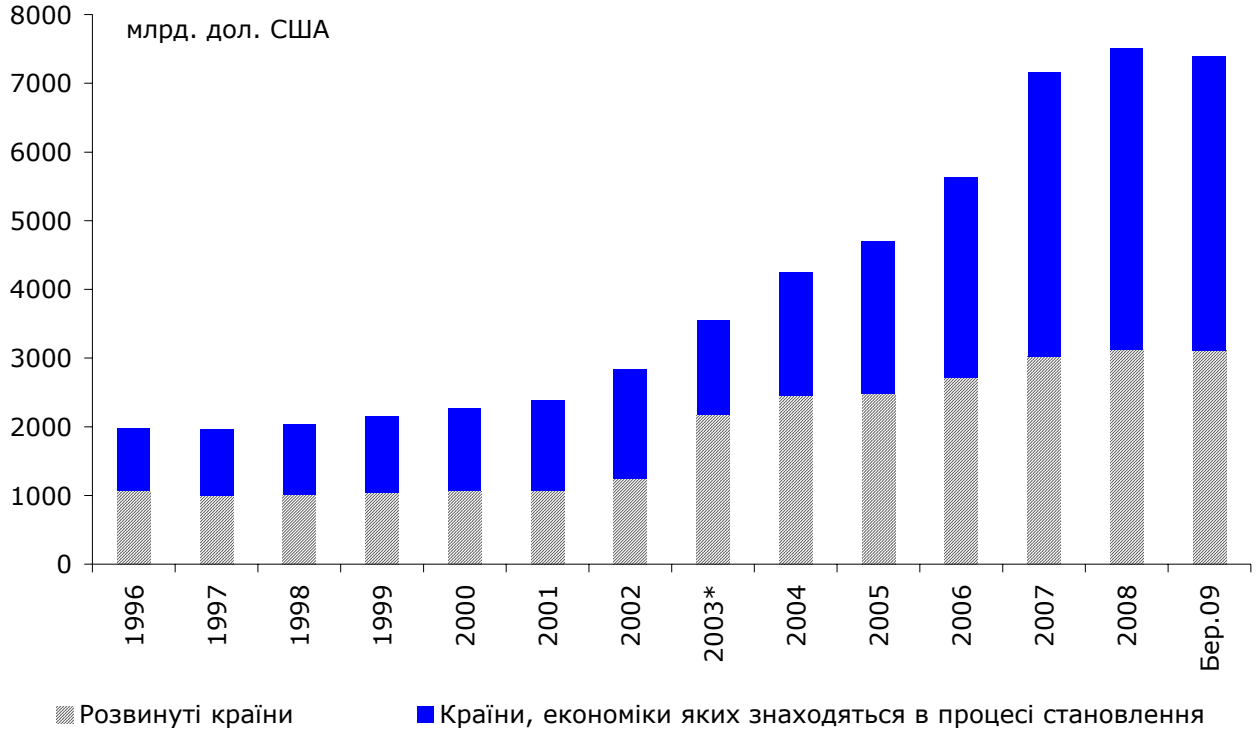
"*… тими зовнішніми активами, які є доступними при першій необхідності та керуються центральними банками з метою задоволення потреб платіжного балансу, для проведення інтервенцій на валютних ринках з метою впливу на валютний курс, а також для інших пов'язаних цілей (таких як підтримання довіри до національної валюти та економіки, як основи для іноземних запозичень).*" [1]

Як видно з Рисунку 1, обсяги міжнародних резервів в світі зростали протягом останніх років, особливо в країнах, економіки яких находяться в процесі становлення:

[1] Див. IMF (2008): Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition.

Рисунок 1.

Обсяги міжнародних резервів в світі



Джерело: IMF Annual Reports (2002, 2003, 2009)

**До 2003 року «країни, економіки яких знаходяться у процесі становлення » класифікувались як «країни, що розвиваються», тоді як "розвинуті країни" називались "індустріальними країнами"*

Існують два конкуруючі погляди на пояснення такого масового накопичення резервів. Відповідно до першого погляду, накопичення резервів є основною формою самострахування органів влади з метою попередження та пом'якшення шоків, особливо в світі попередніх криз в країнах, економіки яких знаходяться у процесі становлення.[2] Другий («меркантилістський») погляд розглядає збільшення резервів тільки як побічний продукт експортно-орієнтованої стратегії зростання, що означає перешкоджання укріпленню валютного курсу (шляхом утримання заниженого курсу) через здійснення інтервенцій на валютному ринку.

У будь-якому випадку утримання офіційних резервних активів означає певні вигоди та витрати, які скоріш за все дуже відмінні від того, якими вони є для приватного власника активів в іноземній валюті. Це випливає з того факту, що макроекономічні цілі власників міжнародних офіційних резервів (наприклад, центральних банків) суттєво відрізняються від цілей приватних власників валютних активів, які занепокоєні виключно характеристиками доходності/ризикованості активів.

2.1 Вигоди

Потенційні вигоди утримання резервів базуються переважно на аргументі попереджувального страхування, оскільки резерви є важливим засобом захисту національної економіки від зовнішніх шоків. Шляхом створення буферів для економіки, які б пом'якшували різноманітні шоки платіжного балансу, влада може згладити їх негативний вплив на внутрішнє споживання та виробництво. Проте, хоча резерви можуть допомогти знизити вірогідність та масштаб впливу зовнішніх шоків на національну економку, вони не

[2] Проте, оскільки резерви є не тільки засобом самострахування, необхідний ширший підхід. Двостороннє фінансування та/або фінансування МВФ може частково замінити резерви, що може знизити мотивацію до їх накопичення. Проте це потребує розгляду інших питань в цьому контексті: Як швидко можуть бути отримані ці кошти? На яких умовах вони можуть бути залучені?

можуть розглядатися в якості адекватної політики в ситуації довготривалих структурних змін. В такому випадку економічна політика має складатись з цілого комплексу інструментів, спрямованих на полегшення повернення до траєкторії стабільного розвитку. Резерви можуть відігравати важливу роль в цьому контексті, згладжуючи процес коригування, але, як було зазначено, вони не можуть замінити інші заходи.

Інші вигоди від утримання резервів пов'язані із можливістю обмежувати коливання на валютному ринку шляхом здійснення інтервенцій («дути проти вітру»). У ситуації ринкового шоку рівень ефективності функціонування ринку можна покращити шляхом впливу на попит та пропозицію валюти.

Резерви також можуть бути вагомим сигналом щодо надійності монетарної та валютної політики, особливо у формі публічного зобов'язання щодо забезпечення стабільності валютного курсу. Спроможність впливати на валютний курс шляхом інтервенцій також може пом'якшувати сподівання ринкових гравців щодо неочікуваних та значних змін валютного курсу та демотивувати спекуляції.

2.2 Витрати

Витрати, пов'язані з утриманням резервів, можуть розглядатися як «страхова премія». Зазвичай вони вимірюється як різниця між дохідністю короткострокових активів в іноземній валюті та альтернативних, більш прибуткових, інвестиційних можливостей. Це пов'язано з тим фактом, що офіційні резерви переважно інвестуються в надійні і ліквідні валютні активи з низькою доходністю задля того, щоб їх можна було швидко використати. Основним світовим резервним активом є деноміновані в доларах казначейські білети та облігації США, депозити та облігації агенцій (тобто облігації, які випускаються державними агенціями США Фанні Май та Фрейді Мак), навіть незважаючи на те, що триває валютна диверсифікація резервів (наприклад в євро-активи). На питання стосовно того, які альтернативні інвестиційні можливості мають розглядатися, відповісти важко, оскільки має бути розглянутий широкий перелік можливих випадків (від випадку виплати існуючої заборгованості по зовнішнім зобов'язанням до випадку національних інвестицій в комунальну або соціальну інфраструктуру). В емпіричних робота, різниця в рівнях доходності часто розраховується шляхом використання доходності короткострокових Казначейських білетів США (як замінник для резервних активів) та доходності зовнішніх запозичень (наприклад, суверенних єврооблігацій) країни, що розглядається.

Окрім індивідуальних витрат для країни утримання резервів також має певні наслідки для світової фінансової системи в цілому, оскільки світові диспропорції, а тому відповідно і ризики раптового корегування, можуть зрости при політиці, спрямованій на акумулювання резервів. Нещодавні ініціативи фінансових інституцій, таких як МВФ, щодо зменшення потреби накопичення індивідуальних резервів можуть допомогти збільшити добробут у світі в цілому.

3. Критерії оцінки адекватності офіційних резервів

Хоча сумнівів щодо необхідності утримання міжнародних резервів не виникає, ключове питання на сьогодні пов'язано з оптимальним обсягом резервів в кількісному виразі. Оскільки вигоди, пов'язані з утриманням резервів, є різноманітними, було розроблено багато критеріїв для оцінки адекватності резервів країни[3]. Історично склалося, що увага економічних досліджень змістилась з критеріїв, пов'язаних з торгівлею (див. 3.1 нижче), у бік критеріїв, що концентруються на потоках капіталу (див. 3.2 та 3.3). Навіть якщо ці критерії і надають дуже корисну інформацію для політиків та аналітиків, їм бракує сильного аналітичного підґрунтя. Протягом останніх років був досягнутий певний прогрес щодо заповнення цієї прогалини в аналітичному матеріалі, що дозволяє розв'язати питання адекватності резервів більш комплексно (див. 3.4).

[3] В цьому розділі розглянуті окремі критерії, які вважаються найважливішими. Для більш розгорнутої дискусії див. Вийнхолдса/Каптейна (2001) (Wijnholds/Kapteyn) або Movchan (2002).

3.1 Критерій покриття імпорту

Цей традиційний критерій оцінює адекватність міжнародних резервів в термінах спроможності покриття імпорту, а тому базується на операціях поточного рахунку. Основною ідею є те, що резервів завжди має бути достатньо для покриття майбутнього імпорту протягом певного періоду часу, навіть у випадку тимчасових зупинок притоку іноземної валюти. Цей критерій особливо важливий для тих країн, які менше інтегровані в світові фінансові потоки, а тому де товарні потоки є ключовим джерелом зовнішньої нестабільності.

Що стосується конкретного мінімального значення резервів, найчастіше використовується показник, що дорівнює трьом місяцям майбутнього (очікуваного) імпорту, хоча в літературі вказуються і вищі показники (4-6 місяців). Проте, як було зазначено вище, числовому «правилу великого пальця» бракує теоретичної та емпіричної бази, а тому воно може розглядатися тільки як орієнтир, а не чіткий критерій.

3.2 Критерій Гвідотті-Грінспена

Релевантність прийнятого критерію торгівлі/імпорту була поставлена під сумнів в часи поглиблення фінансової інтеграції, коли кризи переважно стосувалися рахунку фінансових операцій. Відповідно, багато країн – частково у відповідь на фінансову кризу в країнах, економіки яких знаходяться у процесі становлення, – почали акумулювати резерви в обсягах, що значно перевищували ті, які відповідали критерію покриття імпорту.

Оскільки рівень заборгованості по короткостроковим зовнішнім зобов'язанням вважається ключовим прогнозним показником фінансової кризи[4], в літературі щодо адекватності резервів увага змістилась саме на цей показник. Так, Пабло Гвідотті, колишній заступник Міністра фінансів Аргентини, запропонував країнам наступне правило: країни мають управляти своїми зовнішніми активами та зобов'язаннями в такий спосіб, щоб вони могли утримуватись від зовнішніх запозичень принаймні протягом одного року. Це означає, що резерви мають покривати запланований рівень амортизації зовнішнього боргу принаймні протягом одного року, іншими словами співвідношення між цими двома показниками (резервами та рівнем амортизації зовнішнього боргу) має дорівнювати принаймні одиниці. Навіть якщо нового притоку не буде, а рефінансування існуючих зобов'язань не буде здійснено, країна буде спроможна обслуговувати свій зовнішній борг.

Оригінальне правило, запропоноване Гвідотті, було потім суттєво розширено іншими авторами. Два конкретних покращення були запропоновані Аланом Грінспеном, колишнім головою Федеральної резервної системи США[5]. По-перше, він запропонував на додаток до правила, запропонованого Гвідотті, що середній строк погашення зовнішнього боргу країни має перевищувати певний рівень, наприклад 3 роки. По-друге, він сформулював правило на основі підходу «ліквідність під ризиком». Так, чиста зовнішня позиція по зобов'язанням країни має розраховуватись на основі широкого переліку можливих сценаріїв, із зазначенням відповідної вірогідності їх реалізації. Таким чином, за правилом резерви мають бути достатніми для того, щоб уникнути зовнішніх запозичень протягом щонайменш одного року з високим ступенем імовірності, наприклад 95%[6].

3.3 Критерій Віндхолда-Каптейна

Критерій Гвідотті-Грінспена зосереджує увагу на негативному впливі потенційного відтоку капіталу нерезидентів, таким чином він пов'язаний переважно з "зовнішнім відтоком" резервів. Часто у випадку фінансової (а також можливо і банківської) кризи такий відтік часто іде поряд із внутрішнім відтоком[7] резервів, коли резиденти намагаються обміняти активи в національній валюті на активи в іноземній валюті. Комплексний критерій має оцінювати обидва ефекти.

---

[4] Див. Rajan (2002).

[5] Див. Greenspan (1999).

[6] Це правило схоже на правило «вартість під ризиком», що використовується комерційними банками, які вимірюють ризик збитковості конкретного портфеля фінансових активів.

[7] «Внутрішня втеча», описана вище, є особливою формою відтоку капіталу, який здійснюється резидентами, що не є ідентичною останній змінній, яка має ширше значення.

Віндхолд та Каптейн[8] розробили такий критерій, який уможливлює оцінку «зовнішньої» та «внутрішньої» втечі. Він складається з трьох компонентів. Перший компонент – це заборгованість по короткостроковим зовнішнім зобов'язанням відповідно до залишкового строку погашення (*short-term external debt at remaining maturity*), він є подібним до підходу Гвідотті та оцінює зовнішній виток. Другий використовується як потенційний індикатор "внутрішньої втечі" і розраховується як певна частка грошової бази[9]. Конкретний рівень покриття грошової бази за рахунок резервів залежить від системи валютного курсу країни. Третій компонент – це фактор корекції, оскільки різні країни не однаково чутливі до раптових переходів з національної на іноземну валюту. Так, автори пропонують включати імовірнісний фактор таких переходів для кожної окремої країни. Це робиться шляхом корекції частки грошової бази, яка має бути покрита за рахунок резервів, на адекватний рейтинг ризику країни. Автори в своїх розрахунках використовують всесвітньо визнаний рейтинг ризику країни, що публікується в щотижневику «The Economist».

3.4 Нові підходи

Як було зазначено у вступі до розділу, економічній літературі, присвяченій критеріям адекватності резервів, бракує спільної основи, а тому вона традиційно концентрувалася на індивідуальних критеріях оцінки (пов'язаних з торгівлею, зовнішнім боргом тощо). Останнім часом така література була доповнена новими комплексними підходами. Серед основних спроб слід відзначити впливову академічну роботу, розпочату Джін/Ранс'єр (Jeanne/Ranciere) (2006, 2009), в якій оптимальний рівень резервів визначається на основі аналітичної моделі, яка безпосередньо включає в себе вигоди від та витрати на утримання резервних активів.

В цій моделі резерви можуть розглядатися як самострахування від виникнення проблем з платіжним балансом. Основною ідеєю є те, що незважаючи на витратність утримання резервів, вони допомагають скоротити частоту раптових зупинок потоків капіталу та згладити вплив таких шоків на національне споживання та виробництво шляхом підвищення ліквідності. Урядовці, таким чином, мають знайти баланс між витратами на утримання резервів в нормальні часи та вигодами в часи кризи. Рівень є оптимальним, коли граничні витрати утримання резервів дорівнюють граничним вигодам. Розв'язання цього рівняння по відношенню до оптимального рівня резервів є явно задана функція від:

- імовірності раптової зупинки,
- розміру раптової зупинки,
- втрат виробництва в кризові часи, які пов'язані з раптовою зупинкою,
- альтернативних витрат на утримання резервів, та
- рівня несхильності управлінців до ризику.

В емпіричній частині роботи автори перевірили свою модель на даних, що стосувались країн, економіки яких знаходяться в процесі становлення, з метою встановлення відповідності результатів моделі актуальним рівням резервів. В цілому, після певного калібрування, модель може пояснити поточний рівень резервів в багатьох країнах.

4. Застосування до України

В цьому розділі ми застосували всі три критерії, наведені в розділах 3.1-3.3, до конкретного випадку України. Порівняння критичних рівнів адекватності резервів за різними критеріями з поточним рівнем офіційних резервів в Україні дозволяє нам оцінити адекватність наявних запасів резервних активів.

Протягом 2000-2008 років Україна накопичила значні обсяги резервів в іноземній валюті (Рисунок 2). В 2000-2005 році основною причиною зростання міжнародних резервів був добрий стан рахунку поточних операцій, забезпечений додатнім балансом зовнішньої

[8] Див. Wijnholds/Kapteyn (2001).

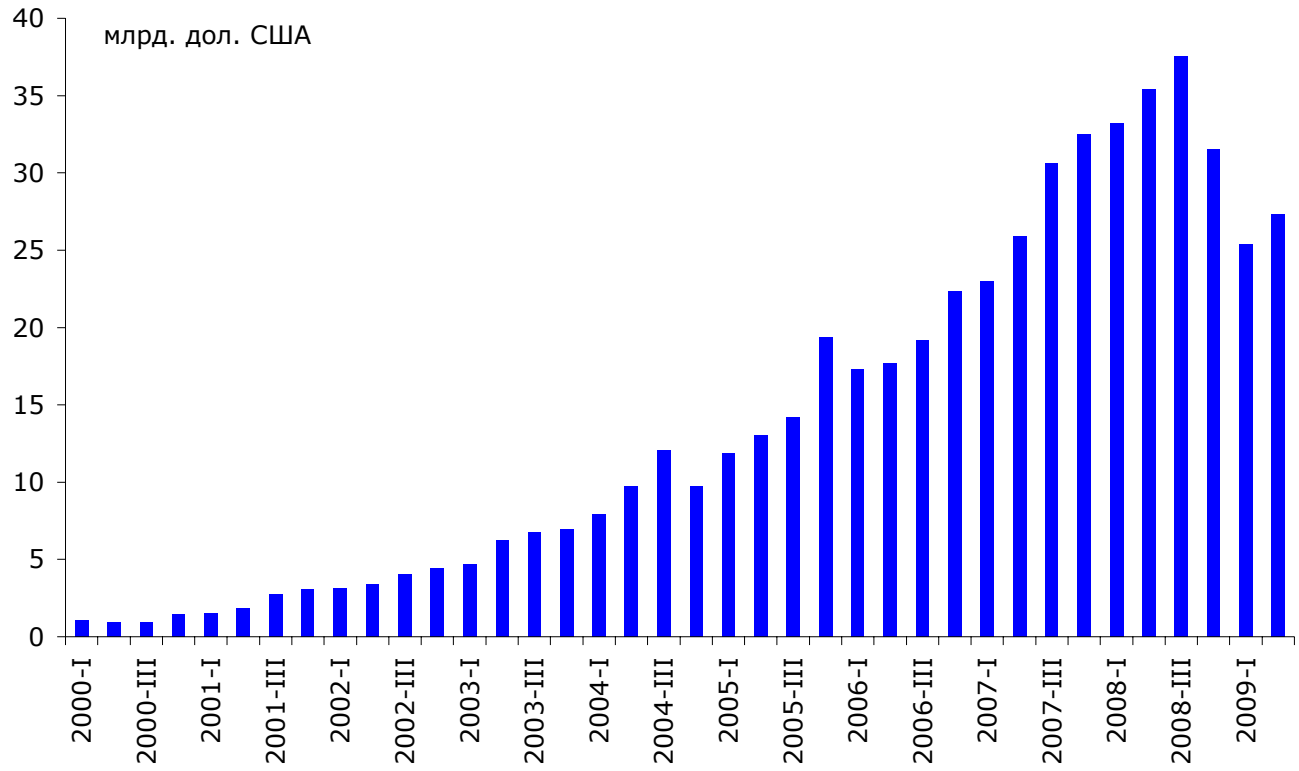
[9] Оскільки агенти потребують внутрішньої ліквідності, щоб придбати іноземну валюти, певна частка загальної пропозиції грошей має бути основним мірилом потенціалу такого раптового переходу з місцевої на іноземну валюту.

торгівлі товарами та послугами та чистими надходженнями поточних трансфертів. Протягом цього періоду спостерігався дефіцит рахунку фінансових операцій. Проте наприкінці 2005 року ситуація кардинально змінилася. Погіршення балансу торгівлі товарами призвело до дефіциту рахунку поточних операцій в четвертому кварталі 2005 року, що спостерігався і надалі в 2006-2009 роках. Однак починаючи з 2006 року, притік капіталу почав стрімко збільшуватись, компенсуючи таким чином дефіцит поточного рахунку та дозволяючи й надалі нарощувати резерви за умов фактично фіксованого обмінного курсу. Пік зростання резервів припав на третій квартал 2008 року, коли обсяги резервів досягли 37,5 млрд. дол. США.

Внаслідок світової фінансової кризи на Україну наприкінці 2008 року відбулось різке зменшення резервів на фоні чистого відтоку капіталу та зростання іноземної готівки поза банківською системою. Стрімке зменшення резервів було частково припинено завдяки отриманню кредиту від МВФ в рамках угоди «стенд-бай», підписаної в жовтні 2008 року. Тим не менш наприкінці другого кварталу 2009 року обсяги резервів становили 27,3 млрд. дол. США, що на чверть менше, ніж пікове значення.

Рисунок 2.

Міжнародні резерви в Україні



Джерело: Національний банк України

4.1 Критерій покриття імпорту

Хоча цей критерій втратив певну привабливість в очах світового співтовариства через поглиблення фінансової інтеграції та все вагомішу роль фінансових потоків в порівнянні з торгівельними потоками, для України це твердження не діє. Навпаки, при частці імпорту товарів та послуг в ВВП на рівні 55% (2008 рік), цей критерій, оснований на торгівлі, залишається дуже важливим для країни.

Щоб визначити критичний рівень міжнародний резервів в термінах періоду покриття імпорту, ми використали номінальні обсяги імпорту товарів та послуг в доларовому еквіваленті. З метою дотримання природи цього критерію, спрямованої на майбутнє та підкресленої в теоретичній дискусії розділу 3.1, ми побудували числовий ряд значень імпорту майбутніх періодів, який розраховується на основі показників імпорту в наступних

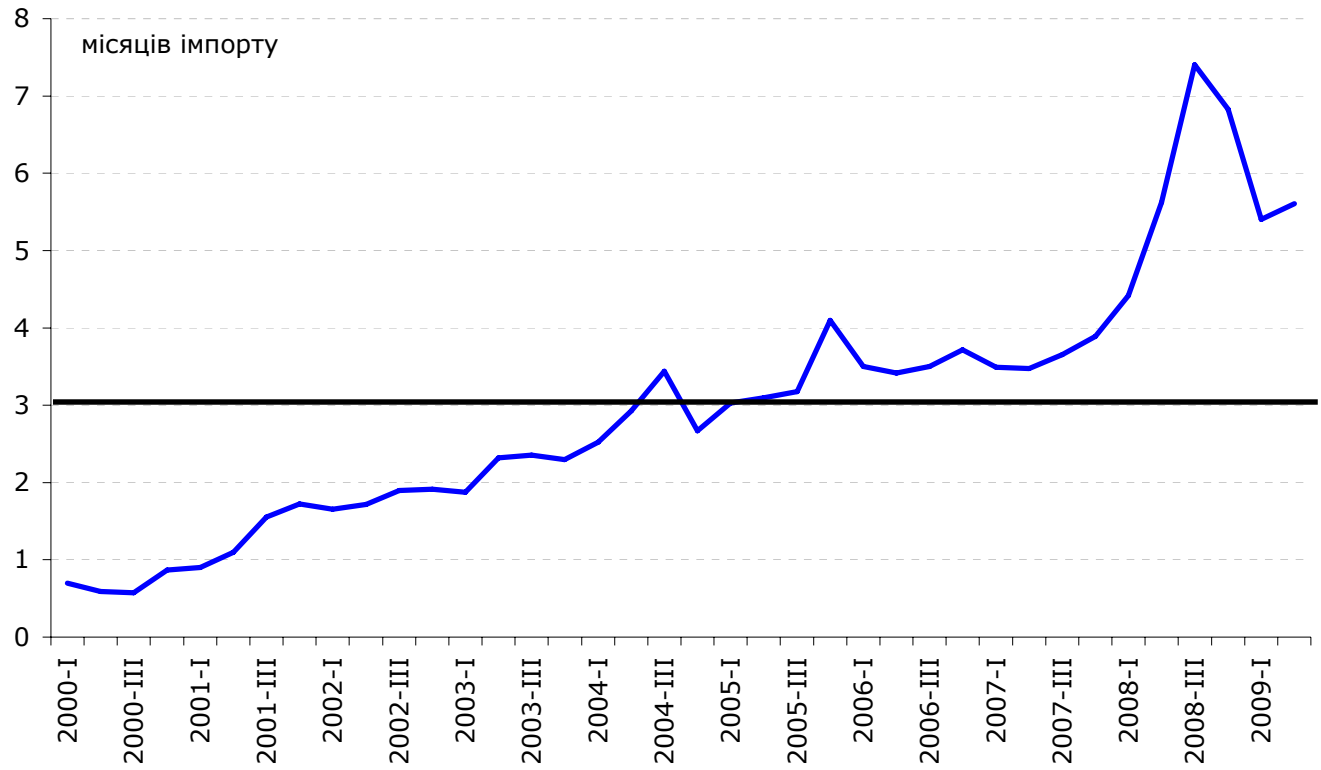
чотирьох кварталах, які йдуть за звітним кварталом. Для оцінки імпорту в четвертому кварталі 2009 та 2010 році було використано прогноз ІЕД.

Традиційно, критичний рівень для цього критерію становить три місяці. Україна перетнула цей поріг вже в третьому кварталі 2005 року (Рисунок 3), та тільки за одним виключенням потім завжди перевищувала цей критичний рівень. Найвищий рівень покриття був досягнутий в третьому кварталі 2008 року, коли передкризовий рівень резервів покривав 7,4 місяці імпорту, обсяги якого почали скорочуватись через кризу. Після цього зменшення резервів призвело до скорочення коефіцієнту покриття імпорту.

Відповідно до попередніх розрахунків НБУ, наприкінці третього кварталу 2009 року міжнародних резервів вистачало для покриття 5,8 місяців майбутнього імпорту, що все ще суттєво перевищує критичне значення.

Рисунок 3.

Офіційні міжнародні резерви в термінах майбутнього імпорту



Джерело: Національний банк України, розрахунки ІЕД

Примітки: Прогнозний рівень покриття імпорту для четвертого кварталу 2008 року та перших двох кварталів 2009 року базується на прогнозі ІЕД щодо майбутнього імпорту товарів та послуг, а не на реальних даних. НБУ оцінює коефіцієнт покриття в другому кварталі на рівні 5,6 місяців майбутнього імпорту.

4.2 Критерій Гвідотті-Грінспена

Другий критерій зсуває акцент в бік фінансового рахунку. Для розрахунку критерію Гвідотті-Грінспена ми оцінили обсяги короткострокового боргу відповідно до залишкового строку погашення (*short-term external debt at remaining maturity*) для України. Оцінка базувалася на даних щодо обсягів короткострокового боргу відповідно до початкового строку погашення (*short-term external debt at original maturity*), що надається НБУ, та обсягах запланованої амортизації середньострокових та довгострокових кредитів протягом наступних чотирьох кварталів, включно зі звітним кварталом, які були взяти з публікацій платіжного балансу. Амортизація в четвертому кварталі 2008 року та в перші два квартали 2009 року була розрахована на основі припущення щодо 20% середньорічного рівня погашення суми середньострокового та довгострокового боргу відповідно до початкового строку, загальні обсяги якого публікуються НБУ.

З метою перевірки цих розрахунків ми порівняли їх з оцінкою короткострокового боргу відповідно до залишкового строку погашення, наданою МВФ для останніх кварталів попередніх років. Як видно з Таблиці 1, розрахунки ІЕД переоцінювали заборгованість України в 2004-2006 роках, проте були доволі якісним показником виплат по короткостроковому боргу в 2007-2008 роках.

Таблиця 1.

Короткостроковий борг відповідно до залишкового строку погашення, млрд. дол. США

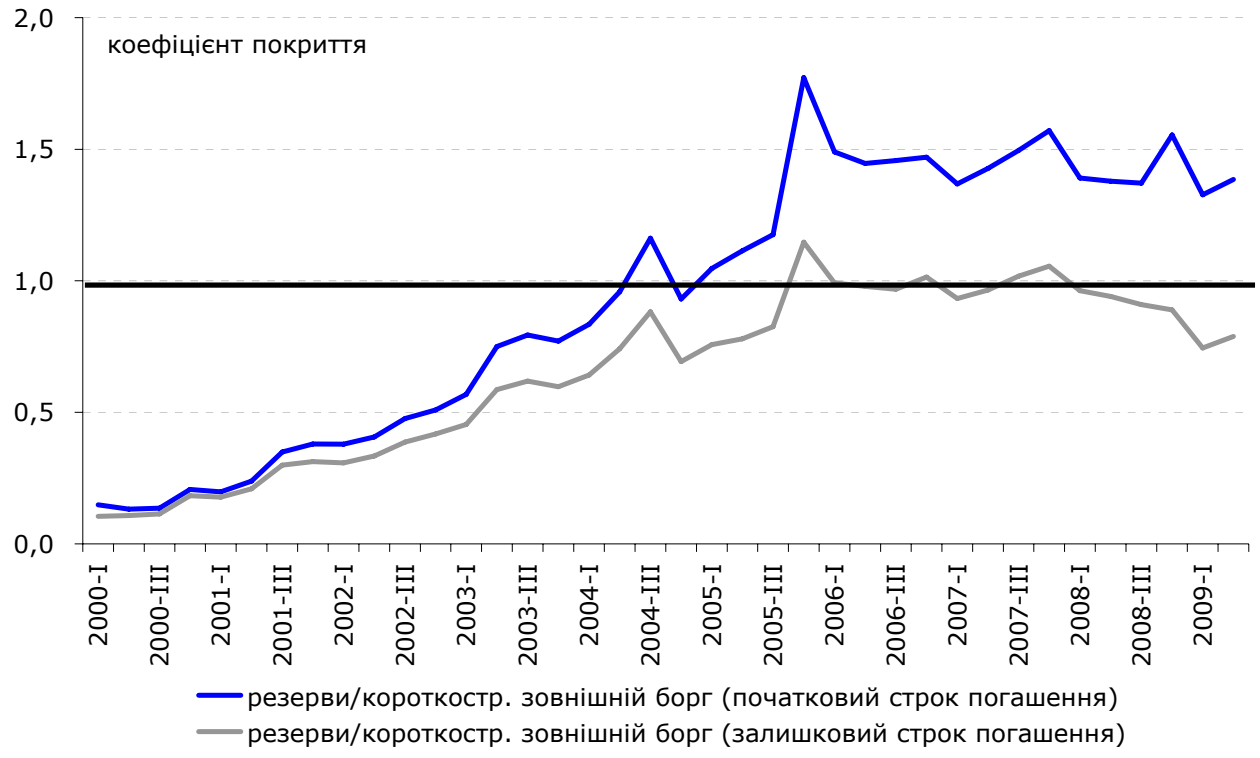
	Оцінка ІЕД на основі даних НБУ	Оцінка МВФ
2004-IV	14,0	10,9
2005-IV	16,9	12,1
2006-IV	22,0	20,5
2007-IV	30,8	29,1
2008-IV	35,5	35,9

Джерело: МВФ, НБУ, розрахунки ІЕД

Критичним значення критерію Гвідотті-Грінспена є повне покриття короткострокового боргу відповідно до залишкового строку погашення офіційними резервами. Почавши з 10% покриття в 2000 році, Україна значно покращувала цей показник протягом наступних років. Проте зростання зупинилося в 2005 році. Резерви досягли 115% покриття (тобто 1,15) в третьому кварталі 2005 року, а потім коливались біля 100% протягом наступних трьох років на фоні швидкого зростання заборгованості українських економічних агентів, як приватних, так і державних.

Рисунок4.

Офіційні міжнародні резерви в термінах покриття зовнішнього короткострокового боргу



Джерело: Національний банк України, розрахунки ІЕД

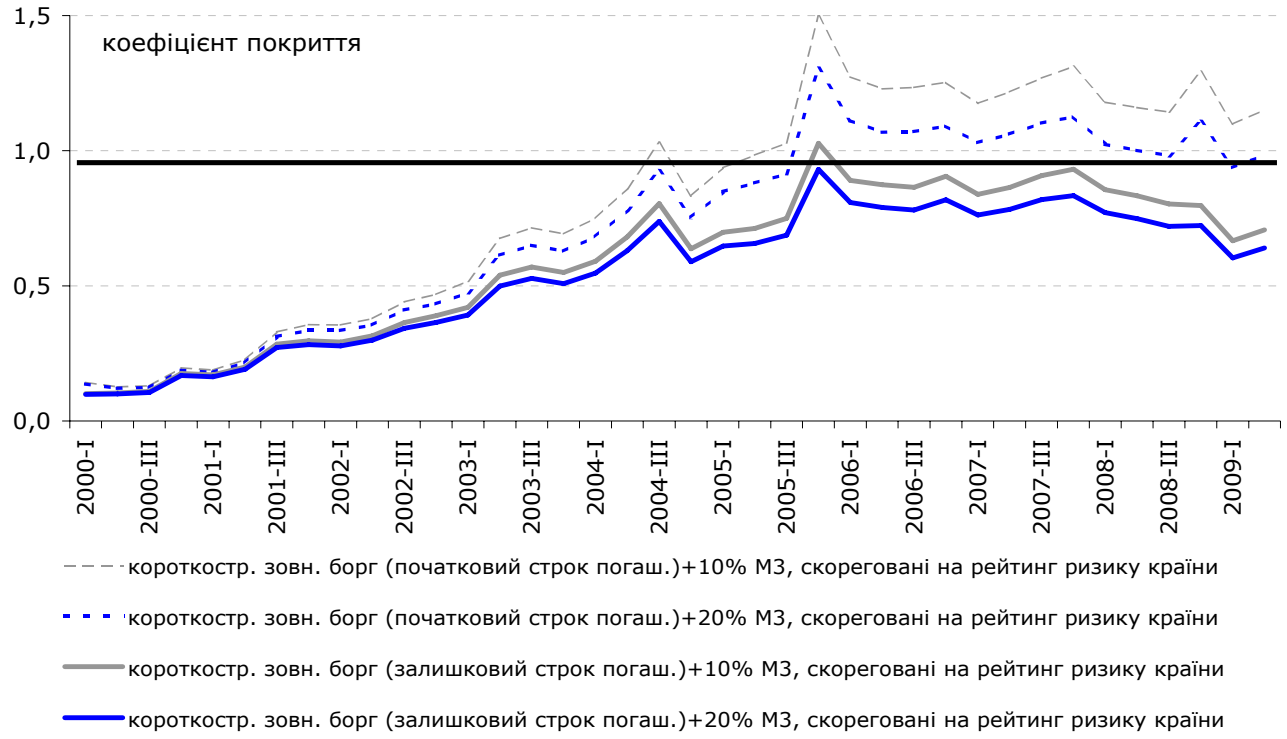
Коефіцієнт адекватності резервів Гвідотті-Грінспена (розрахований на основі боргу відповідно до залишкового строку погашення) почав скорочуватись, починаючи з першого кварталу 2008 року, тобто після першої хвилі світової фінансової кризи та задовго до початку другої хвилі, яка мала руйнівні наслідки для української економіки. Це було сигналом підвищення чутливості до «зовнішньої втечі» у випадку раптових зупинок притоку чи відтоку іноземного капіталу.

4.3 Критерій Війнхолдса-Каптейна

Як було описано в розділі 3.3, потенційна "зовнішня втеча" за рахунок короткострокового зовнішнього боргу має бути скоригована на "внутрішню втечу", тобто внутрішній відтік капіталу, для того щоб отримати чіткішу картину рівня вразливості економіки. Це означає, що окрім короткострокового зовнішнього боргу, резервами також має бути забезпечена певна частка грошової маси. Для аналізу ми сконцентруємо свою увагу на грошовому агрегаті М3. Рекомендований рівень покриття для країн з керованим плаваючим валютним курсом за Війнхолдсом та Каптейном становить 10-20% М3. Ми застосували обидва значення, тобто і 10%, і 20% від М3 в наших розрахунках. Відповідно до Війнхолдса/Каптейна (2001) ми використали рейтинг ризику країни, розрахований Economist Intelligence Unit (EIU), в якості критерію імовірності внутрішньої втечі капіталу.[10]

Рисунок 5.

Офіційні міжнародні резерви та внутрішня втеча капіталу



Джерело: Національний банк України, розрахунки ІЕД

Як і для критерію Гвідотті-Грінспена, критичний рівень прирівнюється до одиниці, що означає, що обсяги резервів мають бути достатніми для покриття зобов'язання по короткостроковому зовнішньому боргу економічних агентів країни протягом наступних 12 місяців, а також для покриття внутрішньої втечі капіталу, розрахованої як частка грошової маси.

Відповідно до критерію Війнхолдса-Каптейна, рівень покриття ніколи не був достатнім в Україні. Спочатку в 2000-2005 роках коефіцієнт покриття стрімко зростав з 0,1 до рівнів,

[10] Ми перемножили частку М3 на EIU рейтинг ризику країни, поділений на 100, щоб значення рейтингу перебувало в межах від 0 до 1.

близьких до 1,0. Проте, починаючи з 2006 року, трохи раніше, ніж за критерієм Гвідотті-Грінспена, Україна зіткнулася з постійним погіршенням коефіцієнта покриття, оскільки зовнішній борг та грошова маса зростали. Криза лише прискорила це падіння. Поточні показники на рівні 0,64 при 20% від М3 та 0,71 при 10% від М3 є доволі низькими, що означає, що країна є дуже вразливою до комбінації зовнішніх та внутрішніх шоків.

5. Висновки та рекомендації

Результати застосування цих трьох критеріїв до України наведені в Таблиці 2.

Таблиця 2.

Розрахунковий мінімальний рівень резервів відповідно до різних критеріїв адекватності (кінець другого кварталу 2009 року)

Критерій адекватності	*Поточне значення*	*Мінімальне значення*	*Необхідний мінімальний рівень резервів*	*Розрив*
Покриття імпорту	5,6 місяці	3 місяці	18,9 млрд. дол. США	+ 8,4 млрд. дол. США
Гвідотті-Грінспена	0,79	1	34,6 млрд. дол. США	- 7,3 млрд. дол. США
Війнхолдса-Каптейна*	0,71	1	38,7 млрд. дол. США	- 11,4 млрд. дол. США

Джерело: Власні розрахунки

*Примітка: * при коефіцієнті покриття в 10% від М3*

Наприкінці другого кварталу 2009 року Україна залишилась з 27,3 млрд. дол. США офіційних резервів. Цього достатньо за випадку шоків лише зі сторони рахунку поточних операцій, проте вочевидь цих коштів не достатньо, щоб протистояти шокам на фінансовому ринку, особливо якщо паралельно відбуватиметься внутрішня втеча капіталу. Ця очевидна неспроможність офіційних резервів допомогти в протистоянні фінансовим шокам підсилена тим фактом, що Україна наразі зіткнулася з подвійним шоком, що вплинув на обидві частини платіжного балансу – рахунок поточних операцій та рахунок фінансових операцій. Таким чином, фактично Україна може потребувати навіть більших резервів, ніж тих, що відповідають трьом розглянутим критеріям.[11]

Як ми показали в своєму аналізі, щоб краще протистояти зовнішнім шокам, Україна безперечно має нарощувати обсяги резервів.

В короткостроковій перспективі не існує альтернативи підвищенню обсягів офіційних резервів за рахунок фінансових інструментів. В 2008 році влада здійснила важливі фінансові кроки у напрямку збільшення офіційних резервів. Зокрема, Україна підписала з МВФ угоду про надання кредиту у розмірі 16,4 млрд. дол. США на умовах «стенд-бай». Обсяги міжнародних резервів – а тому і адекватність резервів – були б нижчими без допомоги МВФ. Протягом року починаючи з жовтня 2008 року МВФ перерахував Україні 10,6 млрд. дол. США, що відіграло вирішальну роль в підтримці резервів, а також в пом'якшенні впливу міжнародної кризи. На жаль, Україна не спромоглася провести третій перегляд і отримати четвертий запланований транш через проблеми з виконанням програми реформ, узгодженої з МВФ. Найістотніші питання виникли в соціальній та фіскальній сферах,[12] а також у питанні досягнення широкого консенсусу серед політиків та урядовців щодо політики у відповідних сферах.

Висновок 1: Продовження співробітництва з МВФ є критичним для досягнення адекватного рівня офіційних резервів, а також пом'якшення можливих шоків.

[11] З метою підвищення достовірності оцінки варто перевірити адекватність капіталу на основі моделі, запропонованої в секції 3.4.

[12] http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/int110409a.htm

У питанням макроекономічної політики роль НБУ є критичною. Національний банк має здійснювати жорстку та чітку монетарну політику, жорстко обмежуючи зростання пропозиції грошей, таким чином обмежуючи потенціал внутрішньої втечі капіталу.[13]

Висновок 2: Впроваджуючи обмежуючу монетарну політику, НБУ може зменшити попит на іноземну валюту і, таким чином, зменшити тиск на офіційні резерви.

В той час коли вигоди від зазначених заходів є очевидними, необхідно зауважити, що вони не допомагають розв'язати структурні проблеми, що призвели до субоптимального рівня офіційних резервів. З метою розв'язання цих структурних проблем необхідно застосування економічних заходів.

Влада має застосовувати набагато агресивнішу стратегію структурних реформ, залучення прямих іноземних інвестицій та приватизації, оскільки ці заходи допоможуть залучити іноземний капітал до країни, що буде сприяти захисту або навіть приводити до зростання офіційних резервів. У випадку приватизації залучення іноземного капіталу може мати місце протягом короткого періоду часу, а тому допоможе боротися саме з поточною кризою. Додатковий захід, спрямований на збільшення резервів, може стосуватися сприяння експорту, що призведе до покращення рахунку поточних операцій платіжного балансу. Більше того, структурні реформи поряд з макроекономічною стабілізацією мають зменшити оцінку ризику країни, а тому і попит на резерви.

Зазначені аргументи також мають ряд інституційних наслідків. В той час коли утримання та керування офіційними резервами здійснюється Національним банком, їх рівень залежить не тільки від його політики, але й від економічної політики Уряду, причому остання залежність є дуже сильною.

Висновок 3: Завдання накопичення офіційних резервів є спільною задачею Національного банку та Уряду, оскільки макроекономічна політика сама по собі не може розв'язати проблеми неадекватного рівня офіційних резервів. Чітке управління ситуацією на макрорівні має бути доповнено структурними реформами.

[13] Див. «Актуальні проблеми монетарної політики» Джуччі/Кірхнер/Кравчук, PP/06/09 Німецької консультативної групи/Інституту економічних досліджень та політичних консультації, листопад 2009 року

Додаток.

Статистичні дані

	міжнародні офіційні резерви, на кінець періоду	**імпорт товарів та послуг**	**кумулятивний обсяг імпорту товарів та послуг в наступні чотири квартали***	**короткостроковий зовнішній борг відповідно до початкового строку погашення,** на кінець періоду	**розрахунок короткострокового зовнішнього боргу відповідно до залишкового строку погашення,** на кінець періоду	**грошова маса (М3)**	**рейтинг ризику країни,** на кінець періоду
одиниця виміру	*млрд. дол. США*	*млрд. дол. США*	*млрд. дол. США*	*млрд. дол. США*	*млрд. дол. США*	*млрд. дол. США*	*індекс*
джерело	*НБУ*	*НБУ*	*НБУ, ІЕД*	*НБУ*	*НБУ, ІЕД*	*НБУ*	*EIU*
2000-I	1060	4560	18153	7142	10171	4463	67
2000-II	939	4111	19084	7105	8741	4983	67
2000-III	949	4188	19922	6986	8336	5327	64
2000-IV	1476	5088	20473	7141	8057	5935	61
2001-I	1516	4766	20244	7668	8526	5868	63
2001-II	1861	5042	20382	7796	8888	6896	61
2001-III	2723	5026	21014	7797	9111	7472	61
2001-IV	3090	5639	21494	8144	9889	8635	61
2002-I	3112	4537	22543	8210	10109	8944	61
2002-II	3405	5180	23794	8385	10209	9663	62
2002-III	4019	5658	25403	8451	10385	10897	61
2002-IV	4417	6119	27665	8678	10581	12214	62
2003-I	4679	5586	29916	8234	10311	13185	62
2003-II	6218	6431	32193	8290	10604	14867	62
2003-III	6742	7267	34382	8487	10890	16254	58
2003-IV	6943	8381	36313	9015	11619	17881	57
2004-I	7920	7837	37674	9492	12342	19026	56
2004-II	9725	8708	39870	10153	13123	21419	54
2004-III	12062	9456	42104	10381	13683	24545	54
2004-IV	9715	10312	43707	10440	14016	23694	52
2005-I	11892	9198	47127	11366	15715	26531	50
2005-II	12992	10904	50374	11665	16682	30928	50
2005-III	14218	11690	53689	12101	17225	33864	51
2005-IV	19391	11915	56775	10944	16904	38430	51
2006-I	17291	12618	59211	11611	17443	38674	51
2006-II	17675	14151	62088	12222	18059	42403	51
2006-III	19166	15005	65676	13156	19799	46489	51
2006-IV	22358	15001	72153	15212	22049	51696	51
2007-I	22992	15054	79078	16814	24656	53953	51
2007-II	25914	17028	89475	18164	26864	60003	52
2007-III	30665	18593	100712	20508	30132	68956	53
2007-IV	32479	21478	100132	20677	30783	78447	52
2008-I	33231	21979	90186	23889	34541	82379	52
2008-II	35452	27425	75636	25724	37710	92926	52
2008-III	37530	29830	60823	27380	41266	100705	54
2008-IV	31543	20898	55925	20301	35472	66978	61
2009-I	25393	12033	56892	19137	34128	60239	66
2009-II	27344	12875	59017	19735	34662	61748	65

*Примітка: * Покриття імпорту для останнього кварталу 2008 року та перших двох кварталів 2009 року було розраховано на основі оцінок ІЕД щодо майбутніх обсягів імпорту товарів та послуг, а не на реальних даних*

Бібліографія

Becker/Jeanne/Mauro/Ostry/Ranciere (2007): Country Insurance: The Role of Domestic Policies, Occasional Paper 254, Washington DC: International Monetary Fund.

Goncalves (2007): The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Economies: The Case of Uruguay, IMF Working Papers WP/07/265.

Greenspan (1999): Currency reserves and debt, Speech before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D.C. April 29.

Higgins/Klitgaard (2004): Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, September issue.

IMF (2002,2003,2009): Annual Report, Washington, DC.

Jeanne/Ranciere (2006): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications, IMF Working Papers WP/06/229.

Jeanne/Ranciere (2009): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications, mimeo, download at: http://www.econ.jhu.edu/People/Jeanne/JeanneRanciere_Feb09.pdf

Movchan (2002): Criteria for International Reserves' Adequacy: What level of reserves does Ukraine need?, Presentation at the METU International Conference in Economics in Ankara, Turkey.

Rajan (2002): International Reserve Holdings by Developing Countries: Why and How Much?, Economic and Political Weekly, 37 (20), pp. 1915-7.

Ruiz-Arranz/Zavadjil (2008): Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?, IMF Working Papers WP/08/192.

Wijnholds/Kapteyn (2001): Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, IMF Working Paper WP/01/143.

Список останніх консультативних робіт

- Експорт електроенергії до ЄС – більше, ніж зміна частоти струму, Георг Захман та Дмитро Науменко, консультативна робота РР 07, листопад 2009 року
- Актуальні проблеми монетарної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 06, листопад 2009 року
- Адміністративні заходи для підтримки гривні: належний інструмент валютної політики?, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 05, жовтень 2009 року
- «Газовий» виклик: щодо забезпечення транзиту природного газу і стабілізації внутрішнього ринку в Україні, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 04, липень 2009 року
- Тільки швидка приватизація «Укртелекому» зможе забезпечити подальший розвиток сектору телекомунікацій в Україні, Фердінанд Павел, Дмитро Науменко консультативна робота РР 03, липень 2009 року
- Як розвинути ринок державних запозичень для дрібних інвесторів?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Віталій Кравчук, консультативна робота РР 02, липень 2009 року
- Роль торгівельної політики в скороченні дефіциту рахунку поточних операцій в Україні – міжнародний досвід, Крістіан Хелмерс, Вероніка Мовчан, Рікардо Джуччі та Катерина Куценко, консультативна робота РР 01, березень 2009 року
- Створення ринку валютних деривативів в Україні: порядок заходів, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі та Алла Кобилянська, консультативна робота РР 09, грудень 2008 року
- Оцінка наслідків тривалого економічного спаду на пенсійне страхування в Україні: сподіваємось на краще, але готуємось до найгіршого!, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота РР 09, грудень 2008 року
- Депозитне страхування в Україні: Час для Реформи?, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, консультативна робота РР 08, листопад 2008 року
- Принципи і способи функціонування адресної соціальної допомоги: рекомендації для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота РР 07, жовтень 2008 року
- Проблема «європейських газових цін» в Україні, Фердінанд Павел, Інна Юзефович, консультативна робота РР 06, жовтень 2008 року
- Інфляція в Україні: Результати емпіричного дослідження та рекомендації щодо економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Енцо Вебер, консультативна робота РР 05, жовтень 2008 року
- Житлове будівництво в Україні: Причини поточної кризи та висновки для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Роман Возняк, консультативна робота РР 04, жовтень 2008 року
- Взаємодія між Урядом і Національним банком України: Оцінка поточної ситуації та рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота РР 03, червень 2008 року
- Інфляційні очікування: значення та вимірювання, Роберт Кірхнер, Рікардо Джуччі, Ярослава Сучок, Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан, консультативна робота РР 02, червень 2008 року

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua