

УДК 336.13, 339.721

М.Ю. Малкина

**УПРАВЛЕНИЕ ОФИЦИАЛЬНЫМИ МЕЖДУНАРОДНЫМИ РЕЗЕРВАМИ
ГОСУДАРСТВ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНЫХ РИСКОВ**

Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского

Исследуется динамика международных резервов, уровень обеспеченности ими разных стран, показатели степени их достаточности, изменения структуры. Делается вывод, что в условиях приближающегося кризиса международной валютной системы управление иностранными резервами должно учитывать риски не только национального, но и глобального характера.

Ключевые слова: международные резервы, уровень обеспеченности резервами, уровень достаточности резервов, структура международных резервов, риски резервирования, управление международными резервами

В создании международных (золотовалютных) резервов государств есть своя внутренняя логика. Прежде всего, их нужно понимать как ликвидные запасы страны, выполняющие страховую функцию для государственных финансов, в частности и национальной экономики в целом. Эти запасы являются и одним из критериев экономической безопасности государства, и одновременно механизмом, ее обеспечивающим. В период кризиса 2008–2009 гг. резервы сыграли важную роль в предотвращении обвальной девальвации некоторых национальных валют. В то же время кризис обнаружил финансовые и экономические проблемы долговременного характера у самих эмитентов резервных валют (избыточная эмиссия, рост внешнего долга, дефицита госбюджета и рецессия в экономике), в связи с чем возник вопрос относительно качества накопленных международных резервов и необходимости выработки обоснованных подходов к управлению им в условиях глобальных рисков.

В первом десятилетии XXI в., вплоть до кризиса 2008–2009 гг., международные резервы в мировом масштабе росли увеличивающимися темпами. Только за период 2000–2007 гг. их рост составил 3,3 раза (а валютных резервов без учета золотой составляющей – 3,5 раза). За то же время мировой ВВП увеличился в 1,7 раза. Если в 1995 году отношение резервов к ВВП в мировом масштабе составляло 6,1 %, в 1999 году – 6,8%, в 2006 году – 11,5%, то в 2007 году – уже 13,9%.

В 2008 г., в связи с кризисом, снижением цен на нефть и использованием резервов для предотвращения обвальной девальвации национальных валют, рост официальных резервов стран заметно замедлился, составив лишь 8,3% по сравнению с 26,5% в 2007 г. и 19,8% в 2006 г.¹. Более того, в некоторых странах, например России, Саудовской Аравии, Индонезии, Украине, Беларуси, в этом году и вовсе наблюдалось значительное уменьшение официальных международных резервов. В тот же период уменьшались и резервы подавляющего большинства развитых государств – в части их незолотой составляющей (исключение составляет, пожалуй, только Италия), особенно большое сокращение наблюдалось во Франции, Великобритании, Южной Корее и на Мальте. Одновременно в других странах, таких как Китай, Таиланд, Гонконг, Алжир, наблюдался существенный прирост валютных резервов государств.

В разгар кризиса (особенно это касается 4-го квартала 2008 г.) увеличилась степень разброса темпов роста резервов у разных стран относительно общемирового значения, что от-

ражает показатель их среднего квадратического отклонения (рис. 1), рассчитанный нами по формуле

$$CKO = \sum_{i=1}^n (I_i - \bar{I}_i) f_i,$$

где I_i – темп роста международных резервов в стране I ; $\bar{I}_i = \sum_{i=1}^n I_i f_i$ – средний темп роста резервов в мире; f_i – доля i -й страны в международных резервах в соответствующем периоде. Со 2-го квартала 2009 г. темпы роста международных резервов стали снова расти (рис. 1).

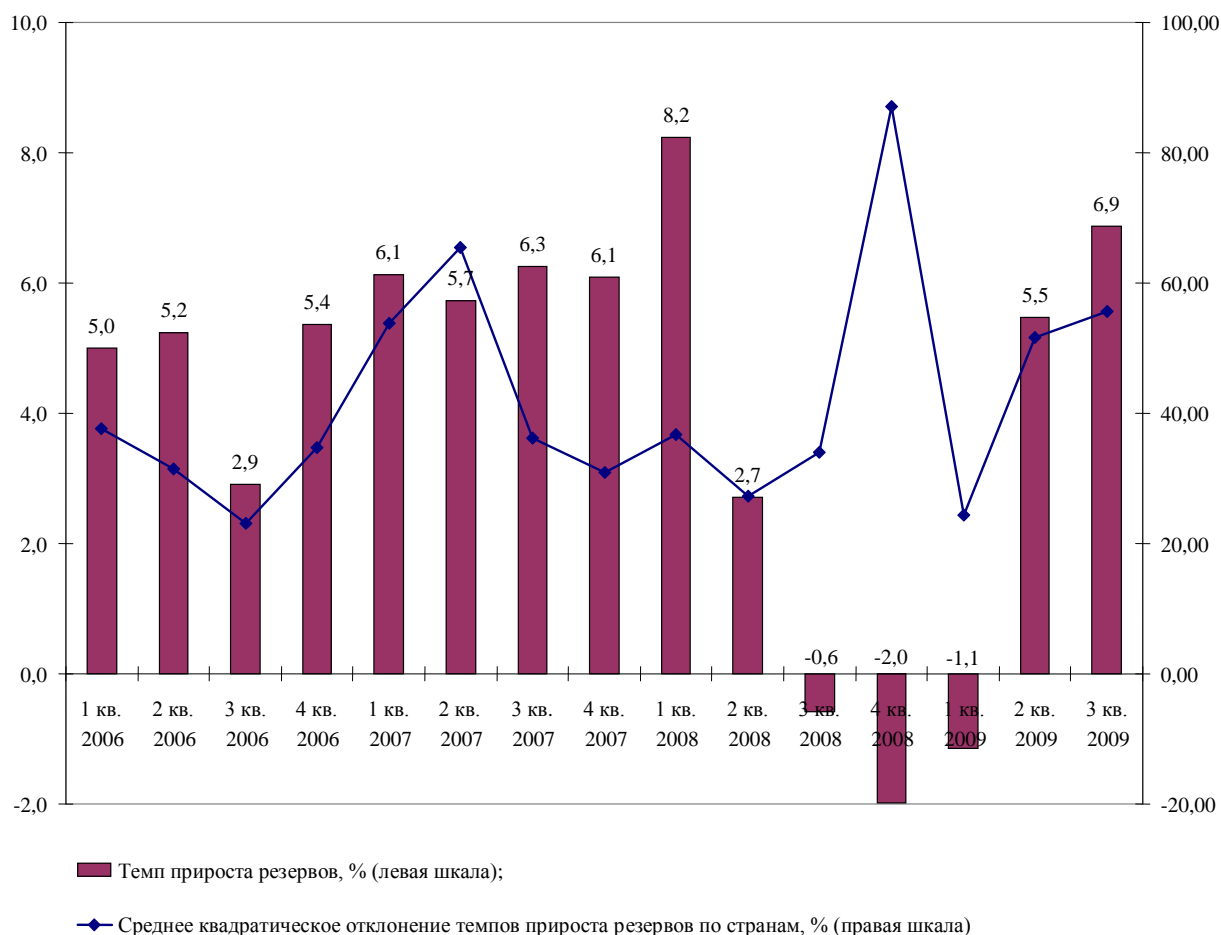


Рис. 1. Динамика и волатильность темпов роста международных резервов в 2006-2009 гг.

В настоящее время абсолютные и относительные объемы международных резервов остаются внушительными. Первое место среди стран по их абсолютному объему принадлежит Китаю, где в начале 2008 г. они составляли более 1,6 трлн долл. США, а на 01.09.2009 г. уже равнялись 2,3 трлн долл., это почти треть совокупных мировых резервов. Второе место у Японии, здесь размер резервов несколько превышает 1 трлн долл. И в последнее время он изменялся незначительно. Третье место занимает Россия: в начале августа 2008 г. объем ее международных резервов достиг рекордного за весь период ее существования значения – 598 млрд долл., за время кризиса он заметно снизился – на 36%, потом медленно рос и на 01.03.2010 г. составил 436,3 млрд долл. Заметим, что в России в составе международных резервов учитываются также средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, инвестированные в иностранные активы. Сегодня большая часть международных резервов сосредоточена в Азии и находится в распоряжении развивающихся стран. Так, в начале 2009 г. на 9 азиатских стран (Китай, Японию, Тайвань, Южную Корею, Индию, Сингапур,

Гонконг, Малайзию и Индонезию) приходилось 62% мировых валютных резервов (без золотой составляющей). В то же время развитым странам принадлежало 37% валютных резервов, тогда как развивающемуся миру – 63% валютных резервов².

Однако в ситуации всеобщего признания слабости резервных валют и грядущего кризиса международной валютной системы накопление официальных иностранных активов государств вряд ли может расцениваться как свидетельство усиления роли мировых денег в функции сбережения. Более того, согласно кейнсианской теории, чистые сбережения являются вычетом из спроса и выступают фактором, сдерживающим экономический рост. Поэтому рост международных резервов в первом десятилетии XXI в. можно было рассматривать, прежде всего, в качестве провозвестника грядущей мировой рецессии. Во-вторых, в таких условиях США и европейские страны – члены еврозоны вырабатывали компенсаторные механизмы спроса, осуществляя опережающую (внутренние потребности экономики) эмиссию денег, что в долгосрочном плане ведет к серьезным дисбалансам в денежной сфере эмитентов резервных валют. В-третьих, неравномерный рост резервов отражает и межстрановые дисбалансы совокупного спроса и совокупного предложения. Некоторые страны, ориентированные на внешний спрос, на международном рынке товаров и услуг выступают в качестве нетто-кредиторов, а другие являются чистыми заемщиками. Все эти дисбалансы формируют новые глобальные риски резервирования, что требует пересмотра стратегий резервирования.

Прежде всего, встает вопрос о степени обеспеченности стран резервами и их достаточности для каждой конкретной страны. Для оценки степени обеспеченности экономики страны международными резервами можно использовать относительные показатели: «международные резервы на душу населения» и «процентное отношение международных резервов к ВВП».

Международные резервы на душу населения демонстрируют, насколько одновременно в среднем может быть увеличен доход гражданина страны, если предположить, что будет принято некое гипотетическое решение о проедании всех ликвидных запасов. Бесспорным лидером по этому показателю, идущим с большим отрывом от всех остальных государств, является Сингапур, где в 2006 г. резервов на душу населения было в 1,6 раза больше, чем в Гонконге, занимающем 2-е место по данному показателю, в 14,5 раз больше, чем в России, и в 38 раз больше, чем в Китае. Если «раздать» государственные резервы жителям Сингапура, каждый из них смог бы приобрести автомобиль класса Sedan. А если жителям Таджикистана, – то им хватило бы на обед в не самом дорогом ресторане [3, с. 12].

Отношение международных резервов к ВВП (в %) показывает, какое время страна может безбедно существовать при полностью разрушенном (неработающем) национальном хозяйстве, обеспечивая прежний уровень жизни, проедая накопленные запасы. По нашим расчетам, в 2006 г. резервов Сингапура было достаточно, чтобы поддерживать уровень жизни в течение года, заместив национальное производство импортным. Малайзии и Китаю этих резервов хватило бы более чем на полгода, России – чуть больше четырех месяцев, Беларуси – на 16 дней, Германии и Великобритании – на 13 дней, США – менее двух дней, Ирландии – на 1 день и 9 ч [3, с. 14].

В зарубежной и отечественной литературе международные резервы рассматриваются как страховые запасы, предохраняющие национальные экономики от внешних макроэкономических рисков. К таким рискам можно отнести: 1) риск обеспечения экономики страны необходимыми товарами и услугами; 2) риск внешней платежеспособности; 3) риск неуправляемого изменения денежной массы вследствие оттока или притока иностранного капитала. В связи с этим международными организациями, в частности МВФ и Всемирным Банком, для развивающихся экономик предлагается система показателей, оценивающих адекватность резервов [2, с. 414-415].

² Рассчитано автором на основе данных International Monetary Fund. <http://www.imf.org>.

Первый показатель – *международные резервы в месяцах импорта* – определяется по формуле $R_{mi} = \frac{R}{Im/12}$, где R – международные резервы страны, млрд долл. США, Im – годовой импорт, млрд долл. США. Нормальным значением данного показателя считается 3 месяца (минимум). Именно в течение этого времени страна может преодолеть импортную блокаду и наладить обеспечение (заключить контракты с другими странами, мобилизовать внутреннее производство и пр.). Особенно важным поддержание такого рода резервов является для стран, имеющих ограниченный доступ к мировым рынкам капитала. Как показывают наши расчеты, резервы в месяцах импорта у большинства стран с развивающимися рынками существенно превышают нормативное значение. Их значение в 2006 г. составляло: 22,2 мес. – в России, 18,6 мес. – в Китае, 16,2 мес. – в Японии, 3,5 мес. – в Словакии и Словении, 3,4 мес. – в Венгрии. В то же время у развитых индустриальных стран значение показателя резервов в месяцах импорта существенно ниже нормативного, что свидетельствует о более низкой оценке ими соответствующего риска и отсутствии необходимого страхового обеспечения (в США – 42 дня, в Германии – 45 дней, в Великобритании – 28 дней, в Ирландии – 4 дня) [4, с. 14].

Второй показатель – *отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны* – демонстрирует способность экономики расплатиться по текущим внешним обязательствам (в расчет берется долг со сроком погашения до 1 года и обслуживание долгосрочного долга, выплата по нему процентов) за счет собственных ресурсов. Рассчитывается по формуле $R_{ed} = \frac{R \cdot 100000}{ED \cdot \alpha}$, где R – международные резервы страны, млрд долл. США,

ED (external debt) – внешний долг, млрд долл. США; α – доля текущего внешнего долга (short-run external debt) к общему внешнему долгу страны, %. Нормальным значением этого показателя считается 100%. Согласно нашим расчетам, существенное превышение данного норматива в последние годы наблюдается в странах Латинской Америки и Азии. Так, в конце I полугодия 2009 г. отношение официальных международных резервов к краткосрочному внешнему долгу составляло: в Уругвае – 4096%, в Бразилии – 590,5%, в Индии – 666,2%, в Китае – 608,4% (на конец 1-го квартала 2007 г.). В России оно равнялось 859,6%. В то же время в большинстве развитых стран значение этого показателя ничтожно: во Франции – 5,7%, в Германии – 9,8%, в США – 7,5%, в Великобритании – 1%, в Ирландии – 0,2%, что является свидетельством недооценки ими риска международной неплатежеспособности или наличия других способов защиты от него (в частности, эмиссии резервных валют). В Японии, где и резервы, и краткосрочный внешний долг составляют внушительную величину, их отношение равно 73,5% (все данные – на конец I полугодия 2009 г.). Полученные результаты закономерны. Данному показателю традиционно уделяется наибольшее внимание в странах Латинской Америки и Юго-Восточной Азии, где валютно-финансовые кризисы нередко были связаны именно с ростом необеспеченной внешней задолженности. Так, в Аргентине в 1982-1984 гг. и в Бразилии в 1982-1983 гг. отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу составляло всего 20-30%, в Бразилии в 1990-1991 гг. – менее 40%, в Филиппинах в 1984-1985 гг. – менее 10%, в Индонезии в 1995-1997 гг. – менее 60%, в Перу в 1987-1990 гг. колебалось в пределах 25-37% [4, с. 14].

Третий показатель – *обеспеченность денежной массы валютными резервами* – играет большую роль в странах с несамостоятельными монетарными режимами (типа “сиггенсу board”), с привязкой слабых национальных валют к более сильным иностранным валютам. Считается, что такая привязка страхует слабые валюты от их дальнейшего обесценивания, а поддержание резервов играет стабилизирующую роль посредством подключения эффекта доверия к национальной денежной единице и дисциплинирующего эффекта в кредитно-денежной политике. Показатель обеспеченности денежной массы валютными резервами вы-

числяется как отношение международных резервов государства к денежному агрегату $M2$: $RM = \frac{R \cdot ER}{M2}$, где R – международные резервы (долл. США); ER – курс доллара США в национальной валюте (нац. д. ед./ долл. США).

Как показывают наши расчеты, большее обеспечение денежной массы резервами наблюдается у стран с более жесткими валютными курсами: режимами фиксации или управления валютным курсом. Из всех исследуемых стран, в 2006 г. только денежная масса Киргизии была на 100% обеспечена резервами, еще у семи государств (Армении, Сингапура, России, Перу, Боливии, Болгарии, Молдовы) обеспеченность составляла более 50%, у остальных – меньше 50% [4, с. 15-16].

В России соотношение резервных и находящихся в обращении денег в докризисный период постепенно росло, увеличившись с 68% на 01.01.2004 до 98,4% на 01.08.2008 г. Соотношение, близкое к 100%, стало ярким свидетельством того, что управление денежной массой в годы, предшествовавшие кризису 2008-2009 годов, в основном осуществлялось посредством валютного канала эмиссии. При этом обменный курс доллара выступал в качестве цены конвертации иностранной денежной массы в национальную. Его относительная стабильность, отсутствие серьезных спекулятивных атак также способствовали абсолютному покрытию денежной массы резервами. Кризис внес сбой в этот механизм. В последнем квартале 2008 г. и начале 2009 г. были задействованы другие каналы эмиссии денег, в частности, кредитный канал, в то время как валютные интервенции способствовали изъятию эмитированной денежной массы. В этот же период международные резервные валюты (доллар и евро) стали объектами спекулятивной атаки, что способствовало девальвации рубля. В силу этих обстоятельств в изменении национальной денежной массы и международных резервов России появилась заметная асинхронность. Неслучайно отношение международных резервов России к денежному агрегату $M2$, конвертированному в доллары США по официальному обменному курсу доллара к рублю, на 01.03.2009 г. составило 114%, а на 01.11.2009 г. оно уже сократилось до 91%³.

Качество международных резервов определяется их составом и структурой, а также гибкостью подходов к управлению ими. Структура резервов рассматривается с точки зрения их разделения на «золотую» и «бумажную» часть, распределения по валютам, инструментам и в страновом разрезе.

По данным на конец марта 2009 г., резервное золото в мире в целом составляло 29,7 тыс. т. В последние годы этот запас имел тенденцию небольшого сокращения. Из всего объема золотых резервов на долю стран приходилось 88,7%, остальное находилось в распоряжении международных организаций. В настоящее время золото составляет 10,5% всех международных резервов, и эта доля имеет тенденцию к росту вследствие удорожания золота на мировых рынках и его положительной переоценки. Наибольший золотой запас принадлежит США (8,133 тыс. т, или 31% золотых резервов стран), на втором месте Германия (3,413 тыс. т и 13%), далее Франция (2,487 тыс. т и 9,4%), Италия (2,451 тыс. т и 9,3%) и Швейцария (1,04 тыс. т и 3,9%). Всего развитые страны владеют 81,3% золотых запасов. Из стран, не входящих в разряд развитых, 1-е место по их абсолютному объему занимает Китай (1054 т), далее идет Россия (523,7 т), Венесуэла (363,9 т), Индия (357,7 т). Между тем только у Венесуэлы доля золотой составляющей международных резервов на 01.04.2009 г. была существенна (35,5%), в России она равнялась всего 4%, в Индии – 4,2%, в Китае – 0,9%. В то же время резервы развитых стран (хотя и не столь велики по масштабу) в основном состоят из золота. У США доля металла в резервах 78,9%, у Германии – 71,5%, у Франции – 72,6%. Лидерами являются Португалия и Греция, где она более 90%, хотя сами резервы незначи-

³ Рассчитано автором на основе данных Банка России. <http://www.cbr.ru>.

тельны⁴. Золото как объект резервирования имеет недостатки, и самым главным из них является низкая ликвидность и сильная чувствительность рынков золота к предложению и спросу на него. Его очевидным преимуществом является то, что оно остается реальным активом, на который существует спрос со стороны промышленности, в том числе ювелирной отрасли и высокотехнологичных производств, и оно динамично растет в цене.

Информация о валютном распределении резервов у большинства стран отсутствует в открытом доступе, либо ее трудно получить вследствие нахождения на той части их сайтов, которая представлена на национальном языке. Международный валютный фонд периодически публикует обобщенную информацию по странам и их группам, свидетельствующую о том, что доля доллара в резервах плавно снижается. Между тем, и в настоящий момент страны держат в долларах 63% резервов, причем у развитых стран эта доля выше (66%), чем у развивающегося мира (59%). Обобщенные данные о валютной структуре резервов и их динамике представлены в табл. 1.

Таблица 1

Валютная структура международных резервов групп стран в динамике, %*

Валютная структура	1999 г.	2004 г.	2009 г. (II полугодие)
Весь мир	100,0	100,0	100,0
Требования, идентифицированные по валютам	77,43	70,83	62,78
– в долларах США	54,98	46,71	39,41
– в евро	13,86	17,57	17,24
– в фунтах стерлингов	2,24	2,39	2,71
– в японской иене	4,93	2,72	1,94
– в швейцарском франке	0,18	0,12	0,08
– в других валютах	1,24	1,33	1,40
Требования, не идентифицированные по валютам	22,57	29,17	37,22
Развитые страны	100,0	100,0	100,0
Требования, идентифицированные по валютам:	89,98	88,00	87,53
– в долларах США	63,32	59,68	58,02
– в евро	15,72	19,63	21,00
– в фунтах стерлингов	2,74	2,37	2,57
– в японской иене	6,57	4,28	3,86
– в швейцарском франке	0,12	0,16	0,15
– в других валютах	1,50	1,88	1,93
Требования, не идентифицированные по валютам	10,02	12,00	12,47
Развивающиеся страны и страны с развивающимися рынками	100,0	100,0	100,0
Требования, идентифицированные по валютам:	56,78	50,31	47,79
– в долларах США	41,27	31,21	28,15
– в евро	10,79	15,10	14,97
– в фунтах стерлингов	1,40	2,40	2,79
– в японской иене	2,25	0,85	0,78
– в швейцарском франке	0,27	0,07	0,04
– в других валютах	0,80	0,68	1,07
Требования, не идентифицированные по валютам	43,22	49,69	52,21

* Составлено на основе данных МВФ.

Банк России в плане раскрытия структуры резервов является более открытым. По его

⁴ Рассчитано автором на основе данных World Gold Council. <http://www.gold.org>.

данным, в России международные резервы на конец I полугодия 2009 г. на 46,8 % были представлены долларом, на 42,5% – евро, на 9,7% – английским фунтом и на 1% – японской иеной [8, с. 8]. Еще в середине 2006 г. доля доллара в резервах России составляла 51,5% [6, с. 23]. Она уменьшается как вследствие физической реструктуризации резервов, так и отрицательной переоценки доллара к евро. В последнее время также отмечается рост международных резервов России в английской валюте. Низкий интерес к японской иене обусловлен почти нулевыми процентными ставками по депозитам в этой валюте и политикой снижения ее курса по отношению к ведущим валютам, проводимой японским правительством с целью стимулирования экспорта и реально возможной в силу изначальной переоцененности иены.

Заметим, что в ходе кризиса повысился интерес государств также к канадскому и австралийскому доллару как резервной валюте: они продемонстрировали свою относительную стабильность. Китай активно продвигает идею о превращении своего юаня в резервную валюту и переводе расчетов с некоторыми странами, в частности с Россией, на национальные валюты. МВФ открыто заявляет о намерениях создания новой межнациональной валюты: «В качестве безотлагательной реформы можно предложить внедрение подкрепленной официальными гарантиями мультивалютной резервной системы. Хорошо продуманная многосторонняя финансовая система могла бы создать равные условия для всех сторон и помогла бы избежать несправедливой конкуренции, а также асимметричных последствий корректировки валютных курсов. Такая система также помогла бы усилить стабильность международной финансовой системы путем уменьшения вероятности кризиса, при котором отток капитала от единственной резервной валюты приводит к далеко идущим последствиям для всей мировой экономики» [5, с. 9]. Американский финансист Джордж Сорос [1] и профессор Гарвардского университета Джеффри Френкел [9] высказывают идею о том, что основой для проектирования межнациональной валюты может стать SDR.

По структуре активов международные резервы России на 01.07.2009 г. распределялись следующим образом: 84,4% – государственные ценные бумаги иностранных эмитентов с высоким рейтингом; 2,7% – негосударственные ценные бумаги, 7,7% – депозиты; 5,2% сделки РЕПО [8, с. 8]. Заметим, что для ценных бумаг к валютному риску добавляется риск изменения котировок вследствие неустойчивости финансовых рынков. Кроме того, любые номинальные активы подвержены риску инфляции, в связи с чем Банк России проявляет интерес к так называемым индексированным облигациям [7, с. 12-17].

Таким образом, международные резервы играют страховую функцию в экономике. Самостоятельными проблемами являются определение степени их обеспеченности и достаточности в экономиках разного типа, а также оптимизации их структуры и эффективного управления. Последнее приобретает новое звучание в ситуации неустойчивости мировой валютной системы и воздействия рисков мирового масштаба.

Библиографический список

1. Идея новой резервной валюты встретит серьезное сопротивление со стороны США // Финанс. 27.03.2009. URL: <http://www.finansmag.ru/news/8890>.
2. **Киреев, А.П.** Прикладная макроэкономика: учебник / В.П. Киреев. – М.: Международные отношения, 2006. – 456 с.
3. **Малкина, М.Ю.** Анализ динамики объемов и структуры золотовалютных резервов государства: в поисках экономической стратегии / М.Ю. Малкина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. № 4. С. 2-16.
4. **Малкина, М.Ю.** Анализ динамики объемов и структуры золотовалютных резервов государства: в поисках экономической стратегии // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. № 5. С. 12-24.

5. Мировое экономическое положение и перспективы на 2008 год (русский вариант) / Организация Объединенных Наций. – Нью Йорк, 2008. URL: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/sumr.pdf>.
6. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – М., 2007. Вып. 1. – 28 с.
7. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – М., 2009. Вып. 4(12). – 24 с.
8. Обзор деятельности Банка России по управлению валютными активами. – М., 2010. Вып. 1(13). – 28 с.
9. Финансы & развитие // МВФ. Вып. 46. № 3. Сентябрь 2009. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2009/09/pdf/frankel.pdf>.
10. Банк России. Официальный сайт. <http://www.cbr.ru>.
11. International Monetary Fund. Официальный сайт. <http://www.imf.org>.
12. World Gold Council. Официальный сайт. <http://www.gold.org>.

*Дата поступления
в редакцию 02.04.2010*

M.Yu. Malkina

OFFICIAL FOREIGN RESERVES MANAGEMENT IN CONDITIONS OF GLOBAL RISKS

Article examines dynamics of foreign reserves in the world, level of their security in different countries, indicators of their sufficiency and changes in their structure. It is concluded that in situation of coming crisis of international monetary system foreign reserves management should take into consideration national as well as global risks.

Key words: official foreign reserves, level of reserves security, indicators of reserves sufficiency, structure of foreign reserves, risks of reserving, foreign reserves management.