Належний рівень офіційних резервів в Україні:

Нещодавні зміни, оцінка та наслідки для економічної політики

Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук

Німецька консультативна група/Інститут економічних досліджень

Берлін/Київ, Травень 2013 року

© German Advisory Group

Зміст

1. Вступ
2. Динаміка міжнародних резервів в Україні
3. Огляд методик оцінки адекватності резервів
4. Результати емпіричних розрахунків
   i. Покриття імпорту
   ii. Критерій Гвідотті-Грінспена
   iii. Критерій Війнхолса-Каптейна
   iv. Новий агрегований критерій (МВФ)
   v. Огляд результатів
5. Висновки для економічної політики

Додаток

Контакти

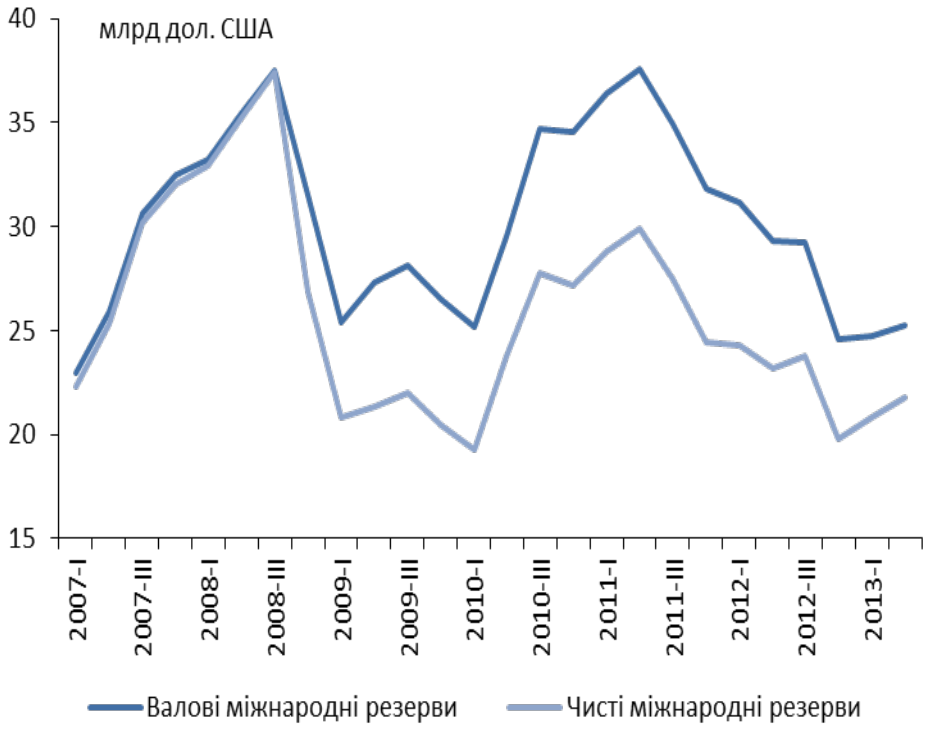
© German Advisory Group

1. Вступ

- Центральні банки, зазвичай, накопичують міжнародні резерви як страховий буфер ліквідності для пом’якшення негативного впливу зовнішніх шоків під час фінансової кризи або напруження
- Отже, перед урядовцями постає питання щодо належного рівня міжнародних резервів, оскільки накопичення резервів має переваги та недоліки
- На основі теоретичних та практичні досліджень можна виділити декілька кількісних критеріїв визначення належного рівня міжнародних резервів
- Зараз, зовнішня позиція України знову вразлива. Це повертає нас до питання адекватності резервів
- У цій записці достатність наявних міжнародних резервів розглядається на основі основних критеріїв

© German Advisory Group

2. Динаміка міжнародних резервів



Джерело: НБУ, власні розрахунки

- Як правило, очікується, що з часом міжнародні резерви зростатимуть в країнах з перехідною економікою
- Однак валові міжнародні резерви України показали іншу динаміку за останні роки
- Після суттєвого падіння під час світової кризи 2008-2009 років резерви почали зростати з 2010 року
- З середини 2011 року резерви знову почали падати і нещодавно стабілізувались на рівні 25,2 млрд дол. США (на кінець квітня 2013 року)
- Чисті резерви (виключаючи фінансування МВФ) мали подібну динаміку за останні роки, і на сьогодні становлять 21,7 млрд дол. США (за власними розрахунками)

© German Advisory Group

3. Огляд методики

- В економічній літературі: пропонують багато різних методів, що конкурують між собою
- Важливо для перевірки надійності результатів: здійснювати розрахунки з використанням різних підходів та порівняти результати
- Для цієї кількісної оцінки використовують 4 загальновизнані методи
  i. Критерій покриття імпорту
  ii. Критерій Гвідотті-Грінспена
  iii. Критерій Війнхолса-Каптейна
  iv. Новий агрегований критерій (МВФ)

© German Advisory Group

4.і. Покриття імпорту

- Критерій покриття імпорту - це найдавніший показник достатності міжнародних резервів
- Відповідно до цього критерію міжнародні резерви повинні бути достатніми, щоб оплатити щонайменше 3 місяці майбутнього імпорту товарів та послуг, якщо надходження іноземної валюти в країну тимчасово припиняться
- Цей критерій розроблявся тоді, коли торговельні операції (а не фінансові) переважали в зовнішньому балансі, оскільки рух капіталу часто обмежувався
- Це до певної міри обмежує його корисність в умовах сучасних глобалізованих фінансових ринків
- Однак він навіть зараз широко використовується особливо в країнах з перехідною економікою, де часто встановлюються обмеження на рух капіталу

© German Advisory Group

4.і. Покриття імпорту: Результати



Джерело: Власні розрахунки на основі даних НБУ та прогнозів ІЕД

Інтерпретація результатів:

- Порівняно стійке падіння покриття імпорту резервами спостерігалось вже з середини 2008 року
- Однак критичний показник на рівні 3 місяці імпорту було пройдено в кінці 2012 року
- Сьогоднішні резерви на рівні **2,7 місяців імпорту** не можуть розглядатись як достатні

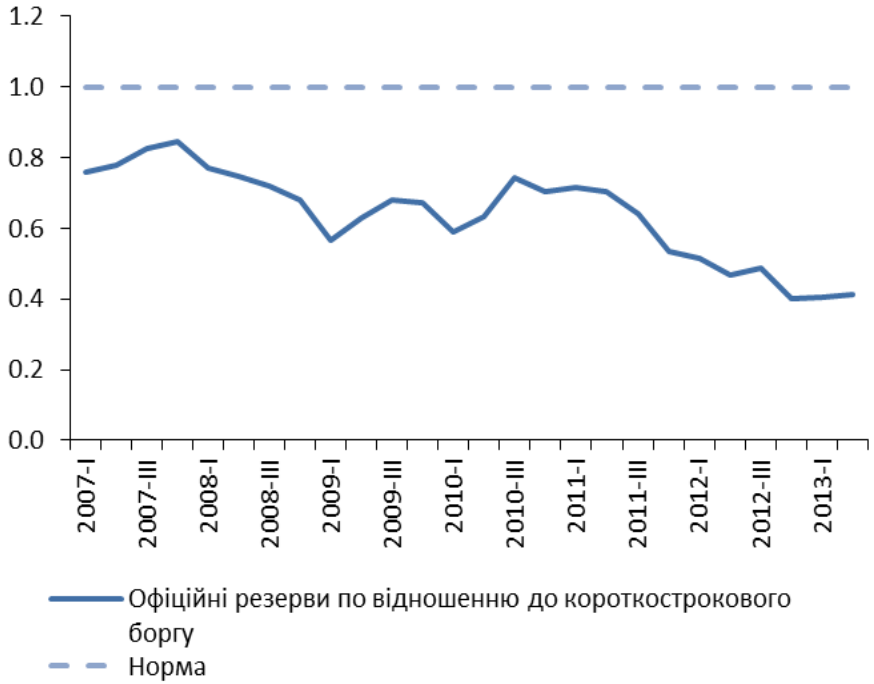
© German Advisory Group

4.ii. Критерій Гвідотті-Грінспена

- Збільшення міжнародної фінансової інтеграції та фінансові кризи, що стосувались переважно фінансового рахунку, призвели до переходу від застосування критеріїв, пов’язаних з торгівлею/імпортом, до критеріїв на основі фінансового рахунку
- Гвідотті та Грінспен сформулювали критерій як: країна повинна бути спроможна припинити зовнішні запозичення на один рік у випадку кризи
- Отже, міжнародні резерви повинні покривати всі зовнішні зобов’язання, що підлягають оплаті протягом 12 місяців (тобто короткостроковий борг за залишковим терміном погашення)

© German Advisory Group

4.ii. Критерій Гвідотті-Грінспена : Результати



Джерело: Власні розрахунки на основі даних НБУ

- За весь період, який розглядаємо, міжнародних резервів було недостатньо для того, щоб покрити короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення
- Крім того, спостерігалось стійке падіння цього індикатора в довгостроковому плані
- Поточне значення **0,41** (тобто лише 41% короткострокового боргу покрите резервами) - багаторічний мінімум, і тому є негативною ознакою
- Однак потрібно враховувати, що значна частина зовнішнього боргу (включаючи короткостроковий борг) належить до міжфірмового боргу з пов'язаними сторонами (наприклад повернення коштів, що перебувають в офшорах), для яких ризик рефінансування невеликий

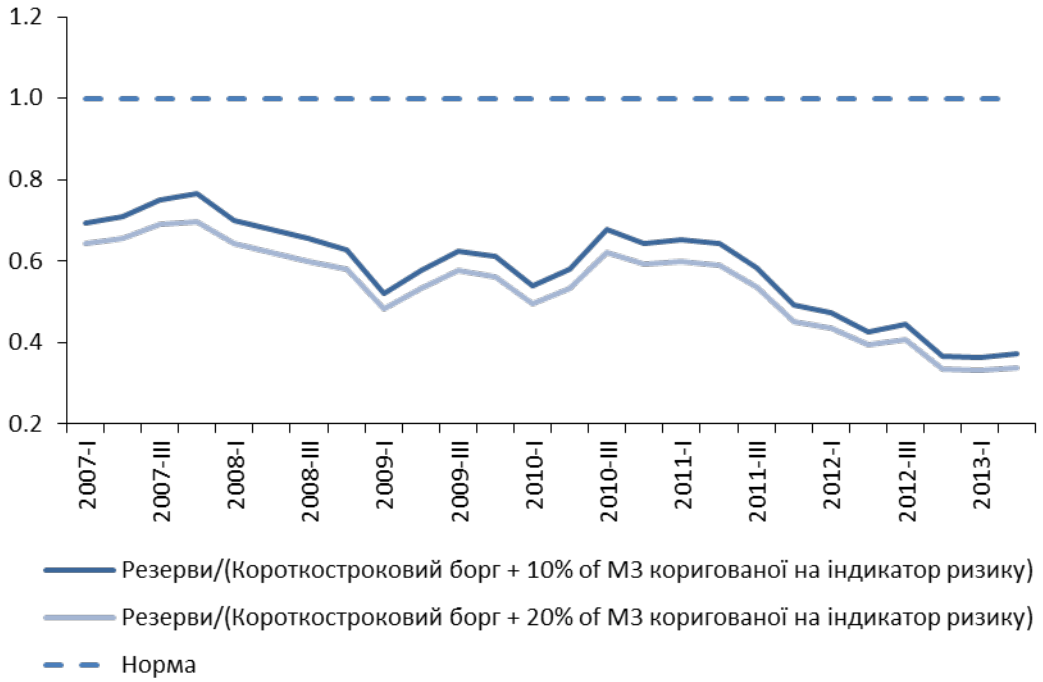
© German Advisory Group

4.iii. Критерій Війнхолса-Каптейна

- Правило Гвідотті-Грінспена стосується лише зовнішнього боргу, тобто боргу резидентів перед нерезидентами («Зовнішній відтік капіталу»)
- В багатьох країнах з перехідною економікою відтік капіталу резидентів (“Внутрішній відтік капіталу”) створює додаткове навантаження на міжнародні резерви
  - Так, резиденти намагаються обміняти активи в національній валюті на активи в іноземній валюті
- Війнхолс і Каптейн врахували цей ефект, додавши два фактори до розрахунків Гвідотті-Грінспена
  - Як індикатор обсягу внутрішнього відтоку капіталу, вони використовували частку широкої грошової маси (10% та 20%)
  - Для того, щоб врахувати ймовірність такого внутрішнього відтоку капіталу, вони використали індикатор ризику країни

© German Advisory Group

4.iii. Критерій Війнхолса-Каптейна: Результати



Джерело: Власні розрахунки на основі даних НБУ та EIU

- Оскільки цей критерій розширює правило Гвідотті-Грінспена його динаміка схожа на цей показник
- На сьогодні, значення **0,37** (10% М3) та **0,34** (20% М3) перебувають на найнижчому рівні за декілька років після суттєвого та стійкого зниження
- Це означає, що зараз резерви покривають лише 37% (34%) від необхідного обсягу

© German Advisory Group

4.iv. Новий агрегований критерій (МВФ)

- Усі попередні критерії не дозволяють провести комплексний аналіз, оскільки вони розглядають лише окремі вузькі напрямки відтоку резервів
- Хоча вони актуальні та прості до використанні, вони до певної міри вибіркові і відображають лише окремі джерела вразливості
- Останні емпіричні праці МВФ можуть заповнити цю прогалину. В них пропонують використовувати агрегований показник можливого навантаження на міжнародні резерви за різними каналами (поточний та фінансовий рахунок платіжного балансу, включаючи внутрішній відтік капіталу)
- Цей показник також слугує кращим індикатором ймовірності валютної кризи, ніж стандартні критерії
- Для країн з перехідною економікою, що мають фіксований валютний курс (таких як Україна), цей індикатор дорівнює:

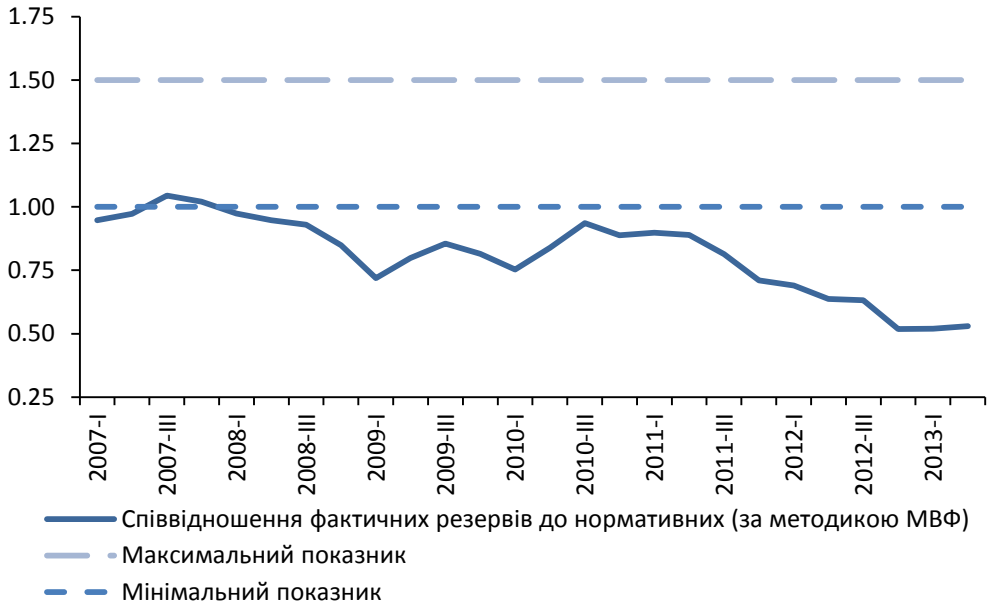
  10% експорту + 30% короткострокового зовнішнього боргу +

  + 10% грошової маси + 10% інших портфельних зобов'язань

- Країни повинні мати міжнародні резерви в інтервалі 100% – 150% від запропонованого індикатора

© German Advisory Group

4.iv. Новий агрегований критерій: Результати



Джерело: Власні розрахунки на основі даних НБУ

- Як і інші індикатори, значення нового індикатора мало тенденцію до зменшення з 2007 року
- Резерви були на належному рівні лише частину 2007 року
- Наявне значення 0,53 означає, що міжнародні резерви України лише незначно більші, ніж 50% від мінімально необхідних резервів

© German Advisory Group

4.v. Огляд результатів

Огляд кількісних результатів:

Критерій адекватності резервів	Наявне значення	Мінімальне значення	Необхідні резерви	Різниця від наявних резервів (25,2 млрд в квітні)
Покриття імпорту	2,7 місяця	3 місяця	27,9 млрд дол. США	- 2,7 млрд дол. США
Гвідотті-Грінспен	0,41	1	60,9 млрд дол. США	- 35,7 млрд дол. США
Вайнхолс-Каптейн*	0,37	1	67,8 млрд дол. США	- 42,6 млрд дол. США
Аргегований показник МВФ	0,53	1	47,6 млрд дол. США	- 22,4 млрд дол. США

*на основі 10% of M3

- Всі чотири критерії показують, що рівень **міжнародних резервів** є **недостатнім** і повинен бути суттєво збільшеним
- **Зниження** значень критеріїв до мінімальних значень протягом кількох років - це ще одна **негативна тенденція**, що повинна бути компенсована

© German Advisory Group

5. Наслідки для економічної політики

- Розглянуті критерії однозначно показують, що Україна дуже вразлива до шоків поточного та фінансового рахунку платіжного балансу. Проблеми зовнішнього фінансування не можуть бути належно компенсовані через недостатність міжнародних резервів
- Варто зауважити, що міжнародні резерви залишились недостатніми, незважаючи на запровадження різних адміністративних заходів для обмеження попиту на іноземну валюту. За відсутності адміністративних заходів розрив був би ще більшим
- Хоча урядовці повинні розуміти, що обсяг резервів потрібно збільшувати, основні питання, які виникають:
  1. Як багато резервів?
  2. За який період потрібно накопичувати резерви?
  3. Які для цього потрібні інструменти?

© German Advisory Group

5. Висновки для економічної політики

1. Нижня межа показника МВФ (**47,6 млрд дол. США**) видається реалістичним цільовим показником, оскільки він базується на розрахунках, що включають все можливе навантаження на міжнародні резерви
2. Очевидно, що в короткостроковому плані такий показник не може бути досягнутий через суттєвий розрив між цільовими та фактичними резервами. Отже, він повинен виступати **середньостроковою метою**
3. Нова **програма з МВФ і перехід до більш гнучкого курсу** може стати оптимальним шляхом збільшення міжнародних резервів в короткостроковому плані. В середньостроковому плані доцільно проводити структурну політику, що сприятиме залученню **іноземного капіталу** та збільшенню міжнародних резервів, включаючи сприяння експорту, залучення ПІІ та прозору приватизацію

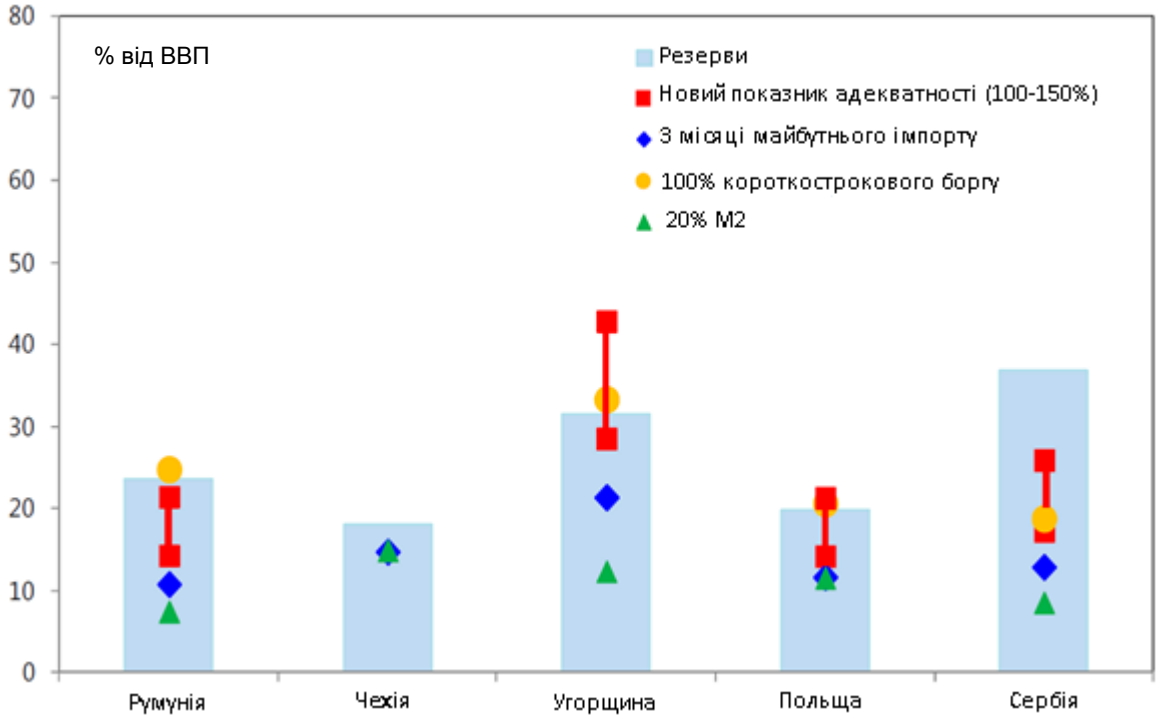
© German Advisory Group

Додаток

© German Advisory Group

Достатність резервів: Регіональне порівняння (1)

Фактичні міжнародні резерви порівняно з нормативними



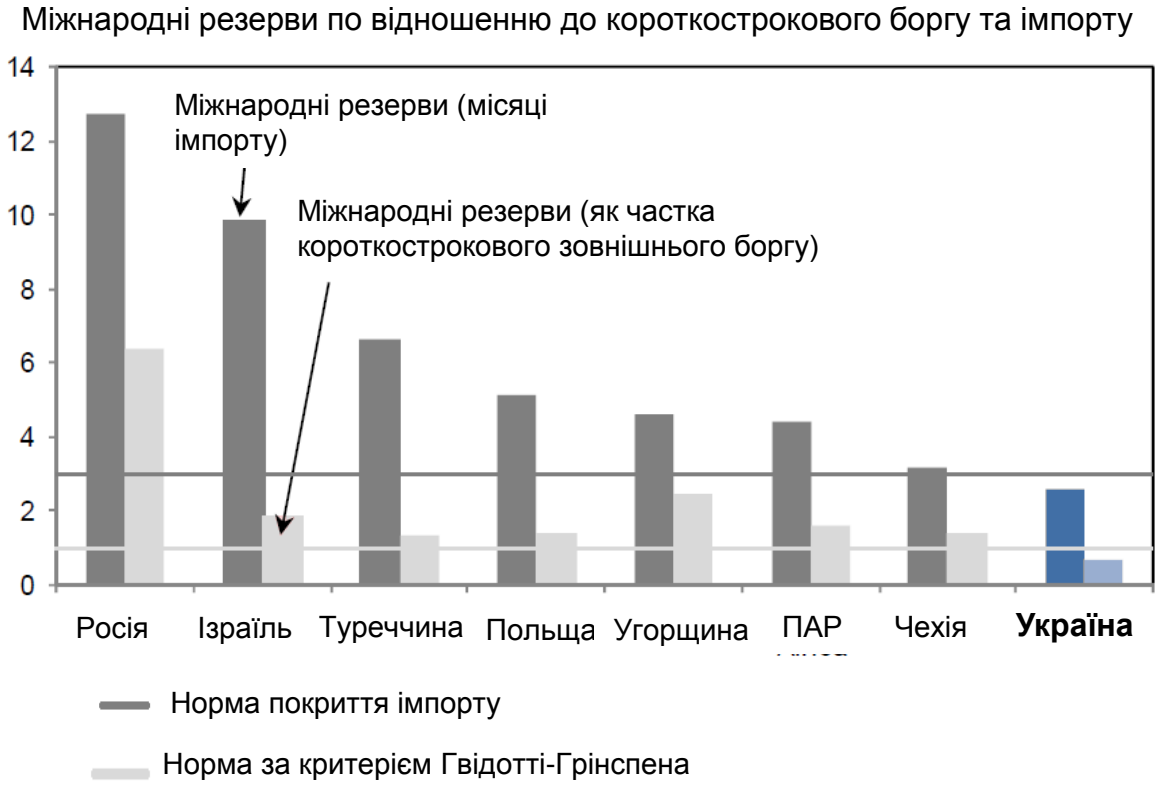
Джерела: WEO; International Financial Statistics; та оцінки МВФ
Примітка: Резерви станом на липень 2012 року; всі інші змінні за 2011 рік окрім майбутнього імпорту (за 2012 рік)

- Рисунок показує стан міжнародних резервів для ряду країн у відношенні до
  - імпорту
  - короткострокового зовнішнього боргу
  - нового показника МВФ

В цілому, **міжнародні резерви рівні або перевищують нормативні показники за всіма критеріями**, лише Угорщина має резерви менші ніж 150% від показника МВФ

© German Advisory Group

Достатність резервів: Регіональне порівняння (2)



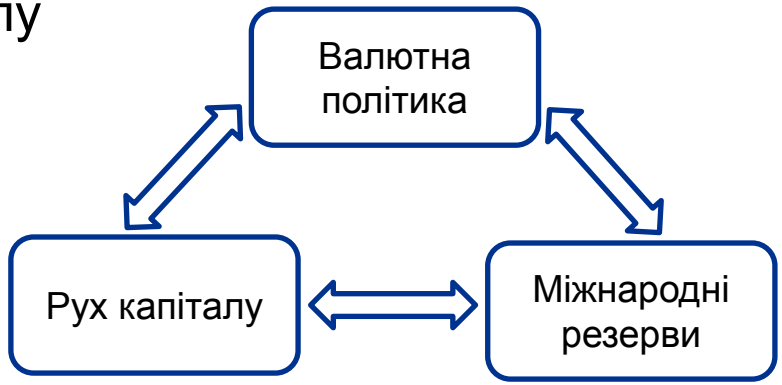
- Аналогічно до попереднього слайду резерви всіх розглянутих країн, окрім України, достатні як за показником покриття імпорт так і за критерієм Гвідотті-Грінспена
- В свою чергу Україна відстає і резерви є недостатніми за всіма критеріями

Джерело: GS Global ECS Research, Haver Analytics, 2013

© German Advisory Group

Достатній рівень резервів в контексті ширшої макроекономічної політики

- Міжнародні резерви по своїй суті пов'язані з валютною політикою та рухом капіталу



- Варто зазначити, що резерви зменшуються та недостатні, <u>незважаючи на</u> нещодавні адміністративні обмеження на рух капіталу
  - Нещодавні зміни торговельної політики (наприклад додаткові мита) мають аналогічні результати
- Продовження такої політики – навряд чи перспективна стратегія, оскільки вона створює додаткове навантаження на економіку
- Для вирішення згаданої вище проблеми ми пропонуємо поступове збільшення гнучкості обмінного курсу

© German Advisory Group

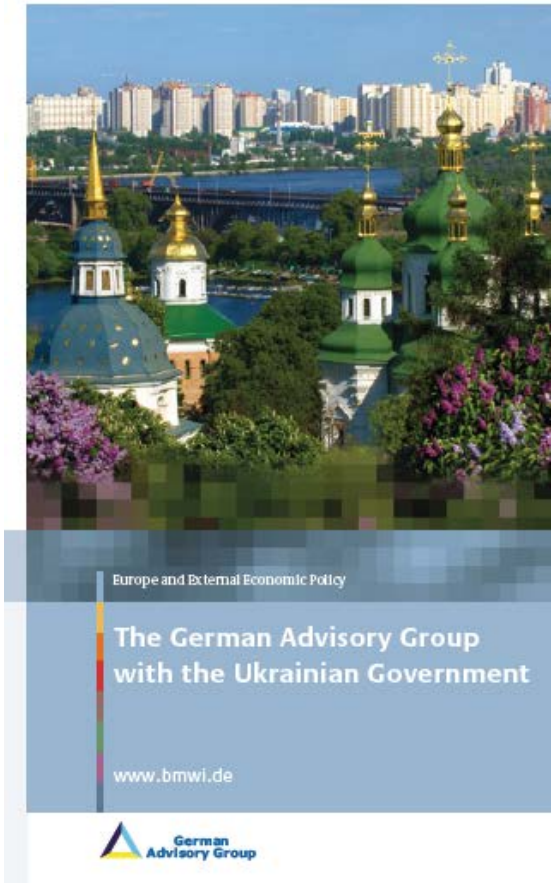
Контакти

Роберт Кірхнер
kirchner@berlin-economics.com

Віталій Кравчук
kravchuk@ier.kiev.ua

German Advisory Group
c/o BE Berlin Economics GmbH
Schillerstr. 59, D-10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
E-mail: info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

Federal Ministry of Economics and Technology



© German Advisory Group