

Проблема адекватности резервов центрального банка

Опубликовано «Финансы и кредит», №10, 2001, с.27-32

1. Концепция резервов центрального банка

Для многих стран мира и, прежде всего, развивающихся стран официальные золотовалютные резервы центрального банка являются самым крупным национальным финансовым активом и главным инструментом реализации денежно-кредитной и валютной политики. Даже в развитых и богатых странах резервы денежных властей достигают нескольких процентов ВВП, не говоря уже о возникающих рынках, где объем резервов сопоставим с самим ВВП. Из-за того, что в развивающихся странах и переходных экономиках инфляционные ожидания и макроэкономическая ситуация зависят от валютного курса, размер золотовалютных резервов и политика управления ими оказываются критически важными для страны.

Если строго подходить к термину «резервы центрального банка», то в отечественных финансовых и научных кругах существует некоторое несоответствие международным определениям. Хотя в российской прессе и литературе широкое распространение получило выражение «золотовалютные резервы», согласно классификации МВФ более точным является термин «иностранные (международные) резервы» (foreign reserves). Международные резервы Российской Федерации представляют собой высоколиквидные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и Минфина РФ по состоянию на отчетную дату. Иностранные резервы складываются из монетарного золота, специальных прав заимствования (СДР), резервной позиции в МВФ и иностранной валюты. Иностранная валюта охватывает валютные активы Банка России и Минфина РФ в форме наличных денег, обратных репо с нерезидентами, банковских депозитов в банках-нерезидентах (с рейтингом не ниже А по классификациям Fitch IBCA и Standard and Poor's или A2 по классификации Moody's, а также государственных и других ценных бумаг, выпущенных нерезидентами, имеющих аналогичный рейтинг. Из перечисленных активов, начиная с 1 сентября 1999 г., вычитается сумма, эквивалентная остаткам в иностранной валюте на корреспондентских счетах банков-резидентов в Банке России, кроме средств, предназначенных для обслуживания государственного внешнего долга, выданных Внешэкономбанку Банком России. Начиная с публикации данных по состоянию на 12 ноября 1999 г., в составе валютных резервов не учитываются активы, размещенные в банках-нерезидентах, в уставном капитале которых Центральный банк РФ имеет доленое участие. Данные о состоянии иностранных резервов с разбивкой по видам активов публикуются на еженедельной основе.

Для чего вообще необходимы иностранные резервы? Можно выделить несколько причин, по которым центральный банк держит резервы (для упрощения будем считать, что держателем резервов выступает только центральный банк без министерства финансов):

- формальное обеспечение внутренней валюты;
- инструмент проведения валютной политики, прежде всего, регулирования волатильности и уровня валютного курса;
- обеспечение ликвидности на финансовых рынках в ходе кризисов;
- обслуживание валютных обязательств;

- возможный источник оплаты избыточных расходов правительства;
- потенциальный инвестиционный фонд страны.

Чаще всего международные резервы служат символом и гарантом ее стабильности национальной денежной системы. В ходе азиатского кризиса страны с избыточными резервами никак не были затронуты финансовыми потрясениями, в то время как страны с их дефицитом были вынуждены провести девальвации. Финансовые неприятности 1990-х гг. заставили центральные банки активно наращивать свои резервы. Увеличение международных резервов также настоятельно рекомендовал МВФ, средств которого явно не хватало. После азиатского кризиса подавляющее большинство стран учло уроки финансовых потрясений и увеличило иностранные резервы почти вдвое. Например, Гонконг нарастил резервы с \$68 млрд. до \$96 млрд., Южная Корея - с \$33 млрд. до \$74 млрд., Мексика - с \$23 млрд. до \$31 млрд. и т.д. В настоящее время центральные банки считают, что чем больше резервов, тем лучше.

2. Оптимальный уровень резервов

Однако накопление огромных резервов делает их избыточными и неэффективными. Можно ли рассчитать оптимальный уровень резервов? Он зависит от многих факторов, например, от волатильности реального сектора экономики. Факторы, влияющие на объем резервов можно определить исходя из причин, по которым денежные власти держат резервы.

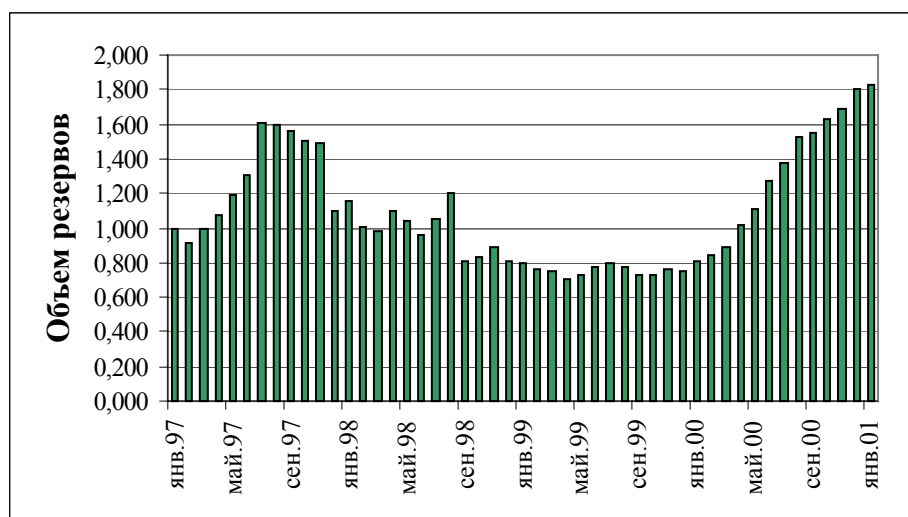
- **Валютный режим и политика валютного курса.** Центральные банки, действующие в условиях фиксированного валютного курса, нуждаются в более объемных резервах. При плавающем валютном курсе резервы могут зависеть от волатильности курса. Характерен опыт Канады, где с апреля 1995 г. по сентябрь 1998 г. Банк Канады использовал т.н. «зону невмешательства». Специалисты Банка разработали «программу интервенций», согласно которой центральный банк не вмешивался на валютный рынок, если поведение валютного курса находилось в заданном диапазоне. Применение «зону невмешательства» позволило Банку Канады сократить число интервенций с более чем 50% до 9% случаев и сохранить международные резервы.
- **Стабильность и развитость финансовой системы.** Центральному банку приходится обеспечивать ликвидность на финансовых рынках в ходе кризисов при помощи продажи или скупки резервов, если рынки недостаточно развиты и отсутствуют другие каналы помощи финансовым институтам. Кроме того, во многих странах, например в Бразилии, банковский сектор настолько слаб, что он не может использоваться в качестве трансмиссионного канала денежно-кредитной политики. В таких случаях денежные власти вынуждены использовать валютные интервенции как основной инструмент денежно-кредитной политики.
- **Внешнеэкономическая позиция страны.** Больше резервов необходимо для государств с дефицитом текущего счета, недиверсифицированным экспортом и имеющим слабых торговых партнеров, от которых может передаться вирус кризиса. Для высоко открытых экономик состояние текущего счета платежного баланса определяет макроэкономическую ситуацию в стране. Если внешнеэкономическая конъюнктура складывается не в пользу национальным интересам, центральный банк расходует резервы для покрытия платежного дисбаланса.
- **Международные финансовые потоки.** Страна может обладать не только внешнеторговой, но и финансовой открытостью. Если в экономике высока доля иностранных инвестиций (или, наоборот, доля инвестиций за рубежом), то внутренние процентные ставки, спрэды, цены на реальные активы и потоки капитала оказываются зависимыми от международного финансового рынка.

Кризис в стране или группе стран вынуждает инвесторов пересмотреть свои портфели из-за требований риск-менеджмента, ликвидности или по другим причинам. Если инвесторы осуществляют региональную диверсификацию вложений среди стран, которые между собой тесно связаны, они будут изымать инвестиции из всего региона сразу. Таким образом, сильные финансовые связи со страной, выступающей главным региональным кредитором, ведут к повышенной финансовой и валютной нестабильности. Центральный банк сталкивается с проблемой импортируемой инфляции и высокой волатильности валютного курса. По этой причине, чем ниже финансовая открытость экономики, тем меньше резервов нужно властям. В меньших резервах испытывают также потребность страны с легким доступом на международные финансовые рынки. Они могут себе позволить пренебречь консервативной политикой управления резервами.

Банк России считает накопление международных резервов одной из своих стратегических задач. С 1 января 1997 г. по 1 января 2001 г. он увеличил объем резервов на 82%. Рисунок 1 иллюстрирует динамику иностранных резервов ЦБ РФ. Объем резервов 1 января 1997 г. был принят за единицу. Минимального значения они достигли в апреле 1999 г., опустившись до \$10,7 млрд. Через два года, в марте 2001 г., они возросли почти в три раза, увеличившись до \$30 млрд. Можно ли сказать, что резервы Банка России достаточны или нет?

Рисунок 1.

Индекс динамики иностранных резервов РФ в 1997-2000 гг.



Некоторые экономисты полагают, что не существует никакого определенного способа рассчитать оптимальный уровень иностранных резервов. 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 т.н. «мягких» экономических переменных, таких как репутация властей или кредитная история страны. Другой вариант рыночной оценки адекватности – сопоставление объемов резервов разных стран. В последнем случае возникает своеобразная проблема конкуренции резервов на международной арене. Из-за того, что нет четкого критерия адекватности, власти вынуждены соревноваться друг с другом по уровню резервов с тем, чтобы не показаться инвесторам ущербными и не попасть под спекулятивную атаку. В конечном счете, подобная конкуренция резервов может привести к накоплению никому не нужного избытка резервов с низкой экономической эффективностью.

Большинство центральных банков стремится иметь такой объем резервов, который позволит им держать под контролем на валютном рынке обменный курс национальной

денежной единицы. Девальвация или резкое обесценение валюты может спровоцировать т.н. кризис ликвидности, когда из-за одномоментного падения доходов в национальной валюте страна не имеет достаточно денег для текущего обслуживания внешней задолженности. На практике, однако, сложно выявить четкую связь между уровнем резервов и потенциальной уязвимостью страны к кризисам ликвидности. Экономисты Банка Международных Расчетов попытались обнаружить положительную корреляцию между ними, но у них мало что вышло¹. В Латинской Америке они нашли легкую положительную связь иностранных резервов с кризисом, а в Азии связь оказалась отрицательной. Эти результаты, полученные с помощью достаточно грубой регрессионной оценки, предполагают, что правительства не должны принуждать центральные банки держать больше резервов для предотвращения будущих финансовых проблем.

3. Издержки обладания резервами

Сторонники принципа «чем больше резервов, тем лучше» не правы, в связи с тем, что существуют издержки обладания резервами. Оценить их довольно трудно из-за сложностей расчета издержек, называемых альтернативными. **Альтернативные издержки** (opportunity costs) представляют собой максимальный доход, упущенный экономическим субъектом в результате принятия им какого-либо решения. Например, в случае хранения наличных денежных средств альтернативные издержки могут равняться номинальной процентной ставке по банковскому вкладу. Откуда берутся резервы у центрального банка? Увеличение иностранных резервов происходит из избытка по текущему счету платежного баланса. В страну поступает валютная выручка от экспортных операций. Она может так и остаться в виде иностранных платежных средств и осесть в «закромах» центрального банка, а может быть обменена на национальную валюту и пущена в хозяйственный оборот на цели воспроизводства. В первом случае деньги остаются для экономики обездвиженными и не приносят на текущий момент времени никакой выгоды, во втором случае они используются для внутренних инвестиций и способствуют экономическому росту. Таким образом, накопление иностранных резервов эквивалентно снижению нормы внутренних инвестиций.

Как можно было бы оценить альтернативные издержки от обладания резервами в российском случае? Предположим, что резервы не копятсЯ ЦБ РФ, а инвестируются им в экономику. Потенциальный доход, который мог бы быть получен от таких инвестиций и составляет альтернативные издержки. Основная проблема их оценки заключается в том, какую выбрать ставку доходности? Можно гипотетически предположить, что резервами инвестируются в отечественную промышленность и используются на пополнение оборотного капитала. Тогда исходя из рентабельности текущих затрат в российской промышленности (отношения прибыли к себестоимости) отдача от резервов будет составлять порядка \$3,6 млрд. в год. Можно ориентироваться на ведущую процентную ставку страны – ставку рефинансирования ЦБ РФ (с ноября 2000 г. она составляет 25% годовых). В таком случае размещение резервов на внутреннем рынке означает процентный доход в \$7,5 млрд. в год! Сумма крайне ощутимая, учитывая что прямые иностранные инвестиции снизились с \$3,3 млрд. в 1999 г. до \$2,7 млрд. в 2000 г.

Однако из-за спорности расчета альтернативных издержек чаще прибегают к расчету **квазифискальных издержек** (quasi-fiscal costs). Скупая на рынке валютную выручку, центральный банк автоматически печатает деньги. При большом и постоянном избытке по текущему счету платежного баланса денежная эмиссия заканчивается инфляцией. Обычно центральный банк выходит из положения, ослабляя валютный контроль или увеличивая обслуживание внешнего долга, что способствует оттоку валюты

¹ Hawkins J. and Klau M. Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies. *BIS Working Paper*, 2000.

из страны. К последнему средству, - обслуживанию внешней задолженности, - обратилась в 2001 г. Россия, чтобы не допустить всплеска инфляции. Однако чаще всего страны прибегают к стерилизованным интервенциям, которые поглощают денежную эмиссию. Приобретенная валюта, в свою очередь, не лежит на счетах, а инвестируется в иностранные активы, ценные бумаги с высоким кредитным рейтингом и низким процентным доходом. Для национальных властей складывается отрицательная разница в доходах: иностранные активы приносят низкий процент, а государственные ценные бумаги – высокий. В некоторых странах, где внутренние процентные ставки ниже международных (например, в Японии, Китае и Сингапуре), отрицательного дохода нет, но такие случаи встречаются крайне редко. Каковы квазифискальные издержки для России? Краткосрочная процентная ставка по годовым векселям Казначейства США в четвертом квартале 2000 г. колебалась в диапазоне 4,81% - 6,09%. А доходность долларовых еврооблигаций Минфина РФ с ближайшим сроком погашения в ноябре этого года варьируется от 8% до 12%. Процентный дифференциал составляет 3,19% - 5,91%. Иными словами, Россия теряет на разнице в ставках \$957 млн. - \$1773 млн. в год.

4. Оценка адекватности резервов для системы валютного правления

Самый простой способ определения достаточности резервов разработан для **валютного правления** (currency board). Еженедельник «БиБ» уже неоднократно писал об этой системе². В Болгарии, Аргентине и Гонконге, где действует валютное правление, денежные власти обязаны при предъявлении первого требования свободно конвертировать по фиксированному курсу обмена эмитированные банкноты и монеты в иностранную валюту или другой внешний резервный актив. Обычно в системе валютного правления отсутствуют государственное казначейство и обязательные резервные требования для банков, в результате чего денежная база сокращается до агрегата наличных денег. Для нормального функционирования валютному правлению необходимы резервы, полностью обеспечивающие денежную базу. Во всех странах с валютным правлением был введен законодательно закрепленный минимальный резервный коэффициент покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами. Таким образом, критерием достаточности резервов у валютного правления выступает, чаще всего, денежный агрегат M0 (см. табл. 1).

На рисунке 2 представлен график достаточности иностранных резервов РФ с точки зрения валютного правления. Вплоть до лета 1998 г. ЦБ обладал недостаточными резервами для покрытия M0. В среднем коэффициент обеспечения составлял 0,87, колеблясь от 0,69 до 1,05. После августовского кризиса и скачка курса доллара ценность резервов резко возросла, что и отображено на рисунке 2. Пост-кризисный период вплоть до начала 2000 г. характеризуется новым уровнем стабильности. Среднее значение коэффициента обеспечения составляло 1,39, а его колебания варьировались в диапазоне от 1,31 до 1,53. С начала 2000 г. резервы растут, обеспеченность M0 повышается, и формально ЦБ РФ обладает вроде бы даже избыточными резервами. Однако на самом деле проблема адекватности не решается, поскольку в случае бегства вкладчиков иностранных резервов не хватит для обмена их на деньги, снятые с банковских депозитов. Хотя Центральный Банк РФ и гордится тем, что у него много резервов, тем не менее, при наступлении валютного, а за ним и масштабного банковского кризиса у ЦБ РФ недостаточно резервов для удержания курса рубля и он рухнет до 40 руб./доллар США³.

² Моисеев С. Банк России в роли валютного правления? // «Бизнес и банки», 2000. - №37-38, с.1-2. Моисеев С. Нужен ли России центральный банк? // «Бизнес и банки», 2001. - №3, с.6-7.

³ Моисеев С. Банк России в роли валютного правления?

Оценка достаточности иностранных резервов РФ с точки зрения валютного правления

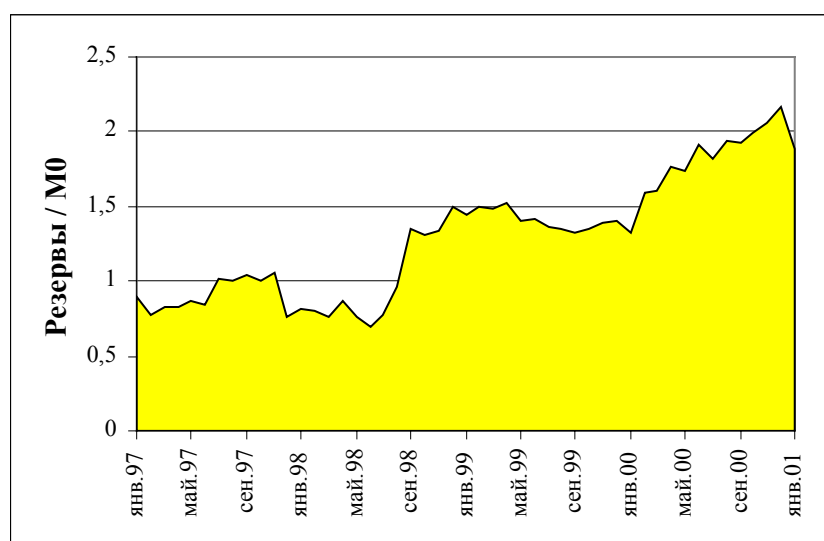


Таблица 1.

Резервные характеристики валютных правлений

Валютная зона	Минимальный резервный коэффициент*
Аргентина	М0
Восточно-Карибский валютный союз	60% М0
Бруней	70% обязательств до востребования центрального банка
Босния	100% денежных обязательств центрального банка
Джибути	100% наличных денег в обращении
Эстония	М0, исключая сертификаты центрального банка
Гонконг	105% наличных денег в обращении
Литва	М0

* Объем покрытия резервами одного из денежных агрегатов. В связи с тем, что каждая страна имеет свою собственную классификацию денежных агрегатов, их названия и структура не совпадают с традиционным международным определением.

5. Правила экономической политики

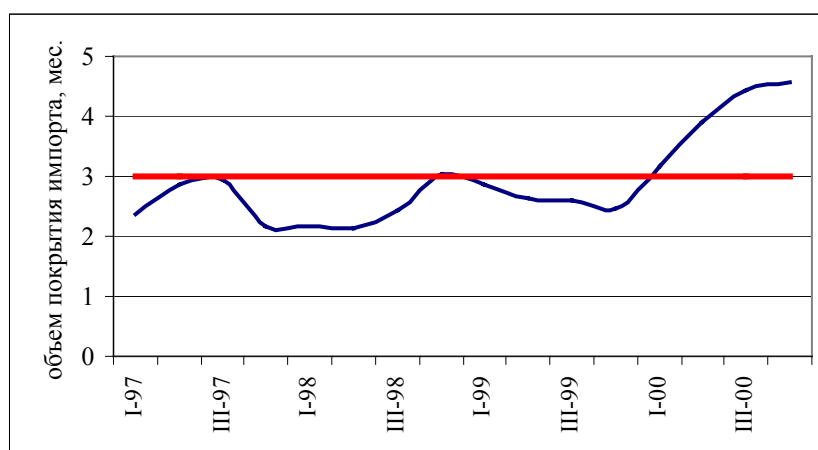
В зарубежной науке и практике большую популярность имеют правила экономической политики (policy rule). Например, в условиях таргетирования инфляции согласно правилу данного режима денежно-кредитной политики инструмент центрального банка (процентная ставка или денежный агрегат) с учетом гэта ВВП используется таким образом, что он отвечает на изменение инфляции. Наибольшую известность получили Правило Тэйлора и Правило Хендерсона-МакКиббина, где инструментом служит процентная ставка, а также Правило МакКаллама, в котором инструментом является денежная база. В нашем случае правило представляет собой специфическую формулу, по которому можно определить достаточный уровень иностранных резервов центрального банка. Согласно наиболее распространенному правилу расчета по импорту, размеры резервов соотносятся с показателями внешней торговли. По методологии МВФ достаточным является уровень резервов, который соответствует трехмесячному импорту, рассчитанному как среднеарифметическое от объема импортных поступлений по месяцам. Этот показатель применяется, прежде всего, в отношении развивающихся стран, экономика которых находится в большей зависимости от импорта товаров и услуг, а экспортные доходы являются стабильными (за счет сырьевого экспорта, который более-менее постоянен). На чем основывается привязка оценки резервов к внешней торговле? Ответ на вопрос кроется в истоках Бреттон-Вудской валютной системы. По ее правилам

если в стране существовал большой и постоянный дефицит баланса текущих операций, то в соответствии с тогдашним Уставом МВФ она находится в состоянии фундаментального неравновесия, что могло быть чревато проведением девальвации. В ту эпоху финансовые операции не имели такого масштаба как сейчас (особенно операции с дериватами), и во внешнеторговых сделках доминировала торговля. В случае ухудшения торгового баланса владельцы активов в национальной валюте начинали беспокоиться и переводить свои средства в другие валюты. Чтобы сохранить фиксированный обменный курс по отношению к золотому паритету (точнее - к доллару США) национальному центральному банку приходилось продавать долларовые активы. По этой причине состоянию счета текущих операций платежного баланса придавалось большое значение, и размеры иностранных резервов привязывались к торговому балансу. Хотя Бреттон-Вудской системы давно уже нет, методология осталась. Чешский Национальный Банк поддерживает иностранные резервы на уровне трехмесячного импорта. Центральный банк Чили согласно правилу расчета по импорту обладает резервами, равные по объему пяти-шести месячному импорту, а Национальный Банк Польши - шестимесячному импорту.

В 1997-99 гг. Банк России по критерию импорта обладал явно недостаточными резервами (см. рис. 3). Они покрывали в среднем лишь 2,6-месячный импорт. К объему трехмесячного импорта они приближались дважды: в третьем квартале 1997 г. и четвертом квартале 1998 г. Начиная с 2000 г. резервы Банка России демонстрируют устойчивую динамику роста. К началу 2001 г. они достигли отметки 4,5-месячного импорта. Нестабильная конъюнктура сырьевых рынков и сильная зависимость от них экспортной валютной выручки определяют высокую волатильность резервов Банка России. В связи с тем, что их динамика определяется торговым балансом, на взгляд автора, в условиях высокой изменчивости и неопределенности мирового рынка имеет смысл ориентироваться не на трехмесячный показатель, как в Чехии, а на шестимесячный – как в Чили и Польше. Для накопления таких резервов Банку России еще потребуется около года при сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры сырьевых рынков.

Рисунок 3.

Оценка достаточности иностранных резервов РФ согласно правилу расчета по импорту



6. Оптимальный уровень резервов с учетом обслуживания внешнего долга

Правило расчета по импорту долгое время являлось традиционным ориентиром для центральных банков. В апреле 1999 г. на саммите, прошедшем в Бонне для стран Группы тридцати трех (G33), заместитель министра финансов Аргентины, П. Гвидотти, предложил новое правило, получившее позднее его имя. **Правило Гвидотти** (Guidotti rule) разрекламировал глава ФРС США А. Гринспен. Выступая перед одним из комитетов Конгресса США, он предложил использовать правило, согласно которому резервы

должны покрывать годовой объем внешнего долга. Если говорить более точно, Правило Гвидотти рекомендует, чтобы необходимые иностранные резервы, включая все доступные кредитные линии, покрывали выплаты по основной сумме внешнего долга и проценты по нему на следующий год. Иногда Правило Гвидотти выражают как «способность жить без новых внешних заимствований вплоть до одного года». Новое правило идеализирует ситуацию в экономике, вводя ряд допущений. Предполагается, что текущий счет сбалансирован и помимо кредитных сделок отсутствуют прочие финансовые операции, не предусмотрена возможность бегства капитала. Однако насколько адекватно такое упрощение? Экономисты МВФ М. Бюссьер и К. Мюльдер применив Правило Гвидотти к реальным данным, пришли к выводу о его крайней эффективности. Было обнаружено, что рассчитываемый показатель является одной из немногих ключевых переменных, способных предсказать финансовый кризис: «высокая ликвидность (представленная как уровень резервов к краткосрочному долгу) может компенсировать слабые фундаментальные макроэкономические факторы (представленные как дефицит текущего счета и рост реального валютного курса) и ограничить уязвимость страны в период инфекции кризиса»⁴. Примечательно, что другие переменные, такие как импорт, денежная база или денежное предложение, гораздо хуже предсказывают финансовые кризисы, чем отношение резервов к краткосрочному долгу. Иными словами, преимущества использования Правила Гвидотти превосходят выгоды от применения правила расчета по импорту и показателя адекватности резервов для валютного правления.

Какова ситуация с резервами Банка России с точки зрения Правила Гвидотти? В 1999 г. правительство могло жить без забот: объем выплат по краткосрочному долгу равнялся нулю. По состоянию на октябрь 2000 г. правительству необходимо было изыскать \$7,4 млрд (см. табл. 2.). Фактически большую часть суммы предоставил ЦБ РФ в виде кредита Минфину РФ. Объем выплат по государственному внешнему долгу в 2000 г. составляет порядка \$10 млрд. Наибольший пик приходится на 2003 г., о котором говорят как о годе нового кризиса. Правительству предстоит изыскать \$18 млрд. Если исходить из Правила Гвидотти и текущих темпов роста резервов, то Банку России на сегодня необходимо иметь резервы где-то на уровне \$40 млрд.

Правило Гвидотти, можно превратить в многофакторную модель. В оригинале оно уделяет внимание только одному типу внешних выплат. Модификация может состоять в добавлении в расчетную формулу прогноза дефицита текущего счета платежного баланса, а также других финансовых обязательств и вероятности требований по ним. Например, экономист Резервного Банка Индии, И. Редди, скомбинировал Правило Гвидотти и правило расчета по импорту, в результате получился **критерий Редди (Reddy Criterion)**: покрытие резервами трехмесячного импорта плюс годовых выплат по государственному и частному внешнему долгу, включая проценты⁵. Как видно, И. Редди учел недавний опыт финансовых потрясений – ведь причиной азиатского кризиса послужили избыточные долги не столько государства, сколько частного сектора. В настоящее время критерий Редди используется центральным банком Индии.

Опираясь на теоретические предпосылки, лежащие в основе правила Редди, Банку России необходимо своими резервами покрывать следующие компоненты:

- объем шестимесячного импорта: \$32-\$40 млрд.;
- выплаты в 2000 г по государственному внешнему долгу: \$10 млрд.;
- статистика выплат по частному внешнему долгу неизвестна, но можно учитывать, во-первых, как индикативный показатель объем бегства капитала, а во-вторых, международную инвестиционную позицию банковской системы РФ.

⁴ Bussière M. and Mulder C. External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion. *IMF Working Paper* №88, 1999.

⁵ Reddy Y. External debt policies in emerging economies: new dimensions // «*Reserve Bank of India Bulletin*», July 1999. - pp 951–956.

Согласно Посланию Президента объем бегства капитала составляет около \$20 млрд. в год. Международная инвестиционная позиция банковской системы РФ: по состоянию на 1 января 2001 г. характеризуется следующими обязательствами:

- краткосрочные портфельные инвестиции в российские долговые ценные бумаги: \$302 млн.
- краткосрочные ссуды и займы России: \$1150 млн.
- задолженность Банка России перед МВФ: \$2905 млн.
- просроченная задолженность: \$756 млн.
- прочие краткосрочные обязательства: \$234 млн.

Всего, текущие международные обязательства - \$5347 млн.

Итого, **оптимальный уровень резервов Банка России на 2001 г. составляет \$45-\$55 млрд.**, что сопоставимо с объемом иностранных резервов стран Азиатского региона, пострадавших в ходе недавнего кризиса.

Таблица 2.

Внешний долг центрального правительства,
включая задолженность Министерства финансов Банку России,
в млрд.долл.США.

Статья	Июль 1999 г.	Октябрь 2000 г.
Внешний долг, всего	159.7	143,5
<i>в т.ч.</i>		
со сроком погашения 1 год и менее	0	7,4
Займы, вкл. задолженность Банка России перед МВФ	126.1	90,0
Ценные бумаги	33.6	53,5
в т.ч. ОВВЗ и еврооблигации	11.1	36,3

Примечание: С 01.01.1999 облигации ВВЗ включаются во внешний долг.

7. Валютная либерализация и перспективы международных резервов РФ

В начале апреля 2001 г. Президент В.Путин в своем Послании Федеральному Собранию огласил курс на валютную либерализацию. Примечательно, что во всем экономическом блоке Послания только валютная либерализация оговорена четко, а такие темы как структурные реформы, реструктуризация монополий и пр. очерчены весьма смутно. Более конкретно, В.Путин заявил: «... нет смысла цепляться за неработающие ограничения в валютной сфере... пора пересмотреть сами принципы валютного регулирования, приближая их к общепринятым в мировой практике». Хотя специалисты соответствующего департамента ЦБ РФ в журнале «Деньги и кредит» и занимаются рекламой организованного ими валютного контроля, в окружении Президента отечественное валютное регулирование считают бесполезным и вредным. Авторство идеи валютной либерализации, по всей видимости, принадлежит экономическому советнику Президента А.Илларионову, известного своими идеями сокращения государственного вмешательства на рынке. В настоящее время предложено несколько изменений в системе валютного регулирования и валютного контроля:

- снижение или полная отмена норм обязательной продажи валютной выручки от экспорта;
- отмена ограничений на покупку иностранной валюты юридическими лицами-резидентами;
- либерализация режима расчетов по внешнеторговым операциям (увеличение сроков репатриации валютной выручки, отмена обязательного депонирования средств по импортным авансам и др.);

- предоставление права свободной конверсии по всем типам счетов, открытых нерезидентами в российских банках;
- переход от предварительного к последующему валютному контролю по операциям с капиталом, упрощение (отмена) процедур лицензирования его вывоза.

Специалисты Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования при ИНИ РАН рассчитали масштабы воздействия мер дерегулирования валютных операций на платежный баланс и резервы ЦБ РФ. Анализ показал, что помимо сокращения, обусловленного макроэкономическими факторами, Банк России благодаря либерализации может дополнительно лишиться \$5-\$8 млрд. (см. табл. 3). Как уже было показано, отечественные резервы должны составлять не менее \$45-\$55 млрд., поэтому никакого запаса прочности у ЦБ РФ в действительности не существует. Для России уровень и динамика резервов определяются, преимущественно, тремя факторами: сальдо торгового баланса, обслуживанием внешнего долга, оттоком капитала за рубеж. В ближайшие годы два из этих факторов будут изменяться в неблагоприятную сторону. Сальдо торгового баланса может сократиться с \$60 млрд. (2000 г.) до \$40-\$45 млрд. в 2001 г. и \$35-\$40 млрд. в 2002-2004 гг. Объем выплат по государственному внешнему долгу возрастет с \$10 млрд. в 2000 г. до \$18 млрд. в 2003 г. Если бегство капитала сохранится неизменным, то уже в 2002 г. снижение резервов может составить \$5-\$7 млрд., а в 2003-2004 гг. – ежегодно \$7-\$9 млрд. В итоге в 2004 г. уровень резервов может реально упасть ниже \$10 млрд. У властей останутся три варианта развития событий: либо сокращение резервов до уровня \$10-\$15 млрд., или крупномасштабные внешние заимствования, либо очередная девальвация рубля. На взгляд автора, если и имеет смысл менять валютное регулирование, то не в направлении тотальной либерализации, а преобразуя его в чилийскую систему ограничения движения капитала, которая позволит изменить международные финансовые потоки и снизить уязвимость страны к кризисам⁶.

Таблица 3.

**Оценка снижения иностранных резервов
при реализации мер по дерегулированию валютных операций,
млрд. долл.**

Меры	Ожидаемое снижение резервов	
	вариант снижения норм обязательной продажи экспортной выручки	Вариант отмены ограничений для резидентов на приобретение валюты
Снижение норм обязательной продажи валютной выручки от экспорта с 75 до 50%	2,0-2,5	–
Предоставление юридическим лицам (резидентам) права приобретения валюты для целей, не связанных с импортом и погашением внешней задолженности	–	3,0-4,0
Увеличение сроков репатриации валютной выручки до 6 мес. и отмена обязательного депонирования средств при покупке валюты под авансируемый импорт	1,9-2,4	1,9-2,4
Предоставление права свободной конверсии по всем типам счетов, открытых нерезидентами в российских банках	1,1-1,6	1,1-1,6
ВСЕГО	5,0-6,5	6,0-8,0

⁶ См. Моисеев С. Контроль за движением капитала: концепция экономической политики // «Бизнес и банки», 2001. - №13, с.1-3.