

ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

Научно-практический
и информационно-аналитический сборник
Периодичность – 1 раз в месяц

4 (4) – 2008 апрель

Подписка во всех отделениях связи:

- индекс 80628 – каталог агентства «Роспечать»
- индекс 44368 – каталог УФПС РФ «Пресса России»

Журнал зарегистрирован в Министерстве Российской Федерации по делам печати, телерадиовещания и средств массовых коммуникаций.

Свидетельство о регистрации ПИ № ФС 77-29584.

Учредитель:

ООО Информационный центр «Финансы и Кредит»

Издатель:

ООО «Издательский дом «Финансы и Кредит»

Главный редактор:

В.А. Горохова

Зам. главного редактора:

С.И. Гализдр

Редакционный совет:

Н.В. Бекетов, д.э.н., профессор, директор Научного центра социально-экономических и гуманитарных исследований Якутского государственного университета

Н.Ю. Борисенко, к.э.н., начальник Управления

информационно-аналитических систем ОАО «Газпром»

А.В. Гукова, д.э.н., профессор,

директор Высшей школы бизнеса

Волгоградского государственного университета

В.А. Кабашкин, д.э.н., профессор, главный инспектор

Счетной палаты Российской Федерации

М.Ю. Матовников, к.э.н., генеральный директор

ООО «Интерфакс – Центр экономического анализа»

А.Г. Перевозчиков, д.ф.-м.н., профессор, академик РАЕН,

директор по производству ООО «РАО КЭС»

Верстка: М.С. Гранильщикова

Корректор: А.М. Лейбович

Редакция журнала:

111401, Москва, а/я 10

Телефон/факс: (495) 621-91-90, 621-69-49, 621-72-79

Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>

E-mail: post@fin-izdat.ru

© ООО «Информационный центр «Финансы и Кредит»

© ООО «Издательский дом «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 14.04.2008. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 11,5 п.л. Тираж 1 780 экз.

Отпечатано в ООО «ГЕО-ТЭК», г. Красноармейск

Сборник включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

Статьи рецензируются.

Перепечатка материалов, опубликованных в сборнике «Финансовая аналитика: проблемы и решения», допускается только с письменного разрешения редакции.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.

Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели.

СОДЕРЖАНИЕ

Экономика России: тенденции и перспективы

- М.Ю. Малкина. Анализ динамики объемов и структуры золотовалютных резервов государств: в поисках экономической стратегии 2
- А.В. Мартянов. Возможности использования достижений новой ортодоксальной теории в современной долговой стратегии..... 17

Стратегия развития региона

- В.А. Кабашкин, А.В. Кабашкин. Анализ основных форм государственно-частного партнерства для оптимизации финансовой устойчивости региона..... 25

Фондовый рынок

- К. Бонд, А. Кузнецов. Время покупать 33

Банковский сектор

- Н.В. Бекетов. Оценка факторов операционного риска коммерческих банков 38
- Е.В. Богопольская. Повышение роли рефинансирования коммерческих банков в современной экономике..... 42

Аналитический обзор

- Денежно-кредитная политика, ситуация на внутренних финансовых рынках и состояние банковского сектора по итогам января 2008 г. 49
- Денежно-кредитная политика, ситуация на внутренних финансовых рынках и состояние банковского сектора по итогам февраля 2008 г. 56

Инвестиционный анализ

- Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин. Методика внешнего анализа инвестиционной привлекательности организации – эмитента корпоративных финансовых инструментов..... 62

Налоговое планирование

- Н.В. Николаев. Методологические проблемы международного налогового планирования в условиях внешнеэкономической деятельности предприятий 69

Оценка стоимости бизнеса

- О.Ю. Батурина, А.Г. Перевозчиков. Об одном способе внесения корректировок на разность площадей аналогов в методе прямого сравнения продаж 77

Сбалансированная система показателей

- С.И. Крылов. Формирование финансовой составляющей сбалансированной системы показателей и анализ входящих в нее показателей..... 80

Форумы. Съезды. Конференции

- X Всероссийская банковская конференция «Взаимодействие Банка развития и коммерческих банков в реализации региональных инвестиционных программ»..... 89

В записную книжку

- Курсы иностранных валют Банка России с 16.02.2008 по 15.03.2008 92

Уважаемые читатели!

Журнал «Финансовый аналитик» указан в каталогах Агентства «Роспечать» и УФС РФ «Пресса России» под индексами 80628 и 44368 соответственно.

Правильное название периодического издания – сборник «Финансовая аналитика: проблемы и решения».

Содержание сборника полностью соответствует заявленной аннотации журнала.

Редакция приносит свои извинения.

Экономика России: тенденции и перспективы

АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ОБЪЕМОВ И СТРУКТУРЫ ЗОЛОТОВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ ГОСУДАРСТВ: В ПОИСКАХ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТРАТЕГИИ

М. Ю. МАЛКИНА,

доктор экономических наук, профессор,
заведующая кафедрой теории экономики
Нижегородского государственного университета
им. Н. И. Лобачевского

К настоящему времени многие государства мира, в том числе Россия, накопили колоссальные золотовалютные резервы. Более того, доли различных стран в запасах мировой ликвидности в последние годы существенным образом изменились, произошли значительные сдвиги и в структуре самих резервов. Золотовалютные резервы государств следует рассматривать как страховой запас, предотвращающий национальные экономики от разного рода макроэкономических рисков, поэтому их достаточность оценивается через соотношение с другими макроэкономическими параметрами: ВВП, импортом, внешним долгом, денежной массой. В то же время золотовалютные резервы сами находятся под угрозой воздействия рисков мирового масштаба, что корректирует постановку проблемы управления ими. Наш анализ показывает, что в управлении валютными резервами в настоящее время в большей степени прослеживается пассивное приспособление многих стран к сложившейся мировой конъюнктуре, нежели наличие какой-то рациональной стратегии поведения, и это скорее спасает мировую валютную систему от приближающегося кризиса, нежели ускоряет его. Посредством абсорбирования мировой ликвидности такие страны, как Китай, Япония, Россия, способствуют искусственному поддержанию курсов резервных валют, что может расцениваться и как желание выиграть время, отсрочив или растянув обесценивание накопленной ликвидности, и как некое антиципируемое поведение, основанное на ожидании перемен в мировой конъюнктуре.

В основу расчетов, представленных в данной статье, положены официальные данные Международного валютного фонда, Всемирного банка, Всемирного золотого совета, Европейского центрального банка, Центрального банка РФ, Федеральной службы государственной статистики [1–8].

Динамика золотовалютных резервов: тенденции XXI в.

В последние 7 лет наблюдается значительное увеличение мировых золотовалютных резервов. Только за период 2000 — 2006 гг. их рост составил 2,6 раз (а валютных резервов без учета золотой составляющей — 2,7 раза). За то же время мировой ВВП увеличился всего лишь в 1,6 раза. Так, в 1995 г. отношение резервов к ВВП в мировом масштабе составляло 6,1 %, в 1999 г. — 6,8 %, в 2006 г. — уже 11,5 %. Если в качестве точки отсчета брать 1981 г., начиная с которого мы располагаем соответствующей информацией, в 2000 — 2006 гг. наблюдался второй по счету существенный всплеск относительного показателя валютных резервов в мировой экономике (рис. 1). Первый всплеск с меньшими темпами прироста этого показателя пришелся на 1993 — 1999 гг. Более того, оба всплеска хорошо вписываются в полиномиальное распределение, которое совмещает в себе экспоненциальную тенденцию роста с колебаниями в цикле. До 1993 г. увеличение валютной составляющей резервов «гасилось» за счет уменьшения золотой составля-

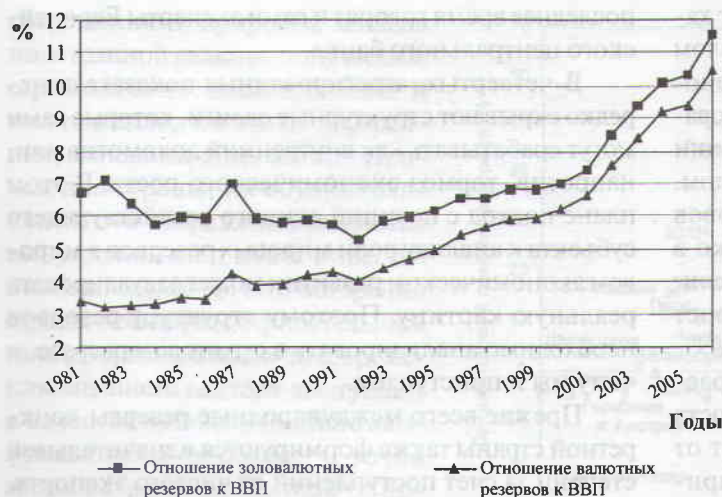


Рис. 1. Отношение мировых резервов к ВВП

юшей, поэтому относительное значение золотовалютных резервов имело тенденцию падать, хотя и в том периоде наблюдались свои циклические спады и подъемы.

Более быстрое увеличение запасов мировой ликвидности, по сравнению с ростом самой мировой экономики, в течение почти полутора десятилетий, и особенно в XXI в. — феномен, требующий тщательного исследования и глубокого объяснения. Если придерживаться кейнсианской экономической теории, расширив границы ее применения до объяснения процессов в мировой экономической системе, данное явление не такое уж благоприятное для экономического развития некоего совокупного хозяйствующего субъекта, представляющего собой закрытую систему. Согласно концепции Дж. М. Кейнса, рост сбережений отрицательно сказывается на национальном доходе и темпах экономического роста. Сбережения в концепции Дж. М. Кейнса рассматриваются как вычет из потребления, последнее является элементом совокупного спроса, к которому, в конечном счете, привязано также значение второго элемента совокупного спроса — инвестиций. Высказывание об отрицательном воздействии нормы сбережений на масштабы производства известно в экономической науке как «парадокс бережливости». Придерживаясь подобной позиции, можно утверждать, что накопление мировой ликвидности — своего рода косвенное свидетельство сдерживания роста мировой экономики в целом.

Оценить роль резервов именно как фактора сбережений и ограничения спроса, на наш взгляд, можно косвенным путем: через измерение их от-

носительного значения в процентах к денежной массе. Для этого были проведены дополнительные расчеты. По данным мировой статистики, отношение денежного агрегата М2 к мировому ВВП за период 2000 — 2006 гг. несколько снизилось — со 103 до 96 % [1]. Путем деления отношения резервов в процентах к ВВП на данный показатель получаем: доля резервов в процентах к денежной массе в целом в мире за указанный период увеличилась с 6,0 до 10,9 %. Поэтому можно утверждать, что произошло существенное увеличение нормы сбережений в форме международной ликвидности. Эти данные косвенно подтверждают правильность кейнсианской концепции: несмотря на увеличение темпов роста мировой экономики в XXI в., финансовый потенциал ее роста в целом был значительно выше.

Для выявления реальной связи мировых резервов и мирового развития нами были проведены исследования статистической связи двух показателей: годового темпа роста мировой экономики и годового прироста совокупных валютных резервов, измеренного в процентах к их значению в предыдущем периоде. При анализе данных за период 1981 — 2006 гг. коэффициент корреляции составляет 0,33. Сужение временного интервала приводит к незначительному увеличению показателя тесноты связи: в 2000 — 2006 гг. коэффициент корреляции равен 0,36. Корреляция темпа экономического роста и относительного показателя резервов в процентах к ВВП представляется более существенной: 0,40 и 0,49 соответственно за рассматриваемые периоды. Однако такого рода взаимосвязь, с нашей точки зрения, является менее корректной в экономическом смысле вследствие использования неоднородных величин.

Казалось бы, полученный результат не подтверждает предварительно выдвинутой гипотезы об отрицательной роли резервов для роста мировой экономики. Напротив, он косвенно свидетельствует о том, что увеличение резервов сопровождается ростом мировой экономики. Обнаруженный парадокс, видимое несоответствие известной теоретической концепции и практики можно объяснить несколькими причинами.

Во-первых, темпы экономического роста зависят не только от движения запасов ликвидности, выступающих элементом потенциального совокупного спроса, но и от факторов совокупного предложения: изменения доступных ресурсов и

их производительности. Также они зависят от характеристик макроэкономической среды в целом (циклических спадов и подъемов мировой экономики), особенностей государственного регулирования в отдельных странах и степени либерализации мирового экономического пространства в целом. Поэтому адекватно оценить значение резервов в развитии мировой экономики можно только в рамках многофакторной регрессионной модели, учитывающей влияние на экономический рост разных макропараметров.

Во-вторых, изменение резервов можно рассматривать и как причину, и как следствие роста экономики. Интерпретация резервов зависит от того, какой теоретической концепции мы придерживаемся. Если придерживаться кейнсианской концепции, то относительное увеличение резервов следует расценивать именно как упущенный потенциал мирового экономического роста. Если выступать в качестве адепта неоклассической концепции, то их следует трактовать как мощный антиинфляционный резервуар глобального характера, как накопленный в мировом масштабе инфляционный потенциал, отложенную инфляцию основных резервных валют.

В-третьих, чистый прирост запасов ликвидности формируется главным образом за счет мировой торговли, в отличие от притока капиталов из других стран, который носит чисто перераспределительный характер, а значит, изменяет лишь географическую структуру резервов и не влияет на совокупные запасы ликвидности. Следовательно, прирост резервов неявно включает ценовую (по сути инфляционную) составляющую, отражающую изменение ценовой конъюнктуры на мировых рынках торгуемых товаров. Изменение структуры цен в пользу основных экспортируемых товаров, улучшение показателя «условий мировой торговли», рассчитываемого как отношение средней цены экспорта к средней цене импорта, положительно сказывается на номинальных притоках ликвидности в странах, испытывающих позитивное влияние мировой конъюнктуры. При этом инфляционный рост резервов может сопровождаться колоссальным увеличением денежной массы в странах — эмитентах резервной валюты. Именно такое положение дел наблюдается сегодня у Европейского центрального банка. Как показывают наши расчеты, уровень монетизации, определяемый как отношение денежного агрегата М3 к номинальному ВВП, в целом по группе стран, входящих в еврозону, увеличился с 75 % в 2000 г. до 91 % в 2006 г. Об опасном росте денежной массы в

последнее время говорят и сами эксперты Европейского центрального банка.

В-четвертых, агрегированные показатели нередко скрывают структурные сдвиги, которые сами могут срабатывать как внутренний локомотив или, напротив, тормоз экономического роста. В этом плане подход с позиций единого хозяйствующего субъекта к анализу роли мировых резервов в мировом экономическом развитии может завуалировать реальную картину. Поэтому структуру резервов необходимо анализировать в страновом разрезе, к чему мы и приступаем.

Прежде всего международные резервы конкретной страны также формируются в значительной степени за счет поступлений от чистого экспорта. Последний является компонентом совокупного спроса, который, согласно той же концепции Кейнса, положительно влияет на уровень производства и национального дохода в стране — чистом экспортере, но отрицательно влияет на эти показатели в стране — чистом импортере. Иными словами, внешний спрос может выступать в качестве фактора роста национальных экономик. Одновременно в странах с экспортно ориентированным типом экономического роста должно наблюдаться увеличение валютных резервов.

Казалось бы, данное положение противоречит предыдущему кейнсианскому тезису об отрицательной роли сбережений в экономическом развитии. На самом деле это только видимость. Действительно, частные внутренние сбережения, осуществляемые в национальной валюте, являются прямым вычетом из потребления, не всегда превращающимся в источник инвестиций. Если они остаются в ликвидной форме наличности, то их связь с инвестициями утрачивается вообще, приросту наличности на руках у населения соответствуют нераспроданные товары, снижение общего спроса отрицательно сказывается на последующем экономическом росте. Частные внутренние сбережения в форме банковских вкладов через механизм финансового посредничества могут превратиться в инвестиции, частные внутренние сбережения в форме покупки ценных бумаг являются непосредственными инвестициями, так как осуществляются через прямой канал инвестирования, но их эффект будет меньше, так как в данном случае не задействован банковский мультипликатор. Итак, внутренние сбережения непосредственно инвестиционного характера проблем для экономики не создают, их создают те внутренние сбережения, чья связь с инвестициями является неоднозначной или утрачена вообще. Являются ли внутренними

сбережениями прироста запасов иностранной валюты, получаемые странами от внешней торговли? В том то и дело, что это не внутреннее, а внешние сбережения. Причем для страны, их осуществляющей, эти сбережения являются вынужденными и носят инвестиционный характер. С точки зрения страны-дебитора (с отрицательным сальдо торгового баланса) сбережения внешнего сектора выступают в качестве «утечек» (withdrawals) в национальном доходе. С точки зрения страны-кредитора (с положительным сальдо торгового баланса) сбережения внешнего сектора выступают в качестве дополнительных «инъекций» в национальном доходе.

Резервы монетарных властей, помимо того, что зачастую генетически связаны с внешним спросом на продукцию, включены в механизм экспансионистской кредитно-денежной политики государства. В стране, где приток валюты происходит за счет экспортного сектора экономики, официальные валютные резервы создаются посредством конвертации внешних обязательств иностранных государств во внутренние обязательства центрального банка данной страны, т. е. «обмениваются» на национальную денежную массу. Это равнозначно трансформации потенциального внешнего спроса во внутренний спрос, переходу от стимулирования зарубежной экономики к стимулированию отечественного производства. Данный механизм трансформации может эффективно сработать в национальных экономиках, где существует высокий потенциал роста, есть свободные ресурсы, отечественная продукция обладает достаточной конкурентоспособностью на внутреннем рынке и высока эластичность спроса на отечественную продукцию по доходам покупателей. Такое положение вещей характерно для Китая. В противном случае избыточная денежная масса вызывает два эффекта: 1) увеличение реального спроса на импортную продукцию, истощение резервов, 2) опережающий рост цен на внутреннем рынке на неторгуемые товары. Последнее характерно для России. Неслучайно в целях противодействия инфляционным последствиям использования валютного канала эмиссии значительная часть денежной эмиссии в России стерилизуется с помощью различных



Рис. 2. Изменение валютных резервов и экономический рост, средние годовые показатели, 2000 – 2006 гг.

каналов [9]. Следовательно, рост валютных резервов через трансмиссионный денежный механизм может в различной степени влиять на внутренний экономический рост той или иной страны.

Как показывает наш расчет по совокупности наиболее крупных национальных экономик (исследованием охвачено 71 государство: США, страны Европы, большинство стран Азии, Латинской Америки, Египет, ЮАР и некоторые другие государства), в 2001 – 2006 гг. коэффициент корреляции среднегодового темпа экономического роста и среднегодового прироста валютных резервов по всей совокупности составлял 0,52, что подтверждает нашу гипотезу о прямой связи двух показателей¹. Как видно из рис. 2, более значительный среднегодовой рост резервов в 2001 – 2006 гг. имел место в странах, демонстрировавших более высокие темпы экономического роста. В то же время попытка вычислить коэффициенты корреляции по указанной группе стран на основе не среднегодовых, а годовых показателей привела к гораздо более скромным результатам: 2001 г. – 0,2; 2002 г. – 0,4; 2003 г. – 0,09; 2004 г. – 0,39; 2005 г. – 0,29; 2006 г. – 0,43. При этом направленность взаимодействия осталась прежней, хотя теснота связи несколько ослабла. Это объясняется тем, что эффект роста резервов может перераспределяться во времени, и среднегодовые значения за период, когда осуществляется движение в пределах одного тренда, лучше улавливают это перераспределение. Также нами исследовалась связь годовых

¹ Среднегодовые показатели роста нами рассчитывались по формуле средней геометрической.

темпов экономического роста и роста валютных резервов для стран по отдельности за 2001 — 2006 гг. Наиболее высокие коэффициенты корреляции этих показателей получены для Китая (0,93), Аргентины (0,9), Азербайджана (0,87), Румынии (0,77), Египта (0,77), Турции (0,72), Боливии (0,66), Сингапура (0,65), Малайзии (0,62), России (0,61). Из них только Китай, Азербайджан и Таджикистан можно отнести к странам с высокими темпами роста (среднегодовые значения в указанном периоде — более 8%).

Однако у достаточно солидной группы стран коэффициент корреляции вообще приобретает отрицательное значение. Это объясняется тем, что на экономический рост влияют не только факторы, связанные с внешним спросом на продукцию, но и другие, о которых говорилось выше. Аналогично, на состояние золотовалютных резервов конкретной страны влияют не только поступления от чистого экспорта, но и другие факторы.

Во-первых, изменение официальных резервов может происходить за счет притока капитала в форме частных или государственных заимствований у других стран или у международных организаций. Аналогично, ухудшение международной ликвидной позиции может быть результатом оттока капитала из страны, в том числе за счет обслуживания и погашения внешнего долга. В то же время значительной положительной связи между изменением внешнего долга стран и приростом официальных валютных резервов автору обнаружить не удалось. Приток международной ликвидности не обязательно превращается в запас внешней ликвидности монетарных властей, что снова порождает необходимость структурного анализа. Прежде всего, следует разграничить заимствования на государственном и на частном уровнях, ибо их цели разные, а значит, и последствия могут принципиально различаться. Заимствования на государственном уровне осуществляются в целях поддержания курсов национальных валют и особых монетарных режимов, основанных на валютном таргетировании, либо внешние ресурсы привлекаются для покупки импортных товаров и услуг. В первом случае они могут превратиться в резервы, во втором — вряд ли. Заимствования на частном уровне обычно осуществляются в целях обеспечения внутренних финансовых рынков необходимой ликвидностью. Центральный банк РФ для обеспечения стабильной работы отечественной финансовой системы вынужден конвертировать эту ликвидность в рубли, и здесь он даже менее управляет событиями, нежели в случае притока валютной выручки экспортеров,

которую он может приобретать или не приобретать, руководствуясь собственными целями. Таким образом, приток международной ликвидности за счет внешних заимствований корпоративного сектора, в том числе в форме IPO, превращается в важный фактор как увеличения официальных резервов, так и роста денежной массы в стране. В то же время необходимо сделать важную оговорку: сам процесс конвертации внешней ликвидности во внутреннюю также связан с согласованием частных целей финансового и нефинансового секторов с проводимой центральным банком политикой управления валютным курсом и официальными резервами. Не исключено, что их интересы могут противоречить друг другу.

Прирост внешних заимствований корпоративного сектора — отличительная черта современной российской экономики. Если на 01.01.2000 доля органов государственного управления и денежно-кредитного регулирования во внешнем долге страны составляла 83,6%, доля банков без участия в капитале и долговых обязательств перед прямыми инвесторами — 4,3%, доля прочего корпоративного сектора без участия в капитале и долговых обязательств перед прямыми инвесторами — 12,1%, то за 7 лет эти соотношения существенным образом изменились в пользу негосударственных предприятий. На 01.10.2007 доли трех секторов составили соответственно 12,2, 34,1 и 47,7%. Оставшиеся 6% долга также представлены долговыми обязательствами корпоративного сектора — перед прямыми инвесторами². Рассмотрим последствия роста внешних обязательств на примере банковского сектора.

² Следует также уточнить, что для более глубокого анализа нужно учитывать состав и структуру заемщиков, долю в них государственной собственности. Поскольку международные заимствования осуществляют крупные банки со значительным государственным участием в уставном капитале и IPO также размещают акционерные общества с большей долей государственной собственности, напрашивается вывод, что доля государства во внешних заимствованиях все-таки существенно выше. Принимая во внимание это обстоятельство, Центральный банк РФ рассчитывает так называемый «долг расширенного государственного сектора», который включает «задолженность органов государственного управления, органов денежно-кредитного регулирования, а также тех банков и нефинансовых предприятий, в которых органы государственного управления и денежно-кредитного регулирования напрямую или опосредованно владеют 50 и более процентами участия в капитале или контролируют их иным способом» (http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/print.asp?file=debt-non-an.htm). Так, по данным Центрального банка РФ, на 01.01.2007 внешний долг государственного сектора в расширенном определении составлял 43,3%, против 15,6% — без учета указанной части корпоративного сектора.

Еще в начале 2001 г. разрыв между международными активами и обязательствами банковского сектора РФ был положительным: +7,07 млрд долл. США (или 72 % от пассивов в иностранной валюте). В 2004 г. уже наблюдалось незначительное превышение обязательств, после чего происходил опережающий рост пассивов, и по состоянию на 01.10.2007 их превышение над активами составило уже 101,54 млрд долл. США, а значение этого разрыва в процентах к пассивам: -53 %. Иными словами, банковский сектор может только на 46,7 % обеспечить свои обязательства в иностранной валюте собственными валютными ресурсами — и то не реальными, а потенциальными, поскольку они связаны обязательствами, которые в особо сложных условиях не всегда выполняются. Это создает весьма опасное положение для российского банковского сектора, поскольку в значительной степени увеличивает его валютные риски. И хотя кто-то может возразить, что по доле корпоративного сектора во внешнем долге страны Россия приближается к показателям развитых стран (рис. 3), этот аргумент не вполне приемлем ввиду того, что ее рынки не обладают таким же запасом финансовой прочности, как рынки развитых стран, даже с учетом недавних кризисных событий на последних. Как показывают наши исследования, ситуация, когда удельный вес частного долга во внешнем долге увеличился значительно, не является уникальной для России, подобное положение дел характерно также для многих (хотя и не всех) стран постсоветского пространства. Так, только с 2000 по 2005 г. доля негарантированного государством внешнего долга корпоративного сектора в общем долгосрочном долге страны увеличилась: в Болгарии — с 9,1 до 61,5 %, в Латвии — с 33,8 до 93,1 %, в России — с 16,4 до 63,2 %, в Литве — с 35,6 до 74,3 %, на Украине — с 15,8 до 47,8 %, в Армении — с 3,1 до 33,5 %, в Беларуси — с 12,5 до 36,4 %, в Словакии — с 35,2 до 60,7 %, в Румынии — с 33,8 до 57,3 %, в Молдове — с 18,8 до 43,6 %, в Казахстане — с 68,4 до 93,8 %. Ни в каких других странах подобной, причем ярко выраженной, тенденции не обнаруживается. И объясняется она, на наш взгляд, макроэкономической и финансовой стабилизацией в этих странах, активным включением их экономик в мировые финансовые рынки и увеличением доверия остального мира к их финансовым институтам.

Финансовые рынки стран постсоветского пространства в последнее время фактически стали выполнять роль абсорбента избыточной мировой

ликвидности. В то же время они сами становятся уязвимыми к новым рискам глобального характера. Представляется весьма показательным недавнее выступление председателя Исполнительного совета и директора-распорядителя Международного валютного фонда (МВФ) Родриго де Рато и Фигаредо перед Советом управляющих МВФ, где он сказал буквально следующее: «Страны с формирующимся рынком превратились в источник стабильности для глобальной экономики, что было невозможно представить всего несколько лет назад» [10]. Американский экономист, известный специалист в области международной финансовой стабильности Чарльз П. Киндлбергер еще в 1980-х гг. XX в. высказывал идею о том, что мировая финансовая система является иерархической структурой, в которой для обеспечения финансовой стабильности должна выделяться некая лидирующая страна, выступающая в качестве кредитора последней инстанции (lender of last resort). Также он писал о том, что в 1970-х гг. США утратили эту функцию, что усилило нестабильность мировой финансовой системы в последующие 10 лет [11]. Если следовать логике Киндлбергера и утверждениям официальных представителей МВФ, в настоящее время роль кредитора последней инстанции, обеспечивающего некое равновесие мировой финансовой системы, стали играть страны с развивающимися рынками, к числу которых относится Россия.

Во-вторых, валютные резервы могут формироваться сознательно в целях поддержания политики валютного курса или какого-то симбиозного валютно-монетарного режима. Действительно, большие заимствования на государственном уровне характерны для стран с управляемыми валютными режимами. Так, прирост валютной ликвидности на официальном уровне также происходит у стран с поддерживаемыми МВФ валютными режимами (например, Грузии, Армении, Киргизии) либо со специальными программами МВФ (Молдовы, Турции). В этих странах наблюдается значительный относительный рост резервов, но среднегодовые темпы экономического роста там очень сильно различаются: от 10,1 % в Армении, до 6,8 % — в Грузии, 6,0 % — в Молдове, 4,7 % — в Киргизии, 3,9 % — в Турции. Резервы такого происхождения напрямую не связаны с экономическим ростом. Так, для Молдовы вообще не обнаружено статистической связи экономического роста и прироста резервов (коэффициент корреляции равен нулю), для Грузии и Армении эта связь отрицательная (-0,42 и -0,3) соответственно, исключение составляют Турция (+0,72) и Киргизия (+0,48). При этом

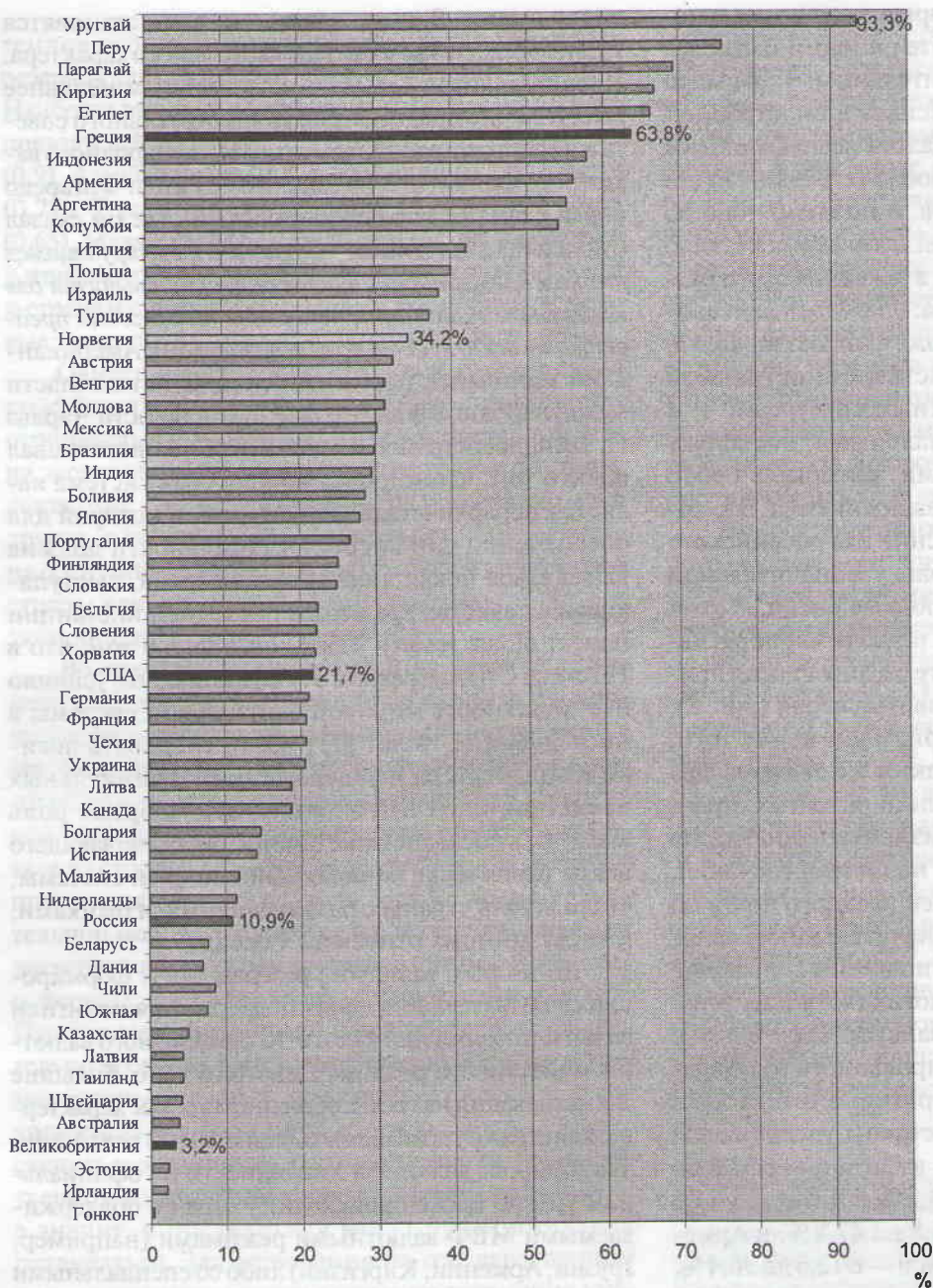


Рис. 3. Доля государственного долга во внешнем долге страны, конец II кв. 2007 г.

Турция осуществляет в настоящее время самые большие заимствования у МВФ, и в данном случае можно говорить о переходе количества в качество. Также рост резервов возможен и реально существует у стран, добровольно придерживающихся валютного режима «currency board» (Боснии и Герцеговины, Болгарии, Эстонии, Литвы), между тем у Литвы и Болгарии абсолютный размер государственного внешнего долга, так же, как и у России, в последнее время снижается, т. е. режимы поддерживаются исключительно за счет

притока иностранной валюты от корпоративного сектора. Особым случаем политики «currency board» является Гонконг, где необходимые валютные поступления обеспечиваются за счет значительного положительного сальдо торгового баланса, а не внешних заимствований. Наконец, вынуждены поддерживать валютные резервы за счет заимствований или притока валюты от внешней торговли также страны с режимами фиксированных валютных курсов (Черногория, Аргентина, Боливия, Беларусь, Египет, Кувейт, Латвия, Македония, Пакистан, Саудовская Аравия, Украина, Узбекистан), страны с установленным валютным коридором (Словакия, Венгрия). Изменение резервов монетарных властей может происходить и в странах с плавающим валютным курсом, где центральные банки сознательно проводят политику управления валютным курсом отечественной денежной единицы относительно основных резервных валют, в том числе в целях поддержания структуры или сохранения стоимости резервов.

Пока существует значительная группа государств с фиксированными или управляемыми валютными курсами, стран, использующих валютный якорь в качестве ориентира денежно-кредитной политики, спрос монетарных властей на валютные резервы будет оставаться существенным. Управление валютными резервами может привести к рассогласованию целей валютной и монетарной политики (что имеет место в России), но может также породить эффект стимулирующей

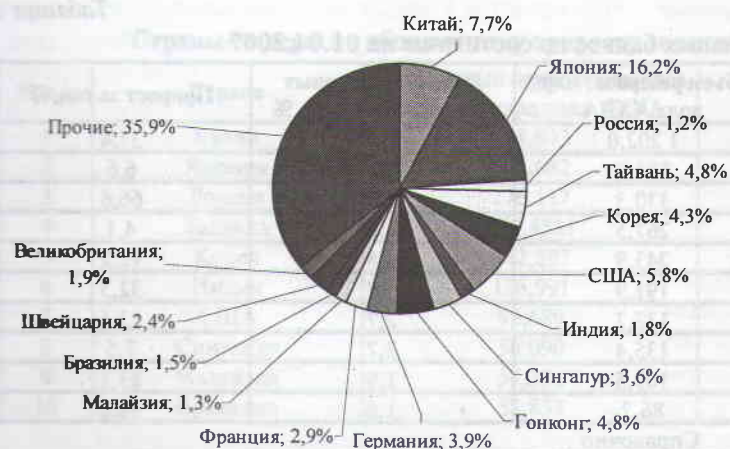


Рис. 4. Доля стран в мировых золотовалютных резервах на конец 2000 г.

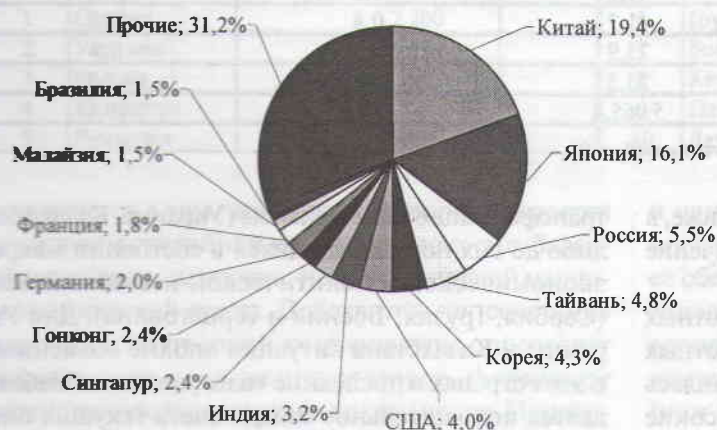


Рис. 5. Доля стран в мировых золотовалютных резервах на конец 2006 г.

кредитно-денежной политики и стать катализатором экономического роста. Необходимым условием последнего является проведение активной денежно-кредитной политики странами — эмитентами резервных валют, достаточным условием — высокая эластичность внутренней экономики к денежной массе и финансовым ресурсам. Поэтому **важный** вывод данной статьи заключается в том, что экономический рост многих стран третьего мира в значительной степени обязан стимулирующей денежной политике Европейского центрального банка. При этом накопление международных резервов выполняет своего рода посредническую функцию в процессе трансформации внешнего спроса во внутренний спрос. Одновременно абсорбирование ликвидности в мировом масштабе снижает потенциал роста стран — эмитентов резервных валют.

Выясним, как распределяются мировые ликвидные запасы среди наиболее крупных их держателей и какие изменения претерпело это распределение в последнее время (рис. 4, 5)³. Как явствует из рис. 5, уже в конце 2006 г. почти пятая часть всех мировых резервов (19,4%) принадлежала Китаю, несколько уступала ему Япония (16,1%), третье место занимала Россия (5,5%). На девять азиатских стран (Китай, Японию, Тайвань, Южную Корею, Индию, Сингапур, Гонконг, Малайзию и Индонезию) на начало 2007 г. приходилось 55% мировых золотовалютных резервов и 60% мировых валютных резервов. Между тем в конце 2000 г. доля этих стран в мировых золотовалютных резервах составляла 46%, а в валютных резервах — 57%. За 6 лет значительно увеличилась доля Китая: с 7,7 до 19,4% — в общих международных резервах и с 8,5 до 21,2% — в валютных резервах. Второе место по приросту доли в мировых запасах ликвидности занимает Россия: если в 2000 г. она составляла 1,2% и в тех, и в других резервах, то за 6 лет доля нашей страны увеличилась на 4,3% — в мировых золотовалютных резервах и на 4,6% — в мировых валютных резервах. Третье место по рассматриваемым показателям занимает Индия: ее доли увеличились на 1,4 и 1,5% соответственно. Незначительно (меньше чем на 0,5%) увеличились также удельные веса Румынии, Украины, Малайзии, Сербии, Казахстана.

В то же время доли большинства развитых стран в валютных резервах за указанный период значительно сократились: США — с 2,9 до 1,1%, Германии — с 2,9 до 0,8%, Великобритании — с 2 до 0,8%, Франции — с 1,9 до 0,8%, Швейцарии — с 1,6 до 0,8%⁴. Картина несколько меняется в пользу этих стран, если рассматривать валютные резервы в сумме

³ Информация для расчетов, положенных в основу диаграммы, была получена нами на официальных сайтах МВФ и Всемирного банка [1, 2]. Недостатком первого субъекта информации является то, что во многих его источниках отсутствуют данные по китайской провинции Тайвань, хотя это государство является крупным держателем запасов мировой ликвидности. Поэтому информацию по Тайваню мы брали из вторичных источников [7, 8].

⁴ В некоторых странах, например в Великобритании, помимо монетарных властей, часть резервов держит центральное правительство, однако, по принятой методологии МВФ, к международным резервам относятся только ликвидные запасы в распоряжении монетарных властей, поэтому в расчетах эта часть резервов не участвовала, хотя МВФ регулярно предоставляет информацию о резервах центральных правительств.

Таблица 1

Валютные резервы центральных банков по состоянию на 01.04.2007

№ п/п	Страна	Объем резервов, млрд долл. США	Доля в совокупных мировых резервах, %	Прирост за год, %
1	Китай	1 202,0	23,7	37,4
2	Япония	888,0	17,5	6,6
3	Россия	330,3	6,5	66,6
4	Тайвань	267,5	5,29	4,1
5	Южная Корея	243,9	4,8	12,2
6	Индия	191,9	3,7	32,3
7	Сингапур	137,7	2,7	13,1
8	Гонконг	135,4	2,7	7,5
9	Бразилия	109,5	1,9	83,1
10	Малайзия	86,2	1,6	18,6
Справочно				
11	США	41,6	0,8	8,0
12	Европейский центральный банк	42,6	0,8	13,0
13	Германия	38,2	0,8	-2,1
14	Соединенное Королевство	41,8	0,8	15,4
15	Франция	41,7	0,8	57,9
16	Италия	25,9	0,5	8,9
17	Саудовская Аравия	25,5	0,4	-2,3
18	Совокупный объем резервов	5 065,4	100,0	19,1

Примечание. Таблица буквально воспроизведена с источника: [8, с. 9].

с золотыми запасами, но, как будет показано ниже, в изменении стоимости последних большое значение играет динамика ценовой составляющей.

В 2007 г. за счет опережающего роста валютных резервов доля России и Китая в мировых валютных активах еще более возросла, несколько увеличилась доля Бразилии, где также наблюдались высокие темпы прироста резервов. Из европейских стран наибольшими темпами росли резервы Франции (табл. 1).

В табл. 2 представлена десятка стран-лидеров по абсолютному приросту золотовалютных резервов за 2000 — 2006 гг. Сравнивая данные табл. 2 с рис. 5, приходим к выводу, что страны, демонстрирующие наибольший абсолютный рост резервов, являются лидерами и по их доле в мировых резервах. Из общего контекста выбивается США, где, как будет показано позднее, в течение всего исследуемого периода росла не валютная составляющая резервов, а «золотая» — и то исключительно за счет конъюнктурного роста цены золота.

В табл. 3 представлена десятка стран-лидеров по относительному приросту золотовалютных резервов в 2000 — 2006 гг. Здесь картина коренным образом меняется. Из прежних лидеров остаются только Россия и Китай, где не только абсолютные, но и относительные приросты резервов в течение всего периода были значительными. Между тем лидирующие позиции также у стран, переживших

трансформационные кризисы (Украина, Казахстан) либо до сих пор находящиеся в состоянии макроэкономической и политической нестабильности (Сербия, Грузия, Босния и Герцеговина). Для Украины и Казахстана ситуация вполне объяснима: в этих странах в последние годы устойчиво наблюдается положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса (исключением является 2001 г. — для Казахстана и 2006 г. — для Украины). Для других перечисленных стран, где все время наблюдалось отрицательное сальдо торгового баланса и счета текущих операций, приток резервов можно объяснить только притоком иностранного капитала, большими внешними заимствованиями на государственном или (что менее вероятно) на частном уровне, а также особой валютной политикой центрального банка. Действительно, в Боснии и Герцеговине действует режим валютного правления, в Сербии — режим управляемого валютного курса, в Грузии — режим управляемого валютного курса со специальной программой поддержки со стороны МВФ. Во всех трех странах наблюдался существенный положительный чистый приток капитала в течение всего рассматриваемого периода.

Исследовав динамику и географическое распределение золотовалютных резервов, перейдем к изучению мотивов их поддержания различными странами. При этом мы исходим из двух взаимодополняющих предпосылок. Первая предпосылка

Страны-лидеры по абсолютному приросту золотовалютных резервов в 2000 – 2006 гг.

№ п/п	Страна	Абсолютный прирост резервов за 7 лет, млрд долл. США	Относительный прирост резервов за 7 лет, %	Прирост от мирового прироста, %
1	Китай	908,993	529	27,2
2	Япония	533,682	148	16,0
3	Россия	276,117	998	8,3
4	Тайвань	159,4581	149	4,8
5	Корея	142,897	148	4,3
6	Индия	136,991	334	4,1
7	США	92,689	72	2,8
8	Сингапур	56,090	70	1,7
9	Малайзия	54,226	189	1,6
10	Бразилия	52,833	160	1,6

Таблица 3

Страны-лидеры по относительному приросту золотовалютных резервов в 2000 – 2006 гг.

№ п/п	Страна	Относительный прирост резервов за 7 лет, %	№ п/п	Страна	Относительный прирост резервов за 7 лет, %
1	Сербия	2 200	6	Грузия	703
2	Украина	1 414	7	Босния и Герцеговина	579
3	Россия	998	8	Китай	529
4	Казахстан	811	9	Пакистан	517
5	Румыния	789	10	Латвия	391

заключается в том, что прирост резервов является следствием стихийной игры рыночных сил, благоприятной или, напротив, неблагоприятной макроэкономической среды. Действительно, сочетание мировой и внутренней конъюнктуры определяет возможности накопления резервов, формирует потенциал чистого притока ликвидности. Придерживаясь этой предпосылки, можно утверждать, что страны осуществляют стихийное приспособление к изменяющейся внешней среде. Вторая предпосылка заключается в том, что резервы создаются странами сознательно, в целях решения внутренних экономических проблем. Иными словами, они осуществляют рациональное управление резервами, руководствуясь принципами эффективности национальных экономик. Для исследования «работы» второй предпосылки выясним, какими мотивами руководствуются государства, сознательно поддерживающие и накапливающие международную ликвидность.

Золотовалютные резервы как страховой запас страны

Золотовалютные резервы, прежде всего, нужно понимать буквально 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. Они отличаются от обычных запасов товаров стратегического назначения и сознательно поддерживаемых резервных мощностей двумя важными свойствами: абсолютной (или высокой) международной ликвидностью и внешней конвертируемостью. Действительно, в особо неблагоприятных условиях локального характера (голод, неурожай, стихийные бедствия, войны, любые другие непредвиденные расходы, в том числе связанные с частичной экономической изоляцией страны) золотовалютные резервы легко могут быть обращены в необходимые товары и услуги. Поэтому страны, где вероятность внешних шоков велика и которые не в состоянии их самостоятельно скомпенсировать по причине малости территории и однообразия природно-климатических условий, нуждаются в такого рода резервах в большей степени, чем большие диверсифицированные экономики. В этом контексте международные резервы можно рассматривать не только как текущие страховые запасы, но и как фонды будущих поколений, которые могут пригодиться в случае истощения природных ресурсов, изменения условий природно-климатической среды, усиления социальной нагрузки на экономику (например, вследствие старения населения). Правда, в некоторых странах, в частности в Норвегии, для

выполнения подобных функций создаются особые фонды — целевого назначения.

Для оценки степени обеспеченности экономики страны страховыми международными резервами следует использовать как абсолютные, так и относительные показатели. Относительными показателями, наиболее адекватно отражающими возможности решения внутренних проблем населения страны, являются: «золотовалютные резервы на душу населения» и «процентное отношение золотовалютных резервов к ВВП», измеренному в той же валюте, что и резервы (в настоящее время — в долларах США). В качестве показателя соотношения валют в данном случае правильнее использовать международный обменный курс национальной валюты, а не паритет покупательной способности, т. е. тот же измеритель, на основе которого пересчитываются резервы.

Золотовалютные 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. Разумеется, здесь не учитываются побочные эффекты. Если страна вдруг решит избавиться от резервов, то, вполне вероятно, под влиянием роста мирового предложения резервных валют их курс резко снизится. Это также относится к золоту и прочим благородным металлам, поскольку спрос на мировых рынках на благородные металлы в краткосрочном периоде гораздо менее эластичен по цене, к тому же они обладают меньшей ликвидностью.

В табл. 4 представлены результаты наших расчетов золотовалютных резервов на душу населения в порядке убывания рейтинга стран по этому показателю. Бесспорным лидером, идущим с большим отрывом от всех остальных государств, является Сингапур, где резервы на душу населения 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, что немного не дотягивает до автомобиля представительского класса, а если жителям Таджикистана — то им хватило бы на обед в не самом дорогом ресторане. В больших странах, таких как Китай и Индия, имеются большие золотовалютные резервы, но и население там немаленькое, так что эти резервы вряд ли смогли бы решить проблемы жителей таких государств.

Что касается России, ее колоссальные, на первый взгляд, резервы в такой же степени «обеспечивают» население, как существенно более скромные резервы стран Центральной и Восточной Европы, а также независимых прибалтийских государств. В рейтинге резервов на душу населения, по данным 2006 г., Россия соседствовала с Хорватией, Словакией, Венгрией, Эстонией и Латвией.

Отношение золотовалютных резервов к ВВП (в процентах) показывает, какое время страна может безбедно существовать при полностью разрушенном (неработающем) национальном хозяйстве, обеспечивая прежний уровень жизни, проедаая накопленные запасы. Разумеется, речь не идет о прекращении функционирования сектора *nontraded goods* (неторгуемых товаров), в том числе сферы социальных услуг, объектов социальной инфраструктуры, поскольку они не могут быть заменены импортом. Отношение резервов к ВВП также демонстрирует возможности единовременного повышения уровня жизни ее жителей, при условии проедания международных резервов в течение года. Поскольку эти резервы могут использоваться не только на покупку потребительских благ, но и на инвестиционные цели и породить мультипликационные эффекты динамического характера, их можно рассматривать также как некоторый потенциал экономического роста страны. Иными словами, международные резервы являются финансовыми ресурсами страны, благодаря которым страна может вовлечь в производство иностранные факторы, дефицитные в данной экономике, тем самым расширив границы своих производственных возможностей. При этом необходимо учитывать такие свойства производственных факторов, как их комплементарность, разная транснациональная мобильность, длительность производственных циклов их создания. Финансовые ресурсы, хотя и обладают абсолютной ликвидностью, не всегда гладко и беспрепятственно могут превращаться в конкретные производственные факторы. Действительно, рабочую силу определенного качества можно достаточно легко привлечь из Турции или Молдовы, где существует свободный резерв трудового населения. Технологии и нематериальные активы также приобрести несложно ввиду их легкой воспроизводимости. Проблема состоит в создании рабочих машин, и особенно объектов инфраструктуры, т. е. активов длительного пользования с большими производственными циклами, требующими огромных единовременных вложений. Они и будут ограничителями экономического роста, даже при

Таблица 4

Золотовалютные резервы на душу населения на конец 2006 г., долл. США

Место	Страна	Резервы на душу населения	Место	Страна	Резервы на душу населения
1-е	Сингапур	30 849	36-е	Польша	1270
2-е	Гонконг	19 303	37-е	Казахстан	1269
3-е	Норвегия	12 368	38-е	Саудовская Аравия	1253
4-е	Швейцария	8 846	39-е	Чили	1184
5-е	Япония	7 009	40-е	Канада	1076
6-е	Катар	6 438	41-е	Таиланд	1019
7-е	Дания	5 728	42-е	Уругвай	966
8-е	Южная Корея	4 952	43-е	Португалия	941
9-е	Кувейт	4 580	44-е	Македония	931
10-е	Израиль	4 263	45-е	Босния и Герцеговина	854
11-е	Словения	3 552	46-е	Аргентина	822
12-е	Новая Зеландия	3 384	47-е	Китай	822
13-е	Малайзия	3 140	48-е	Великобритания	777
14-е	Швеция	3 074	49-е	Мексика	748
15-е	Чехия	3 064	50-е	США	738
16-е	Австралия	2 667	51-е	Перу	631
17-е	Хорватия	2 587	52-е	Украина	479
18-е	Словакия	2 470	53-е	Бразилия	460
19-е	Венгрия	2 134	54-е	Испания	438
20-е	Россия	2 127	55-е	Египет	375
21-е	Эстония	2 072	56-е	Колумбия	341
22-е	Латвия	1 945	57-е	Боливия	332
23-е	Оман	1 929	58-е	Армения	316
24-е	Литва	1 675	59-е	Азербайджан	295
25-е	Франция	1 601	60-е	Греция	257
26-е	Австрия	1 563	61-е	Молдова	215
27-е	Болгария	1 528	62-е	Грузия	212
28-е	Нидерланды	1 469	63-е	Ирландия	196
29-е	Сербия	1 468	64-е	Индонезия	193
30-е	Финляндия	1 430	65-е	Индия	165
31-е	Румыния	1 400	66-е	Киргизия	161
32-е	Венесуэла	1 362	67-е	Беларусь	146
33-е	Германия	1 357	68-е	Пакистан	83
34-е	Италия	1 300	69-е	Таджикистан	32
35-е	Бельгия	1 270			

наличии свободных финансовых ресурсов. Тем более, их нельзя увеличивать малыми приращениями, в их эффективное расширение или обновление может вообще «съесть» весь имеющийся резерв.

В табл. 5 представлены результаты наших расчетов относительного показателя золотовалютных резервов, измеренного в процентах к ВВП. По сравнению с табл. 4 картина несколько меняется. Менее развитые экономики теперь выглядят лучше по обеспеченности национального хозяйства резервами. Китай перемещается с 41-го на 4-е место, и даже Сербия, Болгария, Македония, Румыния попадают в десятку лидеров, что объясняется у последних невысокими показателями национального производства, а не большими значениями международных резервов.

Россия также «делает скачок» с 20-го на 8-е место. С одной стороны, здесь резервы значительные, но и национальное хозяйство достаточно крупное: в 2006 г. Российская Федерация занимала 10-е место по доле в мировом ВВП, рассчитанном на основе официального курса рубля к доллару США, и была на 9-м месте — по доле в мировом ВВП, рассчитанном по паритету покупательной способности рубля к доллару США. Как было недавно заявлено СМИ, в 2007 г. Россия уже заняла 8-е место по последнему показателю, переместившись еще на одну позицию вперед. В России в 2007 г. и резервы, и ВВП росли, но резервы увеличивались в 1,2 раза быстрее. Заметим также, что когда ВВП измеряется в резервной валюте, снижение курса доллара США создает искусственную со-

Таблица 5

Золотовалютные резервы, 2006 г.

Место	Страна	Резервы в процентах к ВВП	Место	Страна	Резервы в процентах к ВВП
1-е	Сингапур	108,76	36-е	Грузия	18,62
2-е	Гонконг	73,05	37-е	Япония	18,28
3-е	Малайзия	59,94	38-е	Чили	18,01
4-е	Китай	52,97	39-е	Азербайджан	17,73
5-е	Сербия	42,04	40-е	Аргентина	17,12
6-е	Болгария	41,51	41-е	Катар	16,66
7-е	Македония	36,19	42-е	Швейцария	16,40
8-е	Россия	35,18	43-е	Польша	14,58
9-е	Таиланд	34,57	44-е	Колумбия	14,23
10-е	Румыния	34,27	45-е	Индонезия	13,80
11-е	Босния и Герцеговина	33,09	46-е	Пакистан	13,19
12-е	Киргизия	32,43	47-е	Новая Зеландия	12,31
13-е	Боливия	31,33	48-е	Дания	11,30
14-е	Казахстан	31,22	49-е	Бразилия	10,94
15-е	Южная Корея	30,47	50-е	Саудовская Аравия	10,58
16-е	Хорватия	30,31	51-е	Мексика	10,27
17-е	Венесуэла	27,27	52-е	Таджикистан	7,99
18-е	Латвия	26,81	53-е	Австралия	7,58
19-е	Египет	25,35	54-е	Швеция	7,01
20-е	Молдова	24,94	55-е	Португалия	5,07
21-е	Словакия	23,92	56-е	Беларусь	4,63
22-е	Чехия	23,61	57-е	Франция	4,26
23-е	Армения	23,35	58-е	Италия	3,97
24-е	Израиль	23,32	59-е	Австрия	3,90
25-е	Кувейт	23,28	60-е	Германия	3,72
26-е	Литва	22,76	61-е	Нидерланды	3,67
27-е	Перу	22,55	62-е	Финляндия	3,53
28-е	Индия	21,87	63-е	Бельгия	3,32
29-е	Уругвай	21,80	64-е	Канада	3,02
30-е	Украина	21,26	65-е	Великобритания	1,96
31-е	Эстония	20,87	66-е	США	1,68
32-е	Норвегия	19,65	67-е	Испания	1,63
33-е	Оман	19,23	68-е	Греция	1,17
34-е	Словения	19,02	69-е	Ирландия	0,38
35-е	Венгрия	18,70			

ставляющую роста ВВП. Поэтому наблюдаемое в последнее время уменьшение доли США в мировом ВВП есть результат как более низких темпов роста американской экономики по сравнению с мировой экономикой, так и следствие падения курса доллара США и укрепления других валют (кроме иены).

Как можно заключить из табл. 5, в 2006 г. резервов того же 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, чем на 4 мес., Беларуси — на 16 дней, Германии и Великобритании — на 13 дней, США — менее чем на 2 дня, Ирландии — на 1 день и 9 ч. Золотовалютные

резервы и их структура позволяют судить о мировых нетто-кредиторах и нетто-дебиторах. Получается, что Сингапур накопил объем товарных кредитов США и развитым европейским странам на сумму, превышающую его годовой ВВП, Гонконг — 73 % ВВП, Россия — 35 % ВВП. В то же время США и европейские государства, по сути, выступают в качестве мировых нетто-дебиторов, т. е. должников, проедателей чужого национального продукта.

Представим, что кто-то свыше вдруг решил бы исправить данную «мировую несправедливость» и заставил дебиторов расплатиться по своим обязательствам. К каким последствиям это привело бы? С одной стороны, сброс резервных валют вызвал бы снижение номинальных курсов резервных валют. С другой стороны, увеличение платежеспо-

собного спроса, номинированного в этих валютах, привело бы к росту цен на внутренних рынках стран — эмитентов резервных валют. Первое способствует повышению ценовой конкурентоспособности их продукции, второе — снижению ценовой конкурентоспособности продукции. Совместный результат зависит, в конечном счете, от динамики реального валютного курса. Если номинальный курс валюты падает в большей степени, чем растут относительные цены, то реальный курс снижается, что улучшает условия торговли, положительно сказывается на чистом экспорте. Если же цены растут быстрее, чем обесценивается национальная валюта, то ее реальный курс повышается, что стимулирует импорт и сокращает экспорт. Только в первом случае сброс резервных валют может вызвать «разогрев» национальных экономик государств — эмитентов резервных валют. Между тем влияние реального курса на экономический рост зависит от эластичности совокупного спроса по цене импорта и эластичности совокупного предложения по уровню цен, которая для развитых экономик — эмитентов резервных валют весьма невысока. Действительно, макроэкономический эффект роста совокупного спроса, согласно теории, должен раздвоиться: выразиться в росте реального производства либо в росте цен. В ситуации полной занятости ресурсов (или близкому к ней состоянию) второй эффект более вероятен. Иными словами, развитые страны столкнутся с высокой инфляцией. Ее открытому проявлению будет способствовать увеличение внутренней денежной массы. ФРС США и Европейский центральный банк будут вынуждены предпринимать чрезвычайные шаги по борьбе с инфляцией, косвенными способами сокращать денежную массу и повышать стоимость денег, увеличивая учетную ставку, что также приведет к подавлению экономического роста в США и странах еврозоны. Таким образом, инфляционные последствия сброса резервов для США и Западной Европы более очевидны, нежели «разогрев» их экономик. Разумеется, в настоящее время это касается скорее США, чем Европейского монетарного союза.

Итак, в случае сброса резервов нетто-дебиторы проиграли бы. Тогда, может быть, выиграли бы нетто-кредиторы? Попробуем порассуждать на эту тему. В странах, которые вдруг решили проесть свои резервы, произошло бы повышение курсов национальных валют, что отрицательно сказалось бы на ценовой конкурентоспособности их продукции и привело к сокращению чистого экспорта. Если импорт представлен в основном потребительскими

товарами, началось бы интенсивное вытеснение отечественного производства. Если он представлен дефицитными факторами производства, открылись бы дополнительные резервы роста, но рано или поздно произошло бы их исчерпание в силу указанных ранее причин. Снижение совокупного спроса, согласно макроэкономической теории, приводит к уменьшению реального производства или цен. В условиях негибкости цен в сторону снижения («эффект храповика») первое последствие, т. е. уменьшение темпов экономического роста, становится более вероятным, чем второе. Таким образом, страны-кредиторы в рассматриваемой ситуации реально столкнутся с проблемой экономического спада. Следовательно, изменение существующего положения вещей им также невыгодно.

Любой сброс резервов означает коллапс мировой экономики, мировой экономической кризис, но не означает, что одни страны выиграют за счет других. При этом и должники, и кредиторы могут понимать, что существующая система неэффективна или несправедлива, что рано или поздно она достигнет своей границы выживаемости, но они также прекрасно осознают, что любая инициация ее изменения может быть связана с чрезвычайными экономическими потрясениями, для ликвидации последствий которых ни у одной, даже самой сильной, экономики, просто не хватит внутренних ресурсов. Поэтому можно констатировать, что существующая система скорее функционирует по инерции и что продуманной (особенно в долгосрочной перспективе) стратегии управления валютными резервами у большинства государств просто нет. В конечном счете, их динамика привязана к конъюнктуре мировых рынков основных товаров, участвующих в мировом товарообороте. В то же время нельзя сбрасывать со счета фактора ожиданий, касающихся существенных изменений в самой мировой конъюнктуре, переломе тенденции «нефть растет — доллар падает» на противоположную: «нефть падает — доллар растет». И тогда накопленные международные резервы могут сыграть свою положительную роль в развитии экономик, являющихся их держателями.

(Продолжение следует)

Литература

1. Официальный сайт Международного валютного фонда. International Monetary Foundation. <http://www.imf.org>.
2. Официальный информационный сайт Всемирного банка. The World Bank. <http://devdata>.

- worldbank.org/query/default.htm.
3. Официальный сайт Всемирного золотого совета. World Gold Council. <http://www.gold.org/index.html>.
 4. Официальный сайт Европейского Центрального Банка. European Central Bank. <http://www.ecb.int/ecb/html/index.en.html>.
 5. Официальный сайт Банка России. <http://www.cbr.ru>.
 6. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. <http://www.gks.ru>.
 7. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 2. М., 2007.
 8. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 3. М., 2007.
 9. Малкина М. Ю. Анализ динамики уровня монетизации экономики и особенностей денежно-кредитной политики в современной России// Финансы и кредит. 2007. № 34 (274). С. 2 – 14.
 10. Перспективы развития мировой экономики. Бюллетень основных прогнозов ПРМЭ: МВФ. 2007. Июль.
 11. Блауг М. 100 великих экономистов после Кейнса / Перевод с англ. Под ред. М. А. Сторчевого. СПб.: Экономическая школа. 2005. Вып. 42. С. 115 – 116.
 12. Куреев А. П. Прикладная макроэкономика: Учеб. М.: Международные отношения, 2006.
 13. Малкина М. Ю. Инфляция и управление инфляционными процессами в российской и зарубежной экономике. Н. Новгород: Изд-во ННГУ, 2006.



ИНФОРМАЦИОННОЕ ПИСЬМО

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ
 САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУНИВЕРСИТЕТ
 НИЗКОТЕМПЕРАТУРНЫХ И ПИЩЕВЫХ
 ТЕХНОЛОГИЙ
**ФАКУЛЬТЕТ ЭКОНОМИКИ
 И ЭКОЛОГИЧЕСКОГО МЕНЕДЖМЕНТА**
 ПРОВОДИТ 18 АПРЕЛЯ 2008г.
**ВТОРУЮ ВСЕРОССИЙСКУЮ
 НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКУЮ КОНФЕРЕНЦИЮ
 «СТРАТЕГИИ И ИНСТРУМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ
 ЭКОНОМИКОЙ:
 ОТРАСЛЕВОЙ И РЕГИОНАЛЬНЫЙ АСПЕКТ»**

На конференции предполагается обсудить следующие вопросы:

- региональные и отраслевые стратегии управления экономикой в инновационном контексте;
- актуальный экологический менеджмент;
- управление мегаполисом и крупным городом: философские, социальные, финансовые аспекты;
- проблемы современного образования экономистов и менеджеров.

Отв. секретарь оргкомитета конференции: Наталья Александровна Шапиро
 Тел: 8(812) 312-61-31 E-mail: v-shapiro@mail.ru

Заявки для участия в конференции и тексты выступлений принимаются до 5 апреля 2008г.

В заявке необходимо указать: ф.и.о., ученую степень, звание, должность; полное название организации и подразделения; электронный адрес для связи; форму участия (заочное, необходимость выслать материалы/очное, необходимость бронирования гостиницы); тему выступления.

Режим работы конференции:

- 17.04 – день приезда
- 18.04 – день работы конференции с 10:00 до 18:00 (СПб, ул. Ломоносова,9)
- 19.04 – день отъезда

Материалы конференции будут опубликованы до начала её работы, в авторской редакции. Оргкомитет оставляет за собой право отбора материалов. Неопубликованные материалы не рецензируются и не возвращаются.