

ФИНАНСОВАЯ АНАЛИТИКА

ПРОБЛЕМЫ И РЕШЕНИЯ

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

5 (5) – 2008 май

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. Гализра

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 14.05.2008. Формат 60x90 1/8.

Цена договорная. Объем 11,5 п.л. Тираж 1 850 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

- *Е.М. Бухвальд.* Роль банковско-кредитной системы в укреплении экономических основ федеративных отношений в России 2
- *М.Ю. Малкина.* Анализ динамики объемов и структуры золотовалютных резервов государств: в поисках экономической стратегии 12

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ РЕГИОНА

- *И.В. Толстых, А.В. Толстых.* Финансовая безопасность региона в условиях глобализации экономики 25

РЕЙТИНГ РЕГИОНОВ

- «Национальное Рейтинговое Агентство» запускает новый проект «Рейтинги кредитоспособности регионов России» 29

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

- *К.В. Кочмала, В.П. Матвеев.* Институциональная трансформация хеджевых фондов в условиях финансовой глобализации 31

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР

- *С.Р. Моисеев.* Инструментарий центрального банка: применение Р*-модели для прогнозирования инфляции 41
- Пресс-релиз круглого стола Клуба банковских аналитиков «Российская банковская система: так ли неизбежен кризис ликвидности?» 45

РЫНОК СТРАХОВЫХ УСЛУГ

- *А.А. Бондаренко.* Обзор российского страхового рынка в IV квартале 2007 г. 47

ТОПЛИВНО-ЭНЕРГЕТИЧЕСКИЙ КОМПЛЕКС

- *О.Г. Максимов.* Нефть и газ: отрасль и налоги 61

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

- Денежно-кредитная политика, ситуация на внутренних финансовых рынках и состояние банковского сектора в январе – марте 2008 г. 64

ОТ ПЕРВОГО ЛИЦА

- Фабрике знаний – свой ОТК (интервью с главным научным секретарем ВАК Минобрнауки России профессором Ф.И. Шамхаловым) 76

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ АНАЛИЗ

- *Н.В. Бекетов.* Инвестиционная привлекательность производства и оценка фиктивного оборота товаров 79
- *Д.А. Ендовицкий, В.А. Бабушкин.* Методика внешнего анализа инвестиционной привлекательности организации – эмитента корпоративных финансовых инструментов 84

УПРАВЛЕНИЕ ФИНАНСОВЫМИ РИСКАМИ

- *Н.В. Николаев.* Оценка риск-менеджмента международного бизнеса 89

В ЗАПИСНУЮ КНИЖКУ

- Курсы иностранных валют Банка России с 16.03.2008 по 15.04.2008 92

Уважаемые читатели!

Журнал «Финансовый аналитик» указан в каталогах Агентства «Роспечать» и УФПС 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.

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

М.Ю. МАЛКИНА,

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

Макроэкономические риски и проблема адекватности золотовалютных резервов

В зарубежной и отечественной литературе золотовалютные резервы рассматриваются как ликвидные запасы, предохраняющие национальные экономики от внешних макроэкономических рисков. К таким рискам можно отнести: 1) риск обеспечения экономики страны необходимыми товарами и услугами, 2) риск внешней платежеспособности, 3) риск неуправляемого изменения денежной массы вследствие оттока или притока иностранного капитала. В связи с этим международными организациями, в частности МВФ и Всемирным банком, для развивающихся экономик предлагается система показателей, оценивающих адекватность резервов. В то же время существует ряд факторов, которые корректируют размер необходимых резервов для конкретной экономической ситуации в стране. Один из крупных отечественных специалистов в области прикладной макроэкономики А. П. Киреев, вслед за МВФ, перечисляет эти факторы: тип режима валютного курса, степень гибкости внутренних процентных ставок, степень доступа страны к краткосрочным кредитам из-за рубежа, степень открытости финансового счета и счета движения капитала, уровень сезонных колебаний импорта, уровень колебаний основных статей валютных поступлений, изменчивость уровня резервов в исторической перспективе [12, с. 413 – 415]. Рассмотрим базовые показатели адекватности резервов и представим их расчеты в динамике.

Первый показатель – золотовалютные резервы в месяцах импорта – определяется по формуле

$$R_{mi} = \frac{R}{Im/12},$$

где R – международные резервы страны, млрд долл. США;

Im – годовой импорт, млрд долл. США.

Для корректности прогнозных расчетов обычно используются данные о резервах на начало года, а импорт – ожидаемая величина на предстоящий год за минусом международной помощи и оплаты транзита товаров и услуг. Нормальным минимальным значением данного показателя считается 3 мес. Именно в течение этого времени страна может преодолеть импортную блокаду и наладить обеспечение страны (заключить контракты с другими странами, мобилизовать внутреннее производство и пр.). Особенно важным поддержание такого рода резервов является для стран, имеющих ограниченный доступ к мировым рынкам капитала.

В табл. 6 представлены значения показателя золотовалютных резервов в месяцах импорта за 2000, 2003 гг. – по данным МВФ, и за 2006 г. – полученные на основе авторских расчетов. Заметим, что полученные автором абсолютные данные несколько выше официальных данных Всемирного банка, но относительная картина приблизительно такая же. Страны выстроены в порядке снижения рейтинга. Первое место по данному показателю занимает Россия, далее следуют Япония, Китай, Египет. На основе полученных данных можно сделать несколько выводов.

Во-первых, у большинства стран в течение 6 лет значение указанного показателя росло, что связано с опережающим увеличением резервов, по сравнению с импортом. Прежде всего, это наблюдается у стран с развивающимися рынками и стран постсоветского

* Продолжение. Начало см. в № 4(4).

Таблица 6

Золотовалютные резервы в месяцах импорта

№ п/п	Страна	Валютные резервы в месяцах импорта, 2000 г. (по данным МВФ)	Валютные резервы в месяцах импорта, 2003 г. (по данным МВФ)	Валютные резервы в месяцах импорта, 2006 г.	№ п/п	Страна	Валютные резервы в месяцах импорта, 2000 г. (по данным МВФ)	Валютные резервы в месяцах импорта, 2003 г. (по данным МВФ)	Валютные резервы в месяцах импорта, 2006 г.
1	Россия	4,57	7,42	22,24	34	Пакистан	1,73	8,02	5,02
2	Япония	8,74	16,90	18,54	35	Гонконг	4,51	4,84	4,76
3	Китай	7,42	10,56	16,17	36	Австралия	2,11	3,03	4,75
4	Египет	6,93	8,55	15,31	37	Саудовская Аравия	4,48	4,99	4,71
5	Боливия	5,82	5,60	14,37	38	Латвия	2,75	2,84	4,70
6	Венесуэла	7,41	14,01	13,64	39	Польша	5,41	4,90	4,62
7	Перу	8,78	9,29	13,23	40	Дания	2,34	4,71	4,32
8	Индия	6,05	11,76	11,68	41	Чехия	3,86	4,95	4,05
9	Аргентина	6,29	5,76	11,25	42	Литва	2,63	3,65	3,59
10	Бразилия	4,22	6,90	10,74	43	Словения	3,25	6,25	3,55
11	Норвегия	5,85	6,46	10,64	44	Словакия	3,45	5,47	3,50
12	Корея	5,73	8,39	9,27	45	Молдова	2,44	1,98	3,45
13	Казахстан	2,49	3,93	9,19	46	Мексика	2,02	3,47	3,42
14	Уругвай	6,62	7,57	7,80	47	Венгрия	3,37	2,53	3,37
15	Малайзия	3,45	5,09	7,54	48	Грузия	1,05	1,14	3,04
16	Колумбия	6,09	6,35	7,11	49	Швеция	1,68	1,98	2,65
17	Румыния	2,78	4,33	7,11	50	Эстония	2,07	1,97	2,52
18	Израиль	4,88	6,21	6,96	51	Франция	1,82	1,61	2,20
19	Сингапур	5,33	6,66	6,85	52	Италия	1,68	1,76	2,08
20	Хорватия	4,09	5,20	6,42	53	Португалия	3,24	2,48	1,78
21	Новая Зеландия	1,87	2,08	6,38	54	Германия	1,44	1,29	1,47
22	Индонезия	5,26	6,80	6,36	55	США	0,87	1,24	1,38
23	Таиланд	5,07	5,63	6,25	56	Финляндия	2,04	2,14	1,31
24	Болгария	5,06	6,16	6,10	57	Таджикистан	1,25	1,26	1,28
25	Чили	6,86	6,79	6,07	58	Канада	1,15	1,30	1,18
26	Украина	0,93	2,92	5,96	59	Австрия	1,90	1,03	1,10
27	Армения	3,90	4,14	5,86	60	Великобритания	0,92	0,82	0,91
28	Македония	2,33	4,26	5,81	61	Беларусь	0,52	0,58	0,74
29	Азербайджан	3,38	1,87	5,70	62	Испания	2,08	1,13	0,73
30	Киргизия	7,79	6,27	5,68	63	Нидерланды	0,74	0,75	0,69
31	Босния и Герцеговина	1,41	3,68	5,54	64	Греция	3,86	1,29	0,54
32	Оман	4,02	4,66	5,51	65	Бельгия	0,54	-	0,46
33	Швейцария	4,33	5,08	5,47	66	Ирландия	0,54	0,31	0,14

пространства, а также азиатских государств. В настоящее время для 73% стран, попавших в выборку, значение данного показателя превышает рекомендуемый норматив. Во-вторых, для многих развитых стран значение показателя резервов в месяцах импорта существенно ниже нормативного, что свидетельствует о более низкой оценке ими соответствующего риска и отсутствии необходимого страхового обеспечения. Более того, в течение 6 лет у некоторых стран этой

группы: Португалии, Финляндии, Австрии, Испании, Греции и Ирландии (в табл. 6 они выделены жирным шрифтом) – значение показателя неуклонно снижалось, что объясняется уменьшением резервов, а не ростом импортной зависимости.

Второй показатель – отношение золотовалютных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны – демонстрирует способность экономики расплатиться по текущим внешним обязательствам

(в расчет берется долг со сроком погашения до 1 года и обслуживание долгосрочного долга, выплата по нему процентов) за счет собственных ресурсов. Нормальным значением этого показателя считается 100%. В табл. 7 сведены наши расчеты отношения резервов к краткосрочному долгу в порядке убывания рейтинга стран. При его вычислении использовалась формула

$$R_{ed} = \frac{R \times 100\,000}{ED \times \alpha},$$

где R – международные резервы страны, млрд долл. США;

ED (external debt) – внешний долг, млрд долл. США;

α – доля текущего внешнего долга (short-run external debt) в общем внешнем долге страны, %.

Как явствует из полученных результатов, разброс показателя весьма значительный. И снова: гораздо более высокие значения у стран с развивающимися рынками, причем они существенно выше рекомендуемых нормативов. Развитые страны, как и в предыдущем случае, не рассматривают резервы как страховые запасы риска внешней неплатежеспособности. Вероятно, это происходит в силу того, что они и так располагают теми валютами, которые для других стран выступают в качестве резервных. Отметим также значительный рост рассматриваемого показателя у стран с развивающимися рынками в последние 6–7 лет. Как свидетельствует история, в преддверии и во время как локальных, так и мировых финансовых кризисов обычно наблюдается

значительное снижение показателя резервов к внешнему долгу стран. По нашим расчетам, в Аргентине в 1982–1984 гг. и в Бразилии в 1982–1983 гг. отношение составляло 20–30%, в Бразилии в 1990–1991 гг. – менее 40%, в Филиппинах в 1984–1985 гг. – менее 10%, в Индонезии в 1995–1997 гг. – менее 60%, в Перу в 1987–1990 гг. колебалось в пределах 25–37%. Между тем низкие значения рассматриваемого показателя не являются достаточным условием для наступления кризиса, так же, как высокие показатели недостаточны для его предотвращения. По словам А. П. Киреева, «История знала примеры кризисов в странах, где и когда это соотношение значительно превышало 1 (1,5–2,5 в Венесуэле, Малайзии, Колумбии в середине 90-х гг.). В то же время сочетание относительно низкого уровня резервов в определенные периоды в середине 90-х гг. (порядка 0,1–0,4 по данному показателю) с устойчивыми показателями платежеспособности, плавающим валютным курсом и разумным уровнем контроля за движением капитала не привело к кризису в Бразилии, Южной Африке, Мексике и Пакистане» [12, с. 416]. Поскольку даже значительное отношение резервов к краткосрочному долгу далеко не всегда предотвращает национальные экономики от валютных и внешнеторговых кризисов, само по себе оно не является гарантом макроэкономической стабильности.

Третий показатель – обеспеченность денежной массы валютными резервами – играет большую роль в странах с несамостоятельными монетарными

Таблица 7

Отношение золотовалютных резервов к краткосрочному внешнему долгу в 2006 г., %

Страна	Значение показателя	Страна	Значение показателя	Страна	Значение показателя
Уругвай	8 253,5	Чехия	192,3	Норвегия	25,0
Боливия	1 752,3	Венгрия	158,5	Дания	16,2
Индия	1 699,4	Казахстан	156,7	Канада	13,9
Египет	1 528,7	Аргентина	151,1	Италия	11,4
Перу	561,1	Украина	147,0	Финляндия	9,1
Россия	549,4	Болгария	146,6	Швейцария	8,2
Малайзия	505,4	Словакия	120,2	Германия	8,0
Таиланд	457,1	Словения	104,1	Португалия	6,6
Бразилия	422,4	Литва	101,8	Франция	6,2
Киргизия	404,0	Япония	96,2	Австрия	5,7
Мексика	361,5	Израиль	91,0	Испания	4,6
Индонезия	348,8	Молдова	86,1	Нидерланды	3,1
Колумбия	320,2	Эстония	46,8	Греция	2,3
Армения	310,3	Латвия	43,1	Бельгия	1,6
Чили	213,9	Гонконг	36,8	США	1,4
Южная Корея	210,3	Беларусь	31,6	Великобритания	1,2
Польша	208,8	Австралия	26,9	Ирландия	0,1
Хорватия	205,1				

режимами, типа «currency board», с привязкой слабых национальных валют к более сильным иностранным валютам. Такая привязка страхует слабые валюты от их дальнейшего обесценения, а поддержание резервов играет стабилизирующую роль посредством подключения эффекта доверия к национальной денежной единице и дисциплинирующего эффекта в кредитно-денежной политике [13, с. 289 – 290]. Показатель обеспеченности денежной массы валютными резервами вычисляется как отношение того или иного денежного агрегата к золотовалютным резервам государства.

В табл. 8 представлены результаты наших расчетов показателя обеспеченности денежной массы

золотовалютными резервами, который определяется по формуле

$$RM = \frac{R \times ER}{M2},$$

где R – золотовалютные резервы, долл. США;
 ER – курс доллара США в национальной валюте, нац. денежн. ед. / долл. США;
 $M2$ – денежный агрегат M2, нац. денежн. ед., на конец года.

Из табл. 8 можно заключить, что большее обеспечение денежной массы резервами наблюдается у стран с более жесткими валютными курсами: режимами фиксации или управления валютным

Таблица 8

Отношение золотовалютных резервов страны к денежному агрегату M2

№ п/п	Страна	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	Режим валютного курса*
1	Киргизия	173,45	166,81	132,13	118,95	118,57	117,98	96,45	MF
2	Армения	115,19	118,39	117,56	120,87	95,78	82,41	79,89	MF
3	Сингапур	81,30	77,26	79,13	83,90	88,90	87,94	79,65	MF
4	Россия	49,09	51,29	53,80	57,98	66,27	72,58	78,84	MF
5	Перу	50,70	50,52	52,95	56,67	64,07	64,18	66,13	MF
6	Боливия	27,97	24,49	21,83	24,70	31,76	37,99	54,39	FP
7	Болгария	74,73	64,86	64,76	63,04	64,49	55,74	52,86	CB
8	Молдова	76,24	62,27	57,45	46,99	49,33	48,13	50,91	MF
9	Аргентина	27,73	19,92	40,51	36,78	42,35	50,96	48,64	FP
10	Оман	39,29	35,76	44,11	48,72	46,92	46,88	43,29	FP
11	Украина	25,42	36,09	36,94	-	41,28	50,39	43,10	FP
12	Латвия	43,17	48,64	40,99	35,35	35,33	34,35	42,43	FP
13	Малайзия	24,90	23,77	25,88	31,41	42,13	41,81	41,20	MF
14	Литва	52,15	52,58	53,55	53,77	41,86	38,59	-	CB
15	Южная Корея	29,48	28,90	27,77	33,50	37,49	37,29	37,58	IF
16	Словакия	34,35	32,11	51,93	51,53	51,69	58,49	35,90	HB
17	Хорватия	39,58	36,73	36,74	39,07	34,98	35,34	34,93	MF
18	Уругвай	27,84	29,18	10,96	28,62	31,45	34,38	-	MF
19	Польша	38,59	31,10	34,67	36,31	29,62	33,34	-	IF
20	Филиппины	36,49	37,69	36,70	38,78	33,97	34,25	32,97	IF
21	Венгрия	53,38	43,04	29,50	29,81	29,68	36,23	32,80	HB
22	Словения	36,75	41,86	52,54	51,46	45,33	44,77	32,40	IF
23	Мексика	22,55	24,61	29,83	34,93	33,83	33,89	31,80	IF
24	Колумбия	44,81	45,18	52,63	46,78	42,25	37,36	31,52	MF
25	Эстония	46,77	35,79	32,99	33,90	35,33	31,24	31,23	CB
26	Турция	27,42	26,63	33,63	31,19	25,99	29,61	29,77	IF
27	Таиланд	25,17	24,58	27,24	24,39	26,78	27,96	29,16	MF
28	Чехия	34,24	32,64	41,55	37,49	33,02	34,79	28,61	MF
29	Индонезия	35,70	32,54	31,39	32,15	32,39	28,31	27,98	MF
30	Индия	16,42	17,71	22,02	26,78	27,66	26,02	27,12	MF
31	Кувейт	29,26	35,22	31,55	24,00	23,59	22,60	25,74	FP
32	Чили	39,63	41,20	43,59	37,76	30,36	24,77	25,25	IF
33	Гонконг	27,95	28,97	29,00	28,74	27,98	27,11	25,03	CB
34	Китай	10,46	11,64	13,33	15,57	20,37	22,49	24,37	CP

Окончание табл. 8

№ п/п	Страна	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	Режим валютного курса*
35	Египет	19,75	20,71	19,54	21,96	20,31	23,95	-	FP
36	Катар	14,72	16,68	17,82	28,87	27,70	25,78	22,15	FP
37	Израиль	21,43	20,39	21,76	22,32	21,93	21,85	22,12	IF
38	Пакистан	8,11	15,38	26,34	29,64	23,03	20,77	21,36	FP
39	Беларусь	26,06	24,40	34,72	23,37	20,90	23,29	17,45	FP
40	Саудовская Аравия	24,81	21,37	21,81	22,23	22,65	19,71	17,26	FP
41	Дания	19,52	22,14	28,20	30,34	26,67	22,61	16,87	НВ
42	Южная Африка	11,68	15,74	10,74	7,49	10,75	13,93	15,76	IF
43	Бразилия	11,55	13,14	19,31	17,19	14,53	10,69	13,36	IF
44	Швеция		14,86	14,66	13,39	13,48	14,49	12,59	IF
45	Новая Зеландия	9,17	1,42	8,40	7,45	7,35	8,86	11,72	IF
46	Швейцария	16,56	15,54	14,58	13,60	13,02	10,96	10,82	IF
47	Япония	3,39	5,18	5,42	6,92	8,30	9,53	10,27	IF
48	Австралия	7,58	1,88	7,14	7,30	6,99	8,10	8,31	IF
49	США	1,83	1,73	2,00	2,25	2,21	2,03	2,20	IF

* Режимы валютного курса:

СВ (currency board) – режим «валютного правления»;

FP (conventional fixed-peg) – режим обычной фиксации с привязкой к иностранной валюте;

НВ (pegged exchange rates with horizontal bands) – режим мягкой фиксации в рамках горизонтального коридора;

СР (crawling pegs) – режим скользящей фиксации курса;

МФ (managed floating) – режим управляемого плавания;

IF (independently floating) – режим независимого плавания.

курсом. Из всех исследуемых стран в 2006 г. только денежная масса Киргизии была на 100 % обеспечена резервами, у восьми государств из 49 обеспеченность составляла более 50 %, у остальных – меньше. В развитых странах обеспеченность денежной массы резервами самая низкая, ее даже можно назвать несущественной. Что касается динамики показателя, у некоторых стран в 2000 – 2006 гг. исследуемое соотношение менялось незначительно, у многих снижалось, хотя резких падений не наблюдалось. Особо выделена группа стран (жирным шрифтом в табл. 8), для которых произошло существенное увеличение исследуемого показателя. Сюда относятся страны Азии, Ближнего Востока, Латинской Америки, Россия, Украина. Однако при сравнении данных табл. 8 с комментариями к ней в рассматриваемом периоде невозможно установить однозначной связи динамики показателя обеспеченности денежной массы резервами с режимами валютного курса. Это снова свидетельствует в пользу того, что скорее имеет место стихийный результат, нежели сознательное управление резервами.

В России соотношение резервных и обращающихся денег в 2006 г. составляло 80 %, если руководствоваться в расчетах данными

МВФ. При использовании данных Центрального банка РФ получаются еще более впечатляющие результаты: в июле 2006 г. и в июле 2007 г. обеспечение официальных обязательств официальными ликвидными резервами составляло более 95 % (рис. 6). Причем, Банк России явно пытается управлять этим соотношением, не допуская его роста свыше 100 %. Управление осуществляется либо через сдерживание

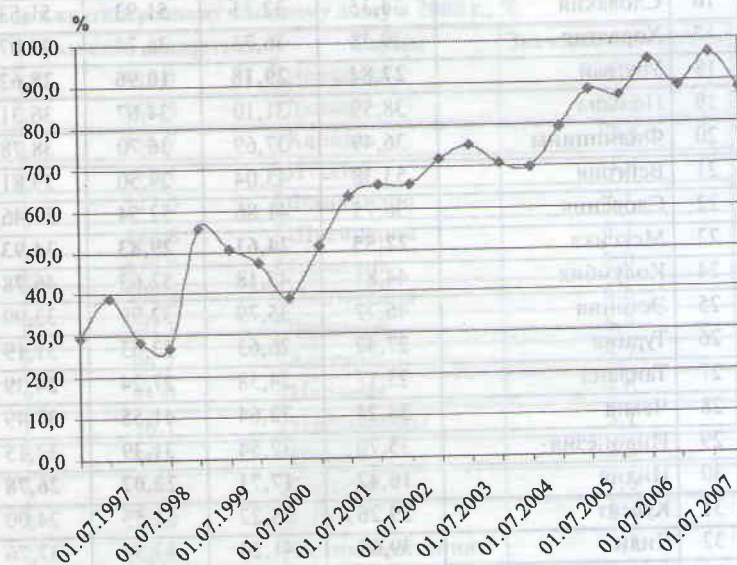


Рис. 6. Отношение золотовалютных резервов России к денежному агрегату М2, измеренному в долларах США

накопления резервов, либо посредством увеличения денежной массы. При этом падение курса доллара США автоматически уменьшает размер резервов при их пересчете в рублевый эквивалент, а рост евро приводит к обратному результату.

Состав и структура золотовалютных резервов

Состав, и тем более структура, валютных резервов государств не являются открытой инфор-

мацией, поэтому международные организации таких данных в своих отчетах и обзорах в разрезе отдельных стран не предоставляют. Между тем МВФ и Всемирный банк периодически публикуют информацию о структуре этих резервов по укрупненным группам стран и в мировом масштабе в целом. Данная информация представлена нами в табл. 9. Информацию о валютной структуре резервов можно также обнаружить в различного рода официальных документах, размещенных на сайтах

Таблица 9

Изменение структуры валютных резервов групп стран в 1997 – 2006 гг.

Официальные резервы, на конец периода	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	Изменение за 7 лет существования евро
Все страны											
Доллар США	65,2	69,4	71	71,1	71,5	67	65,9	65,8	66,7	64,7	-6,3
Японская иена	5,8	6,2	6,4	6,1	5,1	4,4	3,9	3,9	3,6	3,2	-3,2
Фунт стерлингов	2,6	2,7	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4	1,5
Швейцарский франк	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0
Евро			17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,9	24,2	25,8	7,9
Немецкая марка	14,5	13,8									
Французский франк	1,4	1,6									
Нидерландский гульден	0,4	0,3									
ЭКЮ	6	1,2									
Другие валюты	3,8	4,5	1,6	1,5	1,3	1,6	2	1,9	1,7	1,7	0,1
Итого:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
Индустриальные страны											
Доллар США	59,1	67,6	73,5	72,7	72,7	68,9	70,5	71,5	73,6	71,9	-1,6
Японская иена	5,9	6,9	6,7	6,3	5,5	4,3	3,8	3,6	3,4	3,5	-3,2
Фунт стерлингов	2	2,1	2,2	2	1,9	2,1	1,5	1,9	2,1	2,5	0,3
Швейцарский франк	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
Евро			16,1	17	17,9	22,3	21,9	20,8	19	20,4	4,3
Немецкая марка	16,2	13,4									
Французский франк	0,9	1,2									
Нидерландский гульден	0,2	0,2									
ЭКЮ	11,2	2,3									
Другие валюты	4,4	6,2	1,5	1,7	1,6	1,8	2	2,1	1,6	1,4	-0,1
Итого:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	
Развивающиеся страны											
Доллар США	72,4	71,2	68,3	69,4	70,2	65,2	61,3	60,2	61	59,7	-8,6
Японская иена	5,7	5,6	6,1	5,8	4,6	4,4	4	4,1	3,7	2,9	-3,2
Фунт стерлингов	3,3	3,3	3,7	3,5	3,5	3,5	4	4,9	4,9	5,8	2,1
Швейцарский франк	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,3
Евро			19,9	19,7	20,5	25,3	28,5	29	28,5	29,6	9,7
Немецкая марка	12,5	14,3									
Французский франк	2,1	2,1									
Нидерландский гульден	0,5	0,4									
ЭКЮ	0	0									
Другие валюты	3	2,7	1,7	1,3	1	1,3	2	1,6	1,7	1,9	0,2
Итого:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

Источник: IMF Annual Report, 2007. P. 3.



Рис. 7. Доли стран в золотых резервах в распоряжении монетарных властей на конец 2006 г.

центральных банков соответствующих государств. Кроме того, информацию о золотой составляющей в резервах и физических объемах золота, находящегося в распоряжении монетарных властей, можно найти на сайте Всемирного золотого совета [3].

На основе данных табл. 9 можно сделать ряд заключений.

- ⇒ Из таблицы следует пока еще слабое, но уже заметное вытеснение доллара США новой европейской валютой.
- ⇒ Реструктуризацию доллара США в евро в большей степени осуществляют развивающиеся страны, чем индустриально развитые страны. Это отчасти объясняется тем, что последние большей частью входят в зону евро и поэтому их резервной валютой остается доллар США из-за отсутствия приемлемой альтернативы.
- ⇒ У всех стран уменьшается доля резервов в иене. Это можно объяснить определенной инвестиционной стратегией стран, воздерживающихся от вложения в валюту, у которой эффективный реальный курс падает.
- ⇒ Увеличиваются вложения в фунты стерлингов, у развивающихся стран в большей степени, чем у других.
- ⇒ Евро вытеснил не только доллар США, но и отчасти другие валюты. Так что в целом новая европейская валюта упрочила резервную позицию европейских государств. За 8 лет доля евро в резервах по отношению к замененным ею валютам увеличилась в целом по странам — членам МВФ на 8,9%, причем в развивающихся странах этот прирост составил 12,8%, а в разви-

тых индустриальных странах — 3,3%.

Что касается России, в ее валютных резервах доля доллара США в последние годы тоже существенно снизилась, а евро — увеличилась. По состоянию на 31.12.2006 структура резервных валют Центрального банка РФ была представлена следующим образом: американский доллар — 49%, евро — 40%, фунт стерлингов — 10%, японская иена — 1% [8, с. 25]. Из сравнения этих данных с табл. 9 можно заключить, что Россия быстрее многих других государств осуществляет реструктуризацию своих валютных резервов.

Особый интерес представляет также исследование «золотой» составляющей резервов и ее динамики

в течение последних лет. Предварительный анализ показывает, что наблюдается увеличение доли золота в суммарной стоимости международных резервов развитых стран. И хотя прирост в период с 2001 по 2007 г. пока еще очень слабый (5%), но тенденция уже налицо. Между тем отношение к золоту еще недавно было весьма скептическим. Общее мнение монетарных властей развитых государств в этом вопросе выразил российский ученый А. П. Киреев: «Золото... не считается надежным активом при его помещении в резервы в силу нестабильности цены, отсутствия процентов за его содержание в резервах, низкой доходности операций с ним и большими издержками на проведение таких операций, связанных с физическим перемещением золота и необходимостью наличия для проведения таких операций высококвалифицированных кадров» [12, с. 411]⁵.

В мире в целом в 2006 г. лишь 9,6% золотовалютных резервов стран были представлены золотом. Между тем доля стран, входящих в еврозону, и США в сумме составляет 72,4% всех золотых резервов. Первое место бесспорно принадлежит США, располагающим почти 1/3 централизованных запасов золота. Далее следуют Германия и Франция (рис. 7)⁶.

Нами были произведены расчеты, показывающие изменение структуры золотовалютных резервов

⁵ Текст процитирован дословно, без стилистической корректировки и согласования падежей.

⁶ Данные рассчитаны на основе рыночной стоимости золота. Если же за основу брать запасы в тоннах, то доли стран несколько меняются. Например, доля США на конец 2006 г. становится равной 26,8%, еврозоны — 37,4%.

развитых стран и России за последние 8 лет (табл. 10). Во-первых, они свидетельствуют о том, что ряд европейских государств – членов еврозоны фактически стали придерживаться стратегии сокращения международных резервов вообще. Разумеется, изменение резервов происходит не только в силу сознательного управления ими, но и по причине стихийно складывающихся обстоятельств, конъюнктуры мирового рынка, условий внешней торговли. В то же время уменьшение «бумажной» составляющей резервов в несколько раз у таких достаточно

развитых в экономическом плане стран, как Греция, Португалия, Австрия, Испания, Ирландия, свидетельствует скорее о продуманной стратегии поведения, нежели о стечении рыночных обстоятельств. Во-вторых, у подавляющего большинства стран еврозоны произошло как абсолютное увеличение стоимости золотых резервов, так и существенное увеличение относительной доли золота в структуре международных резервов. Исключение составляет лишь Люксембург, где в конечном счете структура резервов (соотношение золотой и «бумажной» со-

Таблица 10

Динамика и изменение структуры золотовалютных резервов развитых стран и России в 2000 – 2007 гг.

Показатель	Данные на конец соответствующего периода							
	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
ЕВРОЗОНА								
Германия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	87,50	82,13	89,14	96,84	97,17	101,68	111,64	131,72
Золото, млрд долл. США	30,61	30,73	37,97	46,14	48,35	56,54	69,95	87,32
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	56,89	51,40	51,17	50,69	48,82	45,14	41,69	44,40
% золота в золотовалютных резервах	35,0	37,4	42,6	47,6	49,8	55,6	62,7	66,3
Тенденция	<i>Общий рост резервов, в основном за счет значительного увеличения золотой части резервов, сокращение «бумажной» части резервов</i>							
Франция	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	63,73	58,64	61,70	70,76	77,35	74,36	98,24	118,52
Золото, млрд долл. США	26,69	26,89	33,33	40,58	42,04	46,61	55,59	66,69
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	37,04	31,75	28,37	30,19	35,31	27,75	42,65	51,83
% золота в золотовалютных резервах	41,9	45,9	54,0	57,3	54,3	62,7	56,6	56,3
Тенденция	<i>Увеличение обеих частей резервов, но золотой – в большей степени</i>							
Италия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	47,20	46,22	55,62	63,26	62,39	65,95	75,77	92,04
Золото, млрд долл. США	21,63	21,80	27,02	32,89	34,53	40,44	50,11	62,24
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	25,57	24,42	28,60	30,37	27,86	25,51	25,66	29,81
% золота в золотовалютных резервах	45,8	47,2	48,6	52,0	55,3	61,3	66,1	67,6
Тенденция	<i>Незначительное увеличение «бумажной» части резервов, значительное увеличение золотой части резервов</i>							
Нидерланды	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	17,69	16,90	18,95	21,60	21,60	20,45	23,90	24,90
Золото, млрд долл. США	8,05	7,86	9,39	10,43	10,95	11,46	13,10	15,35
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	9,64	9,03	9,56	11,17	10,65	8,99	10,80	9,55
% золота в золотовалютных резервах	45,5	46,5	49,5	48,3	50,7	56,1	54,8	61,6
Тенденция	<i>Увеличение резервов исключительно за счет золотой составляющей, при относительной стабильности «бумажной» составляющей</i>							
Греция	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	14,59	6,24	9,43	5,80	2,71	2,29	2,85	3,47
Золото, млрд долл. США	1,17	1,09	1,35	1,44	1,52	1,78	2,28	2,78
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	13,42	5,15	8,08	4,36	1,19	0,51	0,57	0,69
% золота в золотовалютных резервах	8,0	17,5	14,3	24,8	56,0	77,9	80,1	80,1

Продолжение табл. 10

Показатель	Данные на конец соответствующего периода							
	<i>Существенное сокращение общих резервов за счет интенсивного сброса «бумажной» составляющей, при увеличении золотой составляющей в 2 раза</i>							
Тенденция	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Португалия								
Совокупные резервы, млрд долл. США	14,26	15,06	17,70	12,81	11,68	10,36	9,88	10,81
Золото, млрд долл. США	5,35	5,39	6,52	6,94	6,51	6,89	7,82	9,76
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	8,91	9,67	11,18	5,88	5,17	3,48	2,06	1,05
% золота в золотовалютных резервах	37,5	35,8	36,8	54,1	55,7	66,4	79,1	90,3
Тенденция	<i>Снижение совокупных резервов за счет интенсивного сброса «бумажной» составляющей, при увеличении золотой составляющей</i>							
Австрия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	17,65	15,60	13,18	12,73	12,19	11,83	12,91	17,03
Золото, млрд долл. США	3,33	3,09	3,50	4,26	4,33	4,99	5,90	7,05
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	14,32	12,51	9,68	8,47	7,86	6,84	7,01	9,98
% золота в золотовалютных резервах	18,9	19,8	26,5	33,5	35,5	42,2	45,7	41,4
Тенденция	<i>Относительная стабильность общих резервов, реструктуризация их в пользу золота</i>							
Бельгия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	12,27	13,56	14,70	14,45	13,99	12,00	13,44	15,93
Золото, млрд долл. США	2,28	2,29	2,84	3,46	3,63	3,76	4,65	5,77
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	9,99	11,27	11,86	10,99	10,36	8,24	8,78	10,16
% золота в золотовалютных резервах	18,6	16,9	19,3	23,9	25,9	31,3	34,6	36,2
Тенденция	<i>Незначительное увеличение общих резервов, в основном за счет золотой составляющей</i>							
Испания	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	35,61	34,24	40,30	26,81	19,76	17,23	19,34	18,54
Золото, млрд долл. США	4,62	4,65	5,77	7,02	7,37	7,55	8,52	7,10
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	30,99	29,58	34,54	19,79	12,39	9,68	10,82	11,44
% золота в золотовалютных резервах	13,0	13,6	14,3	26,2	37,3	43,8	44,0	38,3
Тенденция	<i>Снижение совокупных резервов за счет сброса «бумажной» части, увеличение до 2006 г. золотой составляющей</i>							
Финляндия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	8,41	8,42	9,83	11,17	12,91	11,33	7,50	8,18
Золото, млрд долл. США	0,43	0,44	0,54	0,66	0,69	0,81	1,00	1,24
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	7,98	7,98	9,28	10,51	12,22	10,52	6,49	6,95
% золота в золотовалютных резервах	5,1	5,2	5,5	5,9	5,4	7,2	13,4	15,1
Тенденция	<i>Незначительное уменьшение общих резервов за счет сброса «бумажной» составляющей, прирост золотой части резервов</i>							
Ирландия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	5,41	5,64	5,48	4,15	2,91	0,87	0,83	0,91
Золото, млрд долл. США	0,05	0,05	0,06	0,07	0,08	0,09	0,11	0,15
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	5,36	5,59	5,41	4,08	2,83	0,78	0,72	0,77
% золота в золотовалютных резервах	0,9	0,9	1,1	1,8	2,7	10,4	13,4	15,9
Тенденция	<i>Интенсивный сброс незолотых резервов</i>							
Люксембург	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	0,10	0,13	0,18	0,31				0,27
Золото, млрд долл. США	0,02	0,02	0,03	0,03				0,06

Окончание табл. 10

Показатель	Данные на конец соответствующего периода							
	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	0,08	0,11	0,15	0,28				0,28
% золота в золотовалютных резервах	21,4	16,6	14,7	10,1				21,4
Тенденция	<i>Незначительное увеличение всех резервов, процент золота в итоге остался неизменным</i>							
ДРУГИЕ СТРАНЫ								
США	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	128,40	130,08	157,76	184,02	190,46	188,26	221,09	
Золото, млрд долл. США	71,80	72,44	89,80	109,13	114,57	134,18	166,23	
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	56,60	57,63	67,96	74,89	75,89	54,08	54,85	
% золота в золотовалютных резервах	55,9	55,7	56,9	59,3	60,2	71,3	75,2	
Тенденция	<i>Увеличение резервов исключительно за счет золотой составляющей</i>							
Швейцария	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	53,62	51,55	61,28	69,56	74,57	57,58	64,46	70,45
Золото, млрд долл. США	21,35	19,54	21,12	21,91	19,07	21,28	26,37	27,74
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	32,27	32,01	40,15	47,65	55,50	36,30	38,09	42,71
% золота в золотовалютных резервах	39,8	37,9	34,5	31,5	25,6	37,0	40,9	39,4
Тенденция	<i>Равномерный небольшой рост обеих частей резервов, неизменность доли золота</i>							
Великобритания	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	43,08	37,35	41,01	39,55	44,34	43,59	47,04	
Золото, млрд долл. США	4,30	3,16	3,46	4,20	4,40	5,13	6,34	
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	38,77	34,19	37,55	35,35	39,94	38,47	40,70	
% золота в золотовалютных резервах	10,0	8,5	8,4	10,6	9,9	11,8	13,5	
Тенденция	<i>Равномерный небольшой рост обеих частей резервов, незначительное увеличение доли золота</i>							
Россия	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Совокупные резервы, млрд долл. США	27,66	36,30	48,33	78,41	126,26	182,27	303,77	446,96
Золото, млрд долл. США	3,39	3,76	4,27	5,23	5,45	6,38	8,21	10,95
Совокупные резервы за минусом золота, млрд долл. США	24,26	32,54	44,05	73,17	120,81	175,89	295,57	436,01
% золота в золотовалютных резервах	12,3	10,4	8,8	6,7	4,3	3,5	2,7	2,5
Тенденция	<i>Значительный рост совокупных резервов, в основном за счет «бумажной» составляющей, уменьшение доли золота</i>							

ставляющих) за указанный период не изменилась. Интересно, что США в управлении структурой резервов по сути придерживаются той же стратегии, что и страны Европейского монетарного союза. Иными словами, после ухода из обращения сильных европейских валют европейские страны, столкнувшиеся с потребностью в сильной резервной валюте, не сделали своего выбора в пользу американского доллара. А США, соответственно, весьма скептически отнеслись к новой европейской валюте.

Что касается других развитых государств, например Великобритании и Швейцарии, где доля золота в резервах традиционно велика, они, по сути, не изменили своей стратегии в управлении структурой резервов. Доля золота стран еврозо-

ны и США в мировых резервах с 2000 по 2006 г. увеличилась на 2,7%, в то время как в среднем в мире произошло снижение доли золота в резервах более чем на 3% (с 12,76 до 9,56%). Стратегию абсолютного роста золотых резервов разделяют Япония и Китай, где увеличение золотых резервов за указанный период составило, соответственно, 8,9 и 8,78 млрд долл. США. Между тем «незолотая» составляющая резервов в этих странах росла большими темпами, чем «золотая», так что доля золота в резервах у них снизилась, как и у большинства стран. Абсолютное и относительное увеличение золотой составляющей резервов также наблюдалось у таких стран, как Индия и Венесуэла, несколько увеличили свои золотые резервы Болгария и Бела-

русь. В России Центральный банк РФ приступил к достаточно активной покупке золота в 2006 г., между тем это не переломило общей тенденции увеличения резервов за счет преобладающего роста валютной составляющей.

Рост золотой составляющей может отражать влияние двух эффектов: физического увеличения золотых резервов и роста рыночной цены золота. Для разграничения этих эффектов нами был собран и обработан материал о динамике физических запасов золота и его рыночной цены.

Исследование физической динамики золотых запасов выбранной группы стран привел нас к неожиданным результатам: многие из них за период 2000 – 2006 гг. фактически сократили централизованные золотые резервы. В Германии они уменьшились на 1,3%, во Франции – на 10,3%, в Австрии – на 23,5%, в Бельгии – на 11,8%, Нидерландах – на 29,7%, в Испании – на 20,4%, Португалии – на 36,9%, в Греции – на 15,7%, в Ирландии – на 0,5%, в Люксембурге – на 2,7%, в Швейцарии – на 46,7%, в Великобритании – на 36,4%, в США, Италии и Финляндии – практически не изменились, в России – увеличились на 4,4% – в основном за счет 2006 г. (до этого наблюдались разнонаправленные колебания). Из стран, которые в последнее время активно увеличивали физические запасы золота в распоряжении монетарных властей, следует назвать Китай (с 2000 до 2006 г. произошел их абсолютный рост с 395 до 600 т), Аргентину (рост с 0,6 до 54,7 т), Венесуэлу

(рост с 318,5 до 357,1 т), Таиланд (рост с 73,6 до 84,0 т), Беларусь (рост с 1,2 до 20,1 т), Казахстан (рост с 57,2 до 67,3 т), Македонию (рост с 3,5 до 6,8 т), Монголию (рост с 2,6 до 6,7 т), Лаос (рост с 0,5 до 6,5 т), Словению (рост с 0 до 5,1 т). В Японии наблюдаются отдельные периоды, когда происходит значительный прирост золота: 1948 – 1972, 1977 – 1979, 1999 – 2001 гг. – и они вполне соответствуют периодам относительно благоприятной конъюнктуры для покупателей металла (рис. 8). Между тем некоторые страны усиленно избавлялись от золотых резервов. Например, только в 2003 г. Норвегия продала резервы в размере 36,7 т золота, уменьшив свои золотые резервы до нуля. Еще в 1965 г. золотые резервы Канады составляли 1 022,7 т, в 1989 г. они были уже более чем вдвое меньше, в 2000 г. составляли лишь 36,8 т, а в 2006 г. – всего 3,4 т. Австралия только за один 1997 г. «сбросила» 166 т золота. Австрия до 1988 г. придерживалась стратегии роста золотых запасов, потом перешла к их постепенному уменьшению, наибольший «сброс» приходится на 1995 – 1997 гг. (уменьшение на 325,6 т за 3 года), после чего тенденции менялись. Золотые резервы Бельгии с 1965 по 2006 г. уменьшились более чем в 6 раз (с 1 384,7 до 227,7 т), Нидерландов – в 2,4 раза (с 1 560,9 до 640,9 т), Швейцарии – в 2,1 раза (с 2 703,2 до 1 290,1 т), Великобритании – в 6,5 раз (с 2 012,4 до 310,2 т), Франции – на 35%, Германии – на 13%. Значительно уменьшились резервы некоторых латиноамериканских стран, в частности Чили, Мексики, Уругвая. Значительно выросли резервы Тайваня. В целом в мире с 1965 г. наблюдалась плавная тенденция сокращения государственных золотых резервов. Из этого следует, что увеличение «золотой» составляющей валютных резервов рассматриваемых государств (см. табл. 10) является статистическим миражом, артефактом, оно объясняется изменением как самой структуры резервов, так и весовых коэффициентов отдельных компонентов, а именно: ростом относительной цены золота, сокращением валютного курса резервной валюты и изменением структуры резервов за счет физического уменьшения «бумажной» составляющей у некоторых государств. Теперь предстоит выявить, какую же роль в увеличении доли золота в резервах сыграли цены на золото.

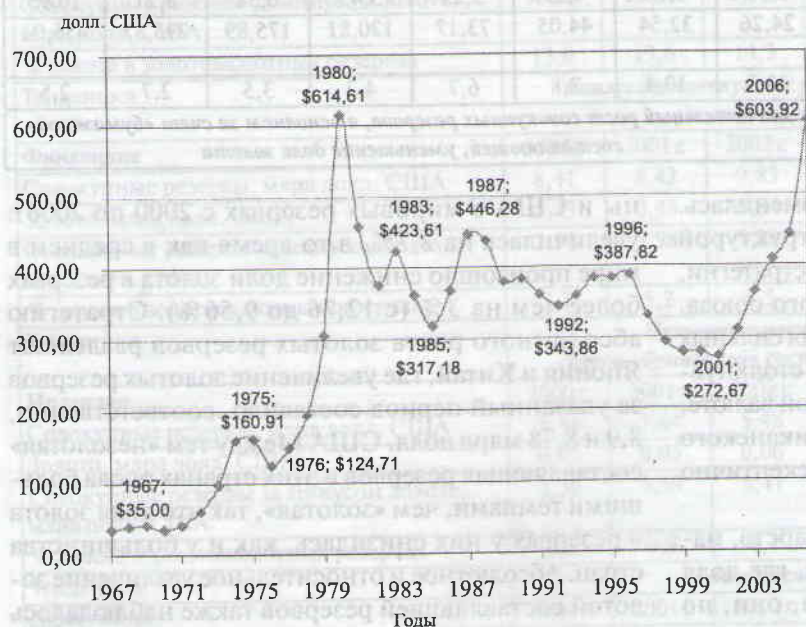


Рис. 8. Динамика мировой цены золота в 1967 – 2006 гг. (среднегодовое значение, доллар США за 1 тройскую унцию)



Рис. 9. Изменение мировой цены золота в 2007 г. (на конец месяца, долл. США за 1 тройскую унцию)

На рис. 8 представлены данные о динамике мировой цены золота за 40 лет. Особо помечены годы взлетов и падений цены благородного металла, ее среднегодовые значения в эти периоды. Явно прослеживается повышательная тенденция последних лет. Начиная с 2001 г., наблюдается колоссальный рост мировой цены золота, такой, что за 5 лет (2001 – 2006 гг.) среднегодовая цена этого металла выросла в 2,2 раза, приблизившись к рекордному уровню 1980 г. История и ранее знала подобные «взлеты» золота. Как явствует из той же диаграммы, первый подъем пришелся на 1971 – 1975 гг., тогда рост цены золота составил 4 раза; второй существенный подъем был в 1977 – 1980 гг.: цена золота выросла в 4,9 раза; третий небольшой взлет затронул 1986 – 1987 гг.: за 2 года золото подорожало на 40% по сравнению с 1985 г. Взлет «золотых» цен в XXI в. по продолжительности и динамике напоминает бум конца 70-х – начала 80-х гг. XX в. «Золотой бум» XXI в. не закончился в 2006 г., когда наблюдалось некоторое снижение темпов роста цен благородного металла, то было лишь затишье перед бурей. В 2007 г. цены на золото взяли новый разгон, и за год оно подорожало еще на 27,6% относительно доллара США (рис. 9), на 15,7% – относительно евро, на 22,3% – относительно иены, на 23,9% – относительно британского фунта стерлингов, на 12,8% – относительно индийского рупия⁷. В 2008 г. тенденция продолжилась, и уже 03.01.2008 цена золота достигла отметки 865,35 долл. США за унцию, превысив прежнее рекордное значение от 21.01.1980, когда она составила 850 долл. США, поднявшись за 3 недели почти на 300 долл. США. Всего за январь 2008 г. цена золота на мировых

⁷Заметим, что цены золота в большей степени растут в валютах, у которых наблюдается падение валютного курса.

рынках увеличилась на 10,6% – в долларовом исчислении и на 9,6% – в евро.

Рост цен на золото связан, прежде всего, с увеличением потребности в нем со стороны ювелирной промышленности, чему в немалой степени способствует повышение реальных доходов населения. Интерес к золоту в настоящее время объясняется также увеличением спроса на него как форму частных инвестиций, как надежный (способный сохранять реальную стоимость в условиях инфляции) и достаточно ликвидный инструмент диверсификации вложений, а последнее облегчается институциональной обеспеченностью этого процесса. Интерес к золоту в значительной степени подогревается ненадежными прогнозами относительно стабильности доллара США и не вполне определенными перспективами новой европейской валюты, а значит, высокими валютными рисками инвестиций, номинированных в этих денежных единицах. Дополнительными факторами, способствующими удорожанию золота в последние годы, является нестабильная ситуация на мировых финансовых рынках (сначала потрясения в банковском секторе, потом на фондовом рынке) и использование золота для хеджирования разного рода рисков. Наконец, повышение цены золота является результатом ухудшения условий его добычи и ростом издержек в золотодобывающей промышленности, но этот фактор не новый. И все-таки, принципиально новое предназначение золота, ставшее очевидным совершенно недавно, это хеджирование от валютных рисков.

Валютные риски для частных инвесторов и валютные риски для государства как общественного инвестора мало отличаются друг от друга. С одной стороны, государство обладает большими институциональными возможностями для оперативного управления валютными рисками. С другой стороны, его запасы значительнее, и любые резкие действия в отношении изменения объемов или структуры резервов могут вызвать большие осложнения на международных финансовых рынках. В условиях стабильных ожиданий дальнейшего роста цен золота предложение данного металла становится малоэластичным по цене, а спрос – высокоэластичным по цене. Это означает, что любое увеличение спроса на золото сказывается не на его продажах, а, в первую очередь, на его цене, что

мы и наблюдаем в настоящий момент. В условиях ожиданий падения цен золота его предложение становится, напротив, весьма эластичным по цене, а спрос – менее эластичным. Следовательно, любое увеличение предложения золота (сброс его) приводит к значительному уменьшению равновесных цен, что имело место во второй половине прошлого десятилетия. В обеих ситуациях реагируют, в первую очередь, цены. Кроме того, скорость приспособления этого рынка, как и рынков большинства инвестиционных инструментов, чрезвычайно высокая, что обуславливает высокую волатильность «золотых» цен, их сильную реакцию на текущие колебания спроса и предложения, ожидания инвесторов. Неслучайно в сентябре 1999 г. Европейским центральным банком и 14 центральными банками европейских стран – участников Евросоюза⁸ было подписано Вашингтонское соглашение (CBGA1 – Central Bank Gold Agreement), ограничивавшее совокупную продажу золота странами-участниками в объеме 400 т ежегодно в течение 5 лет, при максимальном суммарном значении 2 000 т в течение указанного периода. Также было достигнуто соглашение об ограничении лизинговых операций с золотом, фьючерсных и опционных сделок существующими до этого объемами. В 2004 г. соглашение было возобновлено, подписано CBGA2, правда, из него вышла Великобритания, заявившая, что не имеет намерений продавать золото, и присоединилась Греция, вступившая в Европейский монетарный союз в 2000 г. Однако с учетом изменившейся ситуации на мировых рынках думается, что данное соглашение, по сути, устарело.

Итак, увеличение доли золота в международных резервах государств еврозоны и США в 2000 – 2007 гг. было обусловлено не столько физическим ростом этой составляющей, сколько конъюнктурными факторами, рыночным удорожанием золота относительно основных резервных валют. Страны с высокой долей золота в иностранных резервах выиграли, их общественное благосостояние искусственно выросло, но это выигрыш чисто конъюнктурного характера, он является временным и существует до тех пор, пока не произошел перелом тенденции, смена ее на противоположную. Дело в том, что нельзя сбрасывать со счета таких уже достаточно проявивших себя в экономической

⁸ Соглашение было подписано центральными банками стран – участников Европейского монетарного союза (Австрии, Бельгии, Германии, Ирландии, Испании, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Португалии, Финляндии, Франции), банками Швеции, Швейцарии и Великобритании.

истории, явлений, как эффект мыльного пузыря (bubble phenomena) и инфляция активов. Опасность подобных явлений в данном секторе рынка также существует. Между тем есть серьезные основания считать, что золотой бум в современных условиях не подогрет искусственно, а имеет под собой весьма прочную основу. И этой основой является то, что возможно, о демонетизации золота заговорили слишком рано, что оно еще не выполнило до конца своей исторической миссии. Неустойчивость современной международной денежной системы и становящийся все более очевидным грядущий кризис мировой валютной системы – тому явные свидетельства. В таких условиях временный возврат к золотому стандарту или некоему его аналогу вполне может стать промежуточным этапом на пути формирования новой валютной системы.

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. Москва, 2007.
8. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Вып. 3. Москва, 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. *Киреев 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.