



**Исследовательский центр ИПМ
Немецкая экономическая группа в Беларуси**

Аналитическая записка [PP/06/2009]

Достаточность официальных резервных активов в Беларуси: анализ и рекомендации

Роберт Кирхнер, Рикардо Джуччи

Берлин/Минск, Ноябрь 2009



**ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ
ЦЕНТР ИПМ**

исследования • прогнозы • мониторинг

Информация об Исследовательском центре ИПМ

Исследовательский центр ИПМ был создан в 1999 г. в рамках совместного проекта Института приватизации и менеджмента (Минск, Беларусь) и CASE – Центра социальных и экономических исследований (Варшава, Польша). Он является членом исследовательской сети CASE, Альянс НГО Института Уильяма Дэвидсона и Сеть институтов, занимающихся вопросами экономической политики (проект Регионального бюро ПРООН в Европе и СНГ). Основными направлениями деятельности Исследовательского центра ИПМ являются мониторинг, анализ и прогнозирование развития белорусской экономики, проведение экономических исследований и разработка на их основе рекомендаций для экономической политики, продвижение диалога по проблемам экономического развития через организацию и проведение конференций и семинаров, публикация результатов исследований белорусских и зарубежных экономистов в журнале "ЭКОВЕСТ", а также тренинг специалистов в области современных методов экономического анализа. В рамках сотрудничества с экспертами Немецкой экономической группы в Беларуси (GET Беларусь) Исследовательский центр ИПМ осуществляет независимое консультирование Национального банка, Министерства экономики, Министерства иностранных дел и других государственных и негосударственных организаций, вовлеченных в процесс формирования экономической политики в стране.

Миссия Исследовательского центра ИПМ – содействие повышению национальной конкурентоспособности через разработку рекомендаций для экономической политики на основе экономических исследований и продвижение профессионального диалога по актуальным проблемам экономического развития.

Исследовательский центр ИПМ

220088 Минск, Беларусь, ул. Захарова 50 б
Тел.: +375 (17) 2 100 105
Факс: +375 (17) 2 100 105
E-Mail: research@research.by
<http://www.research.by>

Информация о Немецкой экономической группе в Беларуси (GET Беларусь)

Главной задачей Немецкой экономической группы в Беларуси является поддержание диалога по вопросам экономической политики с белорусским правительством, структурами гражданского общества и международными организациями. Эксперты Немецкой экономической группы имеют опыт консультирования по экономическим вопросам правительств ряда трансформационных стран, в том числе Украины, России и Казахстана. Исследовательский центр ИПМ и Немецкая экономическая группа предоставляют информационно-аналитическую поддержку Национальному банку, Министерству финансов, Министерству экономики, Министерству иностранных дел и другим учреждениям, вовлеченным в процесс формирования и реализации экономической политики в стране.

Немецкая экономическая группа

c/o Berlin Economics
Schillerstr. 59
D-10627 Berlin
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
E-Mail: info@get-belarus.com
<http://www.get-belarus.com>

© 2009 Исследовательский центр ИПМ

© 2009 Немецкая экономическая группы

Все права защищены.

Достаточность официальных резервных активов в Беларуси: анализ и рекомендации

Резюме

В обычной ситуации у многих людей вызывает удивление, почему центральные банки, особенно в формирующихся рыночных экономиках, формируют значительные запасы официальных резервных активов в иностранной валюте. Этим подчеркивается наличие вмененных издержки хранения таких активов. Однако во времена финансовых кризисов выгоды от наличия официальных резервных активов становятся очевидными. Такие резервы помогают абсорбировать внешние шоки, уменьшить вероятность возникновения таких шоков и их негативные последствия.

После объяснения экономического содержания выбранных критериев, мы применяем все три критерия к ситуации в Беларуси и получаем вполне определенный результат. Согласно трем критериям минимально достаточный уровень резервов составляет USD 8.7 млрд, USD 8.9 млрд и USD 12.2, соответственно. Эти минимальные значения существенно отличаются от величины, равной USD 2.65 млрд в конце второго квартала 2009 г. - последнего квартала нашего временного ряда. Таким образом, согласно всем трем критериям текущий уровень официальных резервных активов в Беларуси представляется явно недостаточным.

Очевидным следствием этих расчетов является необходимость увеличения официальных резервных активов. Текущие меры, принимаемые властями, такие как получение кредита МВФ и двухстороннее соглашение о кредите с Россией, являются, безусловно, важными на пути решения данной проблемы в краткосрочном периоде. Однако наряду с этими финансовыми мерами мы подчеркиваем необходимость осуществления экономических мер по преодолению структурной проблемы недостаточности уровня официальных резервных активов. Хотя политику обменного курса следует рассматривать как важный инструмент для достижения данной цели, на наш взгляд, ее не стоит переоценивать в силу существенного балансового эффекта (balance-sheet effects) девальвации. Следовательно, политика обменного курса должна быть существенно дополнена мерами, направленными на привлечение ПИИ и осуществление приватизации. Анализ официальных резервных активов показывает, что сама по себе макроэкономическая политика не в состоянии сбалансировать белорусскую экономику. Это еще раз говорит о настоятельной необходимости проведения белорусскими властями структурных реформ.

Авторы

Роберт Кирхнер
Рикардо Джуччи

kirchner@berlin-economics.com
giucci@berlin-economics.com

+49 30 / 206 134 642
+49 30 / 206 134 641

Благодарности

Авторы выражают благодарность Глебу Шимановичу за оказанную помощь в сборе данных. Точка зрения, представленная в данной работе, отражает позицию авторов и может не совпадать с позицией организации, которую они представляют.

Содержание

1. Введение.....	5
2. Выгоды и издержки от официальных резервных активов	5
2.1. Выгоды.....	6
2.2. Издержки.....	7
3. Критерии оценка достаточности официальных резервных активов	7
3.1. Покрытие импорта	7
3.2 Критерий Гуидотти-Гринспена (Guidotti-Greenspan)	7
3.3 Критерий Винхолдса-Каптейна (Wijnholds-Kapteyn)	8
3.4 Современные подходы	9
4. Применимость к Беларуси	9
4.1. Покрытие импорта	10
4.2. Критерий Гуидотти-Гринспена (Guidotti-Greenspan)	11
4.3. Критерий Винхолдса-Каптейна (Wijnholds-Kapteyn)	11
5. Выводы и рекомендации	12
Литература.....	14
Приложение	15

1. Введение

Нынешний мировой финансовый кризис убедительно показал, что формирующиеся рыночные экономики могут быть подвергнуты внезапным и сильным внешним шокам, как со стороны текущего счета, так и со стороны счета капитала и счета финансовых операций. Однако, как показывают многие предыдущие кризисы, такая уязвимость не является чем-то новым. В результате негативный опыт предыдущих финансовых кризисов акцентирует внимание на накоплении международных резервов во многих странах, достаточных для того, чтобы уменьшить вероятность и неблагоприятное влияние таких шоков на национальную экономику.

Хотя общая важность наличия официальных резервных активов стала опять очевидной в условиях нынешнего кризиса, ряд связанных с этим вопросов менее ясны и часто менее понятны. Это касается соответствующего уровня резервов. Поскольку наличие резервов несет в себе для страны, как выгоды, так и издержки, лицам, принимающим решения, необходимо искать оптимальную величину таких активов. При определении такого оптимума необходимо следовать определенным правилам или критериям. Таким образом, следующим вопросом является выбор критерия, используемого для расчета соответствующего уровня резервов. В попытке ответить на этот вопрос соответствующая экономическая литература за последние годы предлагает ряд различных и (частично) конкурирующих критериев. Как показывает международный опыт, такие критерии часто используются центральными банками для определения необходимого уровня своих относительных резервов. В данной работе мы рассматриваем данную проблему применительно к Беларуси и применяем стандартные критерии достаточности резервов применительно к белорусской ситуации.

Работа имеет следующую структуру. Во втором разделе кратко рассматриваются выгоды и издержки наличия запасов официальных резервных активов. В третьем разделе более подробно рассматриваются основные критерии, используемые для расчета необходимого уровня официальных резервных активов. Далее, в четвертом разделе эти критерии используются применительно к Беларуси. В пятом разделе приводятся выводы и рекомендации относительно экономической политики.

2. Выгоды и издержки от официальных резервных активов

Международные резервные активы, которые обычно состоят из резервных активов в иностранной валюте, монетарного золота и резервной позиции в МВФ, являются по определению

"...такими внешними активами, которые легкодоступны для монетарных властей и контролируются ими для финансирования потребностей платежного баланса, интервенций на валютном рынке с целью воздействия на обменный курс и других аналогичных целей (таких как поддержание доверия к национальной валюте и экономике и служащих в качестве основы для зарубежного заимствования)"¹.

Мировые запасы международных резервных активов за последние годы резко увеличились, особенно это касается формирующихся рыночных экономик, как видно из рис. 1.

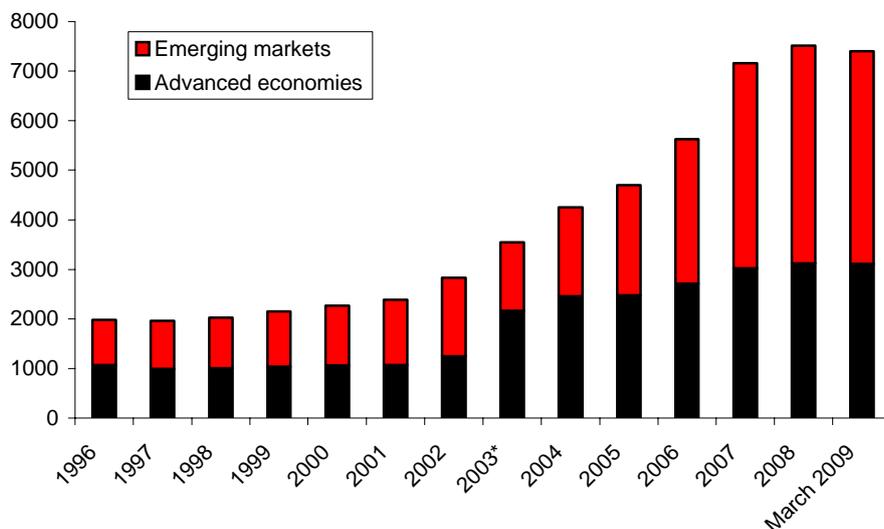
При объяснении такого существенного накопления резервов в литературе представлены две конкурирующие точки зрения. Согласно первой точке зрения накопление резервов представляет собой основную форму самострахования властей с целью предотвратить внешние шоки, особенно в свете предыдущего кризиса в странах с формирующимися рыночными экономиками². Вторая («меркантилистская») точка зрения рассматривает последовательное увеличение резервов только как побочный продукт экспортно-

¹ См.: IMF (2008): Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition.

² Однако, поскольку резервы – это не только инструмент для обеспечения самострахования, здесь требуется более широкий подход. Двустороннее и/или официальное финансирование со стороны МВФ может частично заместить запасы резервов, что может уменьшить стимулы для накопления резервов. Однако в данном случае возникают другие проблемы: как быстро такие средства становятся доступными, и каковы условия их получения?

ориентированной стратегии роста, предполагающей противодействие повышению курса валюты (т.е. поддержание заниженного обменного курса) посредством интервенций на рынке иностранной валюты.

Рис. 1. Мировые запасы международных резервных активов (USD млрд)



Примечание. До 2003 г. "формирующиеся рыночные экономики" классифицировались как "развивающиеся страны", в то время как "развитые экономики" - как "индустриальные страны", соответственно.

Источник: IMF Annual Reports (2002, 2003, 2009).

Независимо от исходной мотивации, наличие запасов резервных активов подразумевает определенные выгоды и издержки, которые вероятно существенно различаются с точки зрения частного держателя активов в иностранной валюте. Это вытекает из того факта, что официальные держатели резервных активов (т.е. государства) имеют достаточно отличающиеся цели (цели макроэкономической политики), от тех, что имеют частные держатели активов иностранной валюты и которых беспокоит исключительно характеристики риска/доходности своих активов.

2.1. Выгоды

Потенциальные выгоды от наличия запасов резервов главным образом основываются на страховых аргументах, поскольку резервы дают стране важный инструмент для более надежной защиты экономики от внешних шоков. Амортизируя экономику от различных шоков со стороны платежного баланса, органы государственного управления могут смягчить негативней эффект таких шоков на внутреннее потребление и выпуск. Однако, хотя резервы могут уменьшить и вероятность, и влияние внешних шоков на национальную экономику, их не следует рассматривать как адекватные меры в области экономической политики при более долговременных структурных изменениях. В данном случае меры экономической политики должны состоять из набора инструментов, обеспечивающих возвращение экономики в устойчивое состояние. Резервы в данном случае могут играть важную роль, делая процесс приспособления более мягким, как отмечалось выше, но они не могут заменить других мер экономической политики.

Следующая выгода от наличия запасов резервов относится к возможности уменьшить колебания на валютном рынке посредством интервенций ("leaning against the wind"). Воздействуя на предложение и спрос во время напряженности на валютном рынке, можно также улучшить эффективность функционирования валютного рынка.

Резервы также могут служить мощным сигналом о надежности монетарной политики и политики обменного курса, в частности в форме общественного обязательства о стабильности обменного курса. Возможность влиять на обменный курс посредством интервенций может помочь уменьшить ожидания участников рынка в отношении внезапных и резких изменений обменного курса и препятствовать возникновению спекуляции.

2.2. Издержки

Издержки, связанные с запасами резервов, могут рассматриваться как форма «страховой премии»³. Они обычно измеряются как разница между доходностью от краткосрочных активов в иностранной валюте и альтернативными, обычно более прибыльными, инвестиционными возможностями. Международные резервные активы главным образом вкладываются в безопасные, ликвидные и, следовательно, низкодоходные активы в иностранной валюте, что позволяет их быстро использовать. Основная часть мировых резервных активов все еще представлена в долларах США. Краткосрочные и долгосрочные долговые обязательства казначейства США, депозиты и облигации правительственных агентов США даже в случае диверсификации резервов с использованием других валют (например, активов в Евро) сохраняют свою важность. Однако ответить на вопрос, какие альтернативные инвестиционные возможности должны быть рассмотрены, достаточно сложно, поскольку здесь существует широкий спектр возможных вариантов (начиная от выплат по имеющемуся внешнему долгу до внутренних инвестиций в государственную и социальную инфраструктуру). В эмпирических работах дифференциал доходности часто рассчитывается с использованием доходности краткосрочных долговых обязательств казначейства США (как аппроксимации резервных активов) и доходности внешних займов (например, суверенных Евробондов) для рассматриваемой страны.

3. Критерии оценка достаточности официальных резервных активов

Хотя необходимость наличия международных резервов является неоспоримой, основная озабоченность руководящих органов касается оптимального уровня резервов в количественном выражении. Поскольку выгоды от наличия резервов являются множественными, был разработан ряд исходных критериев с целью оценки достаточности резервов для конкретной страны. В историческом плане фокус экономических исследований сдвинулся от критериев, связанных с торговлей (см. раздел 3.1 ниже) к критериям, делающим акцент на потоки капитала (см. разделы 3.2 и 3.3). Несмотря на то, что эти критерии дают полезное интуитивное понимание проблемы для органов управления, они лишены серьезных аналитических оснований. За последние годы в данном вопросе был достигнут определенный прогресс, позволяющий рассматривать проблему достаточности резервов более содержательным образом (см. раздел 3.4)

3.1. Покрытие импорта

Этот традиционный критерий оценивает достаточность международных резервов в терминах покрытия импорта, т.е. основывается на трансакциях текущего счета. В его основе лежит идея о том, что всегда должно быть достаточно резервов для запланированного финансирования импорта в течение определенного времени, даже в случае временного прекращения притока иностранной валюты. Этот критерий особенно уместен для стран, которые меньше финансово интегрированы в мировую экономику и в которых торговые шоки являются ключевым фактором уязвимости их внешнеэкономических связей.

Что касается конкретной минимальной величины резервов, часто указывается величина, равная 3 месяцам будущего (ожидаемого) импорта, хотя в литературе указываются и более высокие значения (в диапазоне от 4 до 6 месяцев). Однако, как отмечалось выше, все числовые «эмпирические правила» не имеют четких теоретических или эмпирических оснований и должны рассматриваться скорее как ориентир, чем строгий критерий.

3.2 Критерий Гвидотти-Гринспена (Guidotti-Greenspan)

Обоснованность общепринятого критерия, основанного на торговле/импорте становится сомнительной в период усиления финансовой интеграции, когда кризис имеет отношение в основном к счету капитала. Следовательно, многие страны (в частности, в качестве реакции на финансовый кризис в странах с формирующейся рыночной экономикой) начали

³ Кроме индивидуальных издержек от наличия запасов резервов для конкретной страны, накопление резервов может тоже иметь издержки в терминах стабильности мировой финансовой системы, так как глобальные дисбалансы и, соответственно, риски внезапной корректировки могут возрастать при политике накопления резервов. Последние инициативы международных финансовых институтов, таких как МВФ, направленные на сокращение необходимости накопления резервов для отдельных стран, могут содействовать росту благосостояния.

аккумулировать резервы, значительно превосходящие уровни, обоснованные критерием покрытия импорта.

Поскольку уровень краткосрочной внешней задолженности был определен как ключевой предиктор финансового кризиса, фокус соответствующей литературы, посвященной достаточности резервов, был перенесен на этот показатель. В частности, Пабло Гуидотти, бывший заместитель министра финансов Аргентины предложил в качестве правила, что страны должны управлять своими внешними активами и обязательствами таким образом, чтобы они могли воздержаться от внешнего заимствования, по меньшей мере, один год. Это подразумевает, что резервы должны покрывать ожидаемые выплаты по внешнему долгу, по меньшей мере, в течение одного года, т.е. соотношение между этими двумя величинами должно быть равно единице. Даже если новый приток средств полностью прекратится и не произойдет пролонгации существующих обязательств, то страна будет в состоянии исполнять свой внешний долг.

Исходное правило, предложенное Гуидотти, в последующем было дополнено другими авторами. Два конкретных дополнения были предложены Аланом Гринспеном, бывшим председателем Федеральной резервной системы США⁴. Во-первых, он предложил, чтобы в дополнение к правилу Гуидотти, средний срок погашения внешнего долга страной должен превышать определенное пороговое значение, например 3 года. Во-вторых, он дополнил правило стандартом «риска потери ликвидности «liquidity-at-risk». В данном случае чистая внешняя задолженность страны должна была рассчитываться в контексте широкого спектра возможных вариантов с учетом вероятности каждого из них. Таким образом, правило предполагает, что резервы должны быть достаточны, чтобы избежать нового внешнего заимствования на протяжении, по меньшей мере, одного года с достаточно высокой вероятностью, например, 95%⁵.

3.3 Критерий Винхолдса-Каптейна (*Wijnholds-Kapteyn*)

Критерий Гуидотти-Гринспена делает упор на негативных эффектах от потенциального изъятия капитала нерезидентами, т.е. он имеет отношение в основном к «внешнему давлению» (external drain) на резервы. Обычно в случае финансового (а также возможно и банковского) кризиса такое изъятие капитала также сопровождается «внутренним давлением» (internal drain)⁶ на резервы, когда резиденты пытаются обменять свои активы в национальной валюте на активы в иностранной валюте. Всесторонний критерий должен учитывать оба эффекта.

Винхолдс и Каптейн⁷ разработали такой всесторонний критерий, принимающий во внимание и «внешнее», и «внутреннее давление». Он состоит из трех компонентов. Первый компонент представляет собой краткосрочную внешнюю задолженность на оставшийся срок погашения, что сходно с подходом Гуидотти и учитывает «внешнее давление». Во втором компоненте, как потенциальном индикаторе «внутреннего давления», используется определенная доля предложения денег в широком определении⁸. Конкретная доля, которая должна быть покрыта международными резервами, зависит от системы обменного курса. Поскольку различные страны не одинаково подвержены рискам внезапного перехода от национальной валюты к иностранной валюте, то здесь необходим корректировочный фактор. Авторы предлагают включать фактор вероятности такого перехода для каждой отдельной страны. Таким образом, третий компонент представляет собой корректировку доли денег в широком определении, которая должна быть покрыта резервами в соответствие с адекватным индексом странового риска. Авторы используют в своих расчетах индекс странового риска, публикуемый в еженедельнике «The Economist».

⁴ См.: Greenspan (1999).

⁵ Это правило сходно с методологией «рисковой стоимости» (value-at-risk" (VaR)), используемой коммерческими банками, которые измеряют риск от потерь при конкретном портфеле финансовых активов.

⁶ «Внешнее давление», описанное выше, является одной из форм бегства капитала у резидентов, но не идентичен последнему показателю, который имеет более широкий смысл.

⁷ См.: Wijnholds/Kapteyn (2001).

⁸ Поскольку экономические агенты нуждаются в национальной валюте для покупки зарубежной валюты, определенная доля денег в широком определении должна быть более предпочтительной мерой для определения такого внезапного перехода от местной валюты к иностранной.

3.4 Современные подходы

Как отмечалось во введении к данному разделу, в экономической литературе по проблеме достаточности официальных резервных активов отсутствуют общие теоретические основы и поэтому акцент обычно делается на отдельные критерии (относящиеся к торговле, внешнему долгу и т.д.). В последнее время стали появляться новые унифицированные подходы. Среди них следует отметить влиятельное академическое исследование, осуществленное Jeanne/Ranciere (2006, 2009), в котором определен оптимальный запас резервов в контексте аналитического модельного подхода, который в явном виде учитывает выгоды и издержки от наличия запасов резервных активов.

В рамках данной методологии резервы могут рассматриваться как инструмент самострахования от кризиса платежного баланса. В основу положена идея, согласно которой запасы резервов, хотя и имеют издержки, они помогают уменьшить частоту внезапных остановок в потоке капиталов и сгладить влияние таких шоков на внутреннее потребление и выпуск, обеспечивая экономику ликвидностью.

Таким образом, органы государственного управления должны достичь баланса между издержками в обычное время и выгодами во время кризиса. Оптимум достигается в случае, когда предельные издержки наличия запасов резервов равны предельным выгодам. Аналитическое решение задачи по определению оптимального уровня резервов показывает, что он является явной функцией от

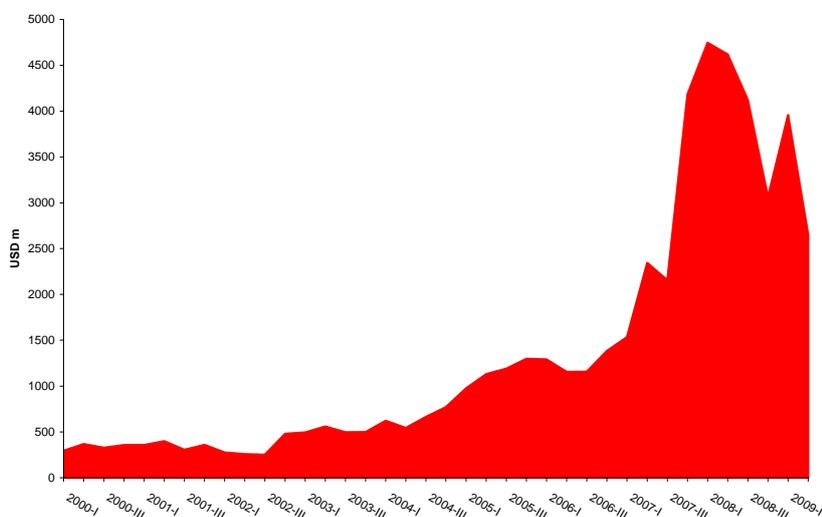
- вероятности внезапной остановки (финансовых потоков);
- масштаба внезапной остановки;
- потерь выпуска в результате кризиса, вызванного внезапной остановкой;
- вмененных издержек наличия резервных запасов;
- степени несклонности к риску органов государственного управления.

В эмпирической части работы авторы осуществляют калибровку модели относительно конкретных данных по панели стран с формирующейся рыночной экономикой с целью определения предсказательных возможностей модели по определению уровня резервов. В целом при соответствующей калибровке этой модели возможно объяснение фактических запасов резервов во многих странах.

4. Применимость к Беларуси

В этом разделе мы применяем три критерия, рассмотренные в разделах 3.1-3.3, к конкретной ситуации в Беларуси. Путем сравнения расчетных уровней с фактическими уровнями международных резервных активов, мы делаем важные заключения относительно достаточности резервов. Рис. 2 показывает динамику валовых международных резервов в Беларуси за период 2000: Q1 – 2009: Q2.

Рис. 2. Динамика валовых международных резервов в Беларуси



Источник: Национальный банк Республики Беларусь.

После постепенного увеличения в 2000-2006 гг., резервы быстро возросли с начала 2007 г., за счет более активного привлечения Беларусью капитала. Эти потоки капитала позволяли покрывать растущий дефицит текущего счета и побуждали НББ покупать излишки предложения иностранной валюты при фиксированном обменном курсе. Международные резервные активы достигли своего наивысшего уровня в конце первого квартала 2008 г. Приход в Беларусь мирового финансового кризиса в этом же году, но чуть позже, привел к внезапному уменьшению резервов, несмотря на то, что последняя величина резервов во втором квартале 2009 г. включала как кредит от России, полученный на двусторонней основе (USD 2.65 млрд), так и соответствующие транши кредита МВФ (USD 1.5 млрд каждая).

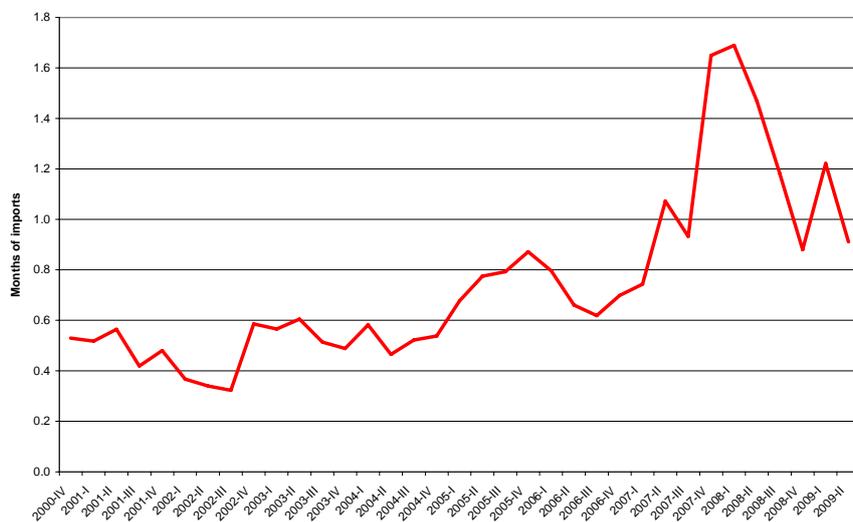
4.1. Покрытие импорта

Несмотря на то, что данный критерий, возможно, потерял часть своей привлекательности в период глобализации в результате финансовой интеграции и соответственно доминирующей роли финансовых потоков по сравнению с торговыми потоками, это определенно не имеет отношения к Беларуси. Напротив, при доле импорта товаров и услуг, близкой к 70% от ВВП (2008 г.), этот ориентированный на торговлю критерий продолжает оставаться очень важным для Беларуси.

Для расчета достаточности официальных резервных активов в терминах месячного покрытия импорта, нам необходимы данные по импорту Беларуси. Мы сфокусировали наше внимание на величине импорта товаров и услуг в долларах США, как подходящем индикаторе. Хотя при теоретическом обсуждении в разделе 3.1 подчеркивался упреждающий характер этого критерия, что подразумевает использование ожидаемых значений будущего импорта, мы рассматриваем прошлый импорт, в частности, импорт за последние 12 месяцев. Рис. А1 в приложении, отражающий динамику прошлого импорта, показывает, что в целом импорт имеет положительный тренд, хотя в условиях нынешнего кризиса отмечается его существенное снижение импорта.

Покрытие импорта резервами в месяцах импорта представлено на рис. 3.

Рис. 3. Международные резервные активы (в месяцах импорта)



Источник: Национальный банк Республики Беларусь, Национальный статистический комитет Республики Беларусь.

Интерпретация результатов достаточно очевидна, поскольку текущие и прошлые значения резервов не находятся у отметки международно признанного минимума эмпирического правила, равного 3 месяцам импорта⁹. Сейчас показатель покрытия упал ниже 1 месяца импорта после своего пика, равного 1.7 месяца в начале 2008 г. Как показывает сравне-

⁹ Интересно отметить, что согласно Standard and Poor's (2009), медианное значение соотношения международных резервов и платежей по текущему счету (близкий к рассматриваемому показатель) для стран сопоставимых с Беларусью (рейтинг «В») близко к 3 месяцам.

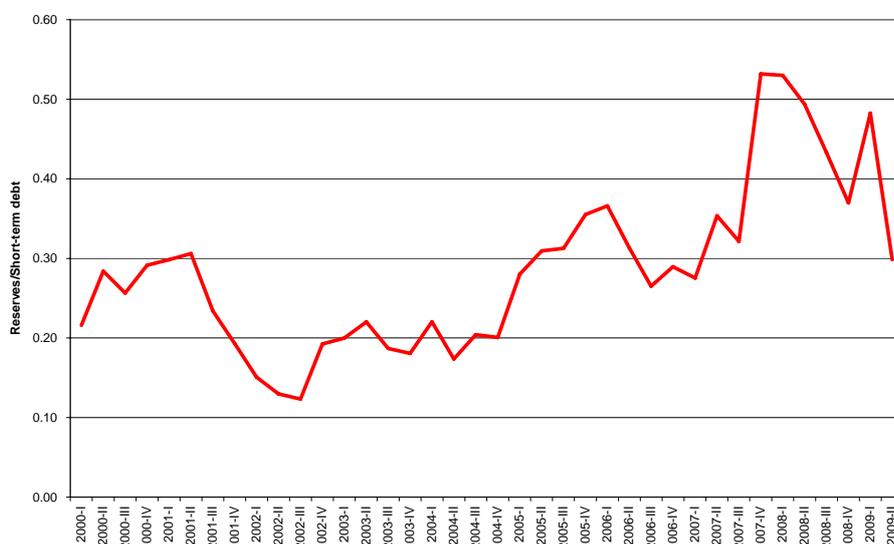
ние с рис. 2, это в целом отражает динамику резервов¹⁰. Принимая во внимание, что динамика прошлого импорта имела положительный тренд, данный показатель был бы даже ниже в терминах будущего (фактического) импорта.

4.2. Критерий Гуидотти-Гринспена (*Guidotti-Greenspan*)

Во втором критерии акцент смещается на финансовый счет. Для расчета критерия Гуидотти-Гринспена мы берем данные по краткосрочному внешнему долгу в долларах США. В идеале, как это предлагается авторами, мы хотели бы использовать весь внешний долг за последующие 12 месяцев, т.е. долг с первоначальным сроком погашения до 12 месяцев и ту часть более долгосрочного долга со сроками платежа в течение последующих 12 месяцев (предстоящее погашение долгосрочного долга). Однако по статистическим соображениям мы не можем этого сделать, поскольку статистика внешнего долга Беларуси построена на принципе первоначального, а не оставшегося срока погашения. Таким образом, для расчета данного критерия мы берем данные по краткосрочному внешнему долгу исходя из первоначального срока погашения.

Значение покрытия резервами краткосрочного внешнего долга представлено на рис. 4.

Рис. 4. Официальные резервы иностранной валюты по отношению к краткосрочному внешнему долгу



Источник: Национальный банк Республики Беларусь.

Как и в случае с предыдущим критерием, интерпретация результатов здесь достаточна проста. Беларусь явно находится ниже минимальной величины «эмпирического правила», равной 1, т.е. полного покрытия выплат по внешнему долгу в предстоящие 12 месяцев. Это указывает на высокую уязвимость от «внешнего давления», так как страна не в состоянии избежать новых заимствований на протяжении, по меньшей мере, одного года. Более того, общая величина долга, подлежащая погашению в течение последующих 12 месяцев (т.е. исходя из оставшегося срока погашения), будет существенно выше, чем предполагаемые величины, реальный коэффициент покрытия будет соответственно ниже, чем указано выше. Поскольку сбор информации, мониторинг и публикация данных по внешнему долгу исходя из оставшегося срока погашения является критически важным, настоящие попытки НББ улучшить статистику и мониторинг соответствующих данных на основе оставшегося срока погашения являются чрезвычайно актуальными и должны быть продолжены.

4.3. Критерий Винхолдса-Каптейна (*Wijnholds-Kapteyn*)

Как уже говорилось в разделе 3.3, потенциальный «внешний натиск» через краткосрочный внешний долг должен быть скорректирован с учетом потенциального «внутреннего натиска», т.е. внутреннего оттока капитала, с целью получения лучшего представления о

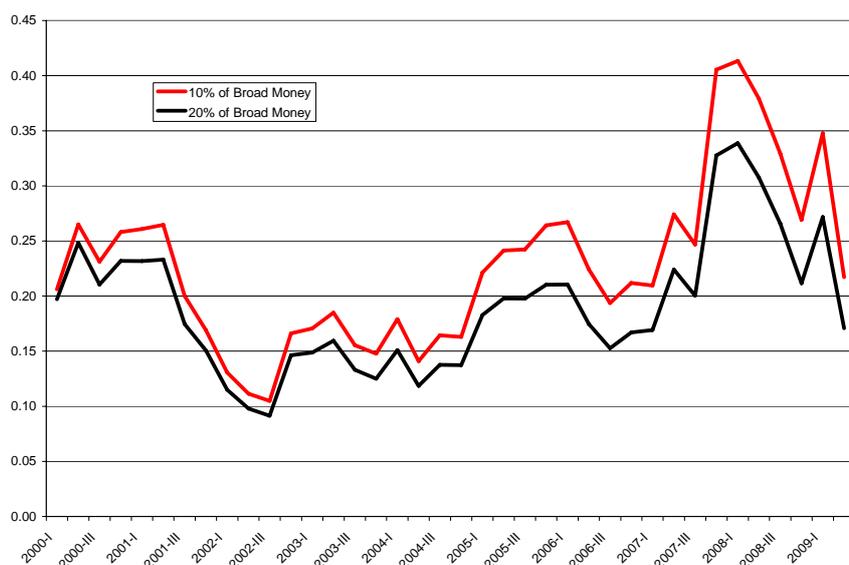
¹⁰ Принимая во внимание, что за прошедший период импорт демонстрировал положительный тренд, соотношение должно было бы быть даже меньше, если делать расчет в терминах будущего импорта.

потенциальных уязвимостях. Это подразумевает, что в дополнение к краткосрочному внешнему долгу резервами должна покрываться определенная доля денег в широком определении. В последующем анализе мы рассматриваем денежный агрегат М3. Рекомендуемая величина покрытия для стран с регулируемым плавающим обменным курсом согласно Винхолдсу и Каптейну составляет 10-20% от М3. В наших расчетах используются два значения, т.е. 10% и 20% от М3.

Определенные трудности возникают на последнем этапе при корректировке этой величины на вероятность внутреннего оттока капитала. Проблема здесь заключается в выборе соответствующего показателя странового риска, который может служить как аппроксимация такой вероятности. Так как нет возможности получить адекватные данные, мы опускаем последний шаг и рассматриваем нескорректированные значения¹¹.

Резервное покрытие согласно критерию Винхолдса-Каптейна представлено на рис. 5.

Рис. 5. Официальные резервы иностранной валюты и внутренний отток капитала



Источник: Национальный банк Республики Беларусь.

Поскольку согласно данному критерию необходимо иметь больше резервов, чем по критерию Гуидотти-Гринспена (принимая во внимание, что в дополнение к краткосрочному долгу покрытию подлежит и определенная доля М3), то коэффициенты для Беларуси соответственно ниже, чем по последнему критерию. Это предполагает, что минимальная величина коэффициента, равная 1, никогда не была достигнута. Напротив, при нынешнем значении, равном 0.22 (предполагается 10%-ое покрытие М3) и 0.17 (20% покрытия М3), эти показатели сигнализируют об очень слабом амортизаторе против внешнего и внутреннего давления и, таким образом, об очень высокой степени уязвимости.

5. Выводы и рекомендации

Результаты расчетов по Беларуси с использованием трех критериев представлены в табл. 1.

Таблица 1. Предполагаемый минимальный уровень резервов согласно различным критериям (конец второго квартала 2009 г.)

Критерий достаточности	Фактическое значение	Минимальное значение	Необходимый уровень резервов
Покрытия импорта	0.9 месяцев	3 месяца	USD 8.7 млрд
Гуидотти-Гринспена*	0.30	1	USD 8.9 млрд
Винхолдса-Каптейна**	0.22	1	USD 12.2 млрд

Примечание. *Используя импорт за прошлый период, **Используя 10%-ое покрытие М3.

¹¹ Хотя потенциально может быть рассмотрен ряд показателей (индексы риска коммерческих организаций, история кредитного рейтинга, спреда по инструментам внутреннего заимствования), их использование в случае Беларуси не представляется целесообразным. Дальнейшие исследования в этом направлении, возможно, могли бы дать интересные результаты.

Как легко заметить, уровень официальных резервных активов в конце исследуемого периода (второй квартал 2009 г.) в размере USD 2.65 млрд находится существенно ниже минимального уровня согласно всем трем критериям.

Основной результат: Текущий уровень официальных резервных активов в Беларуси далек от оптимального.

Основываясь на сказанном выше, можем сделать следующий вывод.

Основной вывод: Органы государственного управления должны попытаться увеличить официальные резервные активы, чтобы быть в более благоприятном положении при финансовых/внешних потрясениях.

Хотя правильность данного вывода сложно оспаривать, возникает вопрос, как увеличить официальные резервные активы. Здесь полезно разграничить финансовые и экономические меры. Органы государственного управления Беларуси осуществили важные финансовые меры для поддержания валовых официальных резервных активов. Особенно важно, что Беларусь получила USD 3.6 млрд кредита от МВФ, из которых USD 2.2 млрд уже выплачены. Более того, страна получила на двусторонней основе кредит от России в размере USD 1.5 млрд¹². Хотя значимость таких финансовых поступлений во время мирового финансового кризиса очевидна, следует отметить, что они не решают имеющихся структурных проблем при очевидно неоптимальном уровне официальных резервных активов. Для решения этой структурной проблемы необходимы экономические меры.

Одной из важных экономических была девальвация белорусского рубля по отношению к доллару США примерно на 20% в начале года с последующей привязкой рубля к валютной корзине с коридором валютного колебания $\pm 10\%$ ¹³. Мы энергично поддерживаем¹⁴ эту меру, поскольку она защищает резервы, улучшает конкурентные позиции национальных компаний и таким образом поддерживает торговый баланс. Однако это никоим образом не означает, что мы выступаем за политику обменного курса, направленную на накопление официальных резервных активов в соответствии с «меркантилистским» мотивом, описанным в разделе 2. Анализ МВФ в последнем страновом отчете предполагает, что обменный курс в настоящее время близок к своему равновесному уровню. Большая девальвация с целью установления и затем поддержания искусственно недооцененного обменного курса в течение длительного времени могла бы создать новые проблемы, например, отрицательный балансовый эффект или негативное влияние на инфляцию. Таким образом, мы рекомендуем органам государственного управления не сосредотачиваться слишком узко на политике обменного курса как инструменте увеличения резервов, так как это могло бы привести к новым дисбалансам.

Напротив, властям следует проводить значительно более энергичную политику в области структурных реформ, привлечения ПИИ и приватизации, поскольку такие меры помогают привлечь в страну иностранный капитал, который способствует сохранению или даже росту официальных резервных активов. В случае приватизации в очень короткие сроки произойдет привлечение иностранного капитала, что также поможет в преодолении текущего кризиса¹⁵.

Сказанное выше также имеет важное институциональное значение. Хотя официальные международные резервные активы содержатся и управляются Национальным банком, их уровень зависит не только от его политики, но и в значительной степени от экономической политики правительства. Следовательно, задача увеличения недостающих официальных резервных активов – это общая задача Национального банка и правительства. Кроме того, как показывает наш анализ, макроэкономическая политика само по себе не в состоянии решить проблему слишком низких официальных резервных активов. Действенное макроэкономическое управление в Беларуси должно быть дополнено структурными реформами.

¹² Первоначально Россия и Беларусь договорились о займе в размере USD 2 млрд, однако согласно последним сообщениям, последняя выплата в размере USD 0.5 млрд не будет осуществлена.

¹³ Следует отметить, что эта мера осуществлена в рамках программы МВФ.

¹⁴ В декабре 2008 г. Мы рекомендовали органам государственного управления провести одномоментную девальвацию и перейти к более гибкой системе обменного курса, чтобы облегчить приспособление к внешним шокам и сохранить международные резервные активы.

¹⁵ См.: аналитическую записку РР/02/2009 по стратегии приватизации в условиях текущего кризиса.

Литература

Becker/Jeanne/Mauro/Ostry/Ranciere (2007): Country Insurance: The Role of Domestic Policies, Occasional Paper 254, Washington DC: International Monetary Fund.

Goncalves (2007): The Optimal Level of Foreign Reserves in Financially Dollarized Economies: The Case of Uruguay, IMF Working Papers WP/07/265.

Greenspan (1999): Currency reserves and debt, Speech before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D.C. April 29.

Higgins/Klitgaard (2004): Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets, Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, September issue.

IMF (2002,2003,2009): Annual Report, Washington, DC.

IMF (2009): Belarus, Country Report 09/260 (August), Washington, DC.

Jeanne/Ranciere (2006): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications, IMF Working Papers WP/06/229.

Jeanne/Ranciere (2009): The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications, mimeo, download at: http://www.econ.jhu.edu/People/Jeanne/JeanneRanciere_Feb09.pdf

Movchan (2002): Criteria for International Reserves' Adequacy: What level of reserves does Ukraine need?, Presentation at the METU International Conference in Economics in Ankara, Turkey.

Rajan (2002): International Reserve Holdings by Developing Countries: Why and How Much?, Economic and Political Weekly, 37 (20), pp. 1915-7.

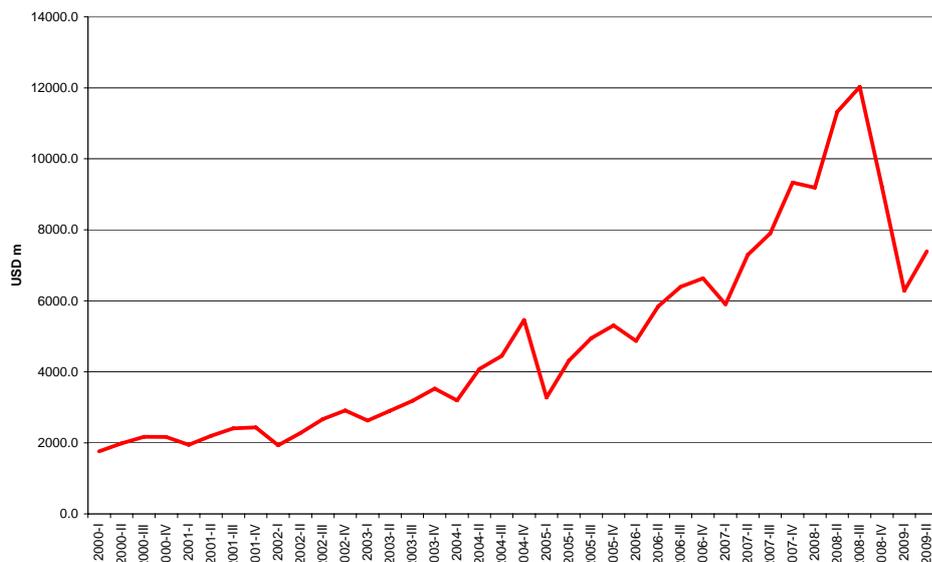
Ruiz-Arranz/Zavadjil (2008): Are Emerging Asia's Reserves Really Too High?, IMF Working Papers WP/08/192.

Standard and Poor's (2009): Belarus, Sovereign Rating Report.

Wijnholds/Kapteyn (2001): Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, IMF Working Paper WP/01/143.

Приложение

Рис. А1. Динамика номинального импорта Беларуси (квартал. данные, USD млрд)



Источник: Национальный банк Республики Беларусь.

Таблица А1. Статистические данные

Кварталы	Валовые меж- дународные ре- зервы, USD млн	Импорт (товары и услуги), USD млн	Коммулятивный импорт за послед- ние 4 квартала, USD млн	Краткосрочный внешний долг (пер- воначальный срок погашения), USD млн	Предложение денег в широ- ком исчислении (М3), USD млн
2000-I	294.2	1758.9	-	1362.6	646.3
2000-II	366.7	1990.1	-	1292.0	921.4
2000-III	327.6	2170.1	-	1278.2	1394.6
2000-IV	356.8	2168.1	8087.2	1224.8	1571.5
2001-I	356.8	1943.1	8271.4	1195.9	1720.9
2001-II	398.8	2197.7	8479.0	1303.4	2039.1
2001-III	304.3	2406.5	8715.4	1300.1	2217.7
2001-IV	359.4	2434.8	8982.1	1865.2	2610.2
2002-I	274.5	1931.1	8970.1	1820.8	2824.1
2002-II	256.6	2277.1	9049.5	1982.2	3209.4
2002-III	250.4	2668.2	9311.2	2033.7	3533.0
2002-IV	477.8	2910.6	9787.0	2482.8	3923.7
2003-I	494.6	2630.9	10486.8	2475.9	4244.7
2003-II	560.0	2900.6	11110.3	2544.4	4835.9
2003-III	497.7	3181.3	11623.4	2665.1	5370.3
2003-IV	498.9	3530.7	12243.5	2764.3	6132.3
2004-I	620.9	3195.1	12807.7	2819.9	6477.8
2004-II	542.2	4081.7	13988.8	3125.1	7256.1
2004-III	663.6	4448.7	15256.2	3252.4	7850.6
2004-IV	770.2	5458.9	17184.4	3840.4	8839.0
2005-I	974.6	3275.1	17264.4	3479.2	9246.7
2005-II	1129.9	4312.7	17495.4	3654.2	10274.2
2005-III	1189.2	4948.0	17994.7	3805.4	11040.7
2005-IV	1296.5	5308.0	17843.8	3650.4	12570.6
2006-I	1289.7	4870.7	19439.4	3524.4	13029.3
2006-II	1154.0	5847.0	20973.7	3683.6	14605.1
2006-III	1155.2	6398.1	22423.8	4358.8	16025.9
2006-IV	1382.9	6634.9	23750.7	4778.2	17505.9
2007-I	1534.5	5900.0	24780.0	5575.1	17487.7
2007-II	2344.2	7298.5	26231.5	6630.8	19182.8
2007-III	2154.8	7899.8	27733.2	6704.5	20271.8
2007-IV	4182.2	9332.0	30430.3	7864.0	24506.0
2008-I	4746.6	9188.9	33719.2	8954.4	25263.0
2008-II	4617.5	11325.2	37745.9	9350.6	28289.5
2008-III	4119.9	12024.3	41870.4	9515.0	29919.6
2008-IV	3061.1	9216.7	41755.1	8275.6	30961.1
2009-I	3955.2	6286.8	38853.0	8196.3	31808.2
2009-II	2649.9	7396.0	34923.8	8883.7	33189.2