

ОЦІНКА ДОСТАТНОСТІ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ УКРАЇНИ ТА ІЗРАЇЛЮ

Деркач Ю. Б., кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри банківської справи, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна

e-mail: djul@ukr.net

ORCID ID:0000-0002-5195-18211

Погорелова М. Ю., студентка IV курсу факультету фінансів і банківської справи, Одеський національний економічний університет, м. Одеса, Україна

e-mail: marinajpogorelova@gmail.com

Анотація. У статті проаналізовано динаміку рівнів міжнародних резервів Національного банку України та Банку Ізраїлю з метою ідентифікації та оцінки проблем достатності золотовалютних резервів за різними критеріями в умовах геополітичної напруги. Використано такі методи визначення оптимального обсягу офіційних резервів: показник питомої ваги у складі ВВП; критерій покриття імпорту; критерій Гвідотті-Грінспена; критерій Війнхольда-Кептейна; АРА-метрику. Порівняльний аналіз достатності золотовалютних резервів України та Ізраїлю за період 2011-2024 рр. виявив, що для вітчизняної економіки здебільшого притаманна проблема нестачі резервів, а для ізраїльської – профіциту. Практичне значення отриманих результатів полягає у встановленні, як зростання воєнних ризиків може вплинути на управління рівнем міжнародних резервів у малих та великих економіках.

Ключові слова: золотовалютні резерви, міжнародні резерви, центральний банк, критерії достатності золотовалютних резервів.

ADEQUACY ASSESSMENT OF UKRAINIAN AND ISRAELI INTERNATIONAL RESERVES

Derkach Julia, lecturer of Banking Department, Odesa National Economic University, Odesa, Ukraine

e-mail: djul@ukr.net

ORCID ID:0000-0002-5195-18211

Pohorielova Maryna, IV-year student in the Faculty of Finance and Banking, Odesa National Economic University, Odesa, Ukraine

e-mail: marinajpogorelova@gmail.com

Abstract. The article analyses inter-temporal changes in the international reserves of the National Bank of Ukraine compared to the Bank of Israel. Therefore, it is aimed to identify and evaluate adequacy problems of gold and foreign exchange reserves according to different criteria under political and military tension. The following foremost methods are studied and applied in order to determine the optimal size of official reserves: the specific weight indicator in the Gross Domestic Product (GDP); the import coverage criterion; the Guidotti and Greenspan criterion; the Wijnholds and Kapteyn criterion; the Ratio of Reserve / Assessing Reserve Adequacy (ARA) metric of the International Monetary Fund (IMF). As a result of the comparative analysis of the international reserves' adequacy in Ukraine and Israel over the period from 2011 to 2024, it is revealed that the issue of the reserves' shortage is common for the Ukrainian economy, whereas their surplus is found within the Israeli one. Normally, both extremums are deemed unhealthy. The Israeli case is strongly connected to the precautionary motive affected by the military hazards, though. It highlights the importance of receiving global non-repayable financial and other assistance to manage international reserves in such an environment. Structural reforms could be considered for Ukraine, as well. All in all, the article's scientific novelty is proven by utilization of the pioneering methodological framework of the ARA metric and performance of the comparative analysis between Ukraine and Israel about their international reserves' adequacy and compliance to the scope of the national economy under the external destabilizing action. The practical significance of the obtained results is justified by establishing how growing geopolitical risks can affect the management of the international reserves' volume in small and large economies.

Key words: gold and foreign exchange reserves, international reserves, central bank, reserves adequacy criteria

JEL Classification: E580; F310.

Постановка проблеми. Міжнародні резерви країни становлять частину її національного багатства, яка перебуває в управлінні та на обліку центрального банку. Якщо регулятором сформовано достатній обсяг золотовалютних резервів (тобто такий, що за різними оцінками відповідає масштабам національної економіки), то вся економічна система є стійкою та переважно самозастрахованою від потенційних втрат внаслідок виникнення криз і

невизначеності. Тож у сучасних вітчизняних реаліях питання дослідження достатності міжнародних резервів Національного банку України є актуальним, особливо у контексті вивчення світового досвіду управління обсягом золотовалютних резервів в умовах реалізації воєнних ризиків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Феномен золотовалютних резервів центрального банку досліджують провідні українські та зарубіжні вчені. Зокрема, вагомий внесок у дослідження цієї проблеми зробили економісти О. В. Дзюблюк, А. Т. Грицишин, М. М. Король, П. В. Кондро, Д. Г. Хохич, Г. П. Бортніков, К. В. Клименко, І. Любай.

Відокремлення невирішених раніше частин загальної проблеми. Незважаючи на значну кількість теоретичних, методологічних та практичних досліджень питань формування золотовалютних резервів центрального банку, проблеми оцінки їх достатності не вирішені остаточно. Особливо це стосується міжнародних резервів країн, що характеризуються високим рівнем невизначеності, викликаним широкомасштабною воєнною агресією проти цих країн.

Мета дослідження. Метою дослідження є проведення наскрізної оцінки та порівняльного аналізу достатності міжнародних резервів України й Ізраїлю за різними критеріями в умовах реалізації воєнних ризиків.

Основний матеріал. Проблематика достатності міжнародних резервів (також офіційні резерви або золотовалютні резерви – ЗВР) центрального банку викристалізовується крізь призму їхніх сутності та функцій.

Згідно з діючою методологією Державної служби статистики України, міжнародні резерви Національного Банку України слід розуміти як «... ліквідні фінансові активи держави, визнані світовим співтовариством як міжнародні та відображені в балансі Національного банку України і перебувають у його управлінні» [1]. Зауважимо, що відповідно до міжнародних стандартів, сприйнятих українською юрисдикцією, зазначені активи у складі золотовалютних резервів визнаються в такому переліку: монетарне золото, спеціальні права запозичень, резервна позиція у Міжнародному валютному фонді (МВФ), іноземна валюта у вигляді банкнот і монет або кошти на рахунках за кордоном, цінні папери [2].

В економічному механізмі ЗВР виконують широке коло функцій, а саме: забезпечення міжнародних розрахунків у межах торгово-економічних і кредитних відносин (засіб міжнародних платежів); формування ліквідності для фінансування поточного дефіциту платіжного балансу (засіб заощадження ліквідних коштів); здійснення інтервенцій на валютному ринку для стабілізації курсу національної валюти (засіб валютної інтервенції) [3, с. 18; 4, с. 7].

Отже, сутність міжнародних резервів центрального банку обумовлює їх важливу роль в економічному бутті країни. Виконуючи потрійне призначення, вони задають вектор розвитку національної економіки. Проблематика формування достатнього рівня ЗВР пов'язана з розв'язанням певної дилеми, адже у випадку нестачі резервів погіршується платоспроможність країни та посилюється її вразливість до кризових явищ, разом з тим їх надлишок призводить до замороження частини національного багатства на балансі центрального банку через нерівномірність виробництва і споживання.

Оскільки метою цього дослідження є оцінювання достатності міжнародних резервів України в умовах ведення війни, на нашу думку, важливим є не лише проведення розрахунків з використанням провідних методик, а й дослідження досвіду країн, які успішно долають виклики в подібних обставинах. Вважаємо, що корисним та актуальним для України є досвід Ізраїлю. Ці країни об'єднують розвинені сільське господарство,

ІТ-сфера, міжнародні зв'язки з США та Великою Британією, а також складне геополітичне становище, адже Ізраїль перебуває у стані тривалого воєнно-політичного конфлікту з Палестиною [5].

Попри конфлікт, економіка Ізраїлю є стійкою та витривалою. Протягом 2011-2022 рр. темпи приросту ВВП становили в середньому 6,5% щорічно, а у 2022 році (тобто за рік до офіційного оголошення війни) міжнародні резерви країни було сформовано в обсязі 194,218 млрд. дол. США [6, 7]. Українська економіка напередодні та на початку першого етапу російської агресії була слабкою, зокрема, у 2014 році, порівнюючи з 2013 роком, ВВП скоротився на 30%, а ЗВР – на 63%, до того ж, рівень споживчої інфляції становив 24,9% (грудень до грудня попереднього року) [7, 8]. Це вказує на доречність прийняття до уваги ізраїльського досвіду.

Для досягнення мети дослідження було задіяно такі провідні методики визначення достатнього обсягу міжнародних резервів, як: показник питомої ваги у складі ВВП, критерій

покриття імпорту, критерій Гвідотті-Грінспена, критерій Війнхольда-Кептейна, АРА-метрику, – на підставі фактичних даних Національного Банку України, Банку Ізраїлю та Міжнародного валютного фонду за 2011–2022 рр. Зауважимо, що низка макроекономічних показників України за 2022–2023 роки (з причини ведення повномасштабної російсько-української війни) офіційними органами не публікується, тому для відповідних розрахунків нами були використані оціночні дані МВФ за 2023–2024 рр. [6, 7, 8].

Першим критерієм оцінки достатності міжнародних резервів України та Ізраїлю виступає їхнє співвідношення з ВВП. Коло українських вчених-економістів, а саме Д. Г. Хохич, Г. П. Бортніков, К. В. Клименко та інші, вказують на високу репрезентативність цього показника, який вони називають синтетичним, оскільки він дозволяє оцінити ступінь уразливості, сформованої у глобальному середовищі, з урахуванням структурних характеристик національної економіки [9, с. 42].

Загалом, за період 2011–2022 рр. золотовалютні резерви центральних банків обох країн оцінено як надлишкові, оскільки їхня участь у формуванні ВВП України становить в середньому 15,07%, а Ізраїлю – 32,36% (проти оптимального значення 8–10%) (рис. 1). Зауважимо, що порівнюючи з Банком Ізраїлю, щорічні оцінки достатності ЗВР НБУ більше наближені до оптимальних (наприклад, 10,7% у 2013 році). Однак Ізраїлю не притаманна нестача резервів для страхування втрат від можливих криз у майбутньому, яка спостерігалась в Україні у 2014 році, коли критерій частки у ВВП знизився до історичного мінімуму 5,6%.

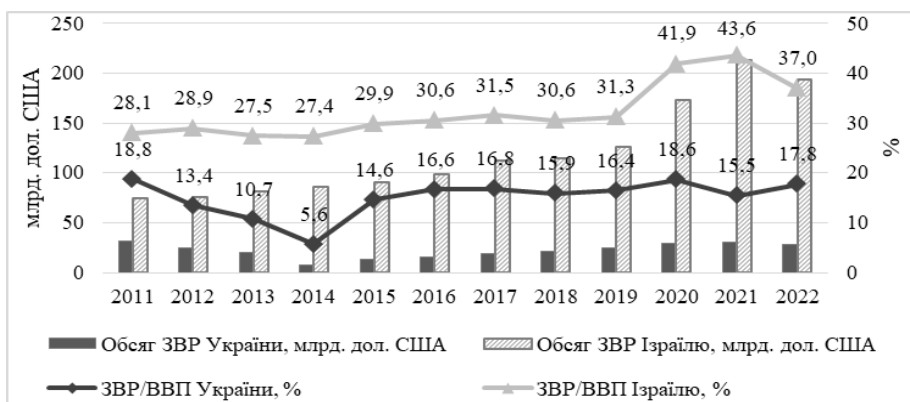


Рис. 1. Оцінка достатності ЗВР НБУ та Банку Ізраїлю за період 2011–2022 рр. за критерієм питомої ваги у складі номінального ВВП

Джерело: складено та розраховано авторами за матеріалами [6, 7, 8]

Інший спосіб оцінки достатності золотовалютних резервів центрального банку полягає у визначенні місяців покриття імпорту, які мають перевищувати три. На думку науковця П. В. Кондро, цей проміжок є мінімально необхідним для того, щоб економіка адаптувалась до зовнішньоторговельних шоків [10, с. 189].

Згідно з цим критерієм, протягом 2011–2022 рр. та прогнозних 2023–2024 рр. золотовалютні резерви Ізраїлю сформовано в обсязі, достатньому для 9–22-місячного фінансування імпорту (рис. 2).

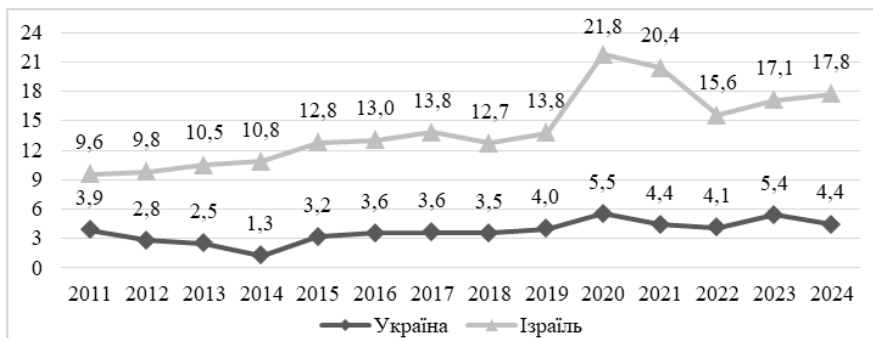


Рис. 2. Оцінка достатності ЗВР НБУ та Банку Ізраїлю за період 2011–2024 рр. за критерієм покриття імпорту, міс.

Джерело: складено та розраховано авторами за матеріалами [6, 7, 8]

Щодо України, то вітчизняна економіка виявилась найбільш вразливою у 2012–2014 рр.,

тобто перед першим етапом війни, адже ЗВР вистачало для покриття імпорту впродовж менше 3 місяців (у 2014 році – близько всього 1 місяця). Однак згодом ситуація покращилась, і у 2021 році, напередодні другої активної фази російської агресії, вітчизняні золотовалютні резерви могли фінансувати принаймні 4 місяці надходжень товарів і послуг з-за кордону.

Для верифікації достатності міжнародних резервів доречно використовувати критерій покриття зовнішнього короткострокового боргу, відомий за іменами П. Гвідотті й А. Грінспена (1999-2000-і рр.). Українська вчена-економіст А. Т. Грицишин підкреслює важливість цього показника як оцінки здатності країни обслуговувати зовнішній борг у разі ненадходження іноземного капіталу до країни та нездійснення рефінансування існуючих зобов'язань [11, с. 31].

Обсяг міжнародних резервів України впродовж всього аналізованого періоду не відповідав рекомендованому, тобто 12 місяцям. Спираючись на проведені розрахунки за оціночними даними МВФ, слід зазначити, що лише у 2023 році ЗВР НБУ мало би вистачати для фінансування короткотермінових зовнішніх зобов'язань протягом майже 10 місяців, що більш наближено до норми (рис. 3).

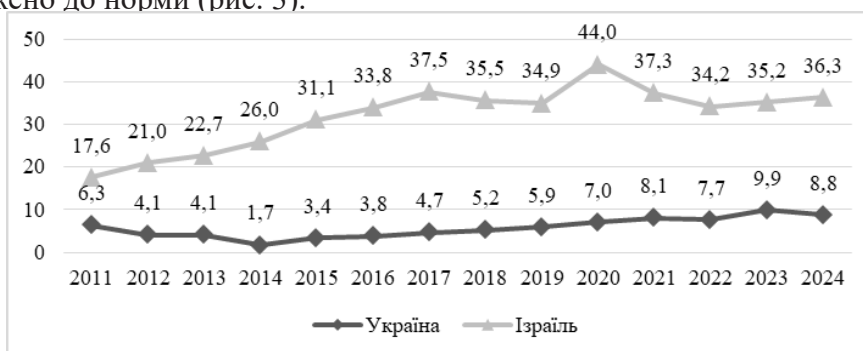


Рис. 3. Оцінка достатності ЗВР НБУ та Банку Ізраїлю за період 2011-2024 рр. за критерієм Гвідотті-Грінспена, міс.

Джерело: складено та розраховано авторами за матеріалами [6, 7, 8]

Обернена ситуація – в Ізраїлі, чії міжнародні резерви можуть покривати запланований рівень амортизації зовнішнього боргу впродовж приблизно 18-44 місяців. Це може бути обумовлено в тому числі тим, що цій країні надається багато світової підтримки на безповоротній основі. За роки свого існування Ізраїль отримав від США близько 300 млрд. дол. США загальної економічної та воєнної допомоги [12].

У 2001 році методологію, незалежно розроблену П. Гвідотті й А. Грінспеном, було розширено економістами О. де Бюфортом Війнхольдом та Е. Кептейном, які запропонували оцінювати достатність міжнародних резервів центрального банку з огляду на монетарний агрегат М2. При фіксованому валютному курсу оптимальне співвідношення ЗВР до М2 має становити 10-20%, а при плаваючому – 5-10% [11, с. 35].

Зазначимо, що для України такий підхід є особливо актуальним у зв'язку з валютною лібералізацією 2014 року, яка передбачала перехід від режиму фіксованого курсоутворення до плаваючого.

Емпіричне застосування цієї методології дозволило виявити дотичні аспекти достатності золотовалютних резервів НБУ та Банку Ізраїлю, а саме, що у 2016, 2021 і 2024 рр. розбіжність між значеннями критерію Війнхольда-Кептейна двох центральних банків становить не більше 1 п. п. Загалом, помітна спільна проблема схильності до накопичення міжнародних резервів у надмірних обсягах відносно грошового агрегату М2 (рис. 4).

Варто зауважити, що зазначені роки припадають на відносно стабільні періоди після подолання фінансово-економічних та інших турбуленцій. Це може вказувати на запобіжний мотив накопичення ЗВР України та Ізраїлю, тобто управління рівнем резервів з огляду на вразливість потоків капіталу в умовах можливих криз у майбутньому.

Зрештою, для врахування повного спектру ризиків, реалізація яких призводить до інтенсивного використання резервних активів, слід порівняти оптимальний рівень міжнародних резервів обох центральних банків в межах методології Assessing reserve adequacy (ARA) metric, розробленої МВФ. Перевагою цієї методології є врахування різносторонньої участі ЗВР в економіці шляхом страхування ризиків, джерелами яких є грошовий агрегат М2, зовнішній короткостроковий борг, інші портфельні зобов'язання, експорт, а також варіативність режимів валютного курсу.

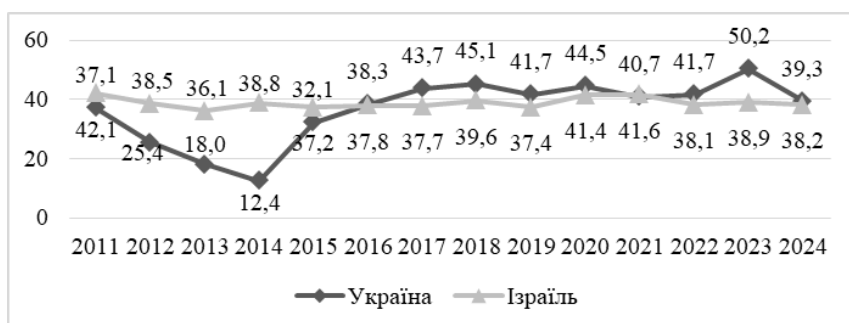


Рис. 4. Оцінка достатності ЗВР НБУ та Банку Ізраїлю за період 2002-2023 рр. за критерієм Війнхольда-Кептейна, %

Джерело: складено та розраховано авторами за матеріалами [6, 7, 8]

Використання зазначеної комбінованої метрики показало проблеми переважної нестачі золотовалютних резервів центрального банку в Україні та профіциту в Ізраїлі (рис. 5).

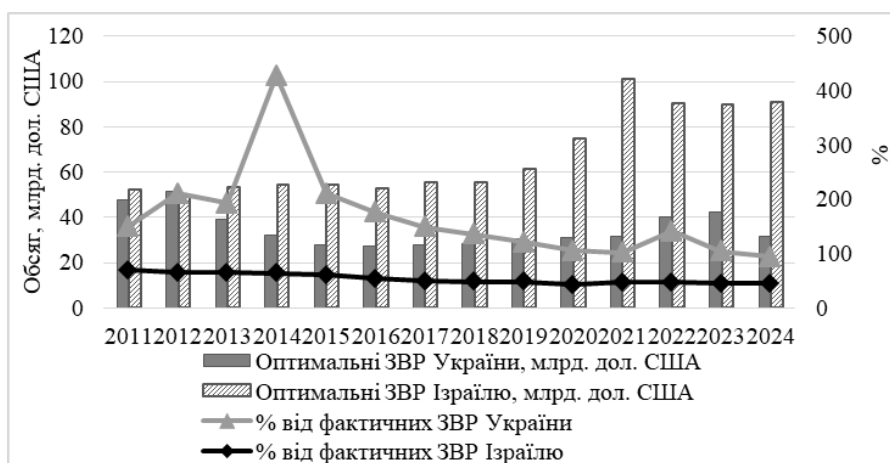


Рис. 5. Оцінка достатності ЗВР НБУ та Банку Ізраїлю за період 2011-2024 рр. за АРА-методологією МВФ

Джерело: складено та розраховано авторами за матеріалами [6, 7, 8]

Так, протягом 2011-2022 рр. міжнародні резерви НБУ мали становити в середньому 176% фактично наявних запасів, а Банку Ізраїлю – 55%. Причому за умови реалізації макроекономічних прогнозів у 2023-2024 рр. проблема надлишку ЗВР постане більш гостро для Ізраїлю (оптимальний обсяг становитиме 44% від прогнозованого). В Україні ж очікується, що оптимальні міжнародні резерви НБУ в 2023 та 2024 роках складатимуть майже 103% і 94% їхніх оціночних обсягів.

Висновки. Отже, хоча наскрізна оцінка динаміки міжнародних резервів України та Ізраїлю у 2011-2024 рр. за різними критеріями достатності надала розбіжні результати, вважаємо за необхідне прийняти за орієнтир результати використання комплексної АРА-методології МВФ. Це обґрунтовується повнотою охоплення чинників метрики, серед яких виокремлюються грошовий агрегат М2, зовнішня короткострокова заборгованість, інші портфельні зобов'язання, експорт, зміна режиму курсоутворення.

Застосування методології АРА виявило, що для вітчизняної економіки здебільшого характерна проблема нестачі ЗВР, яка має наслідком низький рівень міжнародної валютної ліквідності України та обмежені можливості регулятора зі згладжування курсових коливань на валютному ринку. Натомість в умовах тривалого геополітичного конфлікту профіцит міжнародних резервів Ізраїлю забезпечує безперерйність функціонування його економіки, що проявляється у більшій можливості поглинання зовнішніх шоків (шляхом високої адаптивності до припинення імпорту товарів і послуг до країни тощо).

Звідси випливає, що врахування досвіду Банку Ізраїлю може дозволити НБУ управляти обсягом золотовалютних резервів країни з огляду на необхідність протидії воєнним ризикам

як у короткій, так і у довгій перспективах. Зокрема, проблематика стану міжнародних резервів у досліджуваних країнах свідчить про необхідність проведення структурних реформ, щоб підвищити гнучкість економіки та її адаптивність до зовнішніх шоків, та важливість отримання безповоротної фінансової та іншої допомоги для поповнення золотовалютних резервів в умовах дестабілізації.

Наукова новизна проведеного дослідження полягає в апробації методики ARA (Assessing Reserve Adequacy, МВФ) щодо України, проведенні наскрізного оцінювання достатності офіційних резервів НБУ та Банку Ізраїлю. Отримані результати можна практично використати для обґрунтування реакції малих і великих економік на зростання геополітичного тиску з огляду на управління золотовалютними резервами.

Список літератури

1. Міжнародні резерви та ліквідність в іноземній валюті. 2024. URL: https://ukrstat.gov.ua/imf/meta/International_Reserves%20_ukr.html (дата звернення: 26.03.2024).
2. Положення про політику управління міжнародними (золотовалютними) резервами України. Рішення Правління Національного банку України від 26.04.2018 № 229-рш. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr229500-18#Text> (дата звернення: 26.03.2024).
3. Король М. М., Лапа І. В. Суть золотовалютного резерву, механізм його поповнення та використання. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (м. Дніпро, 15 грудня 2018 р.). У 2-х частинах. Дніпро: НО «Перспектива», 2018. Ч. 1. С. 16-19. URL: https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/23326/1/Perspektyva_15.12_%D0%A7.1.pdf (дата звернення: 26.03.2024).
4. Ljubaj I. International Reserves, Exchange Rate Differences and the CNB's Financial Result. Surveys 38. Croatian National Bank, 2020. 26 с. URL: <http://www.hnb.hr/repec/hnb/survey/pdf/s-038.pdf> (дата звернення: 26.03.2024).
5. Israel's profile. URL: <https://www.cia.gov/the-world-factbook/countries/israel/#introduction> (дата звернення: 26.03.2024).
6. Foreign Exchange Reserves at the Bank of Israel. 2024. URL: <https://www.boi.org.il/en/communication-and-publications/press-releases/7-3-2024a/> (дата звернення: 26.03.2024).
7. Assessing Reserve Adequacy ARA. 2023. URL: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/ARA> (дата звернення: 26.03.2024).
8. Статистика фінансового сектору. 2024. URL: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (дата звернення: 26.03.2024).
9. Хохич Д., Любич О., Бортніков Г., Клименко К., Кульбачний С. Міжнародні резерви центральних банків: критерії адекватності та нагромадження. Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice. 2023. Вип. 5 (52). С. 40–51. URL: <https://doi.org/10.55643/fcaptr.5.52.2023.4164> (дата звернення: 26.03.2024).
10. Кондро П. В. Управління міжнародними резервними активами в контексті забезпечення боргової стійкості. Бізнес Інформ. 2021. Вип. 9. С. 189–195. URL: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2021-9-189-195> (дата звернення: 26.03.2024).
11. Грицишин А. Т. Міжнародні резерви країн Європейського Союзу: теорія і практика управління: монографія. Львів: Сполом, 2021. 224 с.
12. Masters J., Merrow W. US Aid to Israel in four charts. 2024. URL: <https://www.cfr.org/article/us-aid-israel-four-charts> (дата звернення: 26.03.2024).

References

1. State Statistics Service of Ukraine. Official web-site. International reserves and liquidity in foreign currency. (2024). Retrieved from https://ukrstat.gov.ua/imf/meta/International_Reserves%20_ukr.html (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
2. Verkhovna Rada of Ukraine. (2024). On the approval of the Regulation on the policy of management of international (gold and foreign exchange) reserves of Ukraine (Document vr229500-18, current version – Adoption on April 26, 2018). Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/vr229500-18#Text> (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
3. Korol, M. M. & Lapa, I. V. (2018). The essence of the gold and foreign exchange reserve, the mechanism of its replenishment and use. Materials of the International scientific and practical

- conference (Dnipro, December 15, 2018). In 2 parts. Dnipro: NO "Perspektiva", 2018, part 1, 16-19. Retrieved from https://dspace.uzhnu.edu.ua/jspui/bitstream/lib/23326/1//Perspektyva_15.12_%D0%A7.1.pdf (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
4. Ljubaj, I. (2020). International Reserves, Exchange Rate Differences and the CNB's Financial Result. Surveys 38. Croatian National Bank. Retrieved from <http://www.hnb.hr/repec/hnb/survey/pdf/s-038.pdf> (accessed March 26, 2024).
5. Israel's profile. URL: <https://www.cia.gov/the-world-factbook//countries/israel/#introduction>. (accessed March 26, 2024).
6. Foreign Exchange Reserves at the Bank of Israel. (2024). Retrieved from: <https://www.boi.org.il/en/communication-and-publications/press-releases/7-3-2024a/> (accessed March 26, 2024).
7. Assessing Reserve Adequacy ARA. 2023. URL: <https://www.imf.org//external/datamapper/datasets/ARA> (accessed March 26, 2024).
8. National Bank of Ukraine. Financial Sector Statistics. (2024). Retrieved from: <https://bank.gov.ua/ua/statistic/sector-financial> (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
9. Khokhych, D. & Liubich, O. & Bortnikov, H., & Klymenko, K. & Kulbachnyi, S. (2023). International reserves of central banks: adequacy and accumulation criteria. *Financial and Credit Activity Problems of Theory and Practice*. 5 (52), 40–51. Retrieved from: <https://doi.org/10.55643/fcapter.5.52.2023.4164> (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
10. Kondro, P. V. (2021). Management of international reserve assets in the context of ensuring debt sustainability. *Biznes Inform.*, 9, 189–195. Retrieved from: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2021-9-189-195> (accessed March 26, 2024). [In Ukrainian].
11. Hrytsyshyn, A. T. (2021). International reserves of the countries of the European Union: theory and practice of management. Lviv: Spolom.). [In Ukrainian].
12. Masters, J. & Merrow, W. (2024). US Aid to Israel in four charts. Retrieved from: <https://www.cfr.org/article/us-aid-israel-four-charts> (accessed March 26, 2024).

Стаття надійшла до редакції 13.04.2024
Прийнята до публікації 19.04.2024