

ТРАДИЦІЙНІ ТА АЛЬТЕРНАТИВНІ ПІДХОДИ ВИЗНАЧЕННЯ ДОСТАТНОСТІ ЗОЛОВОВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ ДЕРЖАВИ

В статті розглядаються підходи щодо оцінки достатності золотовалютних резервів держави, з врахування традиційних критеріїв. Досліджуються окремі питання альтернативного використання золотовалютних резервів.

Ключові слова: золотовалютні резерви, валютний курс, правило Гвідотті, критерій Редді, критерії достатності золотовалютних резервів.

В статье рассматриваются подходы к оценке достаточности золотовалютных резервов государства, с учетом традиционных критериев. Исследуются отдельные вопросы альтернативного использования золотовалютных резервов.

Ключевые слова: золотовалютные резервы, валютный курс, правило Гвидотти, критерий Редди, критерии достаточности золотовалютных резервов.

The article approaches to assess the adequacy of international reserves of the state of incorporation of the traditional criteria. Investigate specific issues of alternative use of reserves.

Keywords: gold-value backlogs, rate of exchange, rule Gvidotti, criterion of Reddi, criteria of sufficientness of gold-value backlogs.

Забезпечення ефективного розвитку економіки країни не можливе без розширення сфери застосування фінансових інструментів та механізмів. Традиційно золотовалютні резерви прийнято розглядати з двох позицій. У відповідності до першої, золотовалютні резерви є одним із основних інструментів забезпечення фінансової безпеки держави, яка в свою чергу є основою економічної безпеки. З іншої точки зору, золотовалютні резерви мають бути основою для забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Окрім традиційних підходів щодо використання золотовалютних резервів існують також альтернативні, які мають на меті розширення традиційних поглядів на сутність і значення золотовалютних резервів. Особливого значення ці питання набувають в період економічної кризи, яка виявила недоліки використання золотовалютних резервів лише як інструмента проведення грошово-кредитної політики.

Взагалі питаннями визначення сутності, структури та ефективності управління золотовалютними резервами займалися ряд зарубіжних вчених та економістів, зокрема: М. Дулі, П. Гвідотті, А. Грінспен, С. Лісондо, Д. Метісон, І. Редді. Щодо вітчизняних науковців, то окремі питання щодо формування та визначення достатності золотовалютних резервів розглядалися Гальчинським А.С., Міщенко В.І., Морозом А.М., Савлуком М.І., Стельмахом В.С. та іншими. Однак, незважаючи на розширення наукових досліджень, проблематика золотовалютних резервів, переважно досліджується в контексті грошово-кредитної політики центрального банку. Поряд з цим, окремі питання вдосконалення механізмів використання золотовалютних резервів потребують подальшої розробки.

Метою даної статті є дослідити підходи щодо визначення оптимального рівня золотовалютних резервів держави, а також розглянути традиційні та альтернативні напрямки використання золотовалютних резервів.

Первинним питанням при розгляді золотовалютних резервів країни є рівень їх достатності. Оптимальний рівень резервів залежить від багатьох факторів, зокрема від волатильності реального сектора економіки, яка традиційно вище у країн що розвиваються. Крім того, вищий рівень золотовалютних резервів обґрунтований за умов коли центральні банки проводять політику фіксованого валютного курсу, або коли країна схильна до фінансових криз і великих флуктуацій обмінного курсу валюти.

Великий вплив на величину необхідного обсягу золотовалютних резервів справляє зовнішньоекономічна позиція країни. Так більше резервів потребують країни з від'ємним сальдо платіжного балансу, не диверсифікованим експортом та наявністю слабких торговельних

партнерів. В меншій мірі потребують великого обсягу резервів, країни які мають легкий доступ до міжнародних фінансових ринків.

Можна навести ряд критеріїв достатності рівня золотовалютних резервів держави. Першим можна визначити так званий "Грошовий" критерій, який визначається через співставлення золотовалютних резервів з одним з агрегатів, що характеризують грошову пропозицію. Резерви центрального банку виступають формальним забезпеченням національної валюти, а отже резерви центрального банку має вистачити на задоволення раптового попиту на іноземну валюту. Для оцінки, як правило, використовується обмін грошової бази – готівка в обігу і на рахунках банків у центральному банку (залишки коштів на рахунках обов'язкових резервів, депонованих банками в центральному банку, на кореспондентських рахунках і залишки інших коштів банків на рахунках у центральному банку; вкладення банків у цінні папери в центральному банку; інші надлишкові резерви, включаючи готівку в касах банків).

Якщо розглядати співвідношення обсягів грошової бази і золотовалютних резервів для України (рис. 1) то треба відмітити певні особливості. Перша особливість полягає у тому, що НБУ надає офіційну статистику валових, а не чистий золотовалютних резервів, що не дає можливості чітко визначити їх обсяги. Друга особливість полягає у тому, що на відміну від періоду запровадження дії даного критерію (під час Брутто-Вудської валютної системи, коли курси валют буди фіксованими по відношенню до фунта стерлінгів, а резерви слугували гарантією фіксації) в Україні на сьогодні наявним є вільноплаваючий валютний курсу.

Розглянуті показники починаючи з 2005 року вказують на постійне перевищення обсягів золотовалютних резервів над грошовою базою, зокрема найбільшим це перевищення було в 2008 році і становило 130 %. Незважаючи на позитивні значення даного показника по Україні треба відмітити, що на сьогодні в світі він вважається дещо застарілим, однак може використовуватись в аналітичних цілях.

Другий критерій оцінки витікає з необхідності скорочення волатильності і збільшення гнучкості гривні для стимулювання успішної зовнішньої торгівлі. За цим критерієм, більше резервів необхідно для країн з торговим дефіцитом і слабо диверсифікованим експортом.

Для відкритої економіки, такої як вітчизняна, стан поточного рахунка платіжного балансу визначає макроекономічну ситуацію в країні. Якщо зовнішньоекономічна кон'юнктура складається несприятливо, центральний банк витрачає резерви для покриття платіжного дисбалансу.

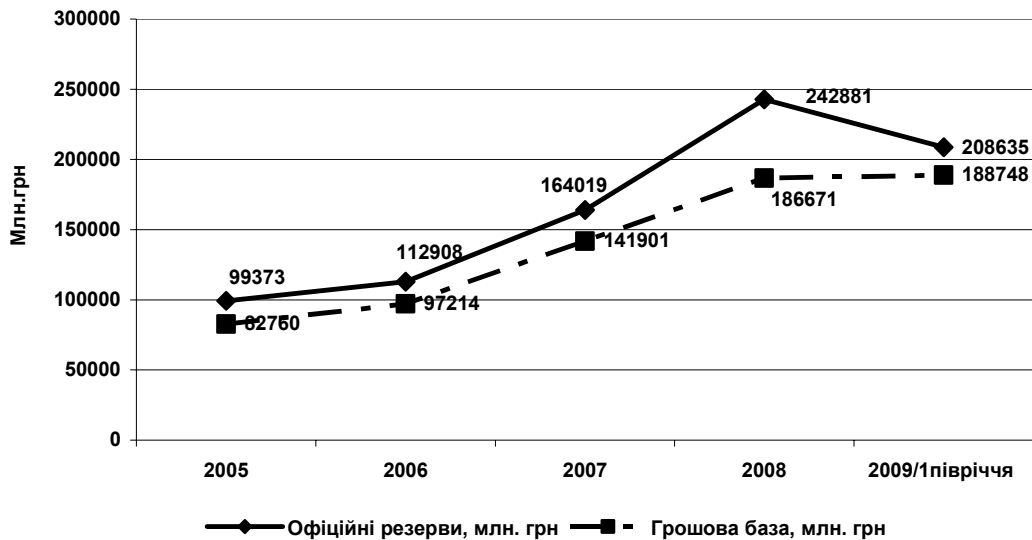


Рис. 1. Співвідношення офіційних резервів та грошової бази за 2005- перше півріччя 2009 рр. (млн. грн.)

За методологією МВФ, достатнім є рівень резервів, що відповідає тримісячному імпорту. Цей критерій оцінки, аналогічно до попереднього залишився від Бреттон-Вудської валютної системи, за часів існування якої за правилами МВФ визначалось що, коли в країні існує великий і постійний торговий дефіцит, вона знаходиться в стані фундаментальної нерівноваги, що, у кінцевому рахунку, призводить до девальвації [3, с. 54].

Щодо розрахунку достатності покриття золотовалютними резервами обсягів імпорту в Україні, то треба відмітити, що починаючи з 2000 року даний показник постійно зростає, якщо у 2000 році він становив 0,9 місяця, то у 2005 році сягнув 4,4 місяці, проте у 2006-2007 роках дещо знизився і відповідно становив 3,7 і 3,9 – що є навіть вище необхідного рівня забезпечення. У той же час, необхідно підкреслити, що для країн, які експортують продукцію з високої волатильністю цін (зокрема і України), рекомендованим критерієм є не тримісячний, а шестимісячний імпорт. Його, приміром, дотримують Центральний банк Чилі і Національний банк Польщі. Тому показники 2008 року, а саме 6,4 мі-

сяці, які наводить НБУ характеризує забезпеченість золотовалютними резервами на достатньо високому рівні за всіма підходами [4].

Основні недоліки і певною мірою застарілість двох попередніх підходів до визначення достатності золотовалютних резервів, стали особливо помітними під час так званої азійської кризи 1997 року. Валютні кризи, викликані надмірним нагромадженням державного зовнішнього боргу, призвели до розробки третього критерію оцінки достатності резервів – правила Гвідотті. Правило Гвідотті, або по іншому критерій Грінспена може бути сформульоване як таке, у відповідності до якого, резерви повинні перевершувати річний обсяг зовнішнього боргу. Крім того, рекомендовано утримувати середню строковість зовнішнього боргу на рівні не менше трьох років. У якості показника стану державного зовнішнього боргу приймається відношення короткострокового зовнішнього боргу до золотовалютних резервів [2, с. 127].

Що стосується України то відповідний показник так само, як і попередній розраховується НБУ (рис. 2.), проте лише з 2003 року.

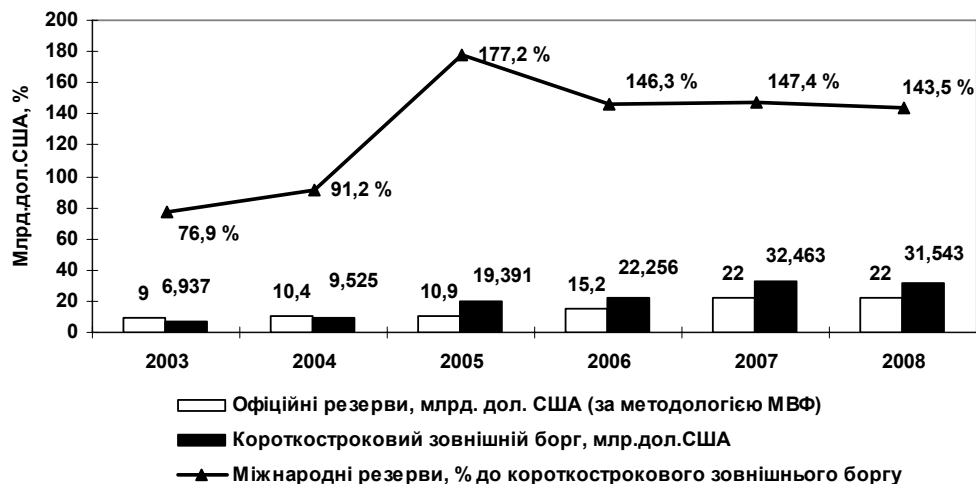


Рис. 2. Показники офіційних резервів, короткострокової заборгованості та міжнародних резервів у % до короткострокового зовнішнього боргу з 2003-2008 рр.

Як видно з наведеного рисунка 2 обсяги покриття золотовалютними резервами короткострокового зовнішнього боргу досить стрімко зросли починаючи з 2003 року і незважаючи на деяке падіння пов'язане з фінан-

совою нестабільністю у 2008 році залишаються на достатньо високому рівні [4].

Попри достатню ефективність правила Гвідотті науковці наприкінці 90-х років активно шукали інші альтер-

нативні підходи модифікації окремих критеріїв достатності золотовалютних резервів. Модифікація може полягати в додаванні прогнозу торгового дефіциту, а також платежів по фінансових зобов'язаннях і ймовірних вимогах за ними. Іншою модифікацією існуючих критеріїв вважають критерій Редді, в якому запропоновано щоб резерви покривали трьохмісячний імпорту плюс річні виплати за державним і приватним зовнішнім боргом.

З теоретичної точки зору, така методика розрахунку обсягу резервів і є оптимальною (ідеальною) для будь-якої країни. Хоча, з іншого боку, у даному випадку більш доцільно говорити про верхню (максимальну) межу оптимального діапазону золотовалютних резервів, при перевищенні якої постає питання пов'язане з проблемою перенагромодженням золотовалютних резервів на шкоду розвитку національної економіки.

Виходячи з розглянутих критеріїв можна визначити що:

- ✓ оптимальним параметром можна вважати розмір резервів, що достатні для попередження різких девальвацій і ревальвації національної валюти (для цього резерви повинні перевищувати грошову базу в широкому розумінні);

- ✓ граничним параметром можна вважати розмір резервів, що гарантують виключення можливості дефолта за державними зовнішніми зобов'язаннями (для цього мінімальний обсяг резервів повинний бути не менше суми, що складається з вартості покриття імпорту і розміру вартості платежів по зовнішньому державному боргу);

- ✓ критичним можна вважати розмір резервів, що менше вартості тримісячного імпорту країни [1, с. 42].

Переважає більшість країн прагне до зростання обсягів золотовалютних резервів лише з метою забезпечення контролю на валютному ринку для підтримання стабільності національної грошової одиниці. Адже девальвація валюти може спровокувати кризу ліквідності, коли миттєве падіння доходів у національній валюті призводить до нестачі грошей для розрахунку по обслуговуванню зовнішньої заборгованості. Однак, на практиці, досить складно виявити чіткий зв'язок між рівнем резервів і потенційною вразливістю країни до наявності криз ліквідності.

Збереження високих темпів нагромодження золотовалютних резервів несе в собі великий кризовий потенціал, у тому числі в перспективі – збільшення інфляційного тиску, надлишкових інвестицій і відповідно виникнення переоцінених активів, труднощі в реалізації грошово-кредитної політики. З цим уже зштовхнулися КНР, Республіка Корея, Індія й інші країни.

Існування проблеми перенагромодження золотовалютних резервів пов'язана, в першу чергу, з витратами володіння ними. Такі витрати виявляються в наявності альтернативних витрат, або втрачених вигод, які являють собою максимальний дохід втрачений економічним суб'єктом в результаті прийняття ним певного рішення. Зокрема, зростання іноземних резервів відбувається в результаті наявності надлишку за поточним рахунком платіжного балансу. В країну надходить виручка від експортних операцій, яка може перетворитись у золотовалютні резерви центрального банку, а може бути обмінана на національну валюту і випущена в економіку. В першому випадку, гроші залишаються в економіці, але не приносять на поточний момент ніякої вигоди. В другому випадку, вони використовуються для внутрішніх інвестицій і сприяють економічному зростанню. Таким чином, накопичення золотовалютних резервів еквівалентне зниженню норми внутрішніх інвестицій. Однак, кількісно оцінити втрати, які виникають в разі перенагромодження золотовалютних резервів, досить складно адже практично неможливо виміряти граничну продуктивність капіталу.

Більш простим підходом оцінки збитків – є розрахунок квазіфіскальних збитків. Так скуповуючи на ринку

валютну виручку, центральний банк автоматично випускає в обіг національну валюту. При великому і постійному надлишку поточного рахунку платіжного балансу, грошова емісія призводить до інфляції. Особливо це актуально для країн з слабкорозвиненим фінансовим ринком. Як правило, в таких випадках, центральний банк зменшує валютний контроль або збільшує обслуговування зовнішнього боргу, що сприяє відтоку валюти з країни. Проте, частіше, країни застосовують стерилізаційні інтервенції, суть яких полягає у тому, що при купівлі валюти одночасно випускаються державні цінні папери, які не призводять до зростання грошової маси. Придбана валюта в свою чергу не залишається на рахунках, а інвестується в іноземні активи, цінні папери з високим кредитним рейтингом і низькими процентними ставками. Таким чином, складається від'ємна різниця в доходах: іноземні активи приносять низький відсоток, а державні цінні папери – високий.

Витрати володіння золотовалютними резервами є особливо великими для країн з високою інфляцією і фіксованим валютним курсом. При відмові від стерилізаційних інтервенцій накопичення макроекономічного дисбалансу поступово може призвести до фінансової кризи, а проблема адекватності резервів залишиться нерозв'язаною.

Вирішення проблеми нагромодження надлишкових золотовалютних резервів у складі міжнародної ліквідності, може стати їх диверсифікованість. Центральні банки можуть розширювати спектр інвестиційних інструментів, що входять до складу міжнародних резервів, а також збільшувати середню дюрацію активів.

Поряд з традиційними підходами до використання золотовалютних резервів (підтримання стабільності національної грошової одиниці) треба відзначити наявність альтернативних підходів їх використання. Зокрема, у період з 2004 по 2006 р. Китай з офіційних резервних активів передав близько 60 млрд. дол. трьом найбільшим банкам, що знаходяться у власності держави, з метою збільшення їх власного капіталу, реформування і наступної приватизації.

Поряд з цим у 2007 р. золотовалютні резерви Китаю перевищили 1 трлн. дол., що призвело до необхідності переорієнтування у використанні золотовалютних резервів для придбання підприємств та іншої власності за кордоном, а також для створення стратегічних запасів нафти й інших видів сировини.

Іншим прикладом альтернативного використання золотовалютних резервів є Тайвань, де на початку третього тисячоріччя близько 15 млрд. дол. з резервних активів, були перераховані спеціалізованим банкам, для здійснення місцевих інвестиційних проектів.

Для країн темпи зростання золотовалютних резервів яких не тільки відповідають визначеним критеріям, але й значно перевищують їх, особливо актуальним є питання зниження витрат на формування, раціональне й ефективне їх використання, у тому числі за допомогою відповідної функціональної економічної системи. У цьому зв'язку одним з напрямків вирішення проблеми концентрації великого обсягу валютних активів може стати виділення спеціальних інвестиційних фондів, які будуть дотримуватись ринкових стратегій, спрямованих насамперед на стимулювання економічного росту і диверсифікованість економіки.

1. Андрианов В. Золотовалютные резервы: принципы формирования, структура и эффективность использования // Общество и экономика. – 2008. – № 5. – С. 23-54. 2. Кучеренко С.А. Критерии адекватности международных резервов Национального банка Украины // Вісник Черкаського університету. Серія "Економічні науки". – 2009. – Вип. 152. – С. 124–131. 3. Фетисов Г. Золотовалютные резервы России: объем, структура, управление // Вопросы экономики. – 2005. – № 1. – С. 49-62. 4. www.bank.gov.ua – Офіційний сайт Національного банку України.

ОСОБЛИВОСТІ ФІНАНСОВОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ ТА МІСЦЕ БЮДЖЕТНОГО ДЕФІЦИТУ У МЕХАНІЗМІ ЇЇ РЕАЛІЗАЦІЇ

Розглянуто особливості проведення фінансової політики в Україні, досліджено галузі пріоритетного бюджетного фінансування в умовах світової фінансової кризи та визначена роль бюджетного дефіциту в механізмі реалізації фінансової політики держави.

Ключові слова: фінансова політика, політика державних інвестицій, державні видатки, фінансова криза, державне фінансування, бюджетний дефіцит.

Рассмотрены особенности проведения финансовой политики в Украине, исследованы отрасли приоритетного бюджетного финансирования в условиях мирового финансового кризиса и определена роль бюджетного дефицита в механизме реализации финансовой политики государства.

Ключевые слова: финансовая политика, политика государственных инвестиций, государственные расходы, финансовый кризис, государственное финансирование, бюджетный дефицит.

Directions of effective financial policy in Ukraine are considered, priority areas of budget financing under the global financial crisis and the role of budget deficits in the mechanism of financial policy are investigated.

Keywords: financial policy, policy of public investment, public expenditure, financial crisis, state funding, the budget deficit.

Фінансова політика є центральною ланкою системи економічних відносин і відіграє провідну роль у реалізації загальнодержавних функцій. Організація і регулювання фінансової політики здійснюються відповідно до діючого в державі фінансово-правового поля та стану суспільно-економічного розвитку країни.

Дослідженню змісту, обґрунтуванню принципів, переваг та недоліків у проведенні фінансової політики в Україні сьогодні приділяється значна увага. Фінансова політика є об'єктом дослідження провідних економістів, представників законодавчих та виконавчих органів на різних рівнях влади. Серед вітчизняних науковців, які присвятили свою діяльність розв'язанню питань формування фінансової політики різних територіальних рівнів, слід виділити дослідження М. Азарова, В. Базилевича, О. Барановського, О. Василика, А. Гальчинського, В. Геєця, Л. Єрмошенка, М. Карліна, С. Ковальчук, І. Луїної, І. Лютого, В. Опаріна, В. Федосова, Ф. Ярошенка, І. Чугунова та багатьох інших.

Метою даного дослідження є визначення механізму реалізації ефективної фінансової політики держави та роль бюджетного дефіциту в ній.

В контексті досягнення даної мети потрібно вирішити наступні завдання:

- ✓ розглянути шляхи досягнення ефективної фінансової політики країни;
- ✓ проаналізувати необхідність "дефіцитного фінансування" як способу досягнення ефективного попиту;
- ✓ визначити пріоритетні галузі бюджетного фінансування в умовах світової фінансової кризи.

У фінансовій політиці знаходять своє відображення корінні інтереси суб'єктів суспільства: фізичних і юридичних осіб, та їх взаємовідносини з державою. Зміни фінансової політики відбуваються на основі змін економічної політики держави. Це не означає, що фінансова політика є пасивним відображенням економічної політики. Вона впливає з економічної політики і в подальшому безпосередньо впливає на соціально-економічний розвиток та економічну політику держави. Але щоб фінансова політика могла сприяти розвитку економіки та економічній політиці, держава повинна своєчасно виявляти потребу у фінансових ресурсах певної ланки національної економіки та джерела їх мобілізації. Причому мобілізація необхідних ресурсів не повинна обмежувати розвиток окремих підприємств чи суб'єктів суспільства, які виявилися джерелом формування цих ресурсів. Загалом проведення фінансової політики повинно бути спрямовано на:

- ✓ підвищення суспільного добробуту. Для цього фінансова політика повинна сприяти зростанню ефективності виробництва і, в першу чергу, підвищенню продуктивності праці;

- ✓ мобілізацію і використання фінансових ресурсів для забезпечення розширеного відтворення, соціально-культурних заходів, оборони, управління та інших потреб суспільства;

- ✓ удосконалення фінансового механізму, який зумовлює формування оптимального обсягу фінансових ресурсів та їх найраціональнішого розміщення й використання та заборону технологій, що загрожують здоров'ю людини. При цьому виробничі підрозділи повинні нести витрати з відшкодування відновлення довкілля [1, с. 46].

Фінансова політика в частині податкової та бюджетної політик має орієнтуватися на загальноекономічні пріоритети та відповідати обґрунтованим параметрам, серед яких виділяємо такі важливі показники структури державних видатків:

- ✓ параметри інвестиційної активності держави (частка державних інвестицій у ВВП);
- ✓ "базові" державні видатки, які включають у себе фінансування загальнодержавних функцій, що забезпечують дієздатність держави та надання нею мінімального набору суспільних послуг;
- ✓ рівень "соціалізації" бюджету (частка соціальних трансфертів у ВВП) [2, с. 70].

Державні капітальні інвестиції вважаються такими, що мають позитивний вплив на економічне зростання. Разом з тим існують обґрунтовані пропорції розподілу між поточними і капітальними видатками. Стосовно оптимального рівня державних інвестицій для економіки існують різні точки зору. Вважається, що державні інвестиції не повинні бути надмірними і їхня гранично допустима межа повинна бути на рівні 2 % ВВП, а при перевищенні відбувається витіснення приватних інвестицій, що уповільнює темпи нагромадження капіталу в довгостроковій перспективі. Якщо державні інвестиції фінансуються за рахунок податкових надходжень або внутрішніх запозичень, спостерігається зменшення наявного обсягу приватних інвестицій, що в економічній науці дістало назву "ефект витіснення приватних інвестицій державними" ("crowding out"). В цілому, встановлено, що фінансування державних інвестицій за рахунок податкових надходжень більшою мірою витісняє приватні інвестиції, ніж боргове фінансування. Перешкоджаючи розвитку недержавного (ринкового) сегменту фінансової системи, надмірний рівень державних інвестицій призводить до вилучення фінансових ресурсів у реального сектора і домогосподарств, що не сприяє активізації виробничої функції фінансів [2, с. 72].

Критикуючи поширені уявлення про державу виключно як споживача, на відміну від приватного сектора, який заощаджує та інвестує кошти, Р. Масгрейв писав, що "частка державних видатків на товари і послуги, яка пе-