



УДК 339.72
ББК 65.268.6

АНАЛИЗ ДОСТАТОЧНОСТИ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ ЭМИТЕНТОВ СВОБОДНО ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ВАЛЮТ И РОССИИ

И.В. Кудряшова, В.В. Батманова

Сравнивается достаточность международных резервов России и эмитентов свободно используемых валют по следующим критериям: коэффициент покрытия импорта, обеспечение денежной базы международными резервами, отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны.

Ключевые слова: *международные резервы, свободно используемая валюта, достаточность международных резервов.*

Резервные активы страны характеризуют стабильность и прочность ее финансового положения, гарантируют выполнение взятых международных обязательств, обеспечивают ликвидность на финансовых рынках в ходе кризисов. С точки зрения повышения международного статуса национальной валюты или валюты, используемой совместно несколькими странами в рамках валютного объединения, официальные резервы необходимы для регулирования волатильности и уровня валютного курса.

В первом десятилетии XXI в. международные резервы в мировом масштабе росли высокими темпами. Так, в период 2001–2009 гг. их рост составил почти 4 раза (рассчитано по: [28]). За то же время мировой ВВП увеличился чуть более чем в 1,8 раза (рассчитано по: [16]).

В настоящее время большая часть международных резервов находится в распоряже-

нии развивающихся стран и стран с развивающимися рынками (около 60 % совокупного объема в мире в начале 2010 г.). Развитым странам принадлежит 40 % (рассчитано по: [28]).

Первое место среди стран мира по абсолютному объему резервных активов принадлежит Китаю, где в начале 2010 г. они составляли более 2,4 трлн долл. (1,97 трлн долл. в начале 2009 г.), что соответствовало 26 % совокупных мировых резервов (24 % в 2009 г.). На втором месте в последние годы находится Япония, размер резервов которой в начале 2010 г. несколько превышал 1 трлн долл. (около 11 % совокупных мировых резервов) и в последнее время изменялся незначительно [там же].

Благоприятная конъюнктура мировых рынков сырья способствовала быстрому накоплению в 2000–2008 гг. резервных активов России. В августе 2008 г. их уровень достиг 596 566 млн долл., а затем стал несколько снижаться [5]. С начала 2007 г. Россия занимает третье место в мире по их совокупному объему после КНР и Японии. Несмотря на некото-

рое уменьшение их объема (497 082 млн долл. на 01.11.2010 г.) в период глобального экономического кризиса и посткризисный период, Россия остается на достигнутом высоком месте.

Значимая роль резервных активов в процессе выполнения центральными банками стран мира функций денежно-кредитного и валютного регулирования определяет актуальность анализа их состояния с точки зрения достаточности для страны. Поскольку Россия выбрала в качестве одного из ориентиров своего дальнейшего развития достижения международного статуса рубля (сначала на региональном уровне, а затем и на мировом), сравним обеспеченность резервными активами России и стран (группы стран), эмитирующих мировые валюты с точки зрения минимально необходимого уровня.

Обращаясь к данным таблицы 1, заметим, что среди эмитентов свободно используемых валют лишь Япония по объему международных резервов более чем в 2 раза опережает Россию. Тем не менее столь значительный размер резервных активов не предопределил более весомую долю японской иены в структуре мировых резервов. Так, по итогам 2009 г., на долю доллара США приходилось 34,7 % валютных резервов мира, на долю евро – 15,4 %, фунта стерлингов – 2,4 %, японской иены – 1,7 % [10].

Не все страны и объединения стран, эмитирующие свободно используемые валюты, занимающие большие доли в мировых резервах (доллар США, евро, британский фунт), владеют международными резервами, превосходящими по своему объему резервы РФ. Так, США, валюту которых чаще всего используют в мире как средство накопления, имеют в настоящее время меньший размер резервных активов (на 01.01.10 – 404 099 млн долл.) по сравнению с

Россией (439 342 млн долл. на ту же дату). Также значительно более низким уровнем международных резервов располагает Великобритания (66 550 млн долл. на 01.01.10)

К настоящему времени общепринятые стандарты оптимального уровня международных резервов не сложились. Низкий их уровень может стать причиной того, что в какой-то момент страна не сможет обеспечивать свои потребности за счет импорта или окажется не в состоянии обслуживать свои обязательства перед зарубежными кредиторами. В то же время наличие резервов сверх оптимального уровня влечет снижение инвестиционного потенциала страны.

На выбор уровня резервных активов, достаточного для той или иной страны, влияет несколько факторов. Одним из них является действующий режим валютного курса. Центральные банки стран с фиксированным валютным курсом нуждаются в больших резервах по сравнению со странами с плавающим курсом. Немаловажным фактором является стабильность финансовой системы в стране. Для обеспечения ликвидности на финансовых рынках, испытывающих кризисные явления, денежные власти зачастую осуществляют покупку или продажу международных резервов, что предопределяет потребность в их большем объеме. Кроме того, при планировании величины официальных резервов значительную роль играет внешнеэкономическая позиция страны. Большой объем резервов необходим для государств с дефицитом счета текущих операций, низким уровнем диверсификации экспорта и имеющих торговых партнеров, подверженных кризисным явлениям в экономике. В меньших резервах испытывают потребность страны с относительно свободным доступом на международные финансовые рынки.

Таблица 1

**Динамика международных резервов России и отдельных эмитентов
свободно используемых валют в 2008–2010 гг., млн долл. США ***

Дата	Япония	Страны еврозоны	США **	Великобритания	Россия
31.12.07	973 297	555 881	277 549	57 275	478 822
31.12.08	1 030 760	520 763	294 046	53 024	426 279
31.12.09	1 048 990	645 658	404 099	66 550	439 342

* Составлено по: [26; 27; 28].

** Оценка запасов золота США произведена по рыночной стоимости, которая отличается от официально используемой в США. В результате международные резервы США были пересчитаны в сторону увеличения.

МВФ при определении минимально необходимого объема международных резервов для страны опирается на несколько относительных показателей, рассчитываемых на основе соотношения различных статей платежного баланса либо величины резервов и денежного предложения. Такими показателями являются: коэффициент покрытия импорта, обеспечение денежной базы международными резервами, отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны [11].

В качестве традиционного критерия достаточности резервных активов выступает коэффициент покрытия импорта. Принято считать, что размер резервов должен превышать его трехмесячный объем, рассчитанный как среднеарифметическое от объема импортных поступлений по месяцам [6, с. 51].

Появление этого коэффициента базировалось на правилах Бреттон-Вудской валютной системы, в период существования которой финансовые операции не имели столь значительного масштаба, как в настоящее время, а первостепенную роль в определении фундаментального равновесия играл счет текущих операций. В рамках такого

подхода наличие постоянного значительного дефицита счета текущих операций, в конечном итоге, было чревато проведением девальвации.

В России в 2007, 2008 и 2009 гг. среднемесячное значение импорта составляло 23 469,25; 30 610,75 и 21 116,67 млн долл. соответственно. Такой объем импорта мог финансироваться за счет резервных активов в анализируемые годы 20,4, 13,9 и 20,8 месяцев (см. табл. 2). Избыток международных резервов в соответствии с традиционным критерием составлял в 2007–2009 гг. 408,354; 334,449 и 375,684 млрд долл.

Среди эмитентов свободно используемых валют лишь Япония располагает официальными резервами, значительно превышающими необходимый, с точки зрения среднемесячного объема импорта, уровень (16,2; 14,0 и 19,4 месяцев соответственно в 2007–2009 гг.). В США и Великобритании в анализируемый период объем резервных активов не позволял покрывать трехмесячный импорт этих стран. В странах еврозоны значение коэффициента покрытия импорта несколько колебалось около трехмесячного уровня (3,3; 2,6 и 4,4 месяцев в 2007–2009 гг.).

Таблица 2

Динамика коэффициента покрытия импорта у России и эмитентов мировых валют в 2007–2009 гг. *

Год	Страна (группа стран)					
	Показатель	Япония	Страны еврозоны	США	Великобритания	Россия
31.12.2007	Среднемесячный объем импорта, млн долл.	60 222	170 332	195 383	69 408	23 469
	Коэффициент покрытия импорта, мес.	16,2	3,3	1,4	0,8	20,4
	Излишек (+) / дефицит (–) международных резервов, млн долл.	+ 792 631	+ 44 885	– 308 600	– 150 949	+ 408 354
31.12.2008	Среднемесячный объем импорта, млн долл.	73 223	197 371	210 211	69 795	30 611
	Коэффициент покрытия импорта, мес.	14,0	2,6	1,4	0,8	13,9
	Излишек (+) / дефицит (–) международных резервов, млн долл.	+ 811 091	– 71 350	– 336 587	– 156 361	+ 334 449
31.12.2009	Среднемесячный объем импорта, млн долл.	53 953	146 347	162 142	54 778	21 091
	Коэффициент покрытия импорта, мес.	19,4	4,4	2,5	1,2	20,8
	Излишек (+) / дефицит (–) международных резервов, млн долл.	+ 887 138	+ 206 617	– 82 327	– 97 784	+ 375 684

* Рассчитано по: [9; 14; 23; 29; 30].

В странах, в которых действует валютное правление, денежные власти обязаны конвертировать по фиксированному курсу предъявляемые национальные банкноты и монеты в иностранную валюту. Поэтому для нормального функционирования такого режима валютного курса необходимо иметь объем официальных резервов, который бы полностью обеспечивал денежную базу в широком определении. По этой причине в странах с валютным правлением вводят законодательно закрепленный критерий достаточности резервов – коэффициент покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами [4, с. 59]. По своей сути этот показатель демонстрирует степень обеспечения пассивов денежных властей в национальной валюте ее активами в иностранных валютах. Сложность применения такого коэффициента в качестве критерия достаточности международных резервов состоит в том, что в настоящее время отсутствует унифицированный подход к расчету показателя денежной базы в широком определении. Более того, не все страны (например, Великобритания) осуществляют расчет такого показателя. Кроме денежной базы в широком определении, используют также такие денежные агрегаты, как «наличные деньги в обращении», «денежная масса» и др. Международные организации, в частности МВФ и Всемирный банк, для оценки достаточности международных резервов используют показатель обеспеченности денежной массы валютными резервами, который вычисляется как отношение международных резервов государства к денежному агрегату M2 [3, с. 15].

В современных условиях Банк России придерживается управляемого плавания курса российского рубля. Как показывают отдельные исследования, в странах с таким режимом валютного курса наблюдается большее обеспечение денежной массы резервами [там же, с. 18], что подтверждают и авторские расчеты. Так, обеспечение денежной базы в широком определении и денежного агрегата M2 в РФ в анализируемый период было на высоком уровне (см. табл. 3). В среднем покрытие денежной базы в российской эконо-

мике ее международными резервами составляло 2,10 раза, а его значения на начало 2008, 2009 и 2010 гг. – 2,22; 1,90 и 2,15 раза соответственно. Это означает, что Банк России имел возможность предотвращать спекулятивные атаки на курс российской национальной валюты и поддерживать плавность изменения валютного курса под действием рыночных сил, что и наблюдалось на практике в исследуемый период времени. Денежная масса в России также в значительной своей части была обеспечена официальными резервами (92,2, 78,4 и 88,7 % в 2007–2009 гг.), демонстрируя почти стопроцентную способность ЦБ РФ удовлетворить гипотетически возможную потребность владельцев рублевой наличности и средств, снятых со счетов в коммерческих банках, в обмене всех имеющихся в их распоряжении средств на иностранную валюту.

В странах и объединениях стран, эмитирующих мировые валюты, действует режим свободного плавания курсов национальных валют, и соответственно, отсутствуют обязательства центральных банков по поддержанию определенных курсовых соотношений. Тем не менее достаточное покрытие международными резервами этих стран пассивов их денежных властей в национальной валюте (денежная база в широком определении, денежный агрегат M2) может способствовать предупреждению резкой девальвации или ревальвации национальных валют.

Значения коэффициента покрытия денежной массы в национальной валюте резервными активами эмитентов свободно используемых валют в 2007–2009 гг. свидетельствуют, что монетарные власти этих стран и объединения стран в случае предъявления сразу всей денежной массы к обмену на иностранные валюты смогут лишь в незначительной части удовлетворить возникший спрос (в 2009 г. – 2,2 % в Великобритании, 4,7 % – в США, 5,6 % – в странах еврозоны и 13 % – в Японии). И хотя степень покрытия денежной базы по сравнению с обеспечением денежного агрегата M2 в этих странах несколько выше, тем не менее лишь Банк Японии в состоянии обменять все компоненты, входящие в состав денежной базы, в полном объеме на международные резервы.

Таблица 3

Динамика коэффициента покрытия денежной базы и денежного агрегата М2 международными резервами у России и эмитентов мировых валют в 2007–2009 гг. *

Год	Страна (группа стран)					
	Показатель	Япония	Страны еврозоны	США	Великобритания	Россия
31.12.2007	Денежная база в широком определении, млн. долл.	815 104	1 220 101	829 762	...	215 616
	М2, млн долл.	6 111 053	10 621 657	7 523 400	3 116 262	519 050
	Коэффициент покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами, раз	1,19	0,46	0,33	...	2,22
	Коэффициент обеспеченности денежной массы (М2) валютными резервами, %	15,9	5,2	3,7	1,8	92,2
31.12.2008	Денежная база, млн долл.	979 692	1 692 402	1 659 219	...	224 857
	М2, млн долл.	7 107 030	11 917 975	8 049 800	3 374 213	543 861
	Коэффициент покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами, раз	1,05	0,30	0,18	...	1,90
	Коэффициент обеспеченности денежной массы (М2) валютными резервами, %	14,5	4,4	3,7	1,6	78,4
31.12.2009	Денежная база, млн долл.	1 131 214	1 467 804	2 022 150	...	204 145
	М2, млн долл.	8 063 076	11 546 820	8 548 700	2 982 658	495 508
	Коэффициент покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами, раз	0,93	0,44	0,20	...	2,15
	Коэффициент обеспеченности денежной массы (М2) валютными резервами, %	13,0	5,6	4,7	2,2	88,7

* Рассчитано по: [1; 7; 12; 13; 21; 22; 24; 25].

В соответствии со следующим критерием достаточности международных резервов необходимо, чтобы их объем полностью покрывал краткосрочную задолженность страны, то есть выплаты внешнего долга со сроком погашения до 1 года и обслуживание долгосрочного долга. Данному соотношению 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, в том числе краткосрочной.

В России в 2007–2009 гг. наблюдалось сокращение краткосрочного внешнего долга с 99 657 до 52 735 млн долл. (см. рис. 1).

Это обеспечило рост анализируемого коэффициента с 4,8 до 8,3 раза. Столь высокое значение отношения международных резервов к краткосрочному внешнему долгу

России свидетельствует об отсутствии реальной угрозы финансового кризиса, вызванного неспособностью расплатиться по текущим внешним долгам за счет собственных средств.

По проведенным авторами настоящей статьи расчетам, среди эмитентов мировых валют только международные резервы Японии в значительной степени покрывают краткосрочную задолженность страны (95,6 % в 2007, 82,9 % – в 2008 и 78,2 % – в 2009 г. (рассчитано по: [20; 28]). В то же время в США значение этого коэффициента составило только 4,9; 5,4 и 8,0 % в 2007–2009 гг. (рассчитано по: [17; 18; 19; 28]), а в Великобритании в тот же период оно не достигало и 1 % (рассчитано по: [8; 28]). Это может свидетельствовать о высоком риске международной неплатежеспособности или же наличии других способов защиты от него.



Рис. 1. Динамика международных резервов и краткосрочного долга России в 2007–2009 гг., млн долл. *

Таким образом, согласно критериям, используемым международными валютно-финансовыми организациями, официальные резервы России намного превышают минимально необходимый уровень, а также уровень резервных активов, сформированных эмитентами свободно используемых валют, что обеспечивает относительную стабильность курса российского рубля и низкий риск внешней неплатежеспособности. Однако, учитывая, что накопление международных резервов сверх достаточного уровня зачастую ведет к снижению инвестиционного потенциала экономики и препятствует ускорению темпов роста ВВП, а также высокую зависимость объема резервных активов России от мировых цен на энергоносители, возникает необходимость совершенствования применяемых в современных условиях подходов к формированию и управлению международными резервами РФ.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Денежная база в широком определении / Банк России. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=dkfs>. – Загл. с экрана.
2. Денежная масса / Банк России. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/default.aspx?prtid=dkfs>. – Загл. с экрана.
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. – № 5. – С. 12–24.

4. Малышев, П. Ю. Накопление валютных резервов в странах с формирующимися рынками: основные факторы и тенденции / П. Ю. Малышев // Деньги и кредит. – 2010. – № 11. – С. 55–60.

5. Международные резервы Российской Федерации / Центральный банк РФ. – Электрон. текстовые дан. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>. – Загл. с экрана.

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

7. Aggregate Reserves of Depository Institutions and the Monetary Base / Board of Governors of the Federal Reserve System. Electronic text data. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/hist/h3hist1.pdf>. – Title from screen.

8. Balance of Payments / Office for National Statistics. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.statistics.gov.uk/imf/>. – Title from screen.

9. Balance of Payments / Bank of Japan. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/bojst/bojst10.htm>. – Title from screen.

10. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) / International Monetary Fund. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf>. – Title from screen.

11. Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability / International Monetary Fund. – 2000. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/index.htm>. – Title from screen.

12. Euro area (changing composition), Euro system reporting sector. – Base money / European Central Bank. – Electronic text data. – Mode of access: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=123.ILM.U2.C.LT01.Z5.EUR. – Title from screen.

13. Euro area (changing composition), Outstanding amounts at the end of the period (stocks),

* Составлено по: [15].

MFIs, central government and post office giro institutions reporting sector – Monetary aggregate M2, All currencies combined – Euro area (changing composition) counterpart, Non-MFIs excluding central government sector, denominated in Euro, data Neither seasonally nor working day adjusted / European Central Bank. – Electronic text data. – Mode of access: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SIBLING_KEY=117.BSI.U2.N.V.M20.X.1.U2.2300.Z01.E. – Title from screen.

14. Euro area (moving concept in the Real Time database context) – Trade – Import, Total – Value – Euro / European Central Bank. – Electronic text data. – Mode of access: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SIBLING_KEY=194.RTD.S0.S.T_MTTT.E. – Title from screen.

15. External Debt of the Russian Federation / Банк России. – Electronic text data. – Mode of access: http://www.cbr.ru/eng/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt_an_e.htm. – Title from screen.

16. GDP(current US\$) / The World Bank. – Electronic text data. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>. – Title from screen.

17. Gross External Debt Position: December 31, 2007 / U.S. Department of the Treasury. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/debtad07.html>. – Title from screen.

18. Gross External Debt Position: December 31, 2008 / U.S. Department of the Treasury. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/debtad08.html>. – Title from screen.

19. Gross External Debt Position: December 31, 2009 / U.S. Department of the Treasury. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/debtad09.html>. – Title from screen.

20. Gross External Debt Position of Japan / Bank of Japan. – Electronic text data. – Mode of access: http://www.boj.or.jp/en/type/stat/boj_stat/bop/edp/index.htm. – Title from screen.

21. M3 (estimate of EMU aggregate for the UK) / Bank of England. – Electronic text data. – Mode of access: www.bankofengland.co.uk/statistics/ms/2010/jan/ta2.3.xls. – Title from screen.

22. Monetary Base and the Bank of Japan's Transactions / Bank of Japan. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/bojst/bojst10.htm>. – Title from screen.

23. Monthly Review of External Trade Statistics / Office for National Statistics. – Electronic text data. – Mode of access: http://www.statistics.gov.uk/downloads/theme_economy/Mm24dec09r.pdf. – Title from screen.

24. Money Stock / Bank of Japan. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.boj.or.jp/en/type/release/teiki/bojst/bojst10.htm>. – Title from screen.

25. Money Stock Measures / Board of Governors of the Federal Reserve System. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.txt>. – Title from screen.

26. Template on international reserves and foreign currency liquidity / European Central Bank. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.ecb.europa.eu/stats/external/reserves/templates/html/200712eur.en.html#l>. – Title from screen.

27. Time Series Data on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Official Reserve Assents / International Monetary Fund. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/8802.pdf>. – Title from screen.

28. Total reserves (includes gold, current US\$) / The World Bank. – Electronic text data. – Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD>. – Title from screen.

29. U.S. international trade in goods and services, April 2009 / U.S. Census Bureau. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.census.gov/foreign-trade/Press-Release/2009pr/04/ft900.pdf>. – Title from screen.

30. U.S. international trade in goods and services, April 2010 / U.S. Census Bureau. – Electronic text data. – Mode of access: <http://www.census.gov/foreign-trade/Press-Release/2010pr/04/ft900.pdf>. – Title from screen.

ANALYSIS OF THE INTERNATIONAL RESERVES ADEQUACY OF THE FREELY USABLE CURRENCIES ISSUERS AND RUSSIA

I.V. Kudryashova, V.V. Batmanova

The paper compares Russia's international reserves adequacy and those of the issuers of freely usable currencies in terms of the following criteria: export to import ratio, monetary base provision with international reserves, international reserves to short term external debt ratio of a country.

Key words: *international reserves, freely usable currency, international reserves adequacy.*