

Паливода К.В.,

кандидат економічних наук,
голова правління АКБ "Аркада"

ВАЛЮТНІ РЕЗЕРВИ ДЕРЖАВИ ЯК ІНВЕСТИЦІЙНИЙ РЕСУРС

Зроблено спробу обґрунтувати необхідність спрямування частини державних валютних резервів на потреби капітального інвестування.

The article attempts to justify the need of directing part of the state monetary reserves for the needs of capital investments.

Ключові слова: валютні резерви, інвестиційний ресурс, капітальні інвестиції, інвестиційний процес, грошова маса, НБУ.

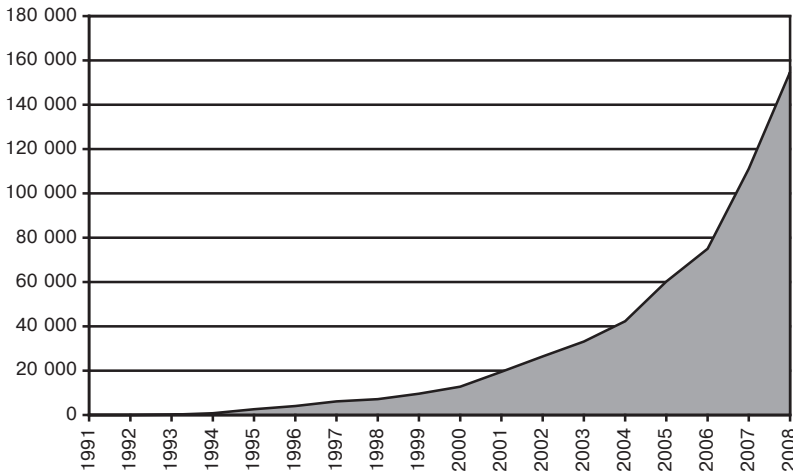
Розв'язання проблеми інвестування в Україні є одним із найважливіших завдань сьогодення. Частка капіталовкладень відносно ВВП в нашій державі мало не вдвічі менша, ніж необхідно, що свідчить про байдуже ставлення до майбутнього з боку нинішнього покоління. Разом із тим саме капіталовкладення мають виступити засобом забезпечення виходу з довготривалої економічної кризи, досягнення реальних структурних зрушень у народному господарстві, технічного переозброєння, підвищення якісних показників господарської діяльності на мікро- й макрорівнях і, головне, життєвого рівня населення.

Активізація інвестиційного процесу є вирішальною умовою успішного продовження соціально-економічних перетворень, але для цього потрібен достатній обсяг інвестиційних ресурсів. На жаль, можливості нашої країни досить обмежені. Водночас протягом останніх років (із 2000-го принаймні до 2008-го, коли Україну накрила світова фінансова криза) ми отримуємо чималі валютні надходження з різних джерел:

- доходи від експорту;
- надходження іноземної валюти від заробітчани;
- інвестиційні вкладення з-за кордону, в т. ч. придбання підприємств і фінансових установ іноземними інвесторами;
- доходи від іноземного туризму, митні та інші збори тощо;
- державні й комерційні іноземні запозичення.

Сукупні валютні надходження перевищують половину ВВП, при цьому країна виявилася неспроможною ефективно їх використати, її внутрішній ринок практично повністю окуповано імпортом. Усе це призвело до переповнення внутрішнього валютного ринку іноземною конвертованою валютою. А якщо іноземної валюти багато, вона легкодоступна (як це було у нас перед кризою), то вигідніше завозити готові товари, а не виробляти власні, немає потреби вкладати кошти в національне виробництво. Натомість приходять спекулятивні капітали. Якраз це і сталося в Україні, з відомими наслідками.

Щоб викупити цей потік доларів та інших конвертованих валют, Національний банк України здійснює безперервну грошову емісію. Грошова маса в державі зростає в декілька разів швидше, ніж усі інші показники: її обсяг збільшується на 30—50 % щороку (рис., табл. 1).



Джерело: Шкарпова О., Дружерученко К. Поневіряння Нацбанку // Контракти. — 2009. — № 7. — 16 лют.

Рис. Зростання гривневої грошової маси (M0), млн грн

Таблиця 1. Зростання грошової маси й рівня монетизації, млрд грн

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Номинальний ВВП	170,07	204,19	225,81	267,34	345,11	441,45	537,67	692,40	950,50
Грошова маса:									
M1	20,7	29,8	40,2	53,1	67,1	98,6	123,3	153,1	225,1
M3	32,1	45,6	64,5	95,0	125,8	194,0	261,0	329,0	515,0

Джерело: складено за даними НБУ (<http://www.bank.gov.ua>).

Як бачимо, зростання грошової маси відбувалося з істотним випередженням порівняно зі збільшенням ВВП. Останній із 2000-го до початку 2009-го, тобто за 8 років, зріс у 5,5 раза, грошова маса M3 — в 16 разів. Щоправда, показник M3 є досить умовним і економічного значення не має. Реальне значення для економіки має M1, утім, і він зріс майже в 11 разів. Саме цей факт, на наше переконання, є головним чинником активізації економічного зростання, що спостерігалося в Україні із 2000-го до 2008 року, доки не було перерване кризою.

Разом із тим, на нашу думку, здійснювати грошову емісію виключно під викуп надходжень конвертованої валюти не можна. Нові гроші треба створювати не залежно від надходжень із-за кордону, а відповідно до потреб економіки. Не

можна заперечити того факту, що саме наповнення економіки грошима зрушило її з місця в 1999—2000 роках і стимулювало до 2008 року, втративши свою дієвість лише внаслідок світової кризи. Якби воно стимулювалося не надходженням іноземної валюти, а здійснювалося свідомо, то й криза не була б такою відчутною.

Зароблена чи отримана в інший спосіб іноземна валюта має бути використана виключно на придбання інвестиційних товарів (за винятком хіба що справді критичного імпорту, нехай і того ж природного газу), а не залишатися у внутрішньому обороті або, ще гірше, просто у вигляді домашніх заощаджень. Навіть арабські держави Близького Сходу, які отримують шалені доходи від продажу нафти, витрачають переважну частину доларових надходжень на інвестиційні вкладення: “у 1973—1976 роках 60 % доходів, отриманих країнами — членами ОПЕК від торгівлі нафтою, витрачалися на придбання товарів і послуг. У 1978—1981 роках ця частка досягала 75 %. Зате нині, за оцінками МВФ, вона не перевищує і 40 %”¹. А Україна змушена випрошувати кредити в усього світу, витрачає їх на бездумне “проїдання”, тоді як у власних громадян зберігається вдесятеро більше, ніж обіцяють позичити такі могутні країни, як Японія чи Росія.

Необґрунтованим і неефективним є також прагнення зосередити якомога більші валютні резерви в центральному банку країни. Нагромадження таких резервів не сприяє ні зростанню добробуту громадян, ні збільшенню капітального інвестування. Більше того, історія свідчить, що в разі настання справжньої фінансової кризи в жодній країні не вдавалося стабілізувати ситуацію завдяки використанню резервів нацбанку нібито за їх призначенням. Так було й в Україні: на початок 1998 року валютні резерви НБУ становили 2,4 млрд дол. США й буквально за осінні місяці того ж року без усякої користі були кинуті на валютний ринок — на кінець року залишилося трохи більше за 700 млн. Таким чином, валютний резерв держави розтринькали, а гривню не врятували.

І замість використання отриманої конвертованої валюти на розвиток економіки (хоч би для погашення раніше накопичених боргів, а ще краще на переозброєння виробничого потенціалу) в Україні нагромаджувались валютні резерви, які станом на серпень 2008 року сягнули 37,9 млрд дол. США, тобто майже п'ятої частини річного ВВП, та почали знижуватися тільки з розгортанням кризи, оскільки були кинуті на боротьбу з нею. З якою метою нагромаджується така величезна маса резерву — незрозуміло, тим більше з огляду на щорічні запозичення урядом валютних коштів із-за кордону.

Статус цих резервів такий, що вони не гарантовано можуть бути використані з користю для держави й суспільства. Одразу після набуття незалежності, 1992 року в Україні з метою забезпечення платоспроможності й економічної безпеки держави законодавством було передбачено Державний валютний фонд України, визначено джерела його формування. Розпорядником фонду призначено уряд. На жаль, його належне наповнення й управління ним налагоджені не були. Державний

¹ *Приходько О.* Коловорот нафтодоларів у глобальній економіці // Дзеркало тижня. — 2006. — № 9 (588). — 11—17 бер.

валютний фонд фактично створювався лише в 1992-му та на початку 1993 року; роботу було виконано незадовільно, а надалі взагалі припинено.

У другу чергу після зазначеного фонду передбачалося формування офіційних валютних резервів, що створюються, утримуються й використовуються НБУ. Із прийняттям у 1999 році Закону про НБУ саме ці резерви, відображені в балансі Нацбанку, визначено як “золотовалютний резерв” держави.

Крім того, було створено Державний фонд дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння України. Цінності, зараховані до цього фонду, повинні зберігатися в Державному сховищі дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння України, насправді ж різними підзаконними актами він переданий у сферу підпорядкування так званої Державної скарбниці, яка є структурним підрозділом НБУ без статусу юридичної особи та діє в межах наданих ним повноважень. Отже, виконавча влада України не має власного валютного резерву на випадок надзвичайних обставин, окрім передбаченого в щорічному законі про Державний бюджет Резервного фонду, обсягів якого з року в рік ледь вистачає на покриття збитків від стихійних лих і різноманітних катастроф.

Фактично єдиним видом резерву в нашій державі є золотовалютні резерви НБУ. При цьому не всім громадянам відомо, що іноземна валюта в Україні лише умовно обліковується в наших банках, а реальні гроші, зокрема долари США (в тому числі належні українській державі резерви НБУ) перебувають на рахунках у американській банківській системі, де використовуються як фінансово-кредитний ресурс і працюють на збагачення Сполучених Штатів. Таким чином, майже всі фінансові резерви країни в разі зовнішньополітичного тиску на неї в будь-який момент можуть виявитися недосяжними для забезпечення суверенітету. І хоча Україна отримує за розміщення свого валютного резерву в іноземних банках проценти (в кілька разів нижчі за ті, що сплачує уряд за зовнішні кредити), невідомо, де саме й на яких умовах розміщено ці резерви та чи можуть вони за потреби бути використані. В усякому разі, провідний економіст країни, член Наглядової ради НБУ академік В. Геєць офіційно підтверджує: “...не дай Боже, якщо частина наших резервів розміщені в банках, які в період світової кризи зазнали фіаско! Адже ніхто сьогодні документально не підтвердить нам, чи є ці гроші насправді та яким чином НБУ може скористатися цими резервами... Рада НБУ не має повноважень для одержання первинних документів і перевірки реальної ситуації”².

Що стосується обсягу згаданих резервів, то для широкого загалу він порівнюється з помісячними обсягами імпорту (колись пишалися, що маса резервів досягла тримісячного розміру імпортних витрат, потім досягли восьмимісячної позначки, а скільки треба насправді?). Невже країна зобов’язана сховати у глибоку скриню величезні кошти, щоб не порушити безперервності закупівель імпортних авто, косметики й навіть собачого корму? Ще можна було б зрозуміти, коли йдеться про імпорт необхідних ліків чи енергоносіїв, однак мова завжди зводиться до всього імпорту, й це не варто вважати аргументом.

² Геєць В. Никто не знает, что с нашими валютными резервами // 2000. — 2009. — № 3—4 (446). — 29 янв.

У фінансовій теорії існує поняття так званого коефіцієнта Ренді, згідно з яким обсяг необхідних резервів держави має становити не більше 30 % державного бюджету, і з цим можна погодитись³. Але ж у нас накопичилось утричі більше, тож набагато корисніше було б витратити ці валютні нагромадження на капітальні інвестиції, побудувати нові сучасні підприємства, автостради й житлові будівлі. Перебуваючи в державній власності, ці активи ще краще виконували б роль резерву на випадок необхідності — їх можна продати чи використати як заставу для кредиту.

До речі, Сполучені Штати утримували найбільші у світі золотовалютні резерви лише певний час після Другої світової війни, коли почала будуватися наймасштабніша й найуспішніша в історії фінансова піраміда — доларизація світової економіки. В сучасних умовах, як відверто заявив попередній керівник Федеральної резервної системи (ФРС) США Алан Грінспен, надмірно великий резерв є тягарем для національної економіки⁴. На сьогоднішній день значні валютні резерви мають Японія, Китай та деякі інші країни з величезним експортним потенціалом⁵, однак їх обсяг порівняно з масштабами економіки значно менший, ніж в Україні. Так, золотовалютні резерви Японії не досягають і 10 % від ВВП⁶; резерви ФРС США взагалі становлять у ВВП країни мізерну частку⁷.

У багатьох країнах проблема надлишкових резервів центрального банку розв'язується досить раціонально. З цього приводу буде доречним навести приклад із історії відомої своєю банківською незалежністю Швейцарії.

У 1997 році Федеральна рада доручила групі експертів визначити, яка частина наявних валютних резервів центрального банку потрібна для успішного проведення валютної політики в сучасних умовах. Експертна група дійшла висновку, що із золотого запасу загальним обсягом 2600 т приблизно 1400 т не потрібні для проведення валютно-грошової політики Швейцарського національного банку (ШНБ). У 2000—2005 роках 1300 т золота було продано (щоправда, не 1400), виторг сягнув 21,1 млрд швейцарських франків. Уся ця сума згідно з Конституцією й законом про ШНБ (плюс поточний прибуток останнього), сукупно 24 млрд швейцарських франків, була передана бюджетам Федерації й кантонів у співвідношенні 1:2⁸.

У багатьох країнах, які отримують значні надходження від експорту сировинних ресурсів, створено спеціальні державні фонди, які мають різні назви і статус, але одну природу: належать не центральному банку, а державі та призначені для використання в інтересах майбутніх поколінь (табл. 2).

³ Золото, валюта, резерви...: [Електр. ресурс]. — <http://www.oligarh.net/?/themeofday/34613/10.06.2008>.

⁴ Тихонов А., Мазин Е. Банк России накопил 100 млрд долларов // Финансовые известия, 22.10.2004. — <http://www.finiz.ru/economic/article884515>.

⁵ Японія — \$1,002 трлн...: [Електр. ресурс]. — <http://www.uabanker.net/daily>.

⁶ Японія сьогодні: [Електр. ресурс]. — <http://www.japantoday.ru/arch/jurnal/0409/03.shtml>.

⁷ Клещев С. Золотовалютные резервы: рекорды от безысходности: [Електр. ресурс]. — <http://www.finansy.ru/publ/bp/007.htm>.

⁸ Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты: Пер. с англ. — М.: Волтерс Клувер, 2007. — С. 419.

Таблиця 2. Суверенні інвестиційні фонди

Країна	Фонд	Рік заснування	Активи (млрд дол. США)	% до ВВП, 2006 р.
ОАЕ	ADIA	1976	625,0	520,7
Норвегія	Державний пенсійний фонд "Global"	1990	322,0	102,6
Сінгапур	GIC	1981	215,0	169,0
Кувейт	Кувейтське інвестиційне бюро	1953	213,0	268,7
Китай	Китайська інвестиційна корпорація	2007	200,0	8,0
Росія	Стабілізаційний фонд	2004	127,5	14,2
Сінгапур	Temasek	1974	108,0	84,9
Катар	Катарське інвестиційне бюро	2005	60,0	185,3
США (Аляска)	Постійний резервний фонд	1976	40,2	0,3
Бруней	Брунейське інвестиційне бюро	1983	30,0	309,4
Південна Корея	Корейська інвестиційна корпорація	2005	20,0	2,2
Малайзія	Khazanah Nasional BHD	1993	17,9	12,3
Венесуела	Національний фонд розвитку	2005	17,5	10,5
Канада (Альберта)	Ощадний фонд спадщини Альберти	1976	16,4	1,3
Тайвань	Національний стабілізаційний фонд	2001	15,2	4,0
Казахстан	Національний фонд	2000	14,9	15,6
Чилі	Економічний і соціальний стабілізаційний фонд	2006	9,7	7,6
ОАЕ (Дубай)	Istithmar	2003	8,0	6,7
ОАЕ (Дубай)	DIC	2004	6,0	4,0
Оман	Державний загальний резервний фонд	1980	6,0	16,0

Джерело: Кокшаров А. Восход финансового госкапитализма // Эксперт. — 2007. — № 39 (580). — 22 окт.

Незважаючи на такий досвід, Україна досі не визначилася щодо свого ставлення до нарощування резервів власного Національного банку, хоч їх масштаби перевищують необхідні обсяги для погашення тимчасових кон'юнктурних коливань, а на випадок справжньої кризи їх усе одно не вистачить для "врятування" української валюти: настане час, і вона знову "стрибне" до оптимального рівня, як це сталося в 1998 році.

Зокрема, треба законодавчо встановити, що первинна грошова емісія має бути власністю держави, аж ніяк не НБУ. Адже сучасні гроші в Україні (як і в усіх інших державах) за своєю природою є не банкнотами, забезпеченими капіталом емісійного банку, а казначейськими білетами, забезпеченими надбанням держави⁹. Попри це випущені в обіг українські гроші фіксуються на рахунках НБУ (в пасиві балансу) як власні кошти. Повністю ігнорується правова очевидність: уся емісія повинна відображатися на балансі НБУ як його зобов'язання перед державою¹⁰. В такому разі придбана за емісійні кошти валюта теж залишатиметься недоторканною власністю

⁹ Паливода К. Грошова система України і закон Грешема // Дзеркало тижня. — 2007. — № 15 (644). — 21–27 квіт.

¹⁰ Вахненко Т. Фінансова стійкість держави // Економіст. — 1999. — № 7, лип. — С. 28.

Узагалі, думка про можливість безпосередньої емісії грошей державою серед економістів вважається просто непристойною — в усякому разі, авторитетні фахівці це питання навіть не обговорюють.

держави, і тоді це буде не “валютний резерв НБУ”, а “валютні резерви держави”, які могли б стати потужним джерелом державних інвестицій у переозброєння матеріально-технічної бази економіки, оздоровлення навколишнього середовища й розв’язання житлової проблеми. І для цього не потрібно кардинально змінювати законодавство, примусово вилучати резерви в Національного банку. НБУ може на чинній нормативно-правовій базі вкласти свої резерви не у світову фінансову систему, де вони приносять мізерний прибуток і до того ж не захищені на випадок ускладнення міжнародного становища, а у вітчизняний, державний за статусом інвестиційний банк, який вкладав би кошти виключно в капітальне будівництво. Побудовані за рахунок валютних резервів країни об’єкти були б матеріальним забезпеченням цього резерву — за потреби будь-яка їх частина могла би бути реалізована й надійти в розпорядження центрального банку для запобігання фінансовим потрясінням.

Якби хоча б частина з тих майже сорока мільярдів доларів була вкладена, наприклад, у будівництво надсучасної автомагістралі Чоп — Конотоп, котра є природним напрямком сполучення між Азією й Західною Європою, то жодна криза не могла б зашкодити зароблянню тих же валютних коштів Україною у вигляді доходу від обслуговування величезного потоку вантажів і пасажирів, які переміщуються між Заходом і Сходом нашого континенту.

Лише за десяту частину цих резервів можна було б побудувати надсучасний автобудівний завод та придбати ліцензії на складання новітніх марок сучасних автомобілів, яких Україна завезла з усього світу вже кілька мільйонів, Росія — втричі більше. Нехай би прибуток у вигляді дивідендів надходив до цього інвестиційного банку як підрозділу НБУ (останній, за законом, не має прибутку, а перераховує різницю між витратами й надходженнями до державного бюджету), адже він усе одно займається прибутковою діяльністю (на сьогодні НБУ — фактично найпотужніша комерційна структура). Тож прибуток має належати державі¹¹, причому до його складу слід включити й емісійний дохід.

Як бачимо, питання доцільності утримання значних валютних резервів потребують поглибленого розгляду. В контексті наших роздумів досить усвідомлення, що саме по собі нагромадження великих обсягів валютних резервів не має істотного позитивного впливу на стан економіки, набагато кориснішим для держави й народу було б їх спрямування в капітальні інвестиції.

Лише безвідповідальна преса наводить паралелі й коментарі, нібито А. Лінкольна й Дж. Кеннеді вбили саме за ініціативи щодо грошової емісії на користь держави, а війни проти Югославії та Іраку розпочали, відчувши загрозу пануванню долара (див., наприклад: *Черных Е.* Долларом и миром правят частные банки // Комсомольская правда в Украине. — 2009. — № 67. — 27 марта).

¹¹ Див. професійний аналіз правової складової цього питання, зроблений фахівцями-юристами (Щодо правового статусу і податкових зобов’язань НБУ // Вісник прокуратури. — 2007. — № 8. — С. 16—26).