

**ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ДО ВИЗНАЧЕННЯ КРИТЕРІЇВ ДОСТАТНОСТІ
МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ В ІСТОРИЧНІЙ РЕТРОСПЕКТИВІ**

Проаналізовано основні теоретичні підходи до визначення критеріїв оптимальності міжнародних резервів протягом останніх 60 років. Визначено відмінності класичних та нових підходів до оцінювання достатнього рівня міжнародних резервів.

The basic theoretical approaches to the estimation of international reserves adequacy over the past 60 years are analyzed. Differences between classical and new approaches to the estimation of an optimal level of international reserves are determined.

Ефективне управління міжнародними резервами є однією з передумов проведення ефективної валютної політики держави загалом. Важливість управління міжнародними резервами зумовлена тим, що саме вони можуть забезпечити стійкість країни до шоків потрясінь. Використання ненадійних та ризикованих методів управління резервами обмежує можливості прийняття ефективних рішень відповідними державними органами під час фінансових криз, що в свою чергу може поглиблювати самі кризи. Крім цього, використання таких методів часто сприяє значним фінансовим затратам і загрожує репутації країни.

Остання світова фінансова криза вкотре привернула увагу держав до важливості управління міжнародними резервами та визначення їхнього достатнього рівня. Оскільки утримання резервів пов'язане як із вигодами, так і з витратами для країни, то кожній країні необхідно визначити свій оптимальний обсяг міжнародних резервів. Визначення такого оптимального рівня резервів слід здійснювати на основі певних правил або критеріїв.

Дослідженням критеріїв достатності міжнародних резервів займалися багато вчених. Серед основних можна виділити праці Дж. Френкеля, Дж. Вейнд-холдса, Р. Геллера, Дж. Вільямсона, Б. Айхенгіна, А. Грінспена, Дж. А. Франкеля, Дж. Айзенмана та ін. Такі вітчизняні вчені, як О. Лупін, В. Мовчан, О. Береславська, П. Мельник також вивчали критерії оптимального рівня міжнародних резервів. Однак незважаючи на значну кількість публікацій, присвячених дослідженню цієї проблеми, вона ще не є повністю вивчена, як у вітчизняній, так і в зарубіжній науці, що обумовлює актуальність і необхідність подальших розвідок у цьому напрямку.

Метою статті є узагальнення попередніх досліджень щодо адекватності міжнародних резервів та аналіз теоретичних підходів до визначення їхнього оптимального рівня.

У напрацюваннях вчених щодо критеріїв достатності міжнародних резервів за останніх півстоліття можна виділити три основні закономірності. По-перше, практично зникла орієнтація на критерії оптимальності резервів, що ґрунтувалися виключно на грошовій масі й були поширені перед Другою світовою війною. По-друге, в період після Другої світової війни достатність міжнародних резервів окремих країн почала майже повністю визначатися на основі торгівлі й торговельної нестабільності. І по-третє, сучасні дослідження акцентують увагу на відмінностях у рівнях розвитку країн, неоднаковому доступі країн до ринків капіталу та різних валютних режимах, пояснюючи цим самим різний попит країн на міжнародні резерви.

Важливість міжнародних резервів як засобу адаптації країни до зовнішніх шоків набула особливої уваги після Другої світової війни та під впливом Великої депресії. Зокрема, Дж. Кейнс розробив план створення міжнародного клірингового союзу. Припускалося, що у такому союзі квоти банкор¹ – як основне джерело ліквідності – будуть пов'язані з вартістю торгівлі. Важливість зовнішнього впливу на економіку країни була також визнана Міжнародним валютним фондом. У формулах розрахунків квот МВФ визначив змінність експорту як одну з п'яти змінних, що використовувалися при розрахунку можливості кожної країни-члена здійснювати внески, реалізовувати свої виборчі права й отримувати доступ до ресурсів МВФ. У 1947 р. Р. Триффін поглибив вивчення цієї проблеми і дійшов висновку,

¹ Банкор – валюта, запропонована Дж. Кейнсом як міжнародна розрахункова одиниця (Прим. авт.).

що попит на міжнародні резерви має зростати у лінійній відповідності з торгівлею. А тому, на його думку, відношення міжнародних резервів до імпорту могло вважатися критерієм достатності резервів [1].

У 1953 р. МВФ уперше на вимогу ООН здійснив дослідження щодо достатності міжнародних резервів у світі. Співробітники МВФ стверджували, що визначення оптимального рівня резервів було не просто завданням математичних розрахунків. Швидше, ця достатність була пов'язана з ефективністю міжнародної кредитної системи, існуючим режимом валютних курсів, доцільністю монетарної і фіскальної політики та рівнем розвитку країн. Було зроблено висновок, що міжнародні резерви країни є недостатніми доти, доки громадськість не почне вважати їх достатніми [2].

У 1958 р. була здійснена ще одна спроба МВФ визначити оптимальний рівень міжнародних резервів. Оскільки зовнішня торгівля була найбільшою статтею платіжного балансу, то природно, що насамперед міжнародні резерви мали порівнюватися з показниками торгівлі. Аналіз даних показав, що в середньому річне співвідношення міжнародних резервів до імпорту в різних країнах коливалося від 30% до 50%. Отримані результати були кваліфіковані як орієнтир для визначення оптимального рівня міжнародних резервів. У 1960 р. Р. Триффін піддав критиці мінімальне значення у 30%, яке покривало 4 місяці імпорту. На його думку, 35% мало бути мінімальним співвідношенням міжнародних резервів до імпорту.

У 1966 р. Р. Геллер вперше проаналізував оптимальний рівень міжнародних резервів з точки зору раціонального оптимізуючого рішення. Оптимальний рівень резервів визначався у точці, де гранична корисність дорівнювала граничним витратам. У моделі Геллера попит на міжнародні резерви визначався вартістю адаптації до зовнішньої незбалансованості, альтернативною вартістю зберігання резервів та ймовірністю того, що потреба в резервах зростає до певної необхідної величини. Геллер стверджував, що його підхід визначив більш надійний і правильний критерій оптимальності міжнародних резервів, ніж звичайне співвідношення резервів до імпорту [3].

Подальші дослідження, як і дослідження Р. Геллера, виходили за рамки класичного критерію покриття імпорту. Загалом вони були зосереджені на чотирьох основних змінних, які визначають попит на міжнародні резерви: нестабільність зовнішніх платежів, гранична схильність до імпорту, змінні на основі масштабу, такі як виробництво або імпорт, та альтернативна вартість. Проте і тут вчені не дійшли спільної думки, оскільки було невідомо, позитивний чи негативний вплив на міжнародні резерви має схильність до імпорту і чи наявна економія масштабу як така. Складно також було знайти адекватні показники альтернативної вартості, які можна було би перевірити емпірично.

З огляду на вищезазначене, крім чотирьох змінних, які визначають попит на міжнародні резерви, слід згадати і про ще два основних відкриття в підходах до визначення достатності міжнародних резервів. По-перше, попит на резерви визначається також типом валютного режиму. По-друге, при формуванні міжнародних резервів поведінка країн, що розвиваються, суттєво відрізняється від поведінки розвинутих країн [4].

На зламі століть, після довготривалої міжнародної дискусії вчені дійшли висновку, що кількісно визначити оптимальний рівень міжнародних резервів неможливо, оскільки на його величину впливає дуже багато чинників. Ніби підсумовуючи всі попередні дослідження, Т. Золотухіна вважає, що потреба країни в міжнародних резервах залежить від обраного режиму валютного курсу (для підтримання фіксованого курсу необхідно більше міжнародних резервів), доступу до міжнародних ринків капіталу (країни, що розвиваються, переважно не мають вільного доступу, а зовнішні запозичення для них дуже дорогі), рівня відкритості та гнучкості економіки (обсягів зовнішньої торгівлі та здатності адаптуватися до зовнішніх шоків) тощо. З огляду на це, на думку Т. Золотухіної, достатньо обмежитися визначеннями на зразок: «У країнах, що розвиваються, рівень міжнародних резервів має бути таким, щоб ринок та рейтингові агентства сприймали його як адекватний за даних умов» або «Рівень міжнародних резервів однієї країни має дорівнювати або бути схожим до відповідного рівня резервів в іншій країні, економіки яких можна порівнювати» [5, с. 31]. Проте такі підходи не є конструктивними при формуванні резервної політики, тому було запропоновано почати визначати мінімальний рівень міжнародних резервів, який необхідний для виконання резервами своїх функцій. До них належать:

- фінансування дефіциту рахунку поточних операцій;
- обслуговування міжнародних зобов'язань, в тому числі державного зовнішнього боргу;
- здійснення валютної політики, а саме регулювання волатильності й рівня валютного курсу національної валюти;
- забезпечення ліквідності на фінансових ринках у процесі виникнення криз;
- формування заощаджень держави, запасу її ліквідності;
- отримання прибутку при здійсненні фінансових операцій [6, с. 110].

Головною помилкою при традиційному визначенні оптимального рівня міжнародних резервів була однофакторність – враховувалася орієнтація на виконання резервами лише однієї функції. Так, класичним

критерієм оцінки достатності міжнародних резервів, про який вже йшлося, вважається критерій покриття імпорту. Він оцінює адекватність міжнародних резервів з точки зору спроможності покриття імпорту, а тому базується на операціях поточного рахунку. Основним твердженням є те, що міжнародних резервів завжди має бути достатньо для покриття майбутнього імпорту протягом певного періоду часу, навіть у випадку тимчасових зупинок припливу іноземного капіталу. Цей критерій особливо важливий для тих країн, які менше інтегровані у світові фінансові потоки, і де товарні потоки є ключовим джерелом зовнішньої нестабільності. Що стосується конкретного мінімального значення резервів, найчастіше використовується показник, що дорівнює трьом місяцям майбутнього (очікуваного) імпорту. Інколи в літературі вказуються і вищі показники (4–6 місяців), проте такому показнику бракує теоретичної й емпіричної бази, а тому він може розглядатися лише як орієнтир, а не чіткий критерій [7, с. 6].

Основною відмінністю у підходах до визначення адекватності рівня міжнародних резервів, які сформувалися після світової фінансової кризи 1997 р., стало визнання авторами того факту, що міжнародні резерви можуть одночасно виконувати кілька функцій. Окрім того, багато країн – частково у відповідь на фінансову кризу в країнах, економіки яких перебувають у процесі становлення – почали акумулювати резерви в обсягах, що значно перевищували ті, що відповідали критерію покриття імпорту. З огляду на це були сформульовані такі критерії.

Критерій Редді розроблений і названий на честь заступника голови Резервного банку Індії. У 1999 р. Я. Редді запропонував при визначенні оптимальності міжнародних резервів враховувати суму платежів за імпорт і витрати на обслуговування зовнішнього боргу, крім традиційного критерію покриття імпорту. Він вважав, що також слід спостерігати за поведінкою інших показників, наприклад, за співвідношенням резервів до суми короткострокового боргу та портфельних інвестицій.

Пабло Гвідотті, колишній заступник міністра фінансів Аргентини, запропонував країнам таке правило: країни мають керувати своїми зовнішніми активами і зобов'язаннями в такий спосіб, щоб вони могли утримуватись від зовнішніх запозичень принаймні протягом одного року [5, с. 37]. Це означає, що резерви мають покривати запланований рівень амортизації зовнішнього боргу принаймні протягом одного року. Іншими словами, співвідношення між цими двома показниками (міжнародними резервами та рівнем амортизації зовнішнього боргу) має дорівнювати хоча б одиниці. Навіть якщо не буде нового припливу капіталу, а рефінансування існуючих зобов'язань не буде здійснено, країна буде спроможна обслуговувати свій зовнішній борг. Фахівці вважають, що це правило дещо ідеалізує ситуацію в економіці, тому висловлюють певні застереження.

Дослідження американських економістів М. Бюссера та М. Мюльдера, які в 1999 р. застосували правило Гвідотті для реальних даних, свідчать про його ефективність. Було встановлено, що розрахований показник є однією з небагатьох основних змінних, які можуть передбачити фінансову кризу: «Висока ліквідність (представлена як відношення рівня міжнародних резервів до короткострокового боргу) може компенсувати слабкі фундаментальні макроекономічні чинники (такі як дефіцит поточного рахунку платіжного балансу та зміцнення реального валютного курсу) і обмежити вразливість країни в період розгортання кризи». Тому оригінальне правило, запропоноване Гвідотті, було потім суттєво розширено іншими авторами [8].

Два конкретних поліпшення запропонував Алан Грінспен – колишній голова Федеральної резервної системи США. По-перше, він зазначив, 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». Згідно з ним чисту зовнішню позицію за зобов'язаннями країни потрібно розраховувати на основі широкого переліку можливих сценаріїв, із зазначенням відповідної вірогідності їхньої реалізації. Таким чином, за новим правилом резерви мають бути достатніми для того, щоб уникнути зовнішніх запозичень протягом щонайменш одного року з високим ступенем імовірності, наприклад 95% [7, с. 6].

Слід зазначити, що деякі автори (В. Мовчан, Р. Кірхнер, Р. Джуччі) об'єднують правило Гвідотті та доповнення Грінспена в один критерій достатності міжнародних резервів і називають його критерієм Гвідотті–Грінспена.

Як уже зазначалося, економічній літературі, присвяченій критеріям достатності міжнародних резервів, бракує спільної основи, а тому вона традиційно концентрувалася на індивідуальних критеріях оцінки (пов'язаних із торгівлею, зовнішнім боргом тощо). Останнім часом така література була доповнена новими комплексними підходами.

Оскільки критерій Гвідотті–Грінспена зосереджує увагу на негативному впливі потенційного відпливу капіталу нерезидентів, отже він пов'язаний переважно із «зовнішнім впливом» резервів. Часто у

випадку фінансової кризи такий вплив часто відбувається разом із внутрішнім впливом резервів, коли резиденти намагаються обміняти активи в національній валюті на активи в іноземній валюті. Саме тому виникла необхідність визначення комплексного критерію, який би оцінював обидва ефекти.

Дж. Вейнхольдс та А. Каптейн розробили критерій, який робить можливим оцінювання зовнішньої та внутрішньої «втечі» капіталу. Він складається з трьох компонентів. Перший – це заборгованість за короткостроковими зовнішніми зобов'язаннями відповідно до залишкового строку погашення. Він схожий до підходу Гвідотті й оцінює зовнішній вплив. Другий компонент використовується як потенційний індикатор «внутрішньої втечі» і розраховується як певна частка грошової бази. Конкретний рівень покриття грошової бази за рахунок резервів залежить від системи валютного курсу країни. Третій компонент – це фактор корекції, оскільки різні країни неоднаково чутливі до раптових переходів з національної на іноземну валюту, тому автори пропонують включати ймовірний 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 універсально визнаний рейтинг ризику країни, що публікується в щотижневому «The Economist» [4].

Ще один комплексний підхід був запропонований у 2006 р. й доповнений у 2009 р. О. Джін і Р. Ранс'єр визначили оптимальний рівень резервів на основі аналітичної моделі, яка безпосередньо включає вигоди та витрати на утримання резервних активів. У цій моделі міжнародні резерви можуть розглядатися як самострахування від виникнення проблем із платіжним балансом. Основна ідея в тому, що, незважаючи на витрати, пов'язані з утриманням резервів, вони допомагають скоротити частоту раптових зупинок потоків капіталу і згладити вплив таких шоків на національне споживання та виробництво шляхом підвищення ліквідності. Таким чином, урядовці мають знайти рівновагу між витратами на утримання резервів у нормальні часи й вигодами під час кризи. Рівень є оптимальним, коли граничні витрати утримання резервів дорівнюють граничним вигодам.

В емпіричній частині роботи автори перевірили свою модель на даних, що стосувалися країн, економіки яких знаходяться в процесі становлення, з метою встановлення відповідності результатів моделі актуальним рівням резервів. Загалом після певних уточнень модель може пояснити поточний рівень резервів у багатьох країнах [9].

Підсумовуючи, можна зазначити, що в міжнародній практиці немає єдиного підходу до визначення оптимального рівня міжнародних резервів. Традиційний критерій достатності резервів, що покриває три місяці імпорту, вже дещо застарів, тому з'являються все нові підходи до визначення критеріїв адекватності міжнародних резервів, які враховують такий важливий чинник, як потоки капіталу. Що стосується подальших розвідок у цьому напрямку, то це може бути емпіричне тестування критеріїв достатності міжнародних резервів для певної групи країн (наприклад, для країн Центральної та Східної Європи), а також виокремлення відмінностей в управлінні офіційними резервами у країнах із плаваючими та фіксованими валютними курсами, адже запровадження нових підходів до управління міжнародними резервами, а також оптимізація й диверсифікація їхньої структури забезпечить ефективне здійснення валютної політики і підвищить рівень економічної безпеки держави загалом.

Література

1. *Williamson J. International Liquidity: A Survey / J. Williamson // Economic Journal. – 1973. – № 83.*
2. *International Monetary Fund. The Adequacy of International Reserves // International Monetary Staff Papers. – Vol. III. – No. 2. – October 1953.*
3. *Heller R. Optimal International Reserves / R. Heller // Economic Journal. – 1966. – № 76.*
4. *Wijnholds J. O. Reserve Adequacy in Emerging Market Economies / J. O. Wijnholds, A. Kapteyn // IMF Working Paper WP/01/143.*
5. *Золотухина Т. К вопросу об определении уровня достаточности официальных золотовалютных резервов / Т. Золотухина // Вопросы экономики. – 2002. – № 3. – С. 31–50.*
6. *Мельник П. Міжнародні резерви України: обсяги і структура / П. Мельник, О. Бреславська // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 12(78). – С. 108–116.*
7. *Мовчан В. Адекватність офіційних резервів в Україні. Серія консультативних робіт [PP/08/2009] / В. Мовчан, Р. Кірхнер, Р. Джуччі. – Берлін, К., 2009. – 16 с.*
8. *Bussiere M. External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offer Weak Fundamentals and the Effects of Contagion / M. Bussiere, C. Mulder // IMF Working Paper. – 1999. – № 88.*
9. *Jeanne O. The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications / O. Jeanne, R. Ranciere // IMF Working Paper WP/0229.*