

**ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ**

УДК 336.339

**В. В. КОЗЮК,**  
*професор, доктор економічних наук,  
завкафедрою економічної теорії  
Тернопільського національного економічного університету*

**ПЕРЕДУМОВИ ТА ГЛОБАЛЬНІ МАКРОФІНАНСОВІ ЕФЕКТИ  
АКТИВНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО МЕНЕДЖМЕНТУ  
ВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ**

*Виявлено тенденцію до посилення концентрації володіння резервами і зміщення кривої розподілу в бік вищих обсягів володіння ними. Доведено, що дистанція між оптимальними і медіанними резервами впливає на характер управління ними і має відповідні глобальні макрофінансові ефекти. Розкрито відмінності впливу на глобальні макрофінансові процеси активного управління резервами на рівні медіанного центробанку і центробанку із значним володінням їх обсягами.*

**Ключові слова:** валютні резерви, зовнішні активи центробанків, активне портфельне управління, глобальні макрофінансові умови, глобальна нестабільність, резервні валюти.

---

**V. V. KOZIUK,**  
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,  
Head of the Chair of Economic Theory,  
Ternopil' National Economic University*

**PRECONDITIONS AND GLOBAL MACROFINANCIAL EFFECTS  
OF THE ACTIVE PORTFOLIO MANAGEMENT  
OF CURRENCY RESERVES**

*The tendency to an increase in the reserve holding concentration and to a shift of the distribution curve to the side of higher volumes of holding them is revealed. It is proved that the distance between the optimum and median reserves influences the character of their management and has the corresponding macrofinancial effects. The differences in the effects on the global macrofinancial processes of active management of reserves on the levels of a median central bank and a central bank with significant holding of their volumes are clarified.*

**Keywords:** currency reserves, external assets of central banks, active portfolio management, global macrofinancial conditions, global instability, reserve currencies.

Усталені темпи нагромадження глобальних валютних резервів продовжують фокусувати на собі занепокоєння з приводу перспектив стабільності глобальних макрофінансів. Будучи втіленням національно-центричного бачення найпростіших способів поєднання вигід від глобальної фінансової інтеграції з внутрішньою макрофінансовою стабільністю, експансія зовнішніх активів центробанків країн з ринками, що формуються, змінила фактичну модель функціонування міжнародної валютної системи. Якщо традиційно проблеми вразливості та інфляцій-

© Козюк Віктор Валерійович (Koziuk Viktor Valeriiovych), 2016; e-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

ного зміщення останньої щільно прив'язувалися до дискреційних можливостей та односторонніх дій емітентів резервних валют, то сьогодні поширення таких можливостей та впливів на країни, що нагромаджують резерви, докорінно змінює матрицю ймовірних сценаріїв розвитку глобальних монетарних процесів. З одного боку, дискреційні можливості як для емітентів резервних валют, так і для нагромаджувачів резервів відкривають шлях до монетарної конфронтації, еквівалентної валютним війнам, при тому, що обмеження системного рівня (тобто вмонтовані в структуру глобального монетарного устрою регулятори та рестрикції односторонніх дій) вже тривалий час фактично є нівельованими, і світ тільки спостерігає за проявами нових можливостей у сфері національно-центричної політики ключових глобальних акторів. З іншого – з певного рівня нагромадження резервів їх обсяг перестає бути нейтральним щодо здатності “капіталізувати” вигоди від володіння значними офіційними зовнішніми активами у вигляді підтримки макрофінансової стабільності, глобальної конкурентоспроможності, імпліцитного страхування в системі зовнішніх суверенних і приватних запозичень тощо.

Ринкова структура пропозиції резервних валют (активів) стає природним бар'єром для відриву вигоди від володіння значними резервами від втрат, особливо в умовах зміщення мотивів такого володіння у бік сегментації. Поява фіскальних втрат, ризики невдалої диверсифікації, збереження вартості зовнішніх активів в умовах гнучких валютних курсів, надмірна ліквідність внутрішнього фінансового сектору – добре відомі супутники гонитви за резервами. Зміни в мотивах управління останніми у відповідь на нові ризики від володіння ними в значних обсягах, тим часом, породжують нові системні ефекти на рівні глобальної економіки. Слід чітко розрізняти активний менеджмент резервів окремих країн, які володіють ними в найбільш концентрованому вигляді, і ситуацію, коли активний портфельний підхід починає реалізовувати медіанний центробанк. При цьому трактування активного підходу змінилось. Якщо спочатку під ним розумілося прагнення підвищити дохідність у межах усталеного класу активів (високоякісні суверенні боргові зобов'язання), то нині активне управління передбачає збільшення допустимих класів активів, гнучку зміну структури розміщення в розрізі класів активів, хеджування кредитних, процентних, валютних ризиків тощо. У світлі сказаного постановка питання і теоретико-дедуктивний аналіз глобальних макрофінансових ефектів активного портфельного менеджменту валютних резервів є досить актуальними.

В економічній літературі проблема активного підходу до управління суверенними зовнішніми активами традиційно асоціювалася з поширенням і швидким розвитком індустрії фондів суверенного багатства. Функціонування останніх на засадах інвестиційного менеджменту стало похідною від виявлення чітких монетарних і структурних лімітів значного припливу капіталів, унаслідок чого “витіснення” частини абсорбованих зовнішніх надходжень за межі національної фінансової системи розглядалось як важливий крок з уповільнення внутрішньої інфляції, запобігання переоцінці реального ефективного курсу, уникнення надмірної ліквідності фінансового сектору тощо. Активні дебати щодо глобальних макрофінансових ефектів функціонування фондів суверенного багатства до глобальної фінансової кризи й одразу після неї ще не виявили потенціальної ймовірності того, що на подібну схему управління зовнішніми активами можуть перейти і центробанки [1; 2]. Проте передання окремими країнами, наприклад Сінгапуром та Китаєм, частини валютних резервів в активне управління спеціалізованим інвестиційним компаніям продемонструвало, що фонди суверенного багатства більше

інтегровані в глобальні монетарні процеси, а дохідність активів в управлінні може значно перевищувати дохідність традиційних резервних активів [3].

Розвиток досліджень проблеми соціальних втрат від володіння масштабними резервами як реакція на відповідний досвід азійських країн дав можливість побачити, що існують специфічні джерела вразливості, подолати які можна на рівні зміни моделі менеджменту резервів. Крім того, вони є нетотожними макрофінансовій вразливості країни, пов'язаній з уже нагромадженими резервами. Наприклад, розміщення резервів у традиційних резервних активах призводить до підвищення альтернативних втрат від володіння ними. Низька дохідність таких активів у сукупності з підвищенням ризику коливань валютних курсів спричиняє прямі фіскальні втрати. Чим масштабнішими є резерви, тим сильніше обмежено здатність країни рівноважно підвищувати валютний курс, оскільки за цим стоїть падіння вартості зовнішніх активів у національній валюті (від англ. *conflict of virtues* — так званий "конфлікт чеснот") [4; 5; 6]. Проте, якщо ризики дохідності та збереження вартості можуть бути компенсовані за рахунок удосконалення технік управління резервами, то вразливість країни, виражена у надмірній внутрішній ліквідності, експансії зовнішніх запозичень (стабільність валютного курсу, імпліцитне страхування завдяки резервам тощо) і тиску на реальний ефективний курс, не може бути знижена тільки змінами принципів менеджменту зовнішніх активів. Зміни потрібні в базових засадах монетарної політики та відповідній структурній адаптації країни до гнучкішого валютного курсу і нижчих темпів приросту резервів. Утім, хоча нагромадження резервів планувалось як самострахування та збереження глобальної конкурентоспроможності і було покликане зміцнити у такий спосіб фінансову стабільність, ризик коливання вартості зовнішньої позиції країн з ринками, що формуються, визнається чи не найбільшим [7], що, природно, ставить питання про те, як йому запобігати або принаймні знижувати.

У світлі того, що набір резервних валют (активів), які відповідають стандартним критеріям, залишається обмеженим (заходи неконвенційної монетарної політики збільшили пропозицію традиційних резервних валют і паралельно підштовхнули до пошуку альтернатив), а система попиту на резерви продовжує перебувати під впливом кількісних та якісних змін, дослідження проблеми управління резервами в нових глобальних макрофінансових координатах чітко сегментувалися. На одному боці можна позиціювати розвідки, які апелюють до глобальних ефектів нагромадження резервів, проблеми їх диверсифікації та розширення кількості резервних валют. Сюди можна віднести аналіз нестабільності управління концентрованими обсягами резервів, ризиків глобальної інфляції, ролі резервів у генеруванні глобальних фінансових дисбалансів тощо [8; 9]. Підвищення доступності валют і активів країн з ринками, що формуються, для складання глобально диверсифікованих портфелів розглядається під кутом зору трансформації структури системи резервних валют. Рух у напрямі ширшого представництва в спектрі резервних валют країн з середніми доходами допускає посилення переваг мультивалютності, однак не виключає зростання ризиків погіршення якості валютних резервів у глобальних масштабах [10; 11]. Більш концептуальний погляд на мультивалютність передбачає, що підвищення конкуренції на ринку резервних валют (активів) однозначно посилить глобальну курсову волатильність [12].

Щодо сторони попиту, то існуючі дослідження емпірично підтверджують тенденцію до підвищення рівня диверсифікації зовнішніх активів центробанків залежно від обсягу і посилення сегментації мотивів управління, але тільки у випадку, коли

зростання резервів не є ендегенним. Під ендегенністю розуміється збільшення резервів у відповідь на підвищення рівня відкритості потокам глобальних капіталів, реакцією на що виступає завбачливе нагромадження, яке потребує більш ліквідних активів у портфелі центробанку [13]. Обгрунтоване теоретичне пояснення цього явища вказує на те, що зростання обсягів резервів передбачає зміну їх домінантного призначення завдяки тому, що реалізація монетарних функцій не вимагає такого їх обсягу. Отже, чим значніше зростають резерви, тим сильніше сегментуються вимоги до них: ліквідність – для монетарних функцій; дохідність, збереження та зростання вартості – для функцій, пов'язаних з так званим “зовнішнім добробутом” (від англ. external wealth), тобто забезпеченням перманентної основи для зменшення втрат від володіння і зниження ризику коливання вартості зовнішніх активів [14]. Поділ резервів на портфель ліквідності та інвестиційний портфель сьогодні вже вважається звичною практикою щодо забезпечення ефективного володіння зовнішніми активами, обсяг яких перевищує теоретично оптимальний. Перший включатиме звичні короткострокові суверенні боргові зобов'язання, депозити в банках, інструменти грошового ринку найвищого рейтингу, другий – складатиметься з активів, в управлінні якими домінують критерії дохідності, мінімізації ризиків коливання вартості тощо. При цьому посилюється тенденція до розширення допустимого класу активів у рамках інвестиційного портфеля. Це свідчить про те, що центробанки фактично вже є активними портфельними менеджерами \* [17; 18; 19; 20; 21].

Водночас представлені позиції щодо аналізу зв'язків між обсягами резервів та змінами в управлінні ними здебільшого мають національно-центричний характер, тобто концентруються на вдосконаленні технік управління резервами в умовах зростаючих альтернативних втрат від володіння ними на рівні окремої країни. У літературі відсутні дослідження проблеми колективного зміщення в напрямі більш активного портфельного підходу внаслідок зміни характеру розподілу валютних резервів у світі, за винятком ідентифікації ефектів проциклічності активного управління резервами, коли під час фінансових стресів центробанки зменшують частку більш ризикових активів і відновлюють частку традиційних “безпечних” активів, тим самим посилюючи проблему глобальної ліквідності [22]. Таким чином, питання появи медіанного центробанку з настановою на активний портфельний менеджмент досі залишається відкритим. В умовах пошуку варіантів формування більш конкурентної моделі резервних валют (активів), що однозначно відкриває додаткові можливості для портфельного підходу, поява активного управління резервами на рівні медіанного центробанку означатиме виникнення ряду нових макрофінансових ефектів.

Отже, **мета статті** – розкрити на теоретико-дедуктивному рівні передумови та результати активного управління зовнішніми активами, під яким ми розуміємо більш складне поєднання мотивів досягнення рівнів дохідності, яка є вищою, ніж та, яку дозволяють отримати традиційні резервні активи, з мотивами забезпечення збереження та примноження вартості резервів, при управлінні якими домінують інвестиційні міркування, а не міркування ліквідності. У даному випадку

\* Слід зазначити, що сьогодні моніторинг характеру управління зовнішніми активами з боку центральних банків перетворився на спеціалізований сервіс з управління ризиками. Незважаючи на тенденцію до підвищення відкритості у сфері активного управління резервами [17], що офіційно задекларував ряд центробанків (наприклад, Бразилії, Колумбії, Ботсвани, Сінгапуру, Колумбії, ПАР тощо), основним інструментом моніторингу активного управління резервами є пряме опитування менеджерів центробанків (Reserve Management Trends за відповідні роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.riskbooks.com](http://www.riskbooks.com)). Пряме опитування щодо ідентифікації характеру управління резервами також практикують МВФ і Банк міжнародних розрахунків.

активне управління означатиме не стільки пошук вищої дохідності в межах одного класу активів, скільки розширення класу активів та пошук прийнятних співвідношень між ризиком і дохідністю в розрізі кожного з класів.

Останнім часом ряд країн перейшов на активне управління резервами, що зближує його з практикою фондів суверенного багатства. Так, Китай, Сінгапур і деякі багаті на ресурси країни передали частину резервів до спеціалізованих інвестиційних інститутів; Саудівська Аравія активно залучає приватних інвестиційних менеджерів для управління офіційними резервами. При цьому 81,3% з 64 опитаних центральних банків підтвердили, що поділяють зовнішні активи на портфель ліквідності та інвестиційний портфель. Щодо більш конкретних аспектів змін в управлінні резервами, то 56,3% центробанків допускають зміни у валютній структурі зовнішніх активів, причому для більшості це зміна ваг традиційних резервних валют, а для значної частини монетарних органів країн, що розвиваються, — зростання значення інших, нетрадиційних резервних валют. Показовим також є й те, що з 17 опитаних центробанків країн з низькими доходами 41,2% наголосили, що міркування дохідності є визначальними при розрахунку величини портфеля ліквідності та портфеля інвестицій, з 21 центробанку країн з середніми доходами — відповідно, 33,3%, а з 16 центробанків розвинутих країн — тільки 25%. Аналогічно, некласифікований клас активів як джерело підвищення дохідності зовнішніх активів вважають прийнятним 47,4% опитаних центробанків 19 країн з низькими доходами, 30,4% — 23 країн з середніми доходами і 22,7% — розвинутих країн. Підвищення дохідності завдяки вкладенням в акції та інвестиційні трасти, пов'язані з нерухомістю (так звані REIT), відзначають здебільшого менеджери центробанків розвинутих країн [19]. Розширення валютної структури резервів в активному управлінні, вкладення у фонди валютного ринку і делегування частини інвестиційних функцій зовнішнім менеджерам розглядаються як панівна тенденція у сфері управління резервами\*.

Втім, незважаючи на припущення про те, що зростаючий обсяг резервів вимагає більш диверсифікованої структури для зниження втрат від володіння ними, в емпіричному плані виникає проблема ендогенності [13]. Іншими словами, у випадку, коли основним мотивом нагромадження резервів є прагнення до завбачливого самострахування, саме ліквідність повинна бути визначальним критерієм управління резервними активами й вибору відповідного їх класу, оскільки у такий спосіб забезпечується здатність країни знизити вразливість потоків капіталів до глобально-центричних шоків, тоді як зростання резервів, не пов'язане з підвищенням відкритості цим потокам, може передбачати більш диверсифіковану структуру. Покладене в основу логіки згаданого вище емпіричного дослідження припущення про ендогенність зв'язку між рівнем фінансової відкритості та попитом на резерви [13], а також їх структурою залишає відкритим питання про вплив інших мотивів нагромадження на вибір допустимого класу активів. Крім того, слід визнати той факт, що масштаби завбачливого нагромадження, адекватного базовому мотиву, виходять за межі, визначені на основі навіть найпесимістичніших припущень. Невипадково оптимальний обсяг резервів з поправкою на глобально-центричні реверси в потоках капіталу і на стан глобального фінансового середовища визнається таким, що коливається в достатньо широкому діапазоні значень, у більшості випадків — на рівні 8–22% ВВП [15]. При цьому сам діапазон оптимальності, виражений у процентах ВВП, а не в іншому показнику, покликаний

---

\* Такі результати показало опитування 72 центробанків (HSBS Reserve Management Trends 2015 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.riskbooks.com](http://www.riskbooks.com)).

продемонструвати зміни в теоретичних уявленнях про критерії оптимальності резервів. Розрив зв'язку з проблемою ендогенності тут дуже вагомий, інакше будь-яке підвищення рівня фінансової відкритості країни автоматично зміщувало б угору критеріальне значення оптимальності резервів, що, за самою логікою необхідності врахування як завбачливого самострахування, так і чутливості до стану глобального середовища, є некоректним саме там, де країна віддаляється від початкових стадій нагромадження резервів і переходить на інші рівні володіння ними.

Аналогічно, проблема обмеженості емпіричного зведення питання додаткової диверсифікації виключно до частки резервів, що зросли екзогенно (тобто поза критеріями, які прив'язують цільове значення зовнішніх активів до індикаторів фінансової відкритості), так само простежується при переході до конкурентного нагромадження резервів та появи феномену “страху перед втратою резервів”. У першому випадку вихідний мотив завбачливого нагромадження може швидко мутувати в інший, коли розглядається група країн, задіяних у конкурентній грі. Зміщення у бік інших критеріїв розміщення резервів тут найбільш чітко описуватиметься переходом від ендогенного до екзогенного зростання зовнішніх активів. Але найголовнішим є те, що успіх у конкурентній грі визначається спроможністю мінімізувати втрати від володіння резервами [16]. Тому більш активне управління як джерело підвищення доходності зовнішніх активів може також розглядатись і як інструмент пристосування до більш жорсткої конкурентної гри щодо нагромадження резервів. За таких умов фінансовий ризик для частини самих резервів компенсується виграшем від зниження макрофінансової вразливості країни, що зумовлюється агресивною конкурентною політикою країною-візаві. У другому – поведінка в стилі “уникнення ревальвації за будь-яких обставин та допущення девальвації за першої можливості” є радикальним вираженням того, як “страх” втратити резерви змінює критерії оптимальної структури володіння ними. Такий “страх” взаємодії з конкурентним нагромадженням і допускає збільшення обсягів резервів, які апріорі не будуть використані для підтримки валютного курсу, навіть якщо спочатку саме для цього таке збільшення мало місце.

Іншим аспектом “виходу за межі проблеми ендогенності” є те, що на боці резервних валют можуть відбутися зрушення, які вимагатимуть індукованих змін у виборі такої моделі управління резервами, щоб урахувати ризики, пов'язані з якістю резервних активів. Програми кількісного пом'якшення, висхідна боргова траєкторія розвинутих країн, неявне фіскальне домінування, яке під впливом кризи похитнуло незалежність центробанків, провокують послаблення чіткості межі між політикою захисту збереження ліквідності й ринкової вартості резервів на основі їх диверсифікації та політикою більш активного управління ними. Подальше поглиблення розриву між внеском емітентів резервних валют у глобальний ВВП та часткою їх валют у структурі глобальних резервів тільки посилюватиме напруження при виборі резервних валют, які перебувають на різних стадіях життєвого циклу [14], що само собою допускає рух до більш активного портфельного підходу. Активізація ж спроб запуснути прямі двосторонні розрахунки в національних валютах та свопові лінії між центробанками свідчить про намагання одночасно знизити тиск резервів на внутрішню ліквідність фінансового сектору та ухилитися від домінування долара в структурі резервних активів. Таке поєднання, якщо і не свідчить про більш активний портфельний підхід, все одно має кореспондувати із зростанням резервів. Тоді принаймні кумулятивне підвищення мультивалютної компоненти залишків на банківських рахунках справлятиме певний тиск на розширення “валютного кошика” резервів тих

центробанків, які просуватимуть прямі двосторонні розрахунки, зберігаючи при цьому прихильність до згладжування коливань валютного курсу. Так само посилення політики курсової гнучкості, знижуючи залежність від необхідної прив'язки валютної структури резервів до обраної валюти прив'язки (валюти інтервенцій), призводитиме до того, що пріоритет ліквідності резервних активів послаблюватиметься. Натомість, додатковий ризик коливання вартості зовнішніх активів потребуватиме хеджування; більш активний підхід до управління резервами може розглядатись як складова переходу до більш гнучкого курсового режиму.

Таким чином, на схильність до більш активного підходу можуть впливати складніші фактори, ніж виключно екзогенне зростання резервів, як це передбачають Р. Бек та С. Вебер [13]. На їх думку, належність до валютного блоку також є важливим фактором. Схильність до диверсифікації резервів демонструють країни в основному доларового блоку, а не блоку євро. Водночас перші володіють і більшими резервами. Об'єднання стадій нагромадження резервів з іншими детермінантами їх динаміки та структури дає повнішу теоретичну картину умов переходу до активного портфельного управління зовнішніми активами центробанків (табл. 1).

В емпіричному плані триваюча тенденція до зростання обсягів глобальних резервів супроводжується двома різноспрямованими процесами, які закладають свої структурні передумови для більш активного портфельного менеджменту зовнішніх активів, але при цьому справлятимуть відмітний вплив на його профіль з точки зору глобальних макрофінансових процесів: посилення концентрації володіння резервами (що спричиняє концентрацію активного портфельного підходу); зміни в розподілі володіння резервами як процентом ВВП (що створює передумови для появи медіанного центробанку, обсяг резервів якого визначатиме глобально значущі паттерни управління ними). Дані таблиці 2 демонструють, що рівень концентрації володіння резервами в країнах з ринками, що формуються, підвищився на фоні збільшення обсягу глобальних резервів майже втричі.

Основним макрофінансовим ризиком концентрації резервів є те, що глобальні ринки стають чутливими до політики окремих країн. Стратегічні рішення центробанків, які володіють найбільшими резервами, можуть відчутно вплинути на курсові співвідношення між резервними валютами і дохідністю в розрізі класів резервних активів. У разі високої концентрації резервів перехід до активнішого портфельного менеджменту також буде досить "концентрованим", тобто матиме відносно обмежений характер у розрізі центробанків у світі. Такі дії можуть бути передбачені раціональними глобальними гравцями. В умовах обмеженого набору традиційних резервних валют (долар, євро), значення яких залишається асиметричним, активний менеджмент у рамках концентрованого володіння резервами наражатиметься на ліміти зворотних зв'язків, коли надмірні вкладення в інструменти, деноміновані в одній із валют, значно змінюють відносну дохідність щодо інструментів, деномінованих в іншій валюті, а зміни валютного курсу впливають на конкурентоспроможність з подальшим формуванням очікувань щодо платоспроможності емітентів таких інструментів у довгостроковому періоді. Обмеження з боку ринку резервних валют (активів) генеруватимуть тиск щодо зміни конфігурації останнього в напрямі мультивалютності, а також прискорюватимуть перехід окремих центробанків з III стадії на IV стадію (див. табл. 1) у контексті пріоритетів управління зовнішніми активами. Програми кількісного пом'якшення ФРС та ЄЦБ відчутно не впливають на зміну таких обмежень. Останнім часом долар та євро стали доступнішими на глобальних ринках, проте це істотно не позначилося на конфігурації основних резервних валют.

Таблиця 1

Стадії нагромадження та зміни цілей управління валютними резервами \*

Панівні мотиви нагромадження	Стадії			
	I	II	III	IV
	відкладання структурних реформ, згладжування шоків продуктивності, пристосування до потоків капіталів	відкладання структурних реформ, самострахування, монетарний меркантилізм	самострахування, монетарний меркантилізм, конкурентне нагромадження	конкурентне нагромадження
Роль ендогенності (зумовленість відкритістю, що автономно прогресує)	Незначна	Значна	Послаблюється	Незначна
Зміст стадії та управлінські мотиви	Країна нагромаджує валютні резерви, оскільки вони є невід'ємним елементом забезпечення елементарної макроекономічної стабільності, покриття критичного імпорту і гарантією обслуговування зовнішнього боргу	Із зростанням обсягів резервів і подальшою інтеграцією країни з глобальною економікою підвищується імовірність посилення вразливості до шоків на ринках капіталу, що штовхає до створення резервів з метою самострахування. Завбачливе нагромадження резервів передбачає, що країна могла б обійтись і нижчим обсягом зовнішніх активів центробанку, але додатково страхує себе від глобально-центричних шоків	Із зростанням обсягів резервів понад рівень, зумовлений мотивом завбачливого самострахування, вимоги до структурного складу зовнішніх активів змінюються. Крім традиційних вимог ліквідності зростає значення збереження вартості або пошуку прийнятної дохідності	Подальше зростання резервів допускати використання їх частки для альтернативного інвестування, яке може мати ризикований характер, зумовлений стратегічними, а не ринковими міркуваннями
Фактори валютно-курсової політики	“Страх перед плаванням”, ключова роль курсу в забезпеченні макроекономічної стабільності, захист курсу резервами	Підвищення вразливості до криз “раптового зупинення”, вразливість до нагромадження зовнішніх боргів приватним сектором, “страх перед втратою резервів”	“Страх перед втратою резервів” поступово заміщується підвищенням ризику коливання вартості зовнішніх активів	Колівання вартості зовнішніх активів конфліктує з необхідністю проведення більш гнучкої курсової політики, яка б відповідала потребам рівноважного зростання та внутрішньої макроекономічної стабільності



Закінчення таблиці

Роль валюти прив'язки та валютного блоку	Структура резервів повинна відповідати потребам забезпечення інтервенцій. Ідентифікація з валютним блоком є вагомою. Домінування валюти прив'язки	Структура резервів повинна забезпечувати достатнє "плече ліквідності" в разі фінансового стресу. Ідентифікація з валютним блоком є важливою. Домінування валюти прив'язки вже не є вираженням	Структура резервів потребує диверсифікації. Ідентифікація з валютним блоком послаблюється. Диверсифікація на рівні валютної структури знижує роль валюти прив'язки	Структура резервів ускладнюється. Ідентифікація з валютним блоком визначається масштабами економіки. Складна портфельна стратегія виділяє валюті прив'язки окрему нішу
Ключова вимога до резервів	Ліквідність	Ліквідність	Ліквідність, збереження вартості, доходність	Формування неринкових портфельів залежно від поточних або стратегічних преференцій
Орієнтація на клас активів	Готівка та високоліквідні міжнародні активи	Готівка, високоліквідні міжнародні активи, активи з потенціалом зростання ринкової вартості	Як на II стадії плюс активи, що генерують доходи та капітальні різниці	Нетрадиційні інструменти, ризикові інструменти (боргові папери кризових країн), неринкові активи, реальні активи
Політекономія прямих двосторонніх розрахунків та свопів	Згода на двосторонній підхід визначається обмеженими можливостями доступу до резервів та структурними обмеженнями контактів з офіційними кредиторами	Згода на двосторонній підхід може відповідати циклічним потребам зниження залежності від дестабілізуючого "роздування" резервів унаслідок припливу капіталів	Згода та просування двостороннього підходу є наслідком намагання обмежити тиск резервів на внутрішню ліквідність і знизити вразливість до коливань вартості зовнішніх активів	Просування двостороннього підходу є інструментом досягнення власної гегемонії у випадку великої економіки. У разі малої – як у попередньому випадку
Заінтересованість у мультивалютній системі резервних активів	Не існує конфлікту між цілями управління резервами та резервною валютою як природною монополією	Наявність основної резервної валюти та основної валюти диверсифікації є прийнятною	Зростає потреба у мультивалютній системі резервних активів	Мультивалютна система відповідає логіці активного портфельного менеджменту, але не стримує пошук більш повного та нестандартного ринку резервних активів. Просування власної валюти як резервної

\* Складено автором.

*Примітка.* Припускається, що нагромадження резервів є середньостроковим пріоритетом. Зниження обсягів резервів у відповідь на ті чи інші шоки не спростовує факту перебування тієї чи іншої країни на різних стадіях. Наприклад, Україна, попри значну втрату резервів у 2013–2014 рр. та в I половині 2015 р., перебуває на I стадії. При цьому нарощування резервів – зобов'язання НБУ в рамках меморандуму з МВФ,

яке ще тривалий час буде логічним з міркувань відновлення макрофінансової стабільності безвідносно до роботи з Фондом. Водночас Китай у II половині 2015 р. почав втрачати резерви у відповідь на обвал фондового ринку, однак це не заважає його віднесенню до IV стадії. Зниження курсу юаня скоріше підкреслює факт того, що після стабілізації на фондовому ринку Китай повернеться до відновлення резервів.

Таблиця 2

**Топ-15 країн за обсягом валютних резервів**

(млрд. дол.)

Країни	Роки	
	2005	2013
Алжир.....	59,2	201,4
Бразилія.....	53,8	358,8
Китай.....	831,4	3880,4
Гонконг.....	124,3	311,2
Індія.....	137,8	298,1
Японія.....	846,9	1266,9
Південна Корея.....	210,6	345,7
Лівія.....	41,9	119,7
Малайзія.....	70,5	134,9
Мексика.....	74,1	180,2
Російська Федерація.....	182,3	509,7
Саудівська Аравія.....	157,4	737,8
Сінгапур.....	118,1	277,8
Таїланд.....	52,1	167,2
Туреччина.....	52,5	131,1
Світ у цілому.....	4234,5	12129,7
Коефіцієнт концентрації.....	0,71	0,74

\* Складено автором за: World Development Indicators [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) і Global Financial Stability Report [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.imf.org](http://www.imf.org) (за відповідні роки).

*Примітка.* З переліку даних за 2013 р. виключено розвинуті країни, для яких обсяг резервів має відносне значення з огляду на політику гнучкого курсу. Відсутність у списку Швейцарії (обсяг резервів зріс з 57,6 млрд. дол. до 536,3 млрд. дол. за відповідні роки) пояснюється насамперед наслідками політики цієї країни щодо поглинання припливу капіталів у євро.

Незважаючи на посилення концентрації володіння зовнішніми активами (див. табл. 2), тенденції у сфері розподілу резервів щодо ВВП у розрізі країн демонструють дещо іншу картину. Рисунок 1 і 2 засвідчують, що відбувається зміщення в бік володіння більшим обсягом резервів з одночасним наближенням кривої апроксимації до вигляду функції Гауса (для побудови кривої розподілу використано програмний пакет STATISTICA).

У сукупності обидві тенденції означають, що високі темпи зростання резервів уможливають одночасне посилення концентрації та підвищення значення медіанного володіння резервами щодо ВВП. Як видно з рисунка 2, медіанне володіння (діапазон від 11% до 20% ВВП) упритул наближається до показника максимального значення оптимального обсягу резервів на рівні 22% ВВП (з діапазону оптимального володіння в межах 8–22% ВВП, визначених на основі різних методик оцінки [15]). Іншими словами, зміщення у бік володіння більшим обсягом резервів однозначно призводитиме до того, що величина зовнішніх активів медіанного центробанку перевищуватиме величину їх оптимальних значень, а зростаюча кількість країн з ще більшим обсягом резервів (праворуч від медіанного значення) вказуватиме на появу складної тенденції. Кількість центробанків з найбільшим обсягом резервів до ВВП, зростаючи, підштовхуватиме медіанний центробанк до додержання нових стандартів у сфері менеджменту резервів. Навіть якщо останній відставатиме в часі від “найбільш озброєних” резервами монетарних органів, зміщення в бік значніших обсягів володіння зовнішніми активами ство-

рює потужні стимули для того, що частка країн, які перебувають на III і IV стадіях нагромадження та управління резервами, може перевищити частку країн з I і II стадій.

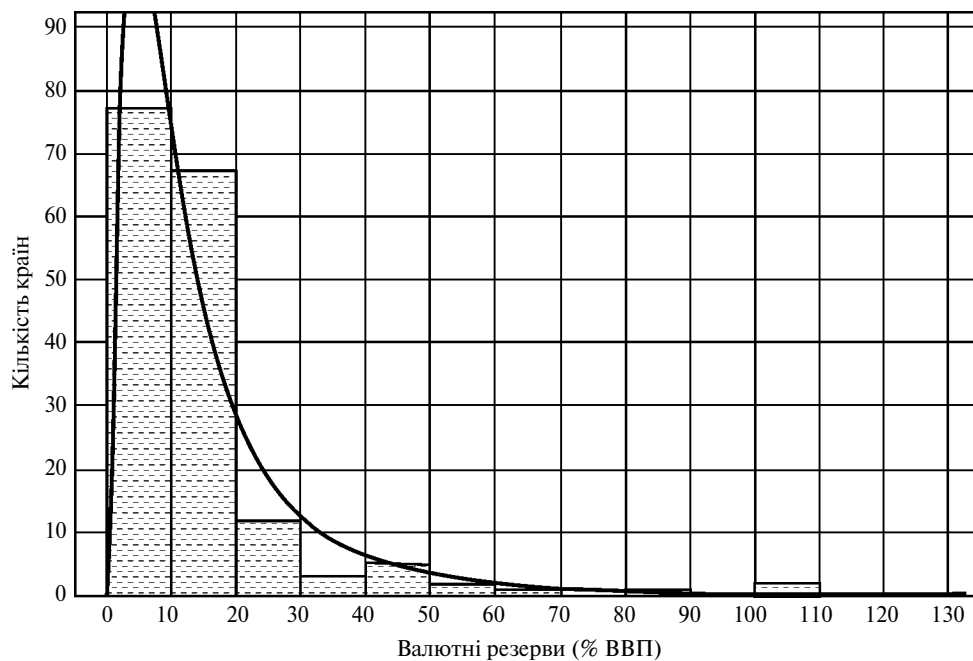


Рис. 1. Розподіл у 2002 р. показника "резерви до ВВП" у країнах з ринками, що формуються

Побудовано автором за: World Bank Global Development Indicators [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

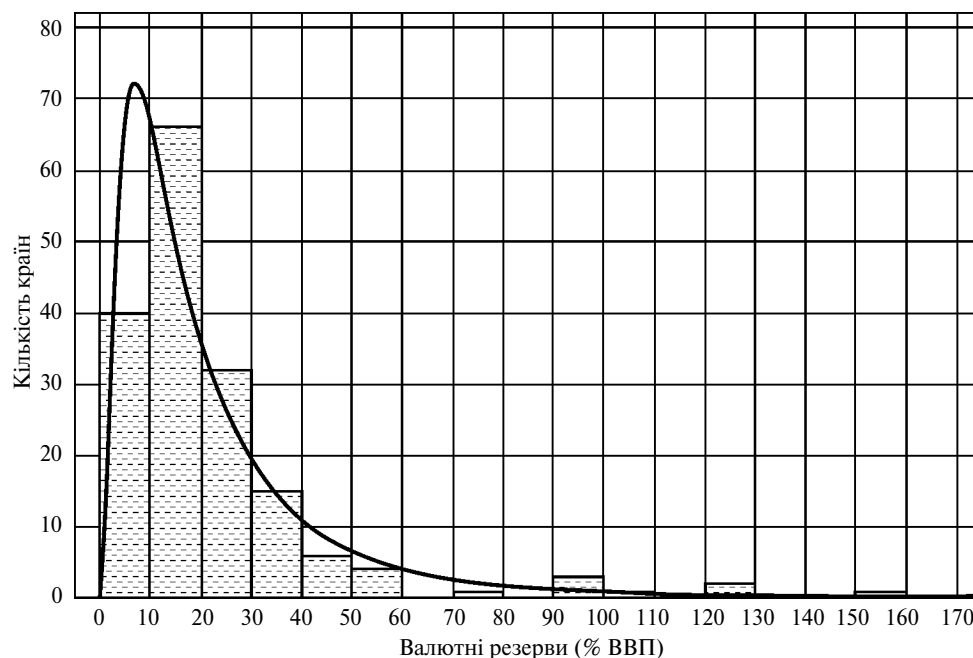
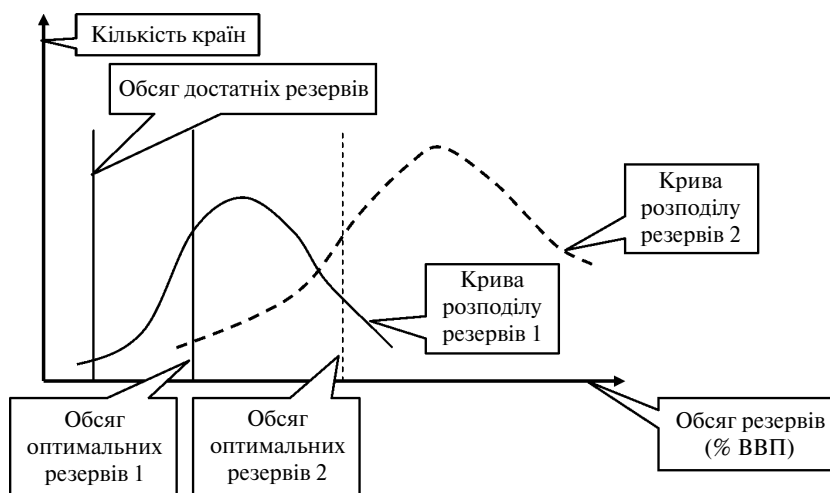


Рис. 2. Розподіл у 2013 р. показника "резерви до ВВП" у країнах з ринками, що формуються

Побудовано автором за: World Bank Global Development Indicators [Електронний ресурс]. — Режим доступу : [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

Зміни в розподілі не виключають, що при збереженні тренду до нагромадження резервів рівень глобальної нестабільності може сягнути масштабів, за яких проблема ендогенності обмежуватиме стиль управління резервами центробанків, що перебувають на II і III стадіях. Це ситуація, коли збереження попереднього попиту на резерви призводитиме до генерування глобальних дисбалансів у масштабах, не сумісних з фінансовою стабільністю у світі. Конфлікт між національно-центричним раціональним вибором на користь ще більших резервів та глобально-центричною нестабільністю мав би відновлювати попит на ліквідні активи, тобто відповідати паттернам більш традиційного управління зовнішніми активами. Втім, не варто виключати ситуації, коли центробанки можуть бути сегментовані з точки зору прийняття ризику швидкого повернення до більш ліквідних активів. Характер монетарної політики при цьому відіграватиме не останню роль: орієнтація на гнучкіший курс допускатиме більш активний менеджмент. Можливості “кредитора останньої інстанції” з боку центробанку – емітента резервної валюти в глобальних масштабах також накладають свої обмеження, а кількість центробанків, які взагалі на це здатні, ще тривалий час консервуватиме поточну структуру ринку резервних активів.

Отже, проблема ендогенності рухається як від рівня фінансової глобалізації до попиту на резерви, так і від попиту на резерви до ризиків глобальної нестабільності, що генерує додатковий попит на резерви. Теоретично, це мало б означати наявність сильнішої схильності до підтримки ліквідних активів. Конкретне вираження співвідношення між “плаваючою” позицією рівня оптимальних резервів, визначених відповідно до проблеми ендогенності, та їх медіанним значенням відображатиме те, яка кількість центробанків потенціально може бути залучена до процесу активного управління портфелем зовнішніх активів (рис. 3). Природно, що чим чутливішими будуть оптимальні резерви (усереднені) до глобальної нестабільності, тим істотнішими будуть бар’єри переходу від стадії до стадії нагромадження та управління резервами. У свою чергу, чим більше медіанні резерви віддалятимуться від лінії оптимальних резервів вправо, тим вищою буде ймовірність переходу із стадії на стадію.



**Рис. 3. Модель схильності до певного характеру управління валютними резервами залежно від співвідношення між оптимальними та медіанними резервами**

Побудовано автором.

Інтерпретація моделі на рисунку 3 має такий характер. За певних макрофінансових умов, що формуються в глобальній економіці, розраховується обсяг достатніх резервів, який є нижчим від оптимальних. Відхилення вправо медіанного обсягу резервів (еквівалентного піку кривої розподілу 1) означає, що переважна більшість країн володіє обсягом резервів, вищих за оптимальні. У результаті, володіння резервами (права зона від лінії оптимальних резервів) допускати перехід до активного портфельного менеджменту. Чим далі вправо відхиляється фактичне володіння, тим імовірнішим буде перебування країни на II, III і IV стадіях нагромадження та управління резервами. Припустимо, що через поглиблення фінансових дисбалансів відбувається ендогенне підвищення попиту на резерви у відповідь на посилення системних ризиків у глобальній економіці. Глобально-центричне погіршення макрофінансових умов передбачатиме підвищення рівня оптимальних резервів (зміщення до лінії оптимальних резервів 2). Відсутність змін у розподілі резервів (крива розподілу 1) призводить до того, що медіанні резерви стають нижчими за оптимальні. Для більшості країн це означає, що обсяг їхніх резервів може оцінюватися як недостатній. Також активніший менеджмент вважатиметься ризикованим, оскільки не відповідатиме відновленню схильності до підтримки більшості ліквідних резервних активів. У свою чергу, підвищуватиметься попит на резерви. У разі нарощування зовнішніх активів як глобально-центричної тенденції медіанне володіння ними зміщуватиметься вправо разом з кривою розподілу. Більша відстань між оптимальними резервами 2 і піком кривої розподілу 2 означатиме, що країни мають можливості (сприятливі умови глобальної ліквідності та відповідну політику нагромадження) для випереджального нагромадження резервів, яке відкриває шлях до більш активного портфельного підходу.

Загальні висновки з моделі, поданої на рисунку 3, є такими. Характер кривої розподілу є важливим, оскільки її конфігурація відображає потенціальну кількість центробанків — активних менеджерів резервів і центробанків, які стикаються з проблемою їх нагромадження; конфігурація також визначається ступенем концентрації володіння резервами; співвідношення точок оптимальних і медіанних резервів визначає глобально-центричні ефекти алокації зовнішніх активів (знаходження лінії медіанних резервів ліворуч від оптимальних або на їх рівні говорить про схильність до підтримки ліквідних резервних активів, а праворуч — про схильність до диверсифікації та в подальшому до активнішого портфельного управління); чим далі вправо відхиляється точка медіанних резервів від лінії оптимальних, тим інтенсивніше створюватимуться передумови для активного портфельного менеджменту і тим сильніше він впливатиме на трансформацію структури ринку резервних активів; зміни в глобальних макрофінансових умовах, роблячи точку оптимальних резервів нестійкою, не виключають релевантного впливу на зміни в попиті й алокації резервів, а реалокція зовнішніх активів у відповідь є високоімовірною; I стадія нагромадження та управління резервами є еквівалентною точці достатніх резервів, тобто знаходиться ліворуч від неї, II стадія — між точками достатніх та оптимальних резервів, III стадія — між оптимальними та праворуч від медіанних резервів, IV стадія — відносно крайня права частина кривої розподілу (це означає, що у випадку зміщення точки оптимальних резервів найбільш відчутні зміни в політиці реалокції резервів стосувалися центробанків, які перебувають на II і III стадіях); у випадку знаходження піка кривої розподілу праворуч від лінії оптимальних ре-

зервів при зміщеннях останньої характер реалокатії зовнішніх активів визначатиметься медіанним центробанком, що може не збігатися з активними перевагами центробанків, які перебувають на IV стадії.

Поєднавши рисунок 3 з рисунками 1 і 2, побачимо, що нині медіанний центробанк перебуває ближче до II стадії, тоді як ті, що розташовані праворуч, далеко не завжди відповідають критеріям концентрованого володіння, навіть якщо і схильні до активнішого менеджменту з огляду на обсяги резервів щодо ВВП. Зміни в характері розподілу відносного нагромадження резервів означають формування істотних передумов для активного портфельного менеджменту, і при збереженні тенденції до нагромадження медіанний центробанк активніше встановлюватиме профіль політики у сфері управління зовнішніми активами.

У глобальній перспективі посилення активного портфельного підходу щодо управління резервами породжуватиме цілий набір негативних і позитивних ефектів, підсумковий баланс результуючих яких дуже важко визначити наперед.

1. Наближення центробанків до приватних (чи суверенних) портфельних інвесторів загострює проблему поточної курсової волатильності та волатильності потоків капіталів унаслідок розширення кількості гравців, вражених мінливими перевагами щодо алокації активів (феномен, відомий як “портфель на один день” – від англ. one day preferred portfolio). Збереження вартості та підвищення дохідності зовнішніх активів у мультивалютному світі з асиметрично гнучкими курсами та індивідуальною вразливістю країн до шоків вимагатимуть перманентного пошуку оптимальної композиції резервів з точки зору валютної структури та поєднання класів активів.

2. Необхідні для активнішого менеджменту резервів зміни у валютному вираженні резервних активів посилюватимуть тенденцію до мультивалютності, яка означає збільшення попиту на інструменти внутрішнього ринку. Інтернаціоналізація валют та інструментів країн, національні гроші яких не відповідають стандартним критеріям резервних валют, означатиме, що диверсифікація резервів одних супроводжуватиметься збільшенням припливу капіталів та резервів в інших. Це не гарантує, що зростання резервів у цілому посилить фінансову стабільність, оскільки загостриться конфлікт між потоками капіталів, поточним рахунком і впливом внутрішньої ліквідності на схильність до формування “бульбашок” на ринках активів.

3. Диверсифікація резервів завдяки виходу на внутрішні ринки країн, валюти яких не відповідають традиційним критеріям резервних, може посилити конкуренцію між чинними резервними валютами, покращуючи автоматизм коригування глобальної грошової пропозиції. Проте розширення представництва таких валют у глобальних резервних активах не супроводжуватиметься зростанням кількості центробанків з можливостями “кредитора останньої інстанції” в глобальних масштабах. Більше того, такі країни самі потерпатимуть від посилення конфлікту між припливом капіталів та конкурентоспроможністю, що призводитиме до погіршення якості глобальних резервів. Зниження ліквідності останніх при збереженні кумулятивного попиту на них перетворить будь-які оптимальні значення на відносні в плані функціональності, що загрожуватиме подальшим розкручуванням спіралі гонитви за резервами.

4. Розширення ринку резервних активів і пошук нестандартних портфельів означатимуть також і розширення класів активів, дохідність яких залежатиме від

глобальних макрофінансових умов, виражених у рішеннях щодо управління резервами. Загальна волатильність підвищиться, посилюючи кореляцію поведінки в розрізі класів активів, унаслідок чого формування стабільного портфеля ставатиме дедалі складнішим завданням.

5. Між тенденцією до мультивалютності системи резервних активів і посиленням автоматизму коригування глобальної грошової пропозиції внаслідок диверсифікації володіння резервами в традиційних валютах не завжди існуватиме прямий зв'язок, через що поглиблення розриву між глобальною інфляцією цін та вартістю активів визначатиметься саме тим, яка частка глобальних портфелів перебуватиме під активним управлінням центробанків.

6. Активне управління медіанного центробанку і центробанку з концентрованим володінням резервів може істотно відрізнитись, оскільки кожен з них стикатиметься із зовсім різними наборами обмежень. Схильність до стратегічного управління активами першого буде значно менш вираженою, ніж другого. Те саме стосується проблеми інтернаціоналізації власної валюти. Активне управління резервами, яке спирається на масштаб країни, від певного моменту послаблює межу між ним і діями з інтернаціоналізації власної валюти, внаслідок чого розширення попиту на власну валюту за кордоном для зниження валютних ризиків коливання вартості зовнішніх активів може набувати політично вмотивованого характеру. Конкретизуємо прояв різниці між ефектами медіанного і концентрованого активного управління резервами (табл. 3).

Таблиця 3

**Ефекти медіанного та концентрованого активного управління валютними резервами \***

Зони прояву ефектів	Медіанний центробанк	Концентроване володіння
Волатильність потоків капіталів та валютних курсів	При переході на активне управління резервами підвищення волатильності курсів та потоків капіталів набуватиме перманентного характеру	Вплив на волатильність потоків капіталів і валютних курсів матиме імпульсний характер, що пов'язано з рішеннями щодо реалокатії портфеля
Наслідки диверсифікації резервів	Диверсифікація напряду впливатиме на волатильність, але в основному на її фонове значення	Диверсифікація може змінювати рівноважну траєкторію валютних курсів чи дохідностей класів активів
Вплив на відносні дохідності в розрізі класу активів та фінансових інструментів	Зміни у відносних дохідностях відбуватимуться в межах переходу на активне управління чи при поверненні до "надійних гаваней", після чого вписуватимуться в загальну волатильність ринків	Відносні дохідності можуть зазнавати істотних переключень
Ставлення до ризику	Визначається стадією нагромадження та управління. Схильність до ризику є дозованою	Схильність до ризику підвищується при переході з III на IV стадію. Посилення сегментації відповідно до курсової політики, ступеня активності та масштабу країни
Вразливість до ендogenous підвищення оптимальних резервів	Є високою і визначається ступенем синхронізації поведінки оптимальних і медіанних резервів	Є низькою і на IV стадії ще зменшується
Тиск у бік мультивалютності резервних активів	Значний, але обмежений усвідомленням ризиків нееластичної реалокатії портфеля при виникненні потреб у підвищенні частки ліквідних резервних активів	Значний, але пов'язаний з шириною диверсифікації для збереження вартості та підвищення дохідності

Закінчення таблиці

Пошук повного ринку резервних активів і схильність до нестандартних портфелів	Не домінують і визначаються виключно ставленням до ризику	Є характерними і пов'язані як з ринковими, так і з політичними обмеженнями існуючого ринку резервних активів
Вразливість ринку резервних валют	Навіть при пошуку більш мультивалютної репрезентації резервних активів ринок резервних валют може підпадати під поступові зміни, керовані ринковими драйверами. Підвищення конкуренції між резервними валютами є позитивним з точки зору "ефекту дисципліни"	Може бути істотною, особливо в умовах масштабної реаллокації резервів чи виходу за межі існуючих резервних валют
Глобальні шоки та проблема якості (ліквідності) резервів	Чутливість до погіршення якості резервів визначається глибиною шоку. У випадку національно-центричних шоків може бути низькою, у випадку глобально-центричних – значною	Чутливість до погіршення якості резервів є сегментованою залежно від того, який ринок є епіцентром шоку. Шоки ринку активів важко компенсувати навіть за значних резервів
Роль політичних факторів та стратегічної поведінки	Є незначною. Процес управління спирається на ринкові драйвери	Може бути вкрай значною. Стратегічна поведінка є особливо ймовірною при інвестуванні в сировину, родовища та в разі реальних інвестицій у чутливі до національного суверенітету сектори

\* Складено автором.

Виникнення потенціально негативних глобальних макрофінансових ефектів активного управління резервами вимагає формування порядку денного у сфері глобального регулювання з поправкою на відповідні ризики. Політика зниження залежності від значних резервів має супроводжуватися поєднанням курсової гнучкості з інструментами макропруденційного характеру, які дозволяють нейтралізувати негативні наслідки значного припливу капіталів. Міжнародна координація активності центробанків, які здатні бути "кредиторами останньої інстанції" і є активними портфельними менеджерами, також покращить ситуацію у сфері коливань ліквідності та проциклічних ефектів реверсів вкладень в активи з різним ступенем ризику. Формування глобальної системи валютних союзів, між якими можна очікувати плавання курсу з одноразовим зменшенням попиту на резерви з міркувань внутрішньої фінансової стійкості, дозволить посилити глобальну стабільність завдяки зниженню системної складності у сфері глобальних фінансів. Таким чином, поєднання колективного зниження попиту на резерви і посилення координації в процесах управління ними дозволить відчутно підвищити глобальну макрофінансову стабільність.

Падіння рівня валютних резервів в Україні однозначно вказує на те, що НБУ перебуває на I стадії нагромадження та управління резервами. Це означає, що для нього залишається актуальним традиційний підхід до побудови політики у сфері зовнішніх активів. Більше того, обвал російського рубля та перегрів фінансового сектору в Китаї продемонстрували, що політично вмотивоване збільшення частки резервів НБУ в нетрадиційних резервних валютах однозначно погіршило б їх якість та функціональність. Також це означає, що збільшення резервів у валютах



країн, відносно благополуччя яких спирається на вже нагромаджені резерви, є ризикованим, оскільки структурні зміни в глобальній економіці можуть швидко похитнути їх макрофінансову стабільність, погіршити якість глобальних резервів та відкрити шлях до відносності їх обсягів, які є більшими навіть за конвенційно оптимальні.

#### Висновки

У певний момент нагромадження резервів їх розміри перестають бути нейтральними для їх структури. Мотиви нагромадження резервів мають значення щодо вибору оптимального співвідношення між їх ліквідністю та зниженням ризиків коливання їх ринкової вартості. Проте ендогенність збільшення резервів є недостатнім поясненням преференцій щодо підтримання їх більш консервативної структури. Стадії нагромадження та управління, ризики резервних валют (активів), посилення мультивалютності можуть спонукати до виходу за межі традиційної переваги ліквідності резервних активів. У глобальній економіці формуються дві дещо протилежні тенденції: повільно прогресуюча концентрація володіння резервами на фоні зміни характеру розподілу показника резервів до ВВП. В останньому випадку спостерігається зміщення у бік більшого володіння резервами медіанним центробанком. Передумовами активнішого управління резервами слід визнати: зміни в характері розподілу володіння резервами; підвищення ризику коливання ринкової вартості зовнішніх активів; обмеження чинних резервних валют; подальше конкурентне нагромадження резервів та ухилення від ревальвації. Формально ступінь синхронності в поведінці значень оптимальних і медіанних резервів визначає імовірність або більш активного портфельного підходу, або реалокації зовнішніх активів у напрямі підвищення їх ліквідності. Макрофінансовими ефектами переходу до більш активного управління можна вважати: підвищення фоновієї волатильності валютних курсів та потоків капіталів; ризики змін у структурі відносних дохідностей за класами активів; посилення конкуренції між резервними валютами (активами) і пошук повного ринку резервних активів; сегментацію ставлення до ризику зниження ліквідності валютних резервів; тощо. Перехід до більш активного управління резервами медіанного центробанку та центробанків з концентрованим володінням ними має різні макрофінансові та політико-економічні профілі. Збільшення у зовнішніх активах центробанків з незначними резервами частки валют країн, відносно благополуччя яких спирається на вже нагромаджені резерви і валюти яких не відповідають традиційним критеріям резервних, не буде виправданим, і нещодавній досвід України у цьому питанні підтверджує це.

#### Список використаної літератури

1. *Truman E.* Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. — 2007. — PB07-6. — P. 1–8.
2. *Johnson S.* The Rise of Sovereign Wealth Funds // IMF Finance and Development. — 2007. — Vol. 44. — № 3. — P. 1–5.
3. *Cohen B.* The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy // University of California Department of Political Science Working Paper. — 2012. — June. — P. 1–11.
4. *Rodrik D.* The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. — 2006. — № 11952. — P. 1–26.

5. *McKinnon R.* The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu).
6. *Jeanne O.* The Dollar and Its Discontents // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-10. – P. 1–25.
7. *Prasad E.* Role Reversal in Global Finance // NBER Working Paper. – 2011. – № 17497. – P. 1–53.
8. Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1–35.
9. Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.
10. Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/17. – P. 1–25.
11. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1–21.
12. *Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H.* Reforming the International Monetary System. – London : CEPR, 2011. – 78 p.
13. *Beck R., Weber S.* Should Larger reserve Holding Be More Diversified? // ECB Working Paper. – 2010. – № 1193. – P. 1–48.
14. *Козюк В.В.* Життєвий цикл резервної валюти // Вісник НБУ. – 2013. – № 7. – С. 44–52.
15. *Dorrucci E., McKay J.* The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. – № 123. – P. 1–62.
16. *Aizenman J.* Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
17. *Borio C., Galati G., Heath A.* FX Reserve Management: Trends and Challenges // BIS Papers. – 2008. – № 40. – P. 1–30.
18. *Smith G.* Reassessing the Sovereign Investor Nexus // Central Banking. – 2014. – February. – P. 82–87.
19. *Morahan A., Mulder Ch.* Survey of Reserve Managers: Lessons from the Crisis // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/99. – P. 1–33.
20. *Wooldridge Ph.* The Changing Composition of Official Reserves // BIS Quarterly Review. – 2006. – September.
21. Managing Foreign Exchange Reserves in the Crisis and After // BIS Papers. – 2011. – № 58. – P. 1–256.
22. *Pihlman J., van der Hoorn H.* Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis // IMF Working Paper. – 2010. – WP/10/150. – P. 1–28.

#### References

1. Truman E. Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability. Institute for International Economics Policy Brief, 2007, PB07-6, pp. 1–8.
2. Johnson S. The rise of sovereign wealth funds. *IMF Finance and Development*, 2007, Vol. 44, No. 3, pp. 1–5.
3. Cohen B. The yuan tomorrow? Evaluating China's currency internationalization strategy. Univ. of California Department of Political Science Working Paper, June 2012, pp. 1–11.
4. Rodrik D. The social cost of foreign exchange reserves. NBER Working Paper, 2006, No. 11952, pp. 1–26.

5. McKinnon R. The world dollar standard and globalization: new rules of the game? Available at: [www.stanford.edu](http://www.stanford.edu).
6. Jeanne O. The dollar and its discontents. Institute for International Economics Working Paper, 2012, WP 12-10, pp. 1–25.
7. Prasad E. Role reversal in global finance. NBER Working Paper, 2011, No. 17497, pp. 1–53.
8. Reserve accumulation and international monetary stability. IMF, 2010, pp. 1–35.
9. Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. Paris, 2011.
10. Internationalization of emerging market currencies: a balance between risks and rewards. IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/17, pp. 1–25.
11. Financial deepening and international monetary stability. IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/16, pp. 1–21.
12. Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. London, CEPR, 2011.
13. Beck R., Weber S. Should larger reserve holding be more diversified? ECB Working Paper, 2010, No. 1193, pp. 1–48.
14. Koziuk V.V. *Zhyttevyi tsykl rezervnoi valyuty* [Life cycle of reserve currency]. *Visn. NBU – Bull. of NBU*, 2013, No. 7, pp. 44–52 [in Ukrainian].
15. Dorrucchi E., McKay J. The international monetary system after the financial crisis. ECB Occasional Paper, 2011, No. 123, pp. 1–62.
16. Aizenman J. Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture. NBER Working paper, 2007, No. 13277, pp. 3–19.
17. Borio C., Galati G., Heath A. FX reserve management: trends and challenges. BIS Papers, 2008, No. 40, pp. 1–30.
18. Smith G. Reassessing the sovereign investor nexus. Central Banking, February 2014, pp. 82–87.
19. Morahan A., Mulder Ch. Survey of reserve managers: lessons from the crisis. IMF Working Paper, 2013, WP/13/99, pp. 1–33.
20. Wooldridge Ph. The changing composition of official reserves. BIS Quarterly Review, September 2006.
21. Managing foreign exchange reserves in the crisis and after. BIS Papers, 2011, No. 58, pp. 1–256.
22. Pihlman J., van der Hoorn H. Procyclicality in Central Bank reserve management: Evidence from the crisis. IMF Working Paper, 2010, WP/10/150, pp. 1–28.

Стаття надійшла до редакції 20 липня 2015 р.

---