

ОПЛАТА ПОСТАВОК РОСІЙСЬКОГО ГАЗУ У РУБЛЯХ І СТРАТЕГІЯ ФОРМУВАННЯ ЗОЛОВОВАЛЮТНИХ РЕЗЕРВІВ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ

У статті досліджено ризики, зумовлені домовленістю про оплату Україною поставок російського газу у рублях, у взаємозв'язку зі стратегією формування золотовалютних резервів Національним банком України.

Ключові слова: валютний ризик, ризик конвертації, золотовалютні резерви.

Постановка проблеми

Восени 2011 року на рівні керівництв України і Російської Федерації було досягнуто домовленості про можливість оплати Україною поставок російського газу у рублях. У зв'язку з цим набуває актуальності питання модифікації стратегії формування золотовалютних резервів Національним банком України (далі – ЗВР), а також аналізу супутніх ризиків.

Мета дослідження

Для висвітлення взаємозв'язку встановлення оплати за російський газ у рублях і стратегії управління ЗВР України, необхідно висвітлити такі питання:

- що таке стратегія управління національними золотовалютними резервами України, чи існує вона у виписаному вигляді і який її зв'язок із домовленістю про можливість оплати за російський газ у рублях;
- які економічні наслідки (потенційні ризики і можливості) несе у собі встановлення оплати за російський газ у рублях;
- який сценарій управління ЗВР за умови сплати за російський газ у рублях призводить до однозначних втрат і який до потенційного (теоретичного) виграшу.

Дослідження та публікації з теми

Актуальність теми дослідження є дуже високою, її обговорення виходить за межі суто наукового контексту і відбувається у широких політичних, громадських і бізнесових колах. При цьому характерною для дискусії є поляризація поглядів: певна частина експертів прогнозує негативний вплив домовленостей про сплату за газомі поставки у рублях на економіку України (Арсеній Яценюк, Володимир Вахітов, Олександр Пасхавер, Ігор Уманський, Олександр Нарбут, Микола Івченко та ін.), інша частина до-

тримується протилежної думки (Юрій Бойко, Сергій Арбузов, Дмитро Александров, Микола Азаров і ін.)

Ця стаття є спробою проаналізувати поза політичним контекстом ризики, що виникають у зв'язку із домовленістю про розрахунки за російський газ у рублях, і їх взаємозв'язок із політикою управління золотовалютними резервами Національним банком України.

Виклад основного матеріалу

Спершу розглянемо питання **стратегії управління золотовалютними резервами**. На рівні законодавства України не закріплено критерії управління ЗВР. У Законі України «Про Національний Банк України» [1] (пунктом 15 статті 7 («інші функції»)) лише вказано, що Національний банк «забезпечує накопичення та зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами». Далі у статті 15 серед іншого зазначено, що Правління Національного банку приймає рішення щодо здійснення валютно-курсової політики, валютного регулювання та управління золотовалютними резервами, а також визначає мінімальний розмір золотовалютних резервів. Тобто Закон України визначає функції Національного банку з управління ЗВР у загальному плані, без конкретизації певних критеріїв або стратегічних пріоритетів. Визначення останніх покладено на Правління Національного банку.

Постанови Правління Національного банку регулюють широке коло питань, які регламентують банківську і валютно-обмінну діяльність на території України, однак серед нормативних документів НБУ сьогодні немає постанови, яка би затверджувала методологію або інструкції щодо управління золотовалютними резервами. Тобто наразі немає виписаної стратегії управління ЗВР. Воно здійснюється шляхом прийняття окремих рішень: двічі на рік переглядають

нормативну валютну структуру золотовалютного резерву, яка слугує еталоном для фактичної структури ЗВР. Існують певні прив'язки й орієнтири, наприклад, такі, як зв'язок між часткою певної валюти у кошику ЗВР і важливістю цієї валюти для фінансової системи України, валютною структурою платежів з обслуговування зовнішнього державного боргу, фундаментальними та кон'юнктурними показниками економіки країни-емітента валюти [2, с. 17]. Можливо, ці та інші теоретичні прив'язки мають практичну цінність для аналітиків Національного банку, і вони використовують їх у розрахунках щодо оптимальної структури ЗВР, однак ці розрахунки не публікуються. Власне, це нормальна практика, адже центральні банки країн зазвичай не публікують або ж не до кінця розголошують інформацію про наміри щодо зміни структури власних золотовалютних резервів із метою уникнення спекуляцій або ж ризику послаблення бажаного ефекту. Однак, на нашу думку, доцільним було би прийняття Національним банком України певного програмного документа, який би затверджував основні принципи, пріоритети і кількісні прив'язки в управлінні ЗВР. Це суголосно із рекомендаціями «Керівництва з управління золотовалютними резервами» Міжнародного валютного фонду [3] щодо забезпечення прозорості: «загальні принципи управління ЗВР мають бути чітко визначені й опубліковані, і ключові елементи політики управління ЗВР мають бути пояснені» (п. 2.1, переклад наш. – *І. Б., В. Г.*). Нормативне затвердження стратегії управління золотовалютними резервами забезпечило би посилення принципу спадковості політики при зміні керівництв Національного банку України і сприяло би ширшому залученню наукових кіл до досліджень оптимальної стратегії управління ЗВР.

Розглянемо **взаємозв'язок управління ЗВР Національним банком України і встановлення ціни оплати за російський газ у рублях**. У випадку, якби діяльність НАК «Нафтогаз України», яка є платником за газовими угодами між Росією і Україною, була прибутковою або принаймні беззбитковою, проблематика цієї статті була би неактуальною. Однак НАК «Нафтогаз України», отримуючи субсидії від уряду України, щороку зазнає значних збитків (зокрема, у 2010 році чисті збитки становили 12 млрд 155 млн грн, що становить 4,8 % обсягу бюджету відповідного року, а у 2009 році – 22 млрд 701 млн грн, або відповідно 8,9 % бюджету країни) [4]. Збитки компанії покриваються із державних коштів і є фактором збільшення негативного сальдо торговельного балансу України. Є спосіб зробити діяльність НАК «Нафтогаз України» беззбитковою – пропорційно підвищи-

ти роздрібну вартість реалізації природного газу на внутрішньому ринку України, щоби принаймні покривати закупівельні видатки, на це неодноразово вказували представники місії МВФ. Однак такий захід є політично непопулярним, і його регулярно відхиляє український уряд.

Доцільно наголосити, що з інституційного погляду господарча діяльність НАК «Нафтогаз України» (у т. ч. проплати цією компанією за поставки російського газу) й управління Національним Банком золотовалютними резервами не пов'язані. У постановах НБУ немає вказівки на необхідність оптимізації ЗВР згідно із дефіцитом балансу компаній, що ведуть зовнішньоекономічну діяльність, навіть якщо це така велика стратегічно важлива компанія, як НАК «Нафтогаз України». Але, з огляду на необхідність значних (в еквіваленті близько 1 млрд дол.) щомісячних платежів за імпортовані енергоносії, що є одним із чинників дефіциту торговельного балансу України, встановлення ціни оплати за російський газ у рублях і ризиків, які з цього випливають (описані нижче), постає питання про доцільність певної зміни структури ЗВР. На це вказує і керівництво Національного банку України, прогножуючи, що російський рубль стане резервною валютою у 2012 році [5].

Ризики встановлення ціни платежу за російський газ у рублях

Запровадження розрахунків за російський газ у рублях породжує два ризики: валютний і конвертаційний.

Перший ризик – **валютний** – виникає у тому випадку, якщо кошти для оплати акумулюються і зберігаються у російських рублях. Якщо між датою акумулювання російської валюти і датою платежу відбувається знецінення рубля, українська сторона фіксує втрати, спричинені валютними коливаннями. Принагідно зазначимо, що тут можливий і виграш (у разі ревальвації російського рубля), однак, з огляду на вищу волатильність російського рубля порівняно з долларом США, такий варіант є менш імовірним.

Другий ризик ми назвали **конвертаційним**, оскільки він несе у собі вартість конвертації долларів США (або іншої валюти) у російські рублі і виникає відповідно у випадку акумулювання коштів для оплати за поставки російського газу у доларах США. Цей ризик передбачає:

- втрати внаслідок короткострокового зростання обмінного курсу російського рубля через підвищення попиту на нього (під час надходжень строків оплати);
- втрати внаслідок спекулятивних дій третіх осіб (валютних трейдерів), які діють в очікуванні закупівель російського рубля для оплати за газовими контрактами;

- адміністративні втрати (адміністративна вартість виходу на міжбанківський ринок і закупівель валюти у необхідній кількості за визначені терміни).

Схема 0

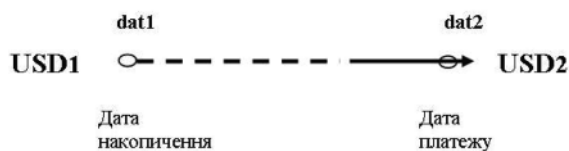
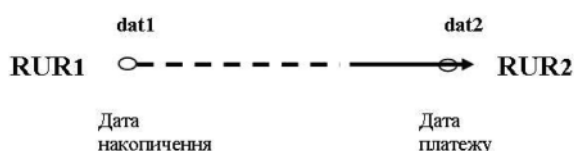
Схема 1 (Ризик конвертації) $RUR2 = P(\text{dat1}) * E(\text{dat2})$ Схема 2 (Валютний ризик) $RUR2 = RUR1 + A$ 

Рис. 1. Валютний ризик і ризик конвертації

$P(\text{dat1})$ – ціна за поставки газу, зафіксована у доларах, на період dat1 ; $E(\text{dat2})$ – обмінний курс RUR/USD, на період dat2 ; A – вигреш або програш, зумовлений відповідно ревальвацією або девальвацією російського рубля щодо долара США у період між dat1 і dat2 .

Поняття «**аккумуляції коштів**» для оплати за поставки російського газу ми тут вживаємо у широкому сенсі (без прив'язки до того, власні це чи залучені кошти). Сьогодні НАК «Нафтогаз України» використовує для сплати за газовими контрактами здебільшого банківські кредити. Однак, безвідносно до джерел і форми накопичення коштів, конвертаційний ризик виникає завжди, коли постає необхідність конвертації валюти для остаточного розрахунку. Валютний ризик є більш залежним від джерел залучення коштів, оскільки у цьому випадку, окрім зміни валютних курсів, важливу роль відіграють також доходні ставки для власних або ж кредитних коштів (у російських рублях). Але і в цьому разі ризик виникає завжди, коли кошти акумулюються у російській валюті.

Отже, використання схеми 1 або схеми 2 акумуляції коштів породжує відповідно конвертаційний або валютний ризики. При цьому за валютного ризику можливий як програш, так і вигреш (останній, як зазначено вище, можливий у випадку ревальвації російського рубля у період між датою 1 і датою 2 (рис. 1)). Натомість конвертаційний ризик, який ще можна назвати тех-

нічним ризиком, за своєю природою (його складові описані вище) може призвести лише до збитків. Адже використання схеми 1 є фактично повторенням традиційної схеми оплати 0, з тією різницею, що українська сторона ще додатково несе конвертаційний ризик:

Схема 1 = Схема 0 + Конвертаційний ризик.

Принагідно зазначимо, що інструментами управління конвертаційним ризиком могли би бути форвардні угоди на купівлю російської валюти в обсязі, еквівалентному сумі щомісячного траншу у доларах США за курсом на день сплати, або ж хеджування ризику подорожчання російської валюти за період між днем фіксації обмінного курсу оплати і днем закупівлі рублів для проведення оплати. Але вартість хеджування ризику, як і вартість форвардної угоди, є додатковими витратами, яких би можна було уникнути, продовжуючи практику оплати у доларах США.

Таким чином, можна зробити висновок, що у **рамках досягнутих домовленостей про розрахунки за поставлений російський газ у російських рублях потенційну вигоду можна шукати лише за використання схеми 2**, тобто у ситуації, коли акумуляція коштів відбувається у російській валюті (рис. 1).

Тут виникають певні складнощі, основна з яких – потенційні джерела надходження російської валюти до НАК «Нафтогаз України». Торгівельний оборот між Росією і Україною сьогодні здебільшого здійснюється у доларах США, і, таким чином, виторг українських експортерів, номінований у російських рублях, не є достатнім для створення внутрішнього ринку російської валюти. Тому наразі практичними способами залучення рублів для української сторони є кредит у російському банку або ж валютообмінні операції. Керівництво Національного банку України зазначає, що поступово у торговельному обороті між Росією і Україною буде збільшено частку російського рубля¹, і, таким чином, в Україні з'явиться внутрішній ринок російської валюти. Розвиваючи цю тезу, голова Національного Банку України пан Арбузов стверджує, що російському рублеві буде надано статус валюти першої категорії, і частина золотовалютних буде зберігатиметься у рублях² [5].

¹ Методи стимуляції українських експортерів для встановлення ціни платежу у рублях (за умови системи вільного вибору валюти платежу, яка існує сьогодні) потребують окремого дослідження. Одним зі способів може бути розширення кредитування українських експортерів у російській валюті.

² На початку березня 2012 року С. Арбузов повідомив: «Ми поки що не плануємо включати російський рубль до резервної валюти... ми ще не відмовлялися [від введення до резервних валют] – ми ще не планували. Ми тільки думаємо про це. Рішення ще не ухвалено. Ми працюємо над цим питанням». Повний текст див.: <http://www.unian.net/ukr/news/490454-arbuzov-peredumav-robiti-rubl-rezervnoyu-valyutoyu.html>.

У цьому контексті варто зазначити, що у політичних, бізнесових і економічних колах траплялась критика щодо стратегії збільшення ролі російського рубля в економіці України і переходу на часткове формування ЗВР у російських рублях як такої, що зменшує економічну незалежність України і посилює вплив Росії. Ця теза є підґрунтям для окремої дискусії, але можна стверджувати, що з економічного погляду використання схеми розрахунків 2 є єдиним шляхом пошуку потенційних вигод у домовленостях про розрахунки за російський газ у рублях. Також необхідно створити розвинений російський валютний ринок в Україні, передумовою якого є збільшення частки торговельного обороту між Росією і Україною, номінованого у рублях. За таких умов, Національному банку доцільно ввести цю валюту у ЗВР.

Російський рубль у ЗВР України

Постає питання, наскільки істотним є валютний ризик, пов'язаний із накопиченням ЗВР у російській валюті. Ставки доходності за російськими валютними активами (як депозитними рахунками, так і державними облігаціями) є вищими порівняно зі ставками доходності США. Це пояснюється як нижчою обліковою ставкою ФРС США порівняно з Банком Росії (відповідно 0,25 % і 8 % станом на січень 2012 року), так і менш розвинутою і менш стабільною економікою Росії порівняно зі США (різниця у рівнях інфляції, волатильності валют, суверенних рейтингах (відповідно AAA для США і BVB для Росії – Fitch, Moody's, S&P, січень 2012) та ін.) Додаткові ризики спричинюють додаткові відсотки у ставках доходності.

Для оцінки валютного ризику рублевих активів у ЗВР за певний період, доцільно порівняти відсоткову ставку за рублевим активом за вираховуванням очікуваної девальвації російського рубля щодо долара США із відсотковою ставкою за доларовим активом. Слід обумовити, що здійснена таким чином оцінка валютного ризику є відносною, а не абсолютною, оскільки ми ігноруємо потенційну девальвацію долара США відносно інших валют. Однак з огляду на якірну роль долара США для визначення обмінного курсу гривні, така оцінка є прийнятною. Отже,

$$A = i\%RUR - i\%USD - \%valRUR\USD,$$

де A – оцінка очікуваної привабливості зберігання російського рубля у ЗВР порівняно з американським долларом з погляду збереження вартості; $i\%RUR$ – відсоткова ставка за рублевим активом; $i\%USD$ – відсоткова ставка за доларовим активом; $\%valRUR\USD$ – очікувана зміна обмінного курсу рубля за період зберігання (у від-

сотках). При цьому, за умови ревальвації, беремо значення показника зі знаком мінус.

Якщо $A > 0$, то можна говорити про те, що валютний ризик призводить до виграшу; за $A < 0$ істинною є обернена теза.

Для того, щоб зробити практичні висновки, необхідно здійснити розрахунки, які міститимуть, по-перше, структуру рублевих активів, найбільш наближену до тієї, яку планує запровадити Національний банк України, а по-друге, фундаментальний багатofакторний аналіз очікуваного рівня волатильності рубля. До 2010 року, коли Банком Росії здійснювалась політика керованого валютного курсу, учасники ринку вказували на непередбачуваність курсової політики Банку Росії і її низьку залежність від макроекономічних факторів. З 2010 року Центральний Банк Росії перейшов до здійснення політики вільно плаваючого курсу [6], що позитивно впливає на рівень волатильності (див. динаміку на рис. 2 з 2010 року).

Прослідковуючи динаміку обмінного курсу рубль/долар за останні шість років (рис. 2), можна відзначити досить високу його волатильність. Із початку 2006 року до кінця літа 2008 року відбувалась планомірна ревальвація рубля, він подорожчав щодо американської валюти більш ніж на 18 %; після цього було взято курс на девальвацію, і з осені 2008 року до зими 2009 відбулося стрімке падіння обмінного курсу рубля на близько 61 %. Із весни 2009 року почалася стабілізація, коливання з того часу і до кінця 2011 року становили не більше 5 % навколо медіанного рівня обмінного курсу 31 руб./дол.

Фундаментальні економічні фактори є сприятливими для зміцнення обмінного курсу рубля. Так, Президент РФ Д. Медведєв повідомив, що 2012 рік буде роком із найнижчим рівнем інфляції за сучасної історії Росії, який не перевищить 6 % [7]. Стабільно додатним є сальдо торговельного балансу Росії. За таких умов, якщо виконуватимуться програмні принципи грошово-кредитної політики Центрального банку Росії [8], а саме, як вказано у пункті 1: «Реалізація грошово-кредитної політики відбуватиметься в умовах гнучкого курсоутворення. При цьому Банк Росії збереже свою присутність на валютному ринку виключно з метою згладжування надлишкової волатильності, **не впливаючи на тенденції в його динаміці, зумовлені фундаментальними факторами**», за негативного прогнозу девальвація рубля щодо долара у 2012 році не мала би перевищити 5 %.

Наступне питання, що постає, – які саме активи брати у розрахунок при оцінці валютного ризику. Практичне застосування оцінки вимагає, щоб це були активи, які фактично утримуватиме Національний банк України. Для прикладу порівнюємо суверенні облігації США і Росії терміном

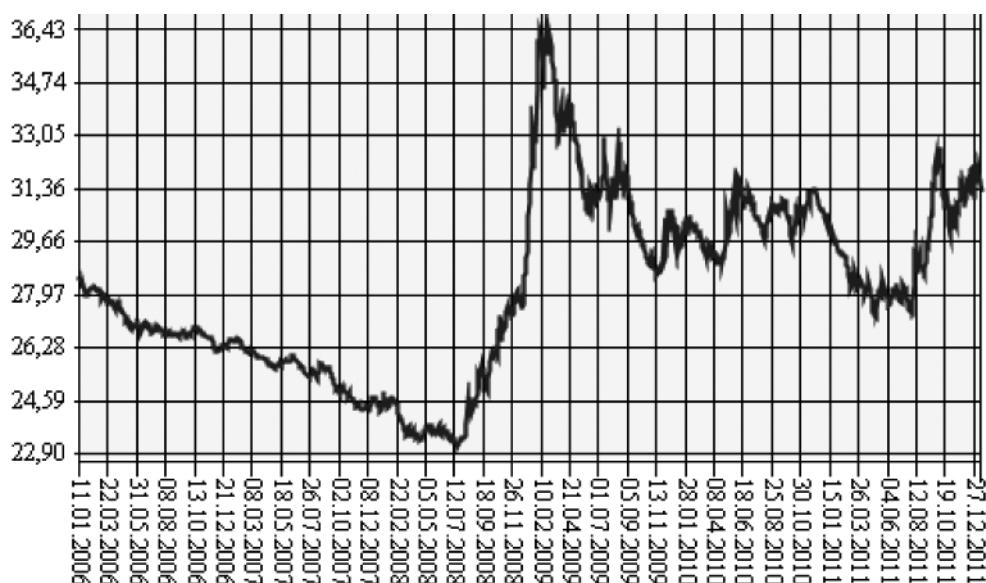


Рис. 2. Динаміка обмінного курсу рос. рубль/долар США, 2006–2011 рр.
Джерело: Банк Росії (http://www.cbr.ru/currency_base)

на один рік, різниця у доходності яких (річні купонні виплати) становить близько 7,038 % (ставки 7,048 % і 0,01 % відповідно для Росії і для США). За такої різниці у доходності і прогнозованої девальвації на рівні 5 %, утримання у ЗВР активів, номінованих у російській валюті, є вигідним. Різниця у відсоткових ставках за річними депозитами у США і Росії, відповідно у доларах і рублях, становить від 7 % до 10,5 %. За таких умов введення рублевих активів у ЗВР є так само вигідним. Однак, якщо за рік рубль девальвує щодо долара США на 11 % і більше, Національний банк України понесе втрати внаслідок валютного ризику. Наведені приклади мають ілюстративний характер, для практичних висновків, як уже зазначено, необхідно використовувати фактичну структуру рублевих резервів у ЗВР (яка поки що не є відомою) і точний фундаментальний прогноз очікуваної волатильності рубля.

Висновки

Можна зробити такі висновки:

1. Сьогодні ні серед законодавчих актів України, ні серед нормативних документів Націо-

нального банку немає документа, що визначав би стратегію управління ЗВР. Наявність такої виписаної стратегії забезпечила би посилення принципу спадковості політики при зміні керівництва Національного банку України і сприяла ширшому залученню наукових кіл до досліджень оптимальної стратегії управління ЗВР.

2. Пошук потенційних вигод у домовленості щодо оплати поставок російського газу у рублях можливий лише у разі розширення рублевої бази в Україні посередництвом збільшення частки рублевих надходжень у експорті і введення рублів у ЗВР. В іншому випадку, наявність конвертаційного ризику зумовлює гірші для України умови порівняно із ситуацією, коли оплата відбувається в доларах США.
3. Якщо рівень девальвації російського рубля щодо долара США у 2012 році не перевищить 5 %, то зберігання ЗВР у рублевих активах (річних облигаціях або депозитах) може призвести до виграшу порівняно з альтернативою доларових активів.

Список літератури

1. Закон України «Про Національний банк України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua/laws/show/679-14>. – Назва з екрана.
2. Ніколенко О. В. Підходи до аналізу валютної структури золотовалютних резервів НБУ [Електронний ресурс] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць. – Суми, 2004. – Т. 9. – С. 18–23. – Режим доступу: http://www.lib.uabs.edu.ua/library/Zbirnik/Z_T_9_2004.pdf. – Назва з екрана.
3. «Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management» International Monetary Fund, 2001 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/index.htm>. – Title from the screen.
4. НАК «Нафтогаз України». Консолідована фінансова звітність за міжнародними стандартами за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.naftogaz.com/www/2/nakweb.nsf/0/C4775D2495121A4AC2257107003B5C8D?OpenDocument&Expand=2&>. – Назва з екрана.
5. «НБУ хоче магі третину резервів у рублях» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bbc.co.uk/ukrainian/news_in_brief/2011/12/111209_er_arbuzov_rubl.shtml. – Назва з екрана.

6. «Госдума приняла к сведению годовой отчет ЦБ РФ за 2010 год» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=3042990>. – Заглавие с экрана.
7. «Уровень инфляции в России в 2011 году будет самым низким за всю историю современной России, – Дмитрий Медведев» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.niann.ru/?id=401959>. – Заглавие с экрана.
8. «Основные направления единой денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов», Банк России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2012\(2013-2014\).pdf](http://www.cbr.ru/today/publications_reports/on_2012(2013-2014).pdf). – Заглавие с экрана.

I. Burakovsky, V. Grechyn

PAYMENTS FOR RUSSIAN GAS IN RUBLES AND THE STRATEGY OF CURRENCY RESERVES' MANAGEMENT BY THE NATIONAL BANK OF UKRAINE

The article is about the risks arising from the arrangement of payments for Russian gas in rubles, in conjunction with the strategy of management of currency reserves. Author claims that the absence of unified national reserves management strategy is dangerous for economy of Ukraine. In the paper two risks are described, depending on the preliminary accumulation of the currency: the currency risk and the risk of conversion. The currency risk may lead to gains, while the risk of converting leads to unambiguous loss. Author finds that If the devaluation of the Russian ruble against the U.S. dollar in 2012 will not exceed 5 %, the ruble assets can lead to gains in comparison with dollar-denominated assets.

Keywords: currency risk, risk of conversion, currency reserves.

Матеріал надійшов 14.03.2012

УДК 336.27

T. Bui, M. Budaragina

ASSESSING OF GOVERNMENT DEBT SUSTAINABILITY IN UKRAINE

The article is devoted to the investigation and evaluation of Ukrainian government debt sustainability. The approaches to sustainability and solvency defining are revealed, the Ukrainian government debt policy is analyzed and compared with European countries and the baseline scenario alongside with four shock scenarios were developed to show the level of government debt sustainability.

Keywords: government debt, sustainability, solvency, debt burden, debt management, debt indicators.

Introduction

For a government, as well as for any other agent in the economy, the possibility of borrowing money requires that the lenders have the confidence that the loan will be repaid and the interests honored. In both cases, foreign or domestic borrowing, the assurance of the solvency and the honesty of the debtor, in terms of its will to pay, are fundamental. The process of building confidence in potential creditors and of being effectively able to borrow and pay is to maintain a sustainable debt. Maintaining a sustainable debt is a process that requires attentive actions: a continuous strategy to develop the market, a lucid

financial risk management and other aspects, that will be discussed. The sources of information for the article included publications of Ukrainian and foreign economists, acts of law, statistical data and instructions of the governing bodies and databases of the international organizations such as IMF, OECD, CIA, DB Research, World Bank etc.

Problem Description

The global crisis has caused a hitherto unseen fiscal deterioration that leaves the world economy with serious challenges. In many developed markets as well as in a few emerging markets public finances