

М. В. Пертая

КРИТЕРИИ ОПТИМАЛЬНОСТИ РАЗМЕРОВ И ДИНАМИКА ЗОЛОТОВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ РОССИИ

Работа представлена кафедрой теоретической экономики.
 Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор С. И. Иванов

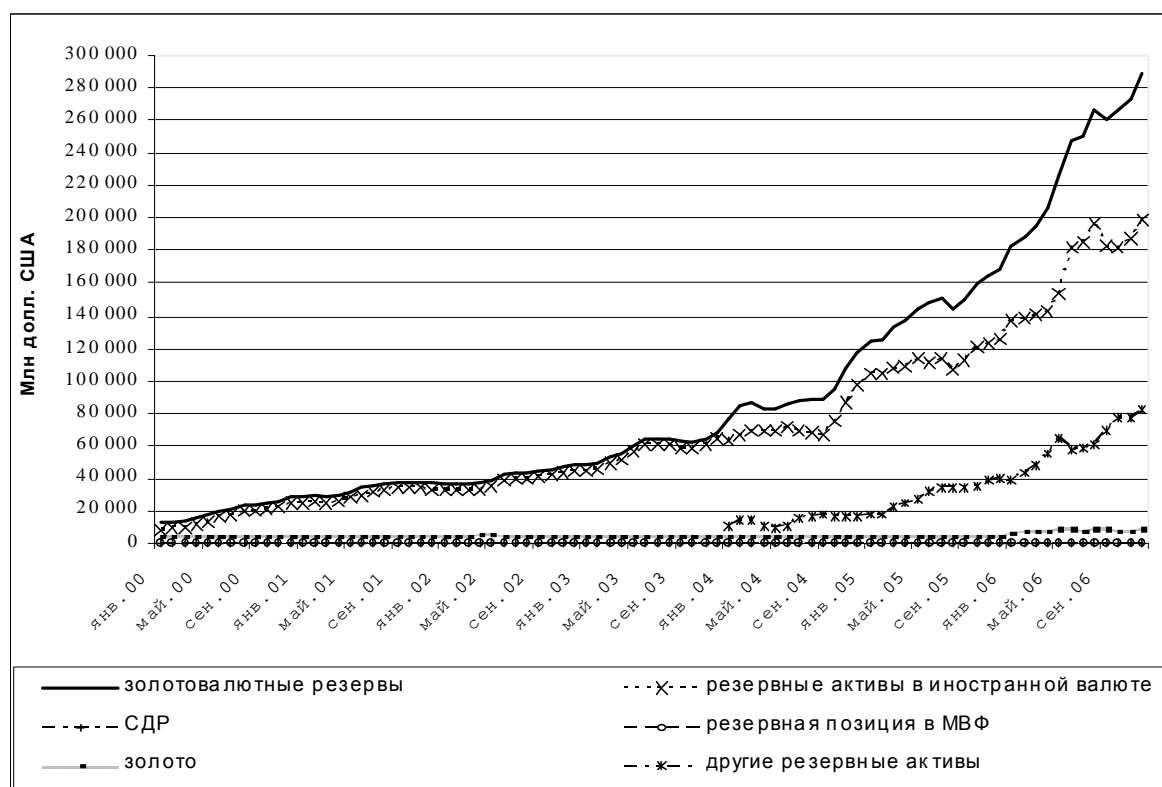
В статье представлена динамика роста золотовалютных резервов за период с 2000 по 2006 год. Производится анализ оптимальности величины золотовалютных резервов России согласно критериям достаточности: отношение импорта товаров и услуг к величине резервов, отношение резервов к денежной базе, критерий Редди, правило Гвидотти, критерий Гринспена.

The article presents the dynamics of the growth of gold and foreign currency reserves for the period from 2000 to 2006. The author analyzes the optimality of values of Russia's gold and foreign currency reserves according to the criteria of adequacy: ratio between the import of goods and services and value of reserves, ratio between reserves and a cash base, Reddy's criterion, Guidotti's rule, Grinspen's criterion.

Золотовалютные резервы (ЗВР) представляют собой высоколиквидные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и Минфина РФ¹ по состоянию на отчетную дату. Структура зо-

лотовалютных резервов и динамика их изменения представлены на рис. 1.

Принципы управления золотовалютными резервами и курсовой политикой законодательно не зафиксированы². Это обстоя-



Источник: составлено на основе данных официального сайта Банка России³.

Рис. 1. Динамика изменения золотовалютных резервов РФ

тельство во многом определяет низкую эффективность работы с этим единственным долгосрочным инструментом ЦБ в реализации денежно-кредитной политики.

В экономически развитых странах использование международных резервов центральных банков преследует следующие цели:

- финансирование дефицита баланса текущих операций;
- проведение курсовой политики в той ее части, которая касается осуществления валютных интервенций;
- обслуживание международных расчетов, в первую очередь государственного внешнего долга;
- формирование сбережений страны, запаса ликвидности;
- извлечение прибыли.

В настоящее время приоритетность функций государственных золотовалютных резервов для России представляется следующей: а) обслуживание внешнего государственного долга; б) проведение валютных интервенций; в) обеспечение импорта; г) формирование сбережений; д) извлечение прибыли.

Эффективное использование золотовалютных резервов в значительной степени зависит от соответствия их размера решаемым макроэкономическим задачам.

Спектр мнений специалистов в части необходимого уровня поддержания национальных золотовалютных резервов достаточно широк. Некоторые экономисты полагают, что рассчитать оптимальный уровень резервов невозможно⁴. По их мнению, достаточно иметь тот объем резервов, который рыночные игроки (или рейтинговые агентства) считают адекватным в данных макроэкономических условиях. Рыночная оценка адекватности зависит от так называемых мягких экономических переменных, таких как репутация властей или кредитная история страны. Другой вариант рыночной оценки адекватности – сопоставление объемов резервов разных стран. К концу 2006 г. резервы ЦБ РФ достигли 303 млрд долл.,

что поставило Россию по этому показателю на третье место после Китая (1001 млрд долл.) и Японии (895 млрд долл.)⁵. Большинство центральных банков стремится иметь такой объем резервов, который позволяет им держать под контролем обменный курс национальной денежной единицы на валютном рынке.

Потребность страны в золотовалютных резервах зависит: от выбранного режима обменного курса национальной валюты (для поддержания фиксированного курса требуется больше резервов), доступности международных рынков капитала (развивающиеся страны обычно не имеют к ним свободного доступа или заимствования для них слишком дороги), степени открытости и гибкости экономики (масштаба внешней торговли и способности адаптироваться к внешним шокам) и т. д. Продуктивный подход определяет минимальную достаточность официальных резервов на уровне, гарантирующем выполнение ими своих функций. Уровень резервов часто является побочным продуктом политики или событий в других областях: притока капитала, размера накапливаемых избыточных доходов бюджета (в тех случаях, когда они инвестируются в иностранные активы). Он также может быть отражением интервенций для достижения целей курсовой политики.

Главным ограничителем увеличения резервов является опасность ускорения инфляции вследствие значительной эмиссии национальной валюты (за счет покупки Центральным банком излишнего предложения иностранной валюты). Помимо этого, рост официальных золотовалютных резервов ограничивается стоимостью их хранения и величиной альтернативных издержек, например, доходами от неосуществленных инвестиций в национальную экономику.

После финансовых кризисов 1990-х гг. многие страны увеличили свои официальные резервы и скорректировали резервную политику. Подходы стали основываться на том, что резервы выполняют несколько функций одновременно. Наиболее известными

критериями достаточности ЗРВ, отражающими потребности времени и специфику финансового положения стран, являются:

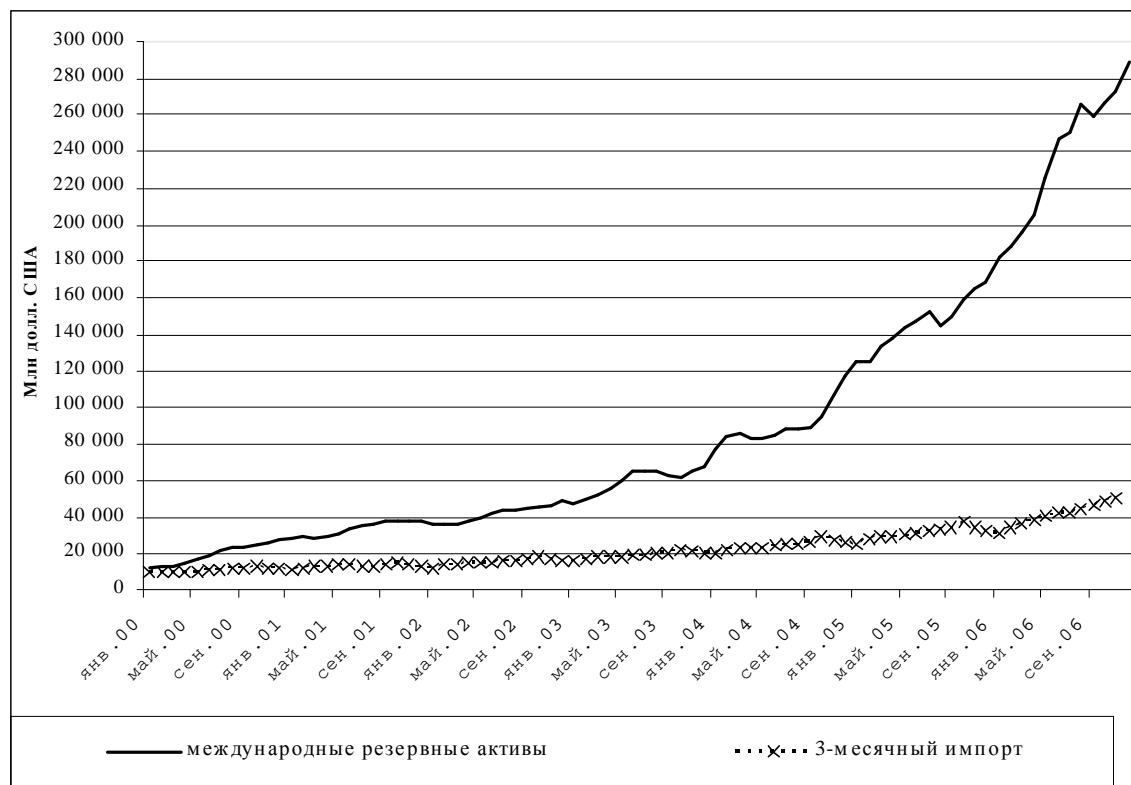
- отношение импорта товаров и услуг к величине резервов;
- отношение резервов к денежной базе;
- критерий Редди⁶;
- критерий (или правило) Гвидотти⁷;
- критерий Гринспена⁸.

а) Отношение импорта товаров и услуг к величине ЗРВ оценивает возможности ЗРВ выполнять функцию финансирования дефицита баланса текущих операций. Исторически в платежных балансах доминировали торговые операции, а обслуживание внешней торговли являлось главной функцией государственных резервов. Поэтому логично оценивать резервы по отношению к импорту. Первым требованием к объему резервов, сформулированным в связи с угрозой возникновения финансового хаоса в период распада Бреттон-Вудской системы и перехода к плавающим валют-

ным курсам, стало правило трехмесячного покрытия импорта: уровень государственных резервов считается достаточным, если их хватает на оплату импорта товаров и услуг в течение трех месяцев. Считалось, что за три месяца экономика страны способна адаптироваться к внешнему шоку и произвести замещение импорта.

Этот показатель, фокусирующий внимание на балансе текущих операций, и сегодня остается актуальным для развивающихся стран, не имеющих свободного доступа к рынку капитала и/или не являющихся привлекательными для иностранного капитала. Он также актуален для стран с концентрированной структурой экспорта, которая не позволяет шок одного типа компенсировать экспортом товаров других типов.

На рис. 2 приведена динамика изменения размера ЗРВ в сопоставлении с минимальным уровнем импорта, в качестве которого выступает сумма импорта товаров и услуг за три месяца.



Источник: составлено на основе данных официального сайта Банка России⁹.

Рис. 2. Сопоставление международных резервов РФ с трехмесячным импортом

Как следует из приведенного рисунка, начиная с 2000 г. размер ЗВР превышает их необходимый минимум по рассматриваемому критерию; к настоящему времени это превышение стало многократным.

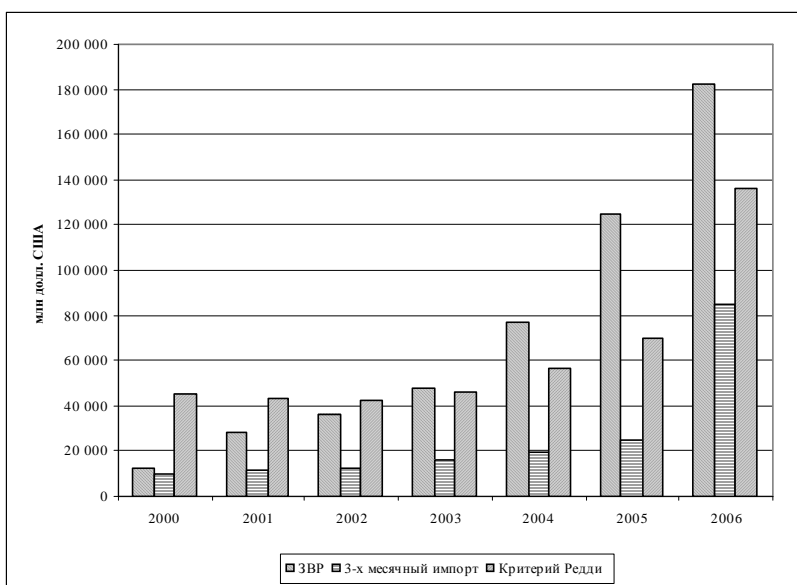
б) Критерий «Отношение резервов к денежной базе» оценивает возможности ЗВР выполнять функцию проведения курсовой политики в части осуществления валютных интервенций. Для большинства стран этот источник спроса на резервы наиболее важен.

При оценке потребности в резервах для валютных интервенций надо решить две задачи. Во-первых, определить потребность в резервах для сглаживания нежелательной краткосрочной изменчивости курса в случае спекулятивных атак участников международного финансового рынка на национальную валюту. Это особенно важно для стран с достаточно открытыми рынками товаров и капитала и/или фиксированным обменным курсом как фундаментом денежно-кредитной политики. Во-вторых, выяснить потребность в резервах на среднесрочную перспективу для отражения возможного давления на национальную валюту в случае начала бегства капитала.

В настоящее время ЗВР России полностью обеспечивают денежную базу (денежная база в широком определении составила в декабре 2006 г. 3506,4 млрд руб.) и намного превышают уровень обеспеченности денежного обращения, рекомендованный МВФ в руководстве по управлению золотовалютными резервами (2001 г.).

в) Критерий Редди оценивает возможности ЗВР выполнять функцию обслуживания международных расчетов в целом. Эта функция особенно важна для развивающихся стран с низким кредитным рейтингом, ограничивающим доступ к международным рынкам капитала и ведущим к удорожанию заемных средств.

Критерий Редди включает, кроме объема импорта за три месяца, еще и объемы годовых платежей по суверенному, а также частному внешнему долгу. Данный критерий учитывает опыт азиатского кризиса, когда причиной потрясений послужили долги не столько государства, сколько частного сектора. На рис. 3 приведена динамика роста ЗВР, трехмесячного импорта и значения показателя Редди, рассчитанного с учетом годового обслуживания внешнего долга РФ (данные на январь каждого года).



Источник: составлено на основе данных официального сайта Банка России¹⁰.

Рис. 3. Динамика золотовалютных резервов и изменения критерия Редди

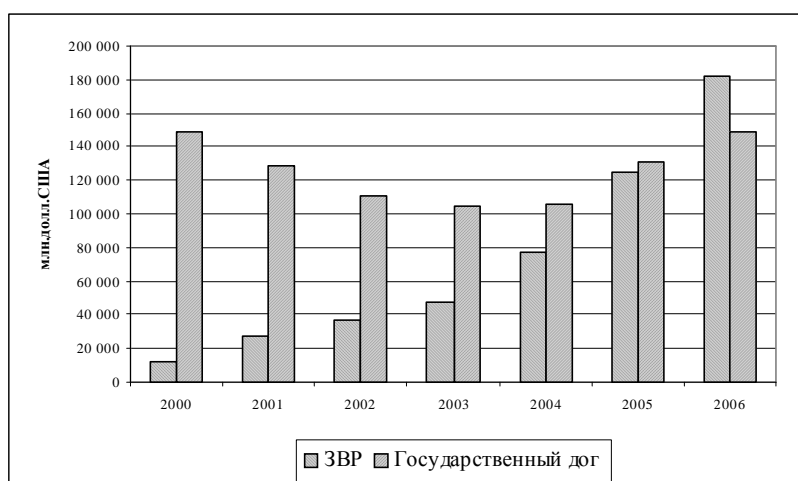
Как можно видеть из рисунка, начиная с 2004 г. величина ЗВР превышает необходимый размер по критерию Редди.

г) Критерий (или правило) Гвидотти оценивает возможности ЗВР выполнять функцию обслуживания международных расчетов, в первую очередь государственного внешнего долга. Критерий определяет, что объем резервов может считаться достаточным, если он позволяет обходиться без внешних заимствований в течение одного года. Иногда правило Гвидотти формулируют как способность жить без новых внешних заимствований вплоть до одного года. Правило Гвидотти идеализи-

рует ситуацию в экономике, вводя ряд допущений: предполагается, что текущий счет сбалансирован; помимо кредитных сделок, отсутствуют прочие финансовые операции; не предусмотрена возможность бегства капитала. Однако экономисты МВФ дали заключение о высокой эффективности рассматриваемого критерия.

На рис. 4 приведены сопоставимые данные по величинам ЗВР и государственного долга РФ (данные на январь каждого года).

Как следует из рисунка, с 2006 г. в РФ золотовалютные резервы превышают объем, соответствующий правилу Гвидотти.



Источник: составлено на основе данных официального сайта Банка России¹¹.

Рис. 4. Динамика ЗВР и государственного долга

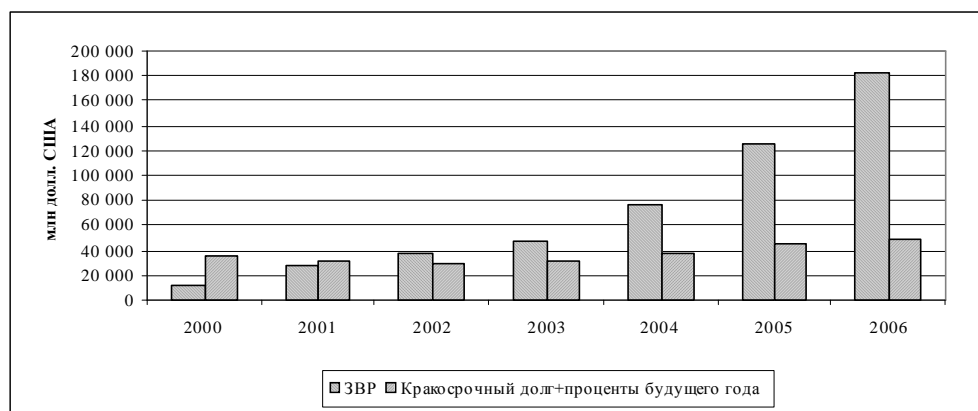
д) Критерий Гринспена ориентирован на оценку возможности ЗВР выполнять функцию формирования сбережений страны, запаса ликвидности. От величины имеющихся в стране резервов зависят как ее кредитоспособность, так и стоимость заимствований на внешнем рынке. Рост резервов способствует повышению суверенного кредитного рейтинга и, соответственно, снижению стоимости заимствований на внешнем рынке.

В условиях роста государственного внешнего долга Центральный банк, озабоченный поддержанием внешней платежеспособности и кредитного рейтинга страны,

будет наращивать резервы. Они необходимы, так же как страховка на случай стихийных бедствий, форс-мажорных обстоятельств и др.

Критерий определяет, что величина ЗВР должна покрывать выплаты по основной сумме внешнего краткосрочного долга и проценты по нему на следующий год (официальный и официально гарантированный краткосрочный долг). Критерий Гринспена является простым и наиболее важным индикатором достаточности резервов для стран со значительным, но неустойчивым доступом к международным рынкам капитала.

Динамика роста ЗВР в соотношении с краткосрочной задолженностью (с учетом процентов за обслуживание) представлена на рис. 5.



Источник: составлено на основе данных официального сайта Банка России¹².

Рис. 5. Динамика роста ЗВР и критерия Гриспена

Из рисунка видно: начиная с 2002 г. ЗВР России превышают необходимый по критерию Гринспена объем; превышение размера ЗВР по отношению к рассматриваемому по этому критерию показателю постоянно увеличивается.

Финансово-монетарные власти РФ намерены проводить все ту же политику наращивания валютных резервов и приоритетного погашения внешнего долга при сокращении доли «непроцентных» расходов (т. е. расходов, связанных с выполнением государством его конституционно установленных функций). Осуществление такой политики порождает неразрешимую коллизию: либо быстрое укрепление курса рубля (реального или даже номинального), либо наращивание валютных

резервов путем центробанковской эмиссии рублей (с усилением угрозы инфляции).

На основании представленных данных можно сделать вывод о том, что золотовалютные резервы РФ превышают объем, определенный по всем используемым в международной практике критериям достаточности.

Необходимо пересмотреть подход к использованию ЗВР; наиболее целесообразным является разделение резервов на две составляющие: «функциональную» и «доходную», что позволит использовать резервы в качестве долгосрочного инструмента экономической политики, а также снизить альтернативные издержки хранения чрезмерных резервов.

ПРИМЕЧАНИЯ

¹ Фетисов Г. Золотовалютные резервы России: объем, структура, управление // Вопросы экономики. 2005. № 1. С. 49–62.

² Ямпольский М. М. Об особенностях и проблемах денежно-кредитной политики // Деньги и кредит. 2004. № 7. С. 28–36.

³ <http://www.cbr.ru/> – Официальный сайт Центрального Банка России

⁴ Моисеев С. Денежно-кредитная политика в эпоху ценовой стабильности // Бизнес и банки. 2006. № 11. С. 3–8; Красавина Л. Н. Проблемы денег в экономической науке // Деньги и кредит. 2005. № 10. С. 27–39.

⁵ <http://www.finam.ru/> – Макроэкономические сценарии и прогнозы

⁶ Reddy Y. External debt policies in emerging economies: new dimensions // Reserve Bank of India Bulletin, July 1999. P. 951–956.

⁷ *Hawkins J., Klau M.* Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies. BIS Working Paper, 2000. P. 834–839.

⁸ *Bussier M., Mulder C.* External vulnerability vulnerabilities in emerging market economies. IMF Working Paper. N 8. 2002. P. 927–932.

⁹ <http://www.cbr.ru/> – Официальный сайт Центрального Банка России.

¹⁰ Там же.

¹¹ Там же.

¹² Там же.