

Вплив валютної лібералізації на формування золотовалютних резервів України

Кузнецов Андрій Миколайович

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри менеджменту
Одеського національного економічного університету

Деркач Юлія Борисівна

кандидат економічних наук,
старший викладач кафедри банківської справи
Одеського національного економічного університету

Kuznetsov Andriy, Derkach Yuliya

Odesa National Economic University

У статті досліджено проблеми формування оптимального рівня золотовалютних резервів України в умовах валютної лібералізації. Проведено порівняльний аналіз обсягів золотовалютних резервів, сформованих за різними критеріями оптимальності. Визначено, що їх рівень не є достатнім в умовах домінування імпорту над експортом, пікових виплат за зовнішнім державним боргом у 2019–2020 рр. Досліджено новації валютного законодавства та їх потенційний вплив на формування золотовалютних резервів. Розроблено кореляційно-регресійну модель, що дає змогу оцінити вплив макроекономічних факторів на стан золотовалютних резервів. Доведено, що використання цієї економіко-математичної моделі дасть можливість створити методичну основу прогнозування та визначення перспективних напрямів збільшення обсягів золотовалютних резервів НБУ.

Ключові слова: золотовалютні резерви, валютне регулювання, лібералізація, валютний курс, валютний ринок, закон.

Кузнецов А.Н., Деркач Ю.Б. ВЛИЯНИЕ ВАЛЮТНОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ НА ФОРМИРОВАНИЕ ЗОЛОТОВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ УКРАИНЫ

В статье исследованы проблемы формирования оптимального уровня золотовалютных резервов Украины в условиях валютной либерализации. Проведен сравнительный анализ объемов золотовалютных резервов, сформированных по различным критериям оптимальности. Определено, что их уровень не является достаточным в условиях доминирования импорта над экспортом, пиковых выплат по внешнему государственному долгу в 2019–2020 гг. Исследованы новации валютного законодательства и их потенциальное влияние на формирование золотовалютных резервов. Разработана корреляционно-регрессионная модель, позволяющая оценить влияние макроэкономических факторов на состояние золотовалютных резервов. Доказано, что использование этой экономико-математической модели позволит создать методическую основу прогнозирования и определения перспективных направлений увеличения объемов золотовалютных резервов НБУ.

Ключевые слова: золотовалютные резервы, валютное регулирование, либерализация, валютный курс, валютный рынок, закон.

Kuznetsov Andriy, Derkach Yuliya. IMPACT OF CURRENCY LIBERALIZATION ON FORMATION THE FOREIGN EXCHANGE RESERVES OF UKRAINE

Most important factors determining the level of development of the currency market is the presence the foreign exchange reserves. The level of foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine is influenced by a number of economic factors. The purpose of the article is to study the relationship between the foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine and the basic macroeconomic indicators, such as foreign trade balance, the CPI (consumer price index), gross domestic product, national currency exchange rate, external state debt, export, import. Correlation and regression coefficients were used to evaluate the relationship between the level of foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine and the factors of influence. Thus, it was concluded that the foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine increases with the increase of external state debt and national currency exchange rate. On the other hand, we have detected the inverse relationship between the resulting indicator, the CPI (consumer price index) and foreign trade balance. The proposed study of relationship between the foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine and the indicators analyzed above will ensure proper prediction level of foreign exchange reserves and taking of the measures to increase their level. This project identi-

fies such ways of increase the foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine as reducing the external state debt, developing export high-tech products, decrease the level of CPI (consumer price index). Entry into force 07.02.2019 The Law "On Currency and Currency Transactions" and the proposed measures will provide an increase the level of foreign exchange reserves of the National Bank of Ukraine.

Key words: foreign exchange reserves, foreign exchange regulation, liberalization, foreign exchange market, currency exchange rate, law.

Постановка проблеми у загальному вигляді. Одним з найважливіших факторів, що визначає рівень валютної безпеки держави, є наявність у розпорядженні центрального банку країни золотовалютних резервів. Однак процес управління золотовалютними резервами в Україні тривалий час був недосконалим, що привело до їх катастрофічного скорочення, спровокованого численними валютними інтервенціями, надмірним попитом на готівкову валюту, недостатнім обсягом пропозиції безготівкової іноземної валюти, істотним витоком іноземної валюти за межі України та значним рівнем доларизації національної економіки.

У 2017–2018 рр. досягнуто нестійке економічне зростання, що дало змогу збільшити обсяги резервів в умовах режиму плаваючого валютного курсу. Однак з огляду на те, що в рамках домовленостей з МВФ в Україні 7 лютого 2019 р. вступить в силу Закон «Про валюту і валютні операції», яким передбачена покрокова лібералізація порядку проведення валютних операцій, зростає потреба проведення поглиблених теоретичних та прикладних досліджень особливостей формування офіційних резервів України.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретико-методологічним засадам та практичним аспектам управління золотовалютними резервами присвячені наукові праці О. Береславської, О. Боришкевич, В. Васильєва, О. Дзюблюка, Ф. Журавки, В. Козюка, В. Міщенко, М. Савлука, В. Шелудько та інших вчених.

Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми. Проведений аналіз наукових праць дає змогу стверджувати, що потребує додаткового дослідження питання формування оптимального рівня золотовалютних резервів в сучасних економічних реаліях.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Метою статті є дослідження методів ефективного управління золотовалютними резервами України в умовах відсутності стійкого економічного зростання, з одного боку, та зняття низки обмежень на валютному ринку, з іншого боку.

Виклад основного матеріалу дослідження. Упродовж останніх десятиліть низка розвинутих країн цілеспрямовано лібералізувала свої фінансові ринки та скасувала обмеження щодо їх взаємної інтеграції. Цей процес розпочався у США, згодом отримав свій розвиток у Великобританії та Франції. Рух до лібералізації та інтеграції фінансової та банківської діяльності отримав новий імпульс зі створенням Європейського Союзу [1, с. 43].

Із середини 1990-х рр. ці тенденції поширились також на країни з економіками, що розвиваються. Так, лібералізацію своїх валютних ринків проводили центральні банки низки країн Латинської Америки, Центральної та Східної Європи, Ізраїль та інші держави.

Як свідчить світовий досвід валютної лібералізації, окрім переваг у вигляді спрощення доступу на міжнародний фінансовий ринок, здешевлення вартості внутрішніх позичкових ресурсів, розширення іноземного інвестування, вона може мати негативні наслідки у вигляді раптового реверсу короткострокового капіталу, порушення макроекономічної стабільності внаслідок підвищення чутливості до зовнішніх шоків [2].

В рамках угоди з МВФ за останні два роки в Україні проводяться послідовні кроки лібералізації валютних операцій, що закріплені в новому Законі «Про валюту та валютні операції» від 21 червня 2019 р. та 8 нових постанов Правління НБУ, які замінили попередні 56 нормативно-правових актів у сфері валютного регулювання.

Із 7 лютого 2019 р. будуть введені в дію більше 20 послаблень щодо порядку проведення валютних операцій. Основними з них є такі:

- 1) для суб'єктів господарювання:
 - збільшення граничного терміну розрахунків за експортно-імпортними контрактами зі 180 днів до 365 днів;
 - скасування валютного нагляду за експортно-імпортними операціями на суму до 150 тис. грн.;
 - скасування санкцій у вигляді припинення зовнішньоекономічної діяльності за порушення строків розрахунків;

– скасування процедури реєстрації зовнішніх запозичень тощо;

2) для фізичних осіб:

– дозвіл на онлайн-купівлю іноземної валюти фізичними особами (в межах ліміту купівлі готівкової валюти – до 150 тис. грн./день в еквіваленті);

– збільшення ліміту на перекази іноземної валюти за кордон без відкриття рахунку для фізичних осіб – з 15 до 150 тис. грн/рік тощо [3].

Як зазначає регулятор, скасуванню валютних обмежень насамперед передуватиме оцінювання Національним банком таких макроекономічних індикаторів, як темпи зростання ВВП, динаміка інфляції, стан валютного ринку, фінансова стабільність, ситуація на зовнішніх ринках [3].

Проте не зрозуміло те, які саме показники повинні бути досягнуті задля зняття наявних обмежень та переходу до режиму вільного руху капіталу, що стане підґрунтям полегшення ведення бізнесу та інвестиційного клімату в Україні, припливу іноземного капіталу.

Вітчизняні науковці застерігають, що масштабна валютна лібералізація може загрожувати валютній безпеці держави, яка визначається ступенем забезпеченості країни валютними коштами [4, с. 593–594].

Ступінь забезпеченості країни валютними коштами визначається рівнем її золотовалютних резервів. Питання оптимального рівня золотовалютних резервів є досить дискусійним, оскільки занижений обсяг резервів погіршує платоспроможність країни на світовому ринку та обмежує регулятивні можливості держави в монетарній сфері, а завищений – приводить до заморожування частини національного багатства країни.

Широке коло чинників, що визначають необхідність формування ЗВР та впливають на їх розмір, не дає змогу розробити

єдині правила їх оптимізації, придатні для будь-якої країни та в будь-яких умовах. На практиці використовують декілька критеріїв розрахунку розміру ЗВР. Мінімально прийнятною у світовій практиці величиною золотовалютних резервів, що відповідає методології МВФ, вважається та, яка дорівнює вартості імпорту товарів та послуг за три місяці (рис. 1).

Як видно з рис. 1, протягом аналізованого періоду обсяг золотовалютних резервів відповідав обсягу тримісячного імпорту, проте у 2014 р. цей показник було порушено.

Досить поширеним у світовій практиці є використання критерія П. Гвідотті та А. Грінспена. Коефіцієнт покриття для цього критерію розраховується як відношення обсягів ЗВР до обсягів короткострокового зовнішнього боргу. Цей критерій передбачає, що резерви мають покривати запланований рівень амортизації зовнішнього боргу принаймні протягом одного року, тобто співвідношення цих двох показників (резерви та рівень амортизації зовнішнього боргу) має дорівнювати одиниці. Оцінювання відповідності золотовалютних резервів НБУ цьому критерію представлено на рис. 2.

Як видно з рис. 2, на відміну від попереднього, за цим критерієм сформовані золотовалютні резерви не відповідають оптимальному значенню, що може позначатись на ефективності виконання ними своїх завдань. Обсяги ЗВР відповідали оптимальному значенню за критерієм П. Гвідотті та А. Грінспена лише у 2006–2007 рр.

Недостатність ЗВР в Україні також підтверджує критерій Я. Редді. За цим критерієм резерви повинні покривати обсяг тримісячного імпорту та обсяг річних платежів за зовнішнім боргом. Відповідно, протягом 2006–2016 рр. обсяг ЗВР є недостатнім для забезпечення

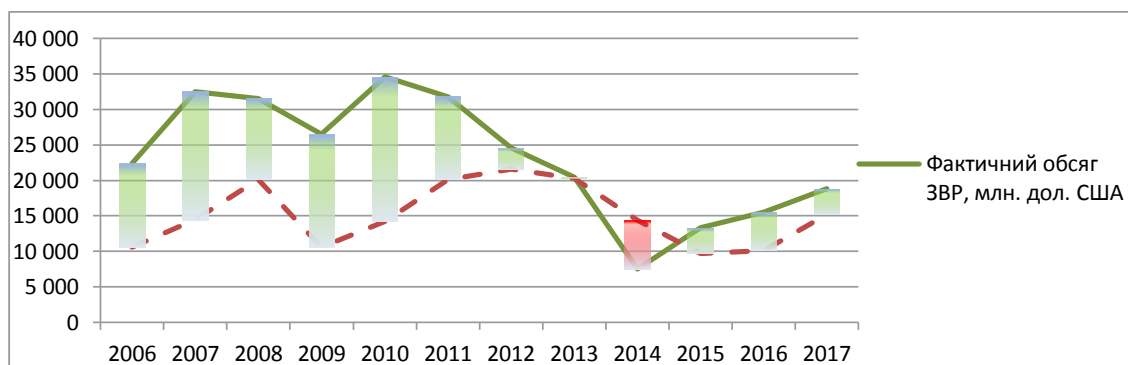


Рис. 1. Оцінювання адекватності ЗВР за критерієм покриття імпорту за 3 місяці

Джерело: складено за даними джерела [3]

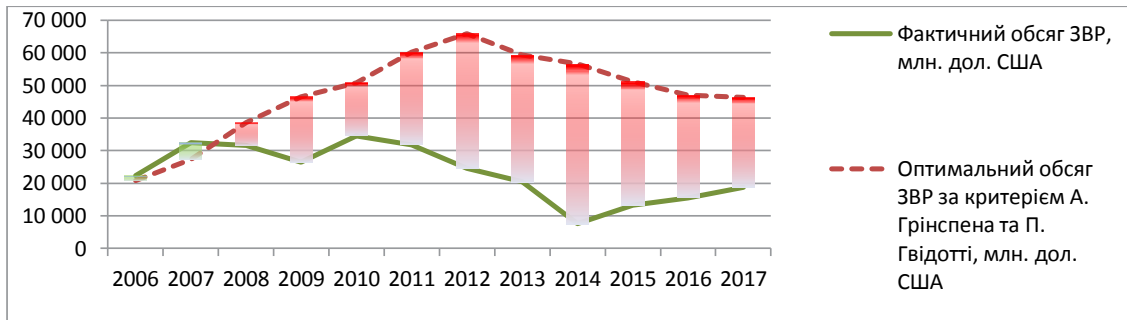


Рис. 2. Оцінювання адекватності ЗВР НБУ за критерієм П. Гвідотті та А. Грінспена
Джерело: складено за даними джерела [3]

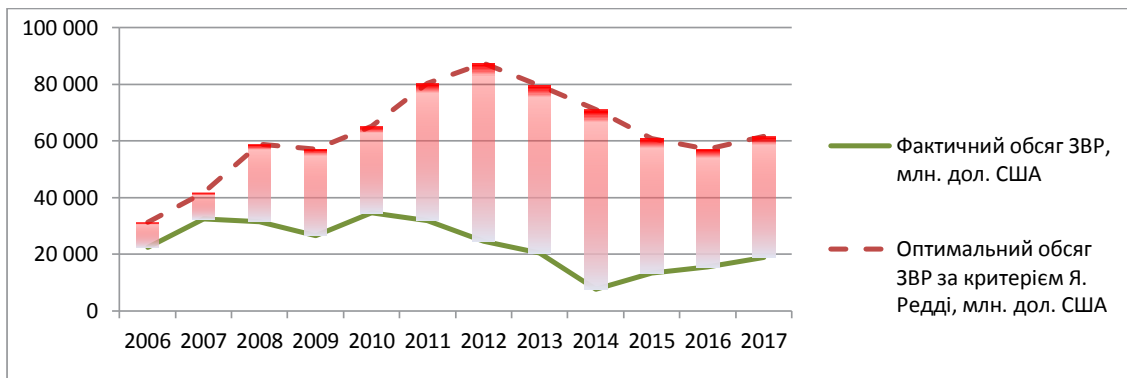


Рис. 3. Оцінювання адекватності ЗВР НБУ за критерієм Я. Редді
Джерело: складено за даними джерела [3]

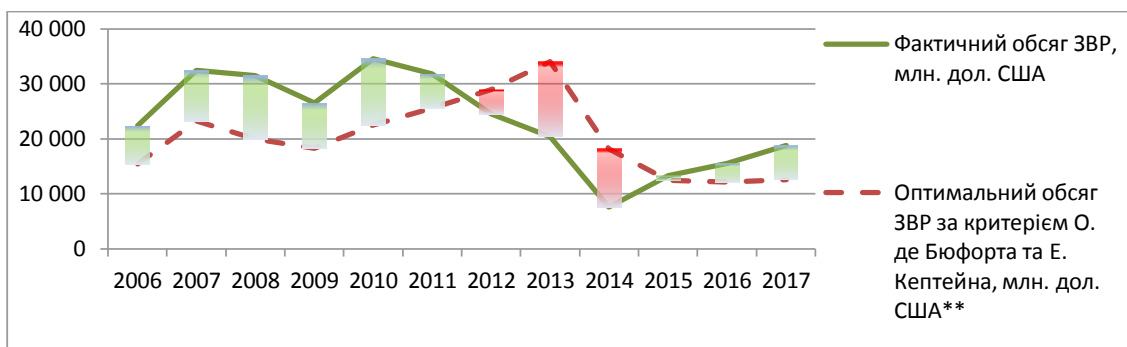


Рис. 4. Оцінювання адекватності ЗВР НБУ за критерієм О. де Бюфорта та Е. Кептейна
Джерело: складено за даними джерела [3]

міжнародних розрахунків, обслуговування зовнішнього боргу та підтримання курсу національної валюти (рис. 3).

Економічний зміст критерія О. де Бюфорта Війнхольда та Е. Кептейна складається з трьох компонентів та враховує «внутрішню» й «зовнішню» втечу капіталу. Критерій О. де Бюфорта та Е. Кептейна підтверджує висновки за критерієм покриття імпорту й показує, що показник ЗВР в Україні був недостатнім лише у 2012–2014 рр. (рис. 4).

У 2017 р. ЗВР в Україні вистачало для покриття імпорту за 3 місяці (критерій покриття імпорту) та 30% від обсягу грошового агрегату М2 (критерій О. де Бюфорта та Е. Кептейна). Проте їх було недостатньо для покриття короткострокового зовнішнього боргу (критерії А. Грінспена та П. Гвідотті, Я. Редді).

Вважаємо, що особливу увагу слід приділити критерію А. Грінспена та П. Гвідотті (відношення резервів до короткострокового зовнішнього боргу), оскільки, як зазначають

економісти МВФ, цей показник є одним з найважливіших в країнах з невизначеним доступом до ринку капіталів, до яких належить Україна. Його нормативне значення становить не менше 100% усіх виплат за зовнішнім боргом (обслуговування та погашення) протягом 12 місяців. З огляду на це станом на 1 січня 2018 р. міжнародні резерви України покривають лише 40,5% короткострокового зовнішнього боргу (рис. 2).

Головними чинниками, що визначають динаміку обсягів офіційних валютних резервів є такі.

1) Стан розвитку національного господарства та масштаби зовнішньоекономічної діяльності. Фактор, що визначає інтенсивність потоків валютних коштів з урахуванням експортного потенціалу країни та її участі в міжнародному поділі праці. Чим більше ця участь, чим динамічніше розвиваються експортно орієнтовані галузі виробництва, тим більше можуть бути валютні резерви з огляду на приплив валютної виручки в країну.

2) Величина зовнішнього боргу. Фактор, що визначає необхідний обсяг резервів для підтримання високого рівня міжнародної валютної ліквідності для щорічного обслуговування зовнішньої заборгованості шляхом виплати сум основного боргу та процентів за ним.

3) Темпи інфляції в країні, що визначають рівень внутрішнього знецінення національної грошової одиниці та ймовірність поступового вичерпання офіційних золотовалютних резервів. За умови здешевлення національної валюти дорожчає імпорту, що зумовлює збільшення попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку, отже, ще більше витрачання валютних резервів центральним банком для уникнення кризи.

4) Чинний режим валютного курсу національної валюти, що визначає динаміку золотовалютних резервів залежно від використання фіксованого або плаваючого режиму. У країнах, де діє фіксований обмінний курс, центральний банк потребує більших обсягів валютних резервів для забезпечення згладжування курсових коливань, а плаваючий режим валютного курсу передбачає менші обсяги валютних резервів з огляду на менші масштаби втручання центрального банку у функціонування валютного ринку.

5) Стан платіжного балансу, тобто наявність активного сальдо або дефіциту, є фактором, який свідчить про можливість додаткового нагромадження або витрачання

золотовалютних резервів як засобу остаточного врегулювання сальдо.

б) Міжнародний рух капіталів впливає на переміщення валютних коштів з країни в країну, що зумовлює зміни кон'юнктури на внутрішньому валютному ринку, отже, дії центрального банку з нагромадження або витрачання валютних резервів.

Отже, в рамках дослідження висунемо гіпотезу про те, що на обсяги золотовалютних резервів країни впливають валютний курс, зовнішній державний та гарантований державою борг, індекс споживчих цін та сальдо зовнішньоторговельного балансу (різниця експорту та імпорту).

Для перевірки гіпотези розроблено багатофакторну економіко-математичну модель задля встановлення взаємозв'язків між результативною ознакою (Y) та основними факторними компонентами ($X_1, X_2, X_3, \dots, X_N$). Отже, математично завдання зводиться до пошуку аналітичного виразу, що якнайкраще відображував би зв'язок факторних ознак з результативною. Далі аналіз побудованого рівняння регресії здійснюється за допомогою статистичних показників, отриманих у процесі безпосереднього КРА, а саме тісноти кореляційного зв'язку, точності, надійності.

З огляду на основні фактори впливу та їх комплексну взаємозалежність як факторні величин вибрані такі показники: X_1 – зовнішній державний та гарантований державою борг, млн. дол. США; X_2 – індекс споживчих цін, %; X_3 – зовнішньоторговельне сальдо, млн. дол. США; X_4 – курс гривні за 1 дол. США.

В цьому разі міжнародні резерви прийняті за величину (Y), періодом дослідження вибрано 2015–2018 рр. (1, 2 квартали), оскільки саме в цей період в Україні встановлено плаваючий режим курсоутворення, перехід на який відбувся на початку 2015 р.

Результати кореляційної матриці дають змогу зробити висновок, що між результативним показником (Y) та факторними величинами існує тісний зв'язок (табл. 1).

Проведений регресійний аналіз між результативним показником та факторними величинами з використанням пакета «Аналіз даних» дає змогу зробити такі висновки щодо побудованої моделі.

1) Коефіцієнт множинної кореляції дорівнює 0,98, що свідчить про тісний кореляційний зв'язок між чинниками в побудованій регресійній моделі (табл. 2).

2) Величина R^2 показує, що обсяги ЗВР на 96% визначаються саме тими чинниками, які

Таблиця 1

Кореляційна матриця

	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄
Y	1				
X ₁	0,878838674	1			
X ₂	-0,638429392	-0,41054	1		
X ₃	-0,64160866	-0,56712	0,670984	1	
X ₄	0,838994651	0,563505	-0,58023	-0,4498	1

Таблиця 2

Показники регресійної статистики

Коефіцієнт множинної регресії R	0,980960492
Коефіцієнт детермінації R-квадрат	0,962283486
Нормований R-квадрат	0,947196880
Стандартна похибка	802,9018691
Спостереження	15

були використано в моделі, тобто побудоване рівняння є досить точним.

3) За критерієм Фішера з достовірністю 95% можна стверджувати, що побудоване рівняння загалом є статистично надійним, значимим, істотним, адже значення F-критерія Фішера (63,78) перевищує критичне (0,16).

4) Вибрані фактори є надійними за критерієм Стьюдента, тому можна стверджувати, що всі змінні статично надійні, значимі, істотні.

Побудована регресійна модель має такий вигляд:

$$y = -26414,644 + 0,7175732038 X_1 - 26,78376685 X_2 - 0,18523117591 X_3 + 470,13321994 X_4.$$

На основі розрахункових даних можна зробити такі висновки.

1) Зв'язок між обсягом золотовалютних резервів та зовнішнім державним і гарантованим державою боргом прямий, тісний, що свідчить про накопичення НБУ у 2015–2018 рр. резервів за рахунок продажу державних цінних паперів та кредитів від міжнародних фінансових інститутів. Така ситуація викликає занепокоєння, оскільки у 2019–2020 рр. планові валютні виплати з відсотками становитимуть 17 млрд. дол. США, проте, як свідчать розрахунки за критерієм П. Гвідотті та А. Грінспена, резервів для цього вкрай недостатньо.

2) Зв'язок між обсягом золотовалютних резервів та індексом споживчих цін значний, обернений. Здешевлення національної валюти привело до здороження імпорту, що спричинило подальше зростання попиту на іноземну валюту на внутрішньому ринку.

3) Зв'язок між зовнішньоторговельним сальдо та обсягами ЗВР в аналізованому проміжку часу є зворотним, значним, оскільки зростаючий дефіцит зовнішньоторговельного сальдо покривається за рахунок резервів, що приводить до їх витрачання. Ситуація погіршилась у 2017–2018 рр., оскільки різниця між імпортом та експортом збільшується. Станом на 1 січня 2017 р. вона склала 65,1 млн. дол. США, на 1 січня 2018 р. – 1 388,5 млн. дол. США. Загалом дефіцит поточного рахунку платіжного балансу у 3 кварталі 2017 р. склав 1,4 млрд. дол. США, а в аналогічному періоді 2018 р. – 4,2 млрд. дол. США. Головними причинами є прискорення споживчого та інвестиційного імпорту, зростання вартості енергоносіїв через високі світові ціни.

4) Зв'язок між обсягом золотовалютних резервів та курсом гривні до долару США прямий, що свідчить про дотримання НБУ режиму плаваючого валютного курсу. НБУ згладжував надмірну курсову волатильність через проведення валютних інтервенцій, зокрема у 2017 р. куплено 2 271 млн. дол. США, продано 1 009 млн. дол. США. Позитивне сальдо валютних інтервенцій свідчить про купівлю іноземної валюти у суб'єктів валютного ринку, що спрямовувалась регулятором на поповнення ЗВР.

Таким чином, запропоноване регресійне рівняння, на наш погляд, дає можливість створення методичної основи для прогнозування та визначення перспективних напрямів досягнення оптимального рівня золотовалютних резервів відповідно до сучасних економічних реалій.

Висновки з цього дослідження. Безумовно, набуття чинності Законом «Про валюту та валютні операції» та інші новації валютного законодавства сприятимуть притоку іноземної валюти в країну, збільшуючи обсяг золотовалютних резервів. Проте на тлі нестійкого зростання ВВП (у 2018 р. фактичний рівень склав 2,5% проти запланованого рівня в 3%), високої волатильності показників інфляції (у 2018 р. фактичний рівень склав 9,8% проти запланованого рівня в 6%), цьогорічних пікових виплат за державними міжнародними кредитами, дефіциту пропозиції іноземної валюти та зростання політичних ризиків валютна лібералізація може спровокувати різкий виток валюти з країни, спустошивши ЗВР [3]. Вважаємо, що доцільно впроваджувати валютну лібералізацію, досягнувши стійких показників економічного зростання на встановленому проміжку часу, чітко визначеному НБУ.

Отже, виходячи з іноземного досвіду валютної лібералізації та результатів коре-

ляційно-регресійного аналізу, вважаємо, що основними напрямками збільшення рівня золотовалютних резервів є посилення експортної активності вітчизняних підприємств через інструменти державної політики; поліпшення інвестиційної привабливості та посилення ролі прямих іноземних інвестицій до реального сектору вітчизняної економіки задля сприяння інноваційному розвитку високотехнологічного виробництва; запровадження діючої мотиваційної програми кредитування міжнародними фінансовими інститутами реального сектору економіки; вдосконалення політики управління державним боргом (зменшення абсолютного його розміру та відсоткових платежів щодо його обслуговування); подальше збалансування грошового й товарного ринків, тобто зниження рівня інфляційної динаміки, обмеження емісії національної валюти. Реалізація запропонованих кроків разом з поступовою лібералізацією вітчизняного валютного ринку забезпечить максимальне наповнення золотовалютних резервів країни.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Веріга Г. Валютний ринок України: проблеми і перспективи регулювання : монографія. Донецьк : Нoulidzh (донецьке відділення), 2013. 323 с.
2. Репко М., Кашко О., Пionтківська І. Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу. *Вісник Національного банку України*. 2016. № 235. С. 26–42.
3. Статистика зовнішнього сектору // Офіційний сайт Національного Банку України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446 (дата звернення: 08.12.2018).
4. Барановський О. Філософія безпеки : монографія. Київ : УБС НБУ, 2014. 831 с.

REFERENCES:

1. Veriha H. (2013) Valiutnyi rynok Ukrainy: problemy i perspektyvy rehuliuвання [The foreign exchange market of Ukraine: problems and prospects of regulation]. Donetsk : Noulidzh (in Ukrainian).
2. Repko M., Kashko O., Piontkivskaja I. (2016) Mizhnarodnyi dosvid liberalizatsii rukhu kapitalu [International experience of liberalization of the movement of capital] *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, no. 235, pp. 26–42.
3. National Bank of Ukraine (2018) Statystyka zovnishnjogho sektoru [External sector statistics], Available at: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=44502&cat_id=44446 (accessed: 08 December 2018).
4. Baranovskyi O. (2014) Filosofiia bezpeky [The philosophy of security]. Kiev : UBS NBU (in Ukrainian).