

# Розділ 1

## Сучасне банківництво – проблеми та перспективи розвитку

---

УДК 336.711

**Міщенко С. В.**

*д.е.н., доцент, кафедра фінансів і кредиту*

*Університет банківської справи Національного банку України (м. Київ); Україна;*

*e-mail: smischenko1806@gmail.com*

### **ОБҐРУНТУВАННЯ АДЕКВАТНОСТІ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ У СУЧАСНИХ УМОВАХ**

**Анотація.** Досліджено підходи до визначення адекватності міжнародних резервів, проаналізовано критерії адекватності міжнародних резервів України як основного джерела фінансування структурних реформ відповідно до вимог механізму розширеного кредитування МВФ, розраховано кількісні значення достатності міжнародних резервів.

**Ключові слова:** міжнародні резерви, критерії адекватності, механізм розширеного кредитування, чисті міжнародні резерви, чисті внутрішні активи.

Формул: 0; рис.: 0, табл.: 3, бібл.: 10

**Mishchenko S. V.**

*PhD, Associate Professor of the Chair «Finance and Credit»,*

*University of Banking of the National Bank of Ukraine (Kiev); Ukraine;*

*e-mail: smischenko1806@gmail.com*

### **THE JUSTIFICATION OF THE ADEQUACY OF INTERNATIONAL RESERVES OF UKRAINE IN MODERN CONDITIONS**

**Abstract.** It was investigated approaches to determination the adequacy of international reserves, analysed the criteria of adequacy of international reserves of Ukraine as the main source of financing the structural reforms in accordance with the requirements of the mechanism of the extended fund facility arrangement, estimated quantitative values of the adequacy of international reserves.

The purpose of the article is to study the adequacy of the criteria for international reserves under the program expanded IMF lending. The study shows that in times of economic and financial instability of international reserves are the main source of external public debt service, foreign exchange interventions and ensuring imports. Determining the adequacy and uses of international reserves is a priority of the central bank, as characterizing the efficiency of monetary policy and structural reforms.

**Keywords:** international reserves, the adequacy criteria, mechanism of the extended fund facility arrangement, net international reserves, net domestic assets.

**JEL classification:** F30, H 87.

Formulas: 0; fig.: 0, tabl.: 3, bibl.: 10

*Мищенко С. В.*

*д.э.н., доцент, кафедра финансов и кредита*

*Университет банковского дела Национального банка Украины (г. Киев); Украина;*

*e-mail: smischenko1806@gmail.com*

## **ОБОСНОВАНИЕ АДЕКВАТНОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ УКРАИНЫ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ**

**Аннотация.** Исследованы подходы к определению адекватности международных резервов, проведен анализ критериев адекватности международных резервов Украины как основного источника финансирования структурных реформ в соответствии с требованиями механизма расширенного кредитования международного валютного фонда, рассчитаны количественные значения достаточности международных резервов.

**Ключевые слова:** международные резервы, критерии адекватности, механизм расширенного кредитования, чистые международные резервы, чистые внутренние активы.

Формул: 0; рис.: 0, табл.: 3, библи.: 10

**Постановка проблеми.** Глибока рецесія, зниження обсягів торгівлі та промислового виробництва, відтік капіталу та різке падіння курсу національної валюти призвели до погіршення банківських балансів і збільшення державного боргу, та обумовили потребу у додаткових фінансових ресурсах для проведення структурних реформ в Україні. В таких умовах підвищується значення ефективного управління міжнародними резервами як основного джерела фінансування дефіциту платіжного балансу, здійснення інтервенцій на валютному ринку та стабілізації курсу національної валюти.

**Аналіз останніх публікацій та досліджень** свідчить про значну увагу науковці та практиків до питань визначення оптимального рівня міжнародних резервів, їх структури та напрямів використання, що відображено в дослідженнях В.Т. Алферова, А.А. Гриценка, К. Лагард, А.В. Навой, С.В. Науменкової, М.І. Савлука, Т.С. Смовженко та інш. Проте зростаюча практична значущість визначення оптимального розміру та управління міжнародними резервами обумовлює необхідність подальшого вивчення цього питання.

**Мета статті** полягає у дослідженні критеріїв адекватності міжнародних резервів в рамках реалізації програми розширеного кредитування МВФ.

**Результати дослідження.** Основним джерелом поповнення міжнародних резервів України у середньостроковій перспективі будуть кредити міжнародних організацій та, перш за все, МВФ. Зокрема, чотирирічна програма Міжнародного валютного фонду з Україною в рамках механізму розширеного кредитування передбачає виділення еквіваленту 12,348 млрд. СДР (приблизно 17,5 млрд. доларів США, або 900 відсотків квоти) [1]. Основною метою цієї програми є проведення структурних реформ задля відновлення макроекономічної стабільності та подолання фінансових дисбалансів (табл. 1).

Відповідно до затвердженої програми МВФ, забезпечення фінансової стабільності передбачає зміцнення засад грошово-кредитної політики з метою відновлення стабільності цін, підвищення гнучкості валютних курсів для пом'якшення впливу зовнішніх шоків на економіку, розробку комплексної стратегії зміцнення фінансового стану банків за рахунок рекапіталізації, зміцнення державних фінансів у напрямку коригування бюджетних витрат, що сприятиме бюджетній консолідації. Реалізація цих заходів сприятиме покращенню макроекономічних показників у середньостроковій перспективі (табл. 2).

Таблиця 1

Напрями реалізації структурних реформ в Україні відповідно до вимог механізму розширеного кредитування МВФ

Сфери реалізації	Цілі	Засоби досягнення	Очікуваний результат
Грошово-кредитна сфера	Відновлення стабільності цін	Збереження купівельної спроможності гривні	Забезпечення фінансової стабільності
	Забезпечення стабільності валютного ринку	Підвищення гнучкості валютних курсів	Пом'якшення впливу зовнішніх шоків на економіку
	Зміцнення фінансової стійкості банків	Рекапіталізація, зменшення обсягів кредитування пов'язаних сторін, врегулювання питань проблемних активів	Відновлення довіри населення до банківської системи
Державні фінанси	Бюджетна консолідація	Зменшення витрат державного бюджету	Зменшення державного боргу та бюджетних дисбалансів
Економіка	Реформа системи управління	Боротьба з корупцією	Підвищення якості державного управління та зменшення бюджетних ризиків
	Дерегулювання та реформування податкової системи	Надання правових гарантій для учасників податкових відносин	Поліпшення ділового клімату
	Реформування державних підприємств	Реформування в паливно-енергетичному комплексі, зокрема реструктуризація НАК «Нафтогаз України»	Підвищення енергоефективності та енергетичної незалежності

Джерело: складено автором

З метою контролю ефективності реалізації стратегічних реформ для кожного напрямку МВФ встановлює кількісні критерії ефективності: нижню межу зміни наростаючим підсумком чистих міжнародних резервів; «стелю» на зміну наростаючим підсумком чистих внутрішніх активів Національного банку України; «стелю» на касовий дефіцит сектора загальнодержавного управління; «стелю» на об'єднаний дефіцит сектору загальнодержавного управління та НАК «Нафтогазу»; «стелю» на гарантований державою борг. Ключову роль у процесі подальшої реалізації цієї програми експерти МВФ відводять грошово-кредитній політиці. Відповідно до Меморандуму про економічну та фінансову політику у якості оперативних цілей Національний банк України буде використовувати показники чистих міжнародних резервів, а у якості проміжної цілі – грошову базу [1].

## Кількісні показники реалізації механізму розширеного кредитування МВФ для України

Показники	2015	Середньострокова перспектива
Реальний ВВП, %	-5,2	4,0 (2,0 – у 2016 р.)
Інфляція, %	27	4-6 (2018 р.)
Дефіцит рахунку поточних операцій, %	1,5	1,25 (2016-2018 рр.)
Міжнародні резерви	Покриття 3,3 місяців імпорту	83% короткострокового боргу (2018 р.)
Державний борг до ВВП, %	94	71 (2020 р.)

Джерело: складено автором

Зміни структури грошової бази є головним індикатором ефективності заходів грошово-кредитної політики, а її аналіз відповідно до методології МВФ здійснюється на основі таких показників:

1. чисті міжнародні резерви (різниця між валовими міжнародними активами та міжнародними резервами як зобов'язаннями центрального банку);
2. чисті внутрішні активи центрального банку (різниця між сумою виданих кредитів комерційним банкам і сумою коштів комерційних банків, що зберігаються на їх рахунках у центральному банку);
3. чистий кредит уряду (сума чистих вимог центрального банку до уряду).

Виділення в структурі грошової бази цих показників дозволяє більш обґрунтовано підходити до формування пропозиції грошей, враховувати вплив на її динаміку широкого кола факторів і своєчасно застосовувати необхідні заходи грошово-кредитної політики. У процесі реалізації механізму розширеного кредитування МВФ часто використовує системи фінансового програмування, що ґрунтуються на аналізі балансу центрального банку та основних монетарних показників. Головним показником, що контролюється в процесі фінансового програмування, є темп приросту грошової бази, узгоджений з встановленими цілями щодо до темпів зростання ВВП та інфляції. Крім того, для окремих елементів грошової бази встановлюються критерії ефективності, як зазначається в Меморандумі [1], для України – це нижня межа на зміну наростаючим підсумком чистих міжнародних резервів та «стеля» на зміну наростаючим підсумком чистих внутрішніх активів НБУ.

Залежно від зміни макроекономічних умов відбувається коригування зазначених показників. Так, наприклад, якщо темпи інфляції та ВВП відповідають встановленим параметрам, але збільшуються обсяги кредитування та чистих іноземних активів, то це може бути сигналом для збільшення попиту на гроші та, відповідно, обумовлює необхідність коригування верхнього ліміту чистих внутрішніх активів. Якщо з метою регулювання валютного курсу центральні банки використовують валютні інтервенції, то нижній ліміт чистих іноземних активів буде обмежувати обсяг інтервенцій, а верхній ліміт чистих внутрішніх активів – можливості стерилізації їх впливу на грошово-кредитну сферу. Таким чином, встановлення цільових критеріїв для показників чистих міжнародних резервів і чистих внутрішніх активів дозволяє забезпечити контроль над зростанням грошової бази.

Ефективне використання міжнародних резервів значною мірою залежить від відповідності їх розміру макроекономічним завданням. Досягнення необхідного рівня міжнародних резервів визначається критеріями оптимальності або адекватності. Розрахувати оптимальний рівень міжнародних резервів доволі складно, зазвичай він визначається з урахуванням макроекономічних умов та кон'юнктури фінансового

ринку. Оцінка рівня адекватності міжнародних резервів залежить від так званих м'яких економічних змінних, таких як репутація влади або кредитна історія країни. Інший варіант розрахунку ринкової оцінки адекватності - зіставлення обсягів резервів країн зі схожими фінансовими та економічними системами [2].

Вибір критерію адекватності міжнародних резервів залежить від ряду факторів:

- обраного режиму курсоутворення. Так підтримка фіксованого курсу в Україні обумовлювала потребу у збільшенні міжнародних резервів, при переході до плаваючого валютного курсу зменшується потреба у значних обсягах резервів;
- доступності міжнародних ринків капіталу. Країни, що розвиваються, зазвичай не мають до них вільного доступу або запозичення для них занадто дорогі;
- ступеня відкритості і гнучкості економіки - масштабу зовнішньої торгівлі та здатності адаптуватися до зовнішніх шоків.

В умовах нестабільності центральні банки більшості країн дотримуються продуктивного підходу до розміру офіційних резервів, визначаючи їх мінімальну достатність на рівні, що гарантує виконання ними головних функцій. В сучасних умовах в Україні рівень резервів є проміжним результатом грошово-кредитної та економічної політики: розміру державних запозичень та інтервенцій на валютному ринку для досягнення цілей курсової політики. В кризових умовах, головним стримуючим фактором збільшення резервів України є небезпека прискорення інфляції внаслідок значної емісії національної валюти за рахунок купівлі центральним банком іноземної валюти або державних цінних паперів.

На наш погляд, серед існуючих критеріїв достатності міжнародних резервів найбільш прийнятними для України, з точки зору відповідності потребам та специфіці її фінансового стану є такі;

1. Покриття імпорту товарів і послуг - оцінює здатність міжнародних резервів виконувати функцію фінансування дефіциту балансу поточних операцій. Рівень резервів вважають достатнім, за умови покриття імпорту товарів і послуг упродовж трьох місяців, адже вважається, що за три місяці економіка країни здатна адаптуватися до зовнішніх шоків і провести заміщення імпорту. Незважаючи на те, що цей критерій був сформульований у період кризи Беттон-Вудської системи, він активно застосовується у сучасній практиці центральних банків. Цей критерій акцентує увагу на балансі поточних операцій, і саме тому він залишається актуальним для країн з ринками що розвиваються, не мають вільного доступу до ринку капіталу або не є привабливими для іноземного капіталу.
2. Забезпечення національної грошової одиниці (критерій «відношення міжнародних резервів до грошової бази») дозволяє оцінити можливості резервів виконувати функцію проведення курсової політики в частині здійснення валютних інтервенцій. Для більшості країн світу це джерело попиту на резерви найбільш важливе. При оцінці потреби в резервах для здійснення валютних інтервенцій перед центральними банками постають два завдання. По-перше, визначити потребу в резервах для згладжування небажаної короткострокової мінливості курсу у разі спекулятивних дій учасників фінансового ринку. По-друге, з'ясувати потребу в резервах на середньострокову перспективу для зменшення можливого тиску на національну валюту в умовах відтоку капіталу.
3. Критерій Грінспена дає змогу оцінити можливість міжнародних резервів виконувати функцію формування заощаджень країни та запасу ліквідності, адже від величини наявних у країні резервів залежать як її кредитоспроможність, так і вартість запозичень на зовнішньому ринку. Даний критерій є простим і

найбільш важливим індикатором достатності резервів і визначає, що величина міжнародних резервів повинна покривати виплати за основною сумою зовнішнього короткострокового боргу та відсотками за ним на наступний рік (офіційний та офіційно гарантований короткостроковий борг). Зростання резервів сприяє підвищенню суверенного кредитного рейтингу і, відповідно, зниженню вартості запозичень на зовнішньому ринку. В умовах зростання зовнішнього державного боргу більшості країн світу, центральні банки приділяють значну увагу підтриманню зовнішньої платоспроможності та кредитного рейтингу країни, нарощуючи міжнародні резерви (табл. 3).

Таблиця 3

*Критерії достатності міжнародних резервів для України*

Критерій	Нормативне значення міжнародних резервів для України	Розмір міжнародних резервів станом на 01.02.2015 р.	Рівень достатності, %
Забезпечення національної грошової одиниці	12,17	6,42	52,75
Покриття імпорту	13,12	6,42	48,93
Покриття зовнішнього боргу	58,6	6,42	10,96

*Джерело:* розраховано за даними Національного банку України [3, 4]

Аналізуючи взаємозв'язок обсягу міжнародних резервів Національного банку України з макроекономічними показниками, найбільший кореляційний зв'язок виявлено з показником експорту товарів, робіт, послуг (коефіцієнт кореляції 0,88), грошовим агрегатом М1 (0,82), грошовою масою (0,79) та показником імпорту товарів, робіт і послуг (0,77).

У середньостроковій перспективі, за умови відсутності структурних дисбалансів та кризових явищ у фінансовій та економічній системах для оцінки рівня адекватності міжнародних резервів доцільно також застосовувати критерії Редді та Гвідотті. З метою оцінки можливості виконувати функцію обслуговування міжнародних розрахунків застосовують критерій Редді. Цей критерій включає, крім обсягу імпорту за три місяці, ще й обсяги річних платежів по суверенному, а також по приватному зовнішньому боргу та враховує досвід азіатської кризи, коли причиною кризових явищ виступали борги не стільки держави, скільки приватного сектору.

Критерій (правило) Гвідотті оцінює можливості міжнародних резервів виконувати функцію обслуговування зовнішнього державного боргу та визначає, що обсяг резервів може вважатися достатнім, якщо він дозволяє обходитися без зовнішніх запозичень упродовж одного року. Незважаючи на низку припущень щодо цього правила (збалансований поточний рахунок; відсутність фінансових операцій, крім кредитних угод; відсутність відтоку капіталу) фахівці міжнародного валютного фонду визначають високу ефективність його використання з метою визначення адекватності міжнародних резервів.

**Висновки.** Проведене дослідження свідчить, що в умовах економічної та фінансової нестабільності міжнародні резерви є головним джерелом обслуговування зовнішнього державного боргу, проведення валютних інтервенцій та забезпечення імпорту. Визначення рівня адекватності та напрямів використання міжнародних резервів є пріоритетним завданням центрального банку, оскільки характеризує ефективність реалізації грошово-кредитної політики та проведення структурних реформ.

### Література

1. Україна: Лист про наміри [до Меморандуму про економічну та фінансову політику] [Електронний ресурс] : Київ, 21.07.2015 р. // Національний банк України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10315035>.
2. Čech Z. International reserves in the CEE8 – lessons from the financial crisis [Electronic resource] / Zdeněk Čech, Anton Jevčák // Economic and Financial Affairs. – 2011. – Volume 8, issue 3. – 8 p. – Available at: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/country\\_focus/2011/pdf/cf-reserveadequacy.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/country_focus/2011/pdf/cf-reserveadequacy.pdf).
3. Стан міжнародних резервів та ліквідність в іноземній валюті [Електронний ресурс] : вересень, 2015 // Національний банк України. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=72631&cat\\_id=45692](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=72631&cat_id=45692).
4. Зовнішній борг України (за методологією МВФ, КПБ 5) [Електронний ресурс] // Національний банк України. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734>.
5. International Monetary Fund, 11.03.2015. [Electronic resource]. – Available at: <http://www.imf.org/external/russian/np/sec/pr/2015/pr15107r.pdf>.
6. Just released: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 [Electronic resource] // International Monetary Fund. – Available at: <http://www.elibrary.imf.org/applib/newsitem/209/just-released-annual-report-on-exchange-arrangements-and-exchange-restrictions-2014>.
7. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) [Electronic resource] // International Monetary Fund. – Available at: <http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&ss=1408202647052>.
8. International Monetary Fund Annual Report 2014: From stabilization to sustainable growth [Electronic resource] // International Monetary Fund. – Available at: [http://www.elibrary.imf.org/view/IMF011/21553-9781498315357/21553-9781498315357.xml](http://www.elibrary.imf.org/view/IMF011/21553-9781498315357/21553-9781498315357/21553-9781498315357.xml).
9. Global Financial Stability Report, April 2015: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks [Electronic resource] // International Monetary Fund. – Available at: [http://www.elibrary.imf.org/view/IMF082/22119-9781498372930/22119-9781498372930.xml](http://www.elibrary.imf.org/view/IMF082/22119-9781498372930/22119-9781498372930/22119-9781498372930.xml).
10. World Economic Outlook, April 2015: Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors [Electronic resource] // International Monetary Fund. – Available at: [http://www.elibrary.imf.org/view/IMF081/22085-9781498378000/22085-9781498378000.xml](http://www.elibrary.imf.org/view/IMF081/22085-9781498378000/22085-9781498378000/22085-9781498378000.xml).

Стаття надійшла до редакції 19.05.2015

© Мищенко С. В.

### References:

1. Ukraine: Letter of Intent (2015, February). Available at <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10315035>
2. Čech, Z., & Jevčák, A. (2011). International reserves in the CEE8 – lessons from the financial crisis. *Economic analysis from the European Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, 3, 8. Available at [http://www.ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/country\\_focus/2011/pdf/cf-reserveadequacy.pdf](http://www.ec.europa.eu/economy_finance/publications/country_focus/2011/pdf/cf-reserveadequacy.pdf)
3. International Reserves and Foreign Currency Liquidity. (2015, September). *National Bank of Ukraine*. Available at [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art\\_id=72631&cat\\_id=45692](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=72631&cat_id=45692)
4. External Debt of Ukraine. *National Bank of Ukraine*. Available at <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=63734>
5. *International Monetary Fund*. (2015, March). Available at <http://www.imf.org/external/russian/np/sec/pr/2015/pr15107r.pdf>
6. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. (2014). *Washington: International Monetary Fund*. Available at <http://www.elibrary.imf.org/applib/newsitem/209/just-released-annual-report-on-exchange-arrangements-and-exchange-restrictions-2014>
7. The Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER). *International Monetary Fund*. Available at <http://www.data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4&ss=1408202647052>
8. International Monetary Fund Annual Report: From stabilization to sustainable growth. *International Monetary Fund*. (2014). *International Monetary Fund*. Available at [http://www.elibrary.imf.org/view/IMF011/21553-9781498315357/21553-9781498315357.xml](http://www.elibrary.imf.org/view/IMF011/21553-9781498315357/21553-9781498315357/21553-9781498315357.xml)
9. Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks. (2015, April). *International Monetary Fund*. Available at [http://www.elibrary.imf.org/view/IMF082/22119-9781498372930/22119-9781498372930.xml](http://www.elibrary.imf.org/view/IMF082/22119-9781498372930/22119-9781498372930/22119-9781498372930.xml)
10. World Economic Outlook: Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors. (2015, April). *International Monetary Fund*. Available at <http://www.elibrary.imf.org/view/IMF081/22085-9781498378000/22085-9781498378000/22085-9781498378000.xml>

Received 19.05.2015

© Mishchenko S. V.