

ФОРМУВАННЯ ЦІЛЕЙ УПРАВЛІННЯ ЗОЛOTOВАЛЮТНИМИ РЕЗЕРВАМИ У СВІТОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

Розглянуто особливості постановки цілей управління золотовалютними резервами, проаналізовано конфлікт між цими цілями. Обґрунтовано створення ліквідного та інвестиційного траншів золотовалютних резервів з метою уникнення конфлікту між трилемою цілей управління активами ЗВР. Проведено оцінку потенційного розміру інвестиційного траншу золотовалютних резервів світу та зроблено прогноз його динаміки.

Одними із найважливіших характеристик, що беруться до уваги при управлінні золотовалютними резервами, є ліквідність та збереженість. Проте останніми роками все більше уваги приділяється дохідності золотовалютних резервів. Дану трилему цілей складно інтегрувати в сучасну інвестиційну теорію, зорієнтовану на вирішення оптимізаційних завдань за двома критеріями "ризик – дохідність". Проблема ліквідності набуває різного значення залежно від призначення золотовалютних резервів. Якщо основне призначення ЗВР полягає у здійсненні валютних інтервенцій, то ліквідність набуває більшого значення, ніж ризик та дохідність. Для резервів з очікуваним періодом використання понад рік характеристики ризик/дохідність є більш вагомими, ніж ліквідність. Однак до резервів, які призначені для різних цілей і, відповідно, очікуваний період їхнього використання також різний, ставляться різні вимоги щодо ліквідності.

Одним зі шляхів вирішення цієї проблеми є поділ ЗВР на транші відповідно до вимогами ліквідності. Найбільш ліквідними "транші" буде відповідати трансакційним потребам, в той час як менш ліквідний – інвестиційним.

Щоб оцінити потенційний розмір інвестиційних траншів ЗВР запропоновано визначити надлишок резервів над їх необхідним розміром згідно критерію Редді. Проаналізувавши динаміку золотовалютних резервів та визначивши оптимальний їх розмір за критерієм Редді, ми одержали оцінку розмірів надлишкових золотовалютних резервів з яких можуть бути сформовані інвестиційні транші. Оскільки в процесі управління інвестиційними траншами основними цілями є дохідність та ризик, то їхня валютна й інвестиційна структура може відрізнятись від відповідної структури ліквідної частини золотовалютних резервів.

Ключові слова: міжнародні резерви, управління міжнародними резервами, інвестиційний транш золотовалютних резервів, критерії достатності золотовалютних резервів.

JEL: E58, F31

Постановка проблеми. Золотовалютні резерви (ЗВР) є важливим елементом монетарної політики. Основне призначення ЗВР та загальні цілі управління ними зумовлені конкретними обставинами, в які потрапляють окремі країни світу. Важливість надійних методів управління активами ЗВР виявляється в тому, що вони дають змогу

зміцнити стійкість країни до шоків потрясінь. Крім цього, неефективні та ризикові підходи до управління ЗВР можуть спричинити значні фінансові втрати та значно погіршити репутацію країни.

Гіпертрофія резервів азійських країн в останнє десятиліття викликала значний аналітичний інтерес до зміни ролі валютних резервів у монетарній політиці та до внутрішніх наслідків цього зростання [1]. Водночас актуальними стали проблеми поточного управління золотовалютними резервами. Один із найважливіших етапів поточного управління золотовалютними резервами – визначення цілей управління золотовалютними резервами, що робить дослідження актуальним.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам, пов'язаним із експансією глобальних валютних резервів, її причинам та наслідкам, зміні ролі золотовалютних резервів у глобальній економіці, присвячені праці таких вчених-економістів: Ж. Айзенман [2], Г. Генберг [3], В. В. Козюк [1; 4; 5], М. Обстфельд [6].

Вагомий внесок у розробку теоретичних та методологічних основ поточного управління золотовалютними резервами зробили такі вчені: К. Боріо, Д. Еббесен, Г. Галаті, А. Хез [7; 8], С. Уголіні [9; 10], К. Блекмен [11], Р. Скот [12], Дж. Нугі [13], Ю. Пілман, Ван Дер Хорн [14] та ін.

Проблеми, які є не дослідженими. Незважаючи на значний обсяг напрацювань у зазначеній сфері, і до тепер не вирішеними є проблеми із визначенням цілей управління золотовалютними резервами, а саме: проблема конфлікту цих цілей. Усе це визначає актуальність подальших пошуків.

Постановка завдання: обґрунтувати доцільність виділення інвестиційних трансів у складі офіційних золотовалютних резервів та оцінити потенційний їх розмір.

Виклад основного матеріалу. Управління золотовалютними резервами вважають складною і затратною діяльністю, яка потребує чіткого та конкретного визначення цілей, широкого делегування повноважень, створення ефективної системи контролю і звітності. Оскільки для більшості країн золотовалютні резерви слугують головними інструментами грошово-кредитної та валютної політики і є значними за обсягами національними активами, то в управлінні золотовалютними резервами можна виділити два аспекти: грошово-кредитний та фінансовий.

Грошово-кредитний аспект пов'язаний із основним призначенням ЗВР як елементу грошово-кредитної політики і полягає в тому, що орган грошово-кредитного регулювання повинен мати можливість у розумний короткий термін отримати необхідну кількість міжнародних ліквідних засобів платежу. Для забезпечення наявності резервів у той час, коли вони потрібні, найбільш пріоритетною ціллю вважається ліквідність, тобто можливість швидкого обміну резервних активів на іноземну валюту [15, с. 9].

Так, К. Боріо, Д. Еббесен, Г. Галаті та А. Хез вказують, що ліквідність ЗВР може охоплювати два пов'язаних, але різних поняття: ринкова ліквідність та балансова ліквідність [7]. З позиції ринкової ліквідності актив називають ліквідним, якщо його можна швидко продати з незначною втратою вартості. Балансова ліквідність визнається як здатність залучати кошти в короткі терміни для виконання зобов'язань, пов'язаних із призначенням золотовалютних резервів.

Крім ліквідності, при управлінні золотовалютними резервами можна розглянути ще один важливий аспект. Оскільки золотовалютні резерви є державними активами, а отже – суспільним майном, то проблемі їхнього збереження приділяється значна увага з боку держави. Водночас це зумовлює важливість управління ризиками для менеджера ЗВР.

Ризики, пов'язані з управлінням ЗВР, можна поділити на фінансові та операційні. Фінансовий ризик при управлінні резервами охоплює переважно кредитний ризик та ринковий ризик. Кредитний ризик – це ризик економічних втрат через неспроможність іншої сторони виконати свої контрактні зобов'язання. Значну частину фінансового ризику становить ринковий ризик, який визначається як ризик зниження вартості активів і виникає внаслідок дії ринкових факторів. У разі управління активами ЗВР до основних складових ринкового ризику належать відсотковий ризик та валютний ризик.

Деяко по-іншому здійснює класифікацію ризиків при управлінні золотовалютними резервами Міжнародний валютний фонд. Згідно з його документами ризик при управлінні ЗВР поділяється на зовнішній ринковий ризик і операційний ризик [15, с. 26]. Водночас зовнішній ринковий ризик охоплює ризик ліквідності, кредитний ризик, валютний ризик та відсотковий ризик, а операційний ризик – ризик допущення помилки системи контролю, ризик допущення фінансової помилки, ризик подання неправильних фінансових даних і втрати потенційного доходу.

Таким чином, при управлінні ЗВР основні загальні цілі – це забезпечення ліквідності та збереження їхньої вартості. Проте протягом останніх десятиліть більше вчених і банкірів-практиків наголошують на фінансовому аспекті управління золотовалютними резервами, згідно з яким активи ЗВР мають не бути мертвим багажем, а приносити дохід.

У низці досліджень, присвячених аналізу діяльності центральних банків щодо управління ЗВР, виявлено спроби підвищити дохідність від резервних активів. Про це свідчить розширення переліку фінансових інструментів, у яких центральні банки розміщують золотовалютні резерви за рахунок більш дохідних. Крім цього, у дослідженнях Банку міжнародних розрахунків встановлено, що структура портфелів активів центральних банків стала більш ризиковою. Якщо традиційно ЗВР розміщувались у високоліквідних та низькоризикових фінансових інструментах, таких як: банківські депозити, казначейські зобов'язання, надійні державні облігації й облігації міжнародних організацій, то при збереженні їхньої переважаючої ролі з часом зростає інтерес до ринкових і кредитних ризиків. Це виявляється у збільшенні протягом 2004–2007 рр. кількості центральних банків, які розміщують ЗВР у таких класах інвестиційних активів, як корпоративні облігації, індексні облігації, акції та деривативи [8, с. 3].

Варто зазначити, що проблема дохідності золотовалютних резервів не нова. Так, Стефано Уголіні зауважує, що в 50-их рр. XIX ст. центральні банки, формуючи валютну структуру міжнародних резервів, майже завжди керувались мотивом прибутковості [9]. В іншій своїй праці згаданий вище дослідник, аналізуючи діяльність центрального банку Бельгії щодо управління міжнародними резервами в 50-х рр. XIX ст., пояснює причину значної уваги до прибутковості валютних резервів з боку центральних банків [10]. Він стверджує, що фінансові ризики, пов'язані з управлінням міжнародними резервами, в той час були незначними, а за відсутності потреби керувати фінансовими ризиками прибутковість стала превалюючою ціллю управління міжнародними резервами.

При зростанні нестабільності міжнародної фінансової системи під час Першої світової війни проблема прибутковості ЗВР вже була другорядною. До 1970-х рр. прибутковість як загальну ціль управління золотовалютними резервами науковці ігнорували. Однак з кінця 70-х – початку 80-х рр. XX ст. центральні банки брали до уваги показник прибутковості, хоча ліквідність та надійність були значно важливішими цілями управління ЗВР [13, с. 46].

Чітко визначено місце прибутковості серед загальних цілей управління ЗВР у дослідженні К. Блекмена, опублікованому в 1981 р. [11]. Він обґрунтовує, що цілі

центрального банку щодо управління золотовалютними резервами суттєво відрізняються від цілей приватних інвесторів, які орієнтуються на максимізацію прибутку. Оскільки центральний банк служить громадським інтересам, то прибуток не може бути адекватною мірою ефективності його роботи. Проте цей вчений залишає місце для прибутковості, вказуючи, що цілком прийнятно, якщо прибуток від інвестування резервів буде максимізованим за умови виконання всіх інших вимог.

Відтоді ставлення до прибутковості ЗВР суттєво змінилось. Більшість респондентів із центральних банків, які брали участь у дослідженні Банку міжнародних розрахунків, зазначили, що ліквідність та збереженість резервних активів є їхніми основними загальними цілями, а прибутковості вони надавали різного значення. Водночас значення прибутковості за період з 2002 р. по 2007 р. значно зросла [8, с. 2]. Це пов'язано із суттєвим зростанням розмірів ЗВР в окремих країнах, що призвело до збільшення витрат, пов'язаних з їхнім управлінням.

Посилення уваги теоретиків і банкірів-практиків до прибутковості золотовалютних резервів дає підстави назвати процес управління ЗВР однією з найбільш "комерційних" функцій центрального банку та провести паралель з комерційним інвестиційним менеджментом, яка полягає у необхідності досягнення певного компромісу між максимізацією доходності портфеля і мінімізацією ризику.

З огляду на це потрібно уточнити, що деякі економісти не повністю підтримують таку точку зору і вказують на конфлікт між цілями управління золотовалютними резервами та мандатом на забезпечення фінансової стабільності. Так, Ю. Пілман і Ван Дер Хорн [14] доводять проциклічність поведінки резервів центральних банків. Вони наголошують, що до початку кризи 2007 р. склад ЗВР був більш ризиковим, ніж коли-небудь ще, внаслідок десятирічної диверсифікації. Щоб захистити свої інвестиції від дефолтного ризику під час кризи, банки почали зменшувати вкладення у банківський сектор. За розрахунками цих науковців, вилучення із банківського сектору на початку кризи сягали 500 млрд. дол., виявляючи проциклічність поведінки центральних банків та посилюючи проблеми банківського сектору. Однак при цьому після колапсу Lehman Brothers Європейський центральний банк (ЄЦБ) і Федеральна резервна система (ФРС) здійснили безпрецедентні заходи із забезпечення банківського сектору ліквідністю з метою стабілізації фінансової системи.

Таким чином, фокусуючись на ризиках золотовалютних резервів, менеджери ЗВР передають мандат на забезпечення глобальної фінансової стабільності емітентам основних резервних валют, переважно ЄЦБ та ФРС. Поведінку центральних банків у такому разі можна охарактеризувати як індивідуально раціональну і колективно неефективну.

З огляду на те, що менеджерів ЗВР можна вважати особливим класом інституційних інвесторів, трилему цілей складно інтегрувати в сучасну інвестиційну теорію, зорієнтовану на вирішення оптимізаційних завдань за двома критеріями "ризик – доходність".

Проблема ліквідності набуває різного значення залежно від призначення золотовалютних резервів. Якщо основне призначення ЗВР полягає у здійсненні валютних інтервенцій, то ліквідність набуває більшого значення, ніж ризик та доходність. Для резервів з очікуваним періодом використання понад рік характеристики ризик/доходність є більш вагомими, ніж ліквідність. Однак до резервів, які призначені для різних цілей і, відповідно, очікуваний період їхнього використання також різний, ставляться різні вимоги щодо ліквідності.

Один зі шляхів вирішення цієї проблеми – поділ ЗВР на транші відповідно до їхнього призначення, а отже – згідно з вимогами до ліквідності [12, с. 35]. Таким

чином, отримують портфелі активів з різною вимогою ліквідності, але в межах кожного портфеля вимоги до ліквідності активів однакові. Відповідно до дослідження Банку міжнародних розрахунків, у 2007 р. близько двох третіх центральних банків поділили резерви на транші, переважно ліквідний та інвестиційний [8, с. 5].

Важливо визначити потенційний розмір інвестиційного траншу в масштабах світу і зробити його прогноз. Проте не всі органи грошово-кредитного регулювання в офіційній звітності вказують факт поділу ЗВР на окремі транші, окреслюють стратегічні цілі або розкривають стратегії управління ЗВР, з чого можна було би зробити висновок про орієнтовний розмір інвестиційних траншів ЗВР. Тому для оцінювання потенційних розмірів інвестиційних траншів встановимо обсяг надлишку золотовалютних резервів над мінімально необхідним розміром для цілей валютної політики, інакше кажучи, визначимо мінімально необхідний розмір ліквідного траншу. Позитивна різниця між загальним обсягом ЗВР та необхідним ліквідним траншем буде вважатись потенційним обсягом інвестиційного траншу.

Для визначення адекватних розмірів золотовалютних резервів розглянемо 28 країн із найбільшими ЗВР, які в сумі становлять 11,1 млрд. дол., або 88,1% від світових золотовалютних резервів (рис. 1).

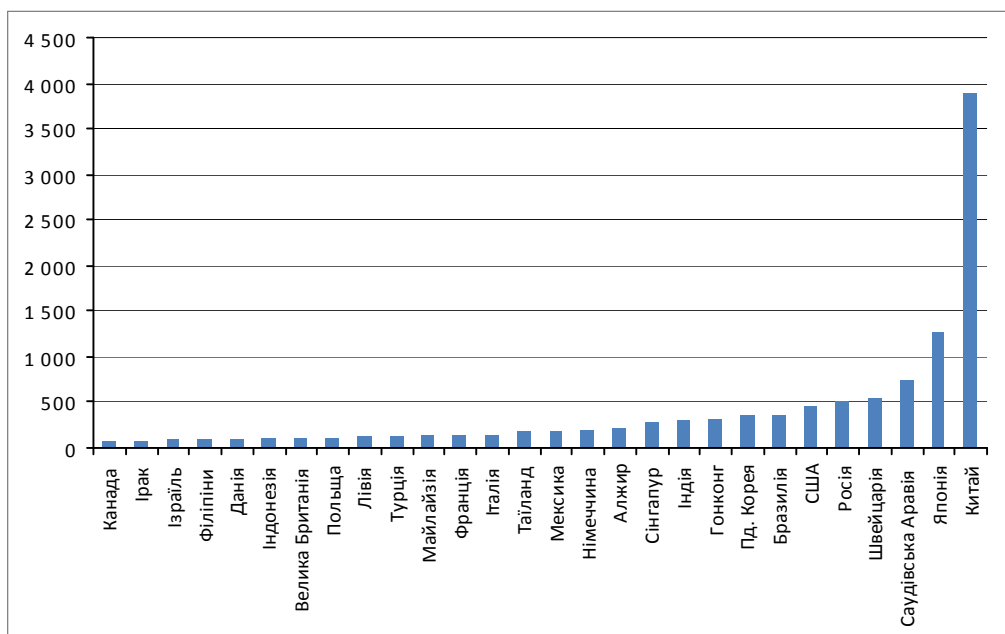


Рис. 1. Найбільші золотовалютні резерви країн світу за станом на 2013 р.

Примітка. Побудовано автором на основі [16].

Як бачимо, найбільшими золотовалютними резервами володіють Китай і Японія. Крім них, до п'ятірки країн із найбільшими золотовалютними резервами потрапили Саудівська Аравія, Швейцарія та Росія.

Загальноновизнаних критеріїв достатності ЗВР поки що не вироблено. Для оцінювання адекватного обсягу ЗВР країни застосовують декілька підходів [5, с. 386–387]. Доволі часто у світовій практиці використовується коефіцієнт достатності ЗВР, який визначається як можливість покриття резервами середньомісячного імпорту країни, причому достатнім вважається покриття трьох місяців імпорту.

Деякі дослідники стверджують, що ЗВР мають перевищувати грошову базу в

широкому визначенні. Цей критерій оцінює можливість органу грошово-кредитного регулювання здійснювати валютну політику за допомогою валютних інтервенцій.

Колишній голова ФРС США Алан Грінспен вказує, що резерви мають покривати офіційний і офіційно гарантований короткостроковий зовнішній борг. Цей критерій набув особливої актуальності для країн, що мають значний доступ до міжнародного ринку капіталу, але такий доступ є нестійким.

Водночас доволі поширеним став критерій Редді, який базується на оцінці можливості ЗВР виконувати функцію обслуговування міжнародних розрахунків загалом. Критерій Редді враховує обсяг тримісячного імпорту та обсяг річних платежів за суверенним і приватним зовнішнім боргом. Це дасть змогу країні не здійснювати термінових зовнішніх запозичень протягом року та попереджувати ризик девальвацію національної валюти.

Останнім часом фахівці МВФ схиляються до того, що при визначенні адекватності ЗВР за вказаними вище критеріями виникають труднощі із їх практичним застосуванням [3, с. 13–16]. Економісти МВФ вважають, що при визначенні адекватних розмірів ЗВР потрібно враховувати специфічні особливості володіння резервами окремими країнами: прийняття ризиків керівництвом країни, спосіб пристосування до зовнішніх шоків, доступність альтернативних джерел ліквідності і багато інших характеристик, які важко включити в модель або універсальний критерій.

Проте для того щоб визначити приблизний обсяг ліквідного траншу золотовалютних резервів, вважаємо за можливе використання критерію Редді. Для розрахунку використаємо дані Світового банку про експорт і короткостроковий зовнішній борг країн, розрахунок не будемо проводити для країн Євросони та розвинутих країн з плаваючим валютним курсом. Якщо дані щодо певних країн відсутні, то візьмемо дані Міжнародного валютного фонду та ЦРУ. Щодо деяких країн не подано офіційної інформації про розмір короткострокового зовнішнього боргу, тому з аналітичною метою будемо брати 30% від сукупного зовнішнього боргу.

Таблиця 1

Розрахунок адекватних розмірів ЗВР згідно з критерієм Редді та надлишкових ЗВР

№	Країна	ЗВР, млрд. дол.	Імпорт, млрд. дол.	Короткостроковий зовнішній борг, млрд. дол.	Три-місячний імпорт, млрд. дол.	Оптимальний обсяг ЗВР, млрд. дол.	Надлишкові резерви, млрд. дол.
1	2	3	4	5	6	7	8
1	Ірак	77,8	63,5	19,9	15,9	35,7	42,1
2	Ізраїль	81,8	91,5	32,5	22,9	55,4	26,4
3	Філіппіни	83,2	78,4	11,2	19,6	30,8	52,4
4	Індонезія	99,4	211,	47,4	52,8	100,2	0
5	Польща	106,2	237,4	46	59,3	105,3	0,9
6	Лівія	119,7	42,5	2,2	10,6	12,8	106,9
7	Туреччина	131	266	129,1	66,5	195,6	0
8	Малайзія	134,9	231,3	103,8	57,8	161,6	0
9	Таїланд	167,2	274,3	60	68,6	128,5	38,7
10	Мексика	180,2	413,8	107,78	103,4	211,2	0

Продовження таблиці 1

1	2	3	4	5	6	7	8
11	Алжир	201,4	65,6	1,3	16,4	17,7	183,7
12	Сінгапур	277,8	499,1	1012,9	124,8	1137,7	0
13	Індія	298,1	560	92,7	140	232,7	65,4
14	Гонконг	311,2	611,8	864,2	153	1017,1	0
15	Пд. Корея	345,7	646	112,86	161,5	274,3	71,4
16	Бразилія	358,8	325,9	33,5	81,5	115	243,9
17	Росія	509,7	469,7	84	117,4	201,4	308,3
18	Саудівська Аравія	737,8	229,9	50,7	57,5	108,1	629,7
19	Китай	3880,34	2127,3	624,7	531,8	1156,5	2723,8
	Разом	11108	16025	23623	4006	27630	4493,4

Примітка. Розраховано на основі [16, 18, 19].

Як видно з табл. 1, 13 із 19 досліджуваних нами країн володіють надлишковими золотовалютними резервами, згідно з критерієм Редді. Сумарний обсяг надлишкових золотовалютних резервів становить близько 4,5 трлн. дол., що дорівнює майже 41% від загальних обсягів ЗВР 28 країн з найбільшими ЗВР. Щоб зробити прогноз динаміки надлишкових ЗВР, проаналізуємо дані країн, які володіють найбільшими надлишковими резервами (рис. 2).

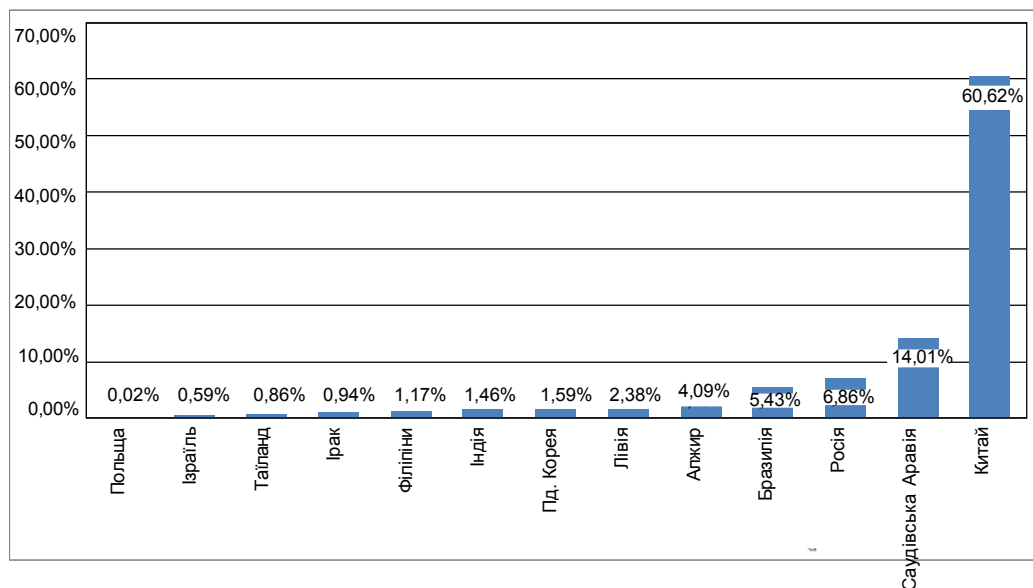


Рис. 2. Частка надлишкових золотовалютних резервів за станом на 2013 р.

Примітка. Побудовано автором на основі [16, 18, 19].

Найбільші надлишкові ЗВР належать Китаю, Саудівській Аравії, Росії, Бразилії та Алжиру. Сукупні обсяги їхніх надлишкових ЗВР становлять 4089 млрд. дол., тобто 91% від сукупних надлишкових ЗВР.

Частка надлишкових золотовалютних резервів у сукупних резервах світу за останніх п'ять років змінювалась несуттєво, її середнє значення дорівнювало 31,62% і змінювалось у межах 30,90 – 32,67%, причому розмах варіації становив 1,77%, або 5,6% від середнього.

Отже, згідно з нашим аналізом, розміри надлишкових резервів згідно з критерієм Редді становлять близько 4 трлн. дол. і вони продовжують зростати. Зважаючи на витрати, пов'язані із акумуляцією значних надлишкових ЗВР, варто звернути увагу на фінансові аспекти управління цими резервами. Виділивши надлишкові резерви в інвестиційний транш, центральний банк отримає змогу підходити до управління ними менш консервативно, ніж до управління ліквідним траншем. Проблема прибутковості золотовалютних резервів в цьому випадку може зайняти важливе місце серед цілей управління надлишковими ЗВР і може вирішуватись у рамках сучасної інвестиційної теорії.

Висновки. Проблема прибутковості золотовалютних резервів не нова, але вона набула особливої актуальності в останнє десятиліття разом із різким зростанням їх обсягів і витрат, пов'язаних з їх формуванням. Одним із варіантів її вирішення є пропозиція, щодо поділу золотовалютних резервів на ліквідний та інвестиційний транші. Управління інвестиційним траншем, сформованим за рахунок надлишкових золотовалютних резервів, доцільно здійснювати з позиції сучасної інвестиційної теорії, в якій проблема прибутковості займає центральне місце. Проаналізувавши динаміку золотовалютних резервів та визначивши оптимальний їх розмір за критерієм Редді, ми одержали оцінку розмірів надлишкових золотовалютних резервів з яких можуть бути сформовані інвестиційні транші (ймовірно, що в деяких країнах вони вже сформовані). Оскільки в процесі управління інвестиційними траншами основними цілями є дохідність та ризик, то їхня валютна й інвестиційна структура може відрізнатись від відповідної структури ліквідної частини золотовалютних резервів. Подальших досліджень потребують проблеми формування оптимальної валютної та інвестиційної структури інвестиційних траншів золотовалютних резервів.

Література

1. Козюк В. В. Валютні резерви в глобальних умовах / В. В. Козюк // *Фінанси України*. – 2007. – № 2. – С. 127–137.
2. Aizenman J., Cheung Y.-W., Ito H. *International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding?* [Електронний ресурс] / Aizenman J., Cheung Y.-W., Ito H. // *NBER Working Paper*. – 2014. – No. 20386. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w20386.pdf>.
3. *International reserves : IMF concerns and country perspectives* / [prepared by an IEO team led by Hans Genberg]. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2012. – Режим доступу : http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/IR_Main_Report.pdf.
4. Козюк В. Фінансовий сектор, валютні резерви та глибина шоку під час глобальної кризи / В. Козюк // *Світ фінансів*. – 2010. – № 1. – С. 111–125.
5. Козюк В. В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: монографія* / В. Козюк. – Тернопіль : ТНЕУ, 2009. – 725 с.
6. Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves* [Електронний ресурс] / Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. // *NBER Working Paper*. – 2008. – №14217. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w14217>

7. Borio C. *FX reserve management: elements of a framework* [Електронний ресурс] / C. Borio, J. Ebbesen, G. Galati, A. Heath // *BIS Papers: Bank for International Settlements*. – 2008. – № 38. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispar38.pdf>
8. Borio C. *FX reserve management: trends and challenges* [Електронний ресурс] / C. Borio, G. Galati, A. Heath // *BIS Papers: Bank for International Settlements* – 2008. – № 40. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispar40.pdf>
9. Ugolini, S. *The origins of foreign exchange policy: the National Bank of Belgium and the quest for monetary independence in the 1850s* // *Norges Bank Working Paper*. – 2010. – № 22. – Режим доступу : <http://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Working-Papers/2010/WP-201022/>
10. Ugolini, S. *Foreign exchange reserve management in the 19th century: The National Bank of Belgium in the 1850s* [Електронний ресурс] / Ugolini, S. // *Norges Bank Working Paper*. – 2011. – № 7. – Режим доступу : <http://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Working-Papers/2011/WP-201107/>
11. Blackman, C. *The management of foreign exchange reserves in small developing countries* [Електронний ресурс] / Blackman C. // *Central Bank of Barbados Conference Paper*. – 1981. – Режим доступу : <http://www.ccmf-uwi.org/?q=node/70>
12. Scott, R. *The Management of Foreign Exchange Reserves* / Roger Scott. *Economic Paper No.38*. – Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department. Basle, Switzerland. [Електронний ресурс] / Scott R. – 1993. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/econ38.pdf>
13. Nugée, J. *Styles of risk management in central bank reserves management* / Nugée, J. *Quarterly Bulletin Issue No. 11*. – Hong Kong Monetary Authority. – 1997, pp. 44–50. – Режим доступу : <http://www.hkma.gov.hk/eng/publications-and-research/quarterly-bulletin/1997/may.shtml>
14. Pihlman, J. and H. van der Hoorn. *Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis* [Електронний ресурс] / Pihlman, J. and H. van der Hoorn // *International Monetary Fund Working Paper*. – 2010. – No. WP/10/150. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23991.0>
15. *Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. IMF Policy Paper / prepared by the staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C., 2013. – International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>
16. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://data.worldbank.org/indicator/all>
17. *Global Economic Prospects 2015: Having Fiscal Space and Using It*. Washington, DC: World Bank, 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects/summary-table>
18. Офіційний сайт МВФ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx>
19. Офіційний сайт ЦРУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html>

References

1. Koziuk, V. V. (2007). *Valiutni rezervy v hlobalnykh umovakh* [Foreign exchange reserves in global conditions]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2, 127–137 [in Ukrainian].

2. Aizenman J., Cheung Y.–W., Ito H. (2014). International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding? NBER Working Paper, 20386. *nber.org*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w20386.pdf>.
3. Hans Genberg (Eds.). (2012). International reserves : IMF concerns and country perspectives. Washington, D.C. : International Monetary Fund. *ieo-imf.org*. Retrieved from http://www.ieo-imf.org/ieo/files/completedevaluations/IR_Main_Report.pdf.
4. Koziuk, V. (2010). *Finansovyi sektor, valiutni rezervy ta hlybina shoku pid chas hlobalnoi kryzy [Financial sector, foreign exchange reserves and the depth of shock during the global crisis]*. Svit finansiv – World of Finance, 1, 111–125 [in Ukrainian].
5. Koziuk, V. V. (2009). *Monetarni zasady hlobalnoi finansovoi stabilnosti [Monetary principles of global financial stability]*. Ternopil: TNEU [in Ukrainian].
6. Obstfeld M., Shambaugh J. C., Taylor A. M. (2008). Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. NBER Working Paper, 14217. *nber.org*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w14217>.
7. Borio C., J. Ebbesen, G. Galati, A. Heath. (2008). FX reserve management: elements of a framework. BIS Papers: Bank for International Settlements, 38. *bis.org*. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap38.pdf>.
8. Borio C., G. Galati, A. Heath. (2008). FX reserve management: trends and challenges. BIS Papers: Bank for International Settlements, 40. *bis.org*. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap40.pdf>.
9. Ugolini, S. (2010). The origins of foreign exchange policy: the National Bank of Belgium and the quest for monetary independence in the 1850s. Norges Bank Working Paper, 22. *norges-bank.no*. Retrieved from <http://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Working-Papers/2010/WP-201022/>.
10. Ugolini, S. (2011). Foreign exchange reserve management in the 19th century: The National Bank of Belgium in the 1850s. Norges Bank Working Paper, 7. *norges-bank.no*. Retrieved from <http://www.norges-bank.no/en/Published/Papers/Working-Papers/2011/WP-201107/>.
11. Blackman, C. (1981). The management of foreign exchange reserves in small developing countries. Central Bank of Barbados Conference Paper. *ccmf-uwi.org*. Retrieved from <http://www.ccmf-uwi.org/?q=node/70>.
12. Scott, R. (1993). The Management of Foreign Exchange Reserves. Roger Scott. Economic Paper, 38. Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department. Basle, Switzerland. *bis.org*. Retrieved from <http://www.bis.org/publ/econ38.pdf>.
13. Nugée, J. (1997). Styles of risk management in central bank reserves management. Quarterly Bulletin Issue, 11, 44–50. Hong Kong Monetary Authority. *hkma.gov.hk*. Retrieved from <http://www.hkma.gov.hk/eng/publications-and-research/quarterly-bulletin/1997/may.shtml>.
14. Pihlman, J. and H. van der Hoorn. (2010). Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis. International Monetary Fund Working Paper, WP/10/150. *imf.org*. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23991.0>.
15. Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management. (2013). IMF Policy Paper prepared by the staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C. International Monetary Fund. *imf.org*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>.

16. Ofitsiynyi sait Svitovoho Banku [The World Bank official site]. *data.worldbank.org*. Retrieved from <http://data.worldbank.org/indicator/all> [in Ukrainian].
17. Global Economic Prospects 2015: Having Fiscal Space and Using It. Washington, DC: World Bank. *worldbank.org*. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects/summary-table>.
18. Ofitsiynyi sait MVF [The IMF official site]. *elibrary-data.imf.org*. Retrieved from <http://elibrary-data.imf.org/DataExplorer.aspx> [in Ukrainian].
19. Ofitsiynyi sait TSRU [The CIA official site]. *cia.gov*. Retrieved from <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2079rank.html> [in Ukrainian].

Редакція отримала матеріал 20 травня 2015 р.