

А. Т. Грицишин,  
аспірант кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів,  
Львівський національний університет імені Івана Франка, м. Львів

## ТЕОРЕТИЧНИЙ АНАЛІЗ ВПЛИВУ РЕЖИМУ ВАЛЮТНОГО КУРСУ НА РІВЕНЬ МІЖНАРОДНИХ РЕЗЕРВІВ

А. Hrytsyshyn,  
Ph.D. student, Ivan Franko National University of Lviv

### THEORETICAL ANALYSIS OF EXCHANGE RATE REGIME INFLUENCE ON LEVEL OF INTERNATIONAL RESERVES

*Стаття присвячена аналізу досліджень впливу режиму валютного курсу держави на рівень міжнародних резервів. Усі описані дослідження проводилися вченими після розпаду Бреттон-Вудської валютної системи, коли міжнародна валютна система перейшла від системи прив'язаних валютних курсів до плаваючих валютних режимів. У статті розглянуто принципи управління міжнародними резервами, які були затверджені Міжнародним валютним фондом у 2001 році. Також наведено класифікацію валютних режимів згідно зі стандартами Міжнародного валютного фонду.*

*У статті виокремлено висновки, до яких дійшли вчені у своїх дослідженнях щодо впливу валютного режиму в країні на обсяг міжнародних резервів. Причиною підтвердження або спростування взаємозв'язку між досліджуваними величинами є посилаючі на дослідження на офіційну класифікацію режимів валютних курсів, що на практиці не відповідало реальному стану речей. Подальші результати досліджень стали можливими лише після 2004 року, коли Кармен М. Рейнхарт та Кенет С. Рогофф створили оновлену класифікацію режимів валютних курсів для 153 країн на основі історичної хронології та ринкових показників починаючи з 1946 року.*

*У статті вказано про необхідність подальших розвідок, зокрема важливим є дослідження цієї проблематики для країн Центральної та Східної Європи, оскільки у цих країнах очікування економічних суб'єктів значною мірою залежать від змін валютних курсів.*

*The article analyzes researches concerning the influence of exchange rate regime on the level of international reserves of the country. All mentioned in the article researches were conducted by scientists after the collapse of the Bretton Woods monetary system. It was the time when the international monetary system has moved from a system of fixed exchange rates regimes to floating exchange regimes. Principles of international reserves management, which were approved by the International Monetary Fund in 2001, are described in the article. The IMF classification of exchange rate regimes is also submitted in the article.*

*The article stresses the conclusions reached by scientists about the influence of the exchange rate regime in the country on the amount of international reserves. The reason for confirmation or refutation of the relationship between the researchable variables is the official classifications of exchange rate regimes that in practice was different than in reality. New research results became possible only after 2004, when Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff created an updated classification of exchange rate regimes for 153 countries which is based on historical chronology and market indexes since 1946.*

*The article stresses on importance of further studies of this issue for countries of Central and Eastern Europe, because in these countries the expectations of economic agents largely depend on changes in exchange rates.*

*Ключові слова: міжнародні резерви, міжнародні валютні системи, фіксований валютний режим, плаваючий валютний режим, принципи управління міжнародними резервами.*

*Key words: international reserves, international monetary systems, fixed exchange rate regime, floating exchange rate regime, principles of international reserves management.*

#### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Процес управління міжнародними резервами — це складний та багатогранний процес. Він передбачає не лише нагромадження резервів, а й повинен враховувати багато інших факторів. Важливість управління міжнародними резервами зумовлена тим, що саме вони можуть забезпечити стійкість країни до шоків потрясінь. Використання ненадійних та ризикованих методів управління резервами обмежує можливості прийняття ефективних рішень відповідними державними органами під час фінансових криз, що в свою чергу може поглиблювати самі кризи. Крім того, використання таких методів часто сприяє значним фінансовим затратам та загрожує репутації країни. Саме тому, здійснюючи управління міжнародними резервами, необхідно враховувати такі чинники як режим валютного курсу, розміри та відкритість економіки держави, торговельні зв'язки, обсяг експорту та імпорту країни, обсяг зовнішнього боргу, рівень інфляції та інші.

#### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Загалом дослідження впливу режиму валютного курсу держави на рівень міжнародних резервів займалося ба-

гато зарубіжних вчених. Серед основних можна виділити праці Дж. Вільямсона, Дж.А. Френкеля, Р. Геллера, М. Хана, А. Граймса, С. Едвардза, Р. Флада, Н. Маріона, Дж. Айзенмана, Ф. Лейна, Д. Берка, Ч. Чої та М. Баека. Серед вітчизняних вчених дослідженням даної проблеми займалися П. Мельник, О. Береславська, О. Лупін, Ф. Журавка та інші.

#### МЕТА СТАТТІ

Метою статті є узагальнення та теоретичний аналіз досліджень вчених щодо впливу режиму валютного курсу на рівень міжнародних резервів, які проводилися науковцями після розпаду Бреттон-Вудської валютної системи, коли міжнародна валютна система перейшла від системи прив'язаних валютних курсів до плаваючих валютних режимів.

#### ВИКЛАД ОСНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Значне зростання обсягів міжнародних резервів в останні роки поставило завдання перед центральними банками країн щодо співпраці в сфері компетентного управління міжнародними резервами. Таке управління повинне враховувати особливості політики валютного курсу країни, шу-

кати ефективний компроміс між ризиком і прибутковістю та уникати ринкових коливань.

З метою зміцнення міжнародної фінансової системи у 2001 році Міжнародний валютний фонд розробив Керівні принципи управління міжнародними резервами (далі — Принципи), а у 2013 році переглянув та удосконалив їх [8]. Причиною для перегляду Принципів стали видимі структурні зміни в накопиченні резервів та зміни в управлінні міжнародними резервами у відповідь на події на фінансових ринках та глобальну кризу.

У Принципах зазначені області, в яких спеціалісти-практики в цілому дійшли згоди щодо принципів та методів управління міжнародними резервами, які підходять для багатьох країн з різним рівнем розвитку і мають різні інституційні структури управління резервами. При цьому вказано, що не існує єдиного набору методів управління або інституційних структур, які могли б бути оптимальними одночасно для всіх країн в будь-яких ситуаціях.

На практиці Принципи призначені для добровільного застосування країнами-членами задля укріплення своєї політики та методів управління резервами.

У Принципах виділені наступні аспекти, які складають основу управління міжнародними резервами:

- 1) чітко визначені завдання по управлінню міжнародними резервами;
- 2) основи прозорості, які забезпечують підзвітність і ясність діяльності з управління резервами та її результатів;
- 3) надійні інституційні структури та структури управління;
- 4) об'єктивне управління ризиками;
- 5) здійснення операцій по управлінню міжнародними резервами на ефективних та надійних ринках.

Вплив режиму валютного курсу на формування міжнародних резервів країни залишається одним з невирішених питань у сфері міжнародних фінансів. Теорія стверджує, що країни з фіксованими або сильно керованими режимами валютних курсів повинні зберігати більше міжнародних резервів, ніж країни з більш гнучкими валютними курсами для того, щоб підтримувати стабільну вартість своєї національної валюти. Проте практично всі емпіричні результати попередніх досліджень заперечують таку точку зору. Так, наприклад, незважаючи на те, що після валютно-фінансової кризи 1990-х років багато країн перейшло від режимів прив'язки до режимів плаваючих валютних курсів, світові запаси міжнародних резервів все-таки продовжували зростати.

Слід зазначити, що за класифікацією Міжнародного валютного фонду виділяють наступні валютні режими [7]:

1. Режими жорстких прив'язок (фіксовані валютні режими):
  - валютний режим без застосування національного грошового знаку;
  - валютна рада.
2. Режими м'яких прив'язок (проміжні валютні режими):
  - валютний режим з фіксованою прив'язкою;
  - валютний режим з прив'язкою в межах горизонтального коридору;
  - валютний режим повзучої прив'язки;
  - валютний режим в межах коридорів, що змінюються.
3. Режими плавання (плаваючі валютні режими):
  - валютний режим керованого плавання без попереднього повідомлення меж коливання валютного курсу;
  - вільне плавання.

Дослідженню взаємозв'язку режимів валютних курсів та запасів міжнародних резервів присвячено чимало праць. Попередні емпіричні дослідження полягали в основному в тестуванні того, чи відбулася зміна у поведінці запасів міжнародних резервів у березні 1973 року, коли з розпадом Бреттон-Вудської валютної системи, міжнародна валютна система перейшла від системи прив'язаних валютних курсів до плаваючих валютних режимів.

Вперше проблему взаємозв'язку режимів валютних курсів та запасів міжнародних резервів розглянув Джон Вільямсон [11] у 1974 році. У своїй праці "Гнучкість валютних курсів та використання резервів" він дослідив чи існує взаємозв'язок між гнучкістю валютного режиму та рівнем міжнародних резервів у державі. Вчений не знайшов будь-яких переконливих доказів, які б підтверджували різницю у формуванні країнами міжнародних резервів в період до та після 1973 року. Він стверджував, що криві попиту і пропозиції на валютний курс можуть різнитися по відношенню до системи валютного курсу, а додаткові резерви можуть

бути затребувані у зв'язку з дестабілізуючими потоками капіталу після відходу від валютної системи фіксованих паритетів.

Джейкоб А. Френкель [4] у своїх дослідженнях (1978, 1980 та 1983 рр.) використовував модель резервного запасу, щоб проаналізувати стабільність попиту на міжнародні резерви у період прив'язаних валютних курсів (1963—72 рр.) та період плаваючих валютних режимів (1973—79 рр.). Він дійшов висновку про те, що хоча деякі структурні зміни в попиті на міжнародні резерви були присутні як в розвинених країнах так і в країнах, що розвиваються, після переходу до системи плаваючих валютних курсів, загалом більша гнучкість валютних курсів фундаментально не вплинула на закономірності формування міжнародних резервів. Пояснення такому висновку Дж.А. Френкель вбачає в тому, що валютний курс був скоріше регульованим, ніж фіксованим, під час режиму валютної прив'язки, та керованим, а не вільно плаваючим, під час режиму плаваючого валютного курсу.

Р. Геллер та М. Хан [6] у 1978 році продовжили дослідження Дж. А. Френкеля. У своїй праці "Попит на міжнародні резерви за умов фіксованого та плаваючого валютних режимів" вони згрупували країни за шістьма ознаками. Результати показали, що промислово розвинені країни знизили попит на міжнародні резерви після того, як валютні курси стали більш гнучкими. Протилежна ситуація склалася в країнах, що розвиваються і не мають запасів нафти. Таку ситуацію вчені пояснюють тим, що країни, які розвиваються і не мають нафтових запасів, були більше стурбовані високим рівнем нестабільності та коливанням рахунків свого платіжного балансу, що було спричинене прив'язкою до плаваючої валюти.

З іншого боку, Артур Граймс [5] у 1983 році в своєму дослідженні "Міжнародні резерви за умов плаваючих валютних курсів: Пояснення двох парадоксів" теоретично довів, що запаси міжнародних резервів країни можуть бути однаковими при фіксованому та плаваючому валютних режимах. Це можливо якщо альтернативна вартість міжнародних резервів є незначною і/або якщо центральні банки є абсолютно не схильними до ризику щодо дефіциту міжнародних резервів.

Деякі інші дослідження показали, що не всі країни будуть поводити себе однаково по відношенню до їхнього попиту на міжнародні резерви навіть при режимах валютної прив'язки. У 1983 році Севастіан Едвардз [2] в своєму дослідженні "Попит на міжнародні резерви та курсові регулювання" поділив 41 країну, що розвивається, на дві групи. Перша група включала країни з фіксованим валютним курсом протягом 1964—72 рр. (враховуючи, що їхні валютні паритети становили менше 1% в рік). До другої групи належали країни, які мали щонайменше 10% девальвацію протягом згаданого періоду. Результати дослідження показали, що країни з високим рівнем девальвації національної валюти в середньому зберігали менше міжнародних резервів, ніж країни з фіксованим валютним курсом. Це підтверджує, що країни з плаваючим валютним курсом потребують менших запасів міжнародних резервів.

Деякі емпіричні дослідження цього питання мають двоякий характер. Роберт Флад та Ненсі Меріон [3] у своїй праці "Зберігання міжнародних резервів в еру високої мобільності капіталу" виділили три основні тенденції зберігання міжнародних резервів, що спостерігалися протягом останнього десятиліття ХХ століття, а саме:

- 1) збільшення мобільності капіталу, оскільки все більше країн лібералізувало свої фінансові ринки та знизили контроль капіталу;
- 2) зростаюча частота та інтенсивність валютних та фінансових криз;
- 3) зростаюча кількість країн, які переходять на режим плаваючого валютного курсу.

Вчені довели, що волатильність номінального ефективного валютного курсу значно знижує рівень міжнародних резервів, припускаючи, що більша гнучкість валютних курсів зменшує запаси резервів.

З іншого боку Філіп Лейн та Домінік Берк [9] у своєму дослідженні "Емпірика міжнародних резервів" не знайшли явних ознак взаємозв'язку між режимом валютного курсу та рівнем міжнародних резервів. Вони проаналізували показники зміни рівня міжнародних резервів різних країн протягом 1981—95 років. На їхню думку, відкритість до торгівлі є найважливішою змінною, яка визначає рівень міжнародних резервів.

Загалом результати попередніх емпіричних досліджень не є остаточними та достатньо переконливими. Причиною

цьому може бути посилення у дослідженнях на офіційну класифікацію режимів валютних курсів, що на практиці не відповідало реальному стану речей. У 2004 році Кармен М. Рейнхарт та Кенет С. Рогофф [10] створили нову класифікацію режимів валютних курсів для 153 країн на основі історичної хронології та ринкових показників починаючи з 1946 року.

Використовуючи нову класифікацію валютних режимів, Ч. Чої та М. Баек [1] у своїй праці "Режими валютних курсів та міжнародні резерви" провели дослідження для 137 країн протягом 1980—2000 років. Вони зробили кілька нових висновків. По-перше, існує обернений зв'язок між режимом валютного курсу та рівнем міжнародних резервів у країні. Проміжні валютні режими потребують більше міжнародних резервів, ніж полярні валютні режими такі, як жорсткі прив'язки та вільне плавання. По-друге, запаси міжнародних резервів у країнах із жорсткими прив'язками валютних курсів є меншими, ніж у країнах із вільним плаванням валютного курсу. Тут мається на увазі, що країни, які використовують лише одну валюту, можуть значно скоротити оптимальний рівень своїх міжнародних резервів. По-третє, ВВП на душу населення та рівень міжнародних резервів також мають обернений взаємозв'язок.

Підсумовуючи, слід зазначити, що режим валютного курсу без сумніву впливає на обсяг міжнародних резервів. Проте він не є єдиним показником, що визначає динаміку та структуру резервних активів країни. Адаже здійснюючи управління міжнародними резервами, необхідно враховувати і такі показники, як розміри та відкритість економіки держави, обсяг експорту та імпорту країни, рівень інфляції, обсяг зовнішнього боргу, торговельні зв'язки тощо.

## ВИСНОВКИ

Величина та обсяг міжнародних резервів країни зазвичай залежать від режиму валютного курсу. Адаже саме валютний курс забезпечує підтримку стабільності національної валюти. Однак вплив режиму валютного курсу на формування міжнародних резервів країни залишається все ще одним з невирішених питань у сфері міжнародних фінансів.

Теоретичний аналіз досліджень щодо впливу режиму валютного курсу на рівень міжнародних резервів, які проводилися науковцями після розпаду Бреттон-Вудської валютної системи, коли міжнародна валютна система перейшла від системи прив'язаних до плаваючих валютних режимів, дав змогу зробити наступні висновки:

- Більша гнучкість валютних курсів кардинально вплинула на закономірності формування міжнародних резервів, оскільки валютні режими країн *de jure* не відповідали валютним режимам *de facto*.

- Запаси міжнародних резервів країни можуть бути однаковими при фіксованому та плаваючому валютних режимах, якщо альтернативна вартість міжнародних резервів є незначною і/або якщо центральні банки є абсолютно не схильними до ризику щодо дефіциту міжнародних резервів.

- Промислово розвинені країни знизили попит на міжнародні резерви після того, як валютні курси стали більш гнучкими, а країни, що розвиваються, і не мають запасів нафти, — навпаки.

- Країни з високим рівнем девальвації національної валюти в середньому зберігали менше міжнародних резервів, ніж країни з фіксованим валютним курсом. Це підтверджує, що країни з плаваючим валютним курсом потребують менших запасів міжнародних резервів.

- Існує обернений зв'язок між режимом валютного курсу та рівнем міжнародних резервів у країні. Проміжні валютні режими потребують більше міжнародних резервів, ніж полярні.

Що стосується подальших розвідок у цьому напрямі, то це може бути емпіричне тестування впливу режиму валютного курсу на формування міжнародних резервів країни для певної групи країн, а також виокремлення відмінностей в управлінні офіційними резервами у країнах з плаваючими та фіксованими валютними курсами. Особливо важливим є дослідження цієї проблематики для країн Центральної та Східної Європи, оскільки у цих країнах очікування економічних суб'єктів значною мірою залежать від змін валютних курсів. Адаже запровадження нових підходів до управління міжнародними резервами, а також оптимізація та диверсифікація їхньої структури забезпечить ефективне здійснення валютної політики та підвищить рівень економічної безпеки держав загалом.

## Література:

1. Choi C., Baek S.-G. (2008), Exchange rate regimes and International Reserves [Електронний ресурс]. — Режим дос-

тупу: [http://www.europe.canterbury.ac.nz/conferences/apeu2004/papers/choi\\_baek.pdf](http://www.europe.canterbury.ac.nz/conferences/apeu2004/papers/choi_baek.pdf)

2. Edwards S. (1983), The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w01063>

3. Flood R., Marion N. (2002), Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0262.pdf>

4. Frenkel J.A. (1978), International Reserves Under Alternative Exchange Rate Regimes And Aspects of the Economics of Managed Float [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w0287>

5. Grimes A. (1983), International Reserves under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-4932.1993.tb02122.x/abstract>

6. Heller R.H., Khan M. S. The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rates// IMF Staff Papers. — 1978. — Vol. 25.

7. International Monetary Fund (2014), Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>

8. International Monetary Fund (2013), Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>

9. Lane P., Burke D. (2001), The Empirics of Foreign Reserves [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://ideas.repec.org/p/tcd/tcdceg/20013.html>

10. Reinhart C.M., Rogoff K.S. (2004), The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/51\\_qje2004.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/51_qje2004.pdf)

11. Williamson J. (1974), Exchange Rate Flexibility and Reserve Use [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [https://www.jstor.org/stable/3439934?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3439934?seq=1#page_scan_tab_contents)

## References:

1. Choi, C. and Baek, S.-G. (2008), "Exchange rate regimes and International Reserves", available at: [http://www.europe.canterbury.ac.nz/conferences/apeu2004/papers/choi\\_baek.pdf](http://www.europe.canterbury.ac.nz/conferences/apeu2004/papers/choi_baek.pdf) (Accessed 20 Oct 2016).

2. Edwards, S. (1983), "The Demand for International Reserves and Exchange Rate Adjustments", available at: <http://www.nber.org/papers/w01063> (Accessed 20 Oct 2016).

3. Flood, R. and Marion, N. (2002), "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp0262.pdf> (Accessed 20 Oct 2016).

4. Frenkel, J.A. (1978), "International Reserves Under Alternative Exchange Rate Regimes And Aspects of the Economics of Managed Float", available at: <http://www.nber.org/papers/w0287> (Accessed 20 Oct 2016).

5. Grimes, A. (1983), "International Reserves under Floating Exchange Rates: Two Paradoxes Explained", available at: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-4932.1993.tb02122.x/abstract> (Accessed 20 Oct 2016).

6. Heller, R.H. and Khan, M. S. (1978), "The Demand for International Reserves Under Fixed and Floating Exchange Rates", IMF Staff Papers, vol. 25.

7. International Monetary Fund (2014), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014", available at: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf> (Accessed 20 Oct 2016).

8. International Monetary Fund (2013), "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf> (Accessed 20 Oct 2016).

9. Lane, P. and Burke, D. (2001), "The Empirics of Foreign Reserves", available at: <https://ideas.repec.org/p/tcd/tcdceg/20013.html> (Accessed 20 Oct 2016).

10. Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2004), "The Modern History of Exchange rate Arrangements: A Reinterpretation", available at: [http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/51\\_qje2004.pdf](http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/51_qje2004.pdf) (Accessed 20 Oct 2016).

11. Williamson, J. (1974), "Exchange Rate Flexibility and Reserve Use", available at: [https://www.jstor.org/stable/3439934?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3439934?seq=1#page_scan_tab_contents) (Accessed 20 Oct 2016).

Стаття надійшла до редакції 28.10.2016 р.