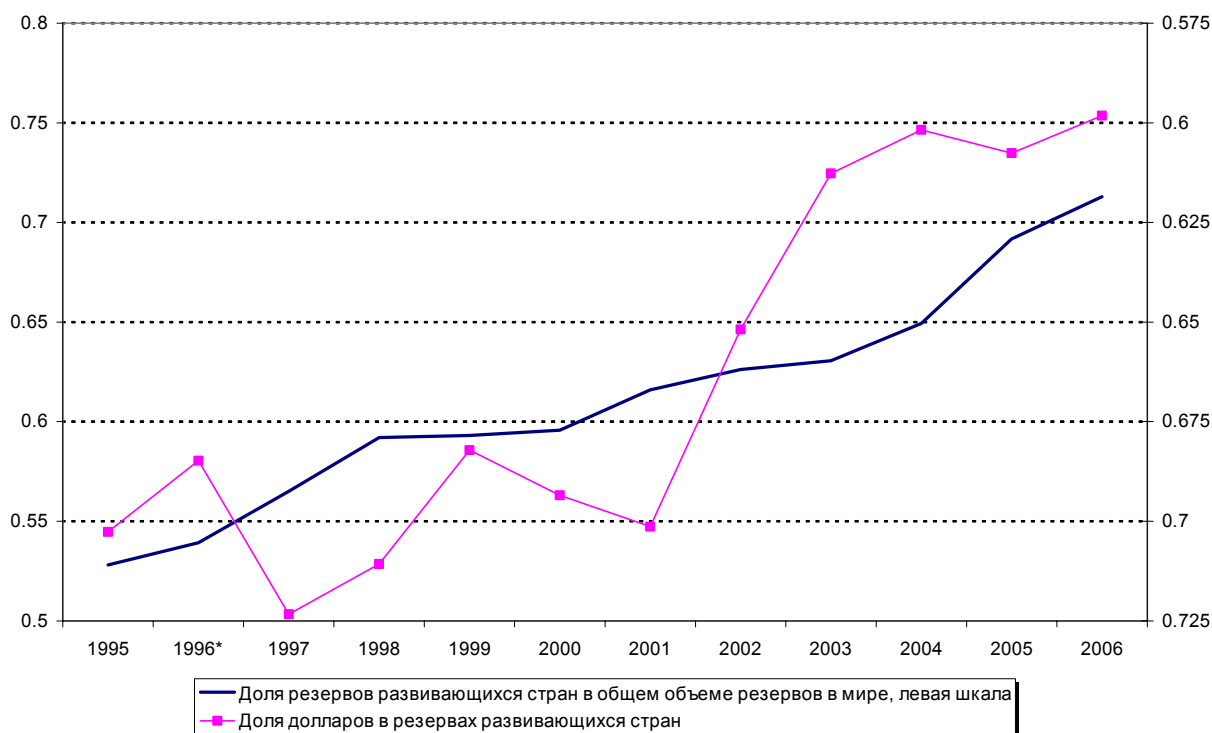


ПОТЕНЦИАЛ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЕЗЕРВОВ ИЛИ ЗАЧЕМ БАНКУ РОССИИ РЕЗЕРВЫ В ЙЕНАХ?

О.Осипова, к.э.н., ведущий эксперт «ЦЕНТРА РАЗВИТИЯ»

Банк России продолжает диверсификацию валютных активов и в прошлом месяце заявил о своем намерении увеличить долю японской йены в резервах. Изменение валютной структуры портфеля Банка России -- это часть процесса «бегства» от долларов, который мы наблюдаем в последние годы в мире. Доля долларов в валютных активах центральных банков падает в течение последних девяти лет. Не помогла доллару и поддержка центральных банков развитых стран, которые несколько увеличили долю долларов в резервах -- с 69% в 2002 г. до 73% во втором квартале 2006 г. Поскольку резервы центральных банков развивающихся стран растут стремительными темпами и в настоящее время доля резервов развивающихся стран составляет больше 70%, политика управления резервами центральных банков развивающихся стран становится все более значимой.

График 1. Структура резервов центральных банков развивающихся стран и их доля в резервах в мире



Примечание: за 2006 г. – по данным за второй квартал

Источник: МВФ

Повышение доли йены связано с недооценкой этой валюты в портфеле Банка России по сравнению с портфелем центральных банков других развивающихся стран, где доля йены составляет около 3%. На первый взгляд увеличение доли йены не должно привести к сокращению доли долларовых активов в резервах Банка России, поскольку они примерно соответствует уровню, характерному для портфелей центральных банков развивающихся стран (около 60%). Однако необходимо учитывать и тот факт, что портфель золотовалютных резервов Банка России может быть условно разделен на две части:

- часть золотовалютных резервов представляет собой инвестиции Стабилизационного фонда;
- другая часть представляет собой сознательный выбор инвестиций в валютные активы и обеспечивает рост денежного предложения.

ПОТЕНЦИАЛ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЕЗЕРВОВ ИЛИ ЗАЧЕМ БАНКУ РОССИИ РЕЗЕРВЫ В ЙЕНАХ?

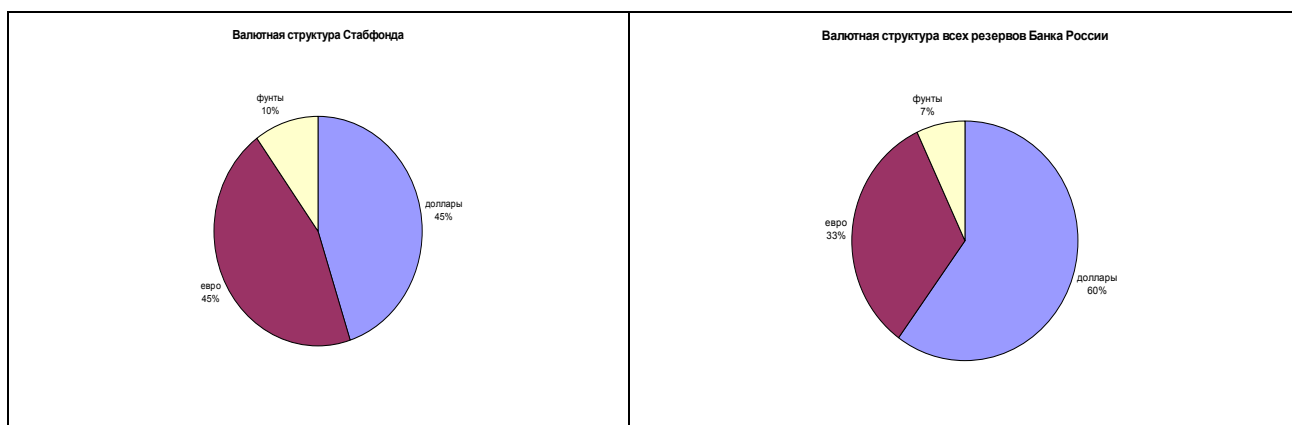
В последнее время Банк России все больше накапливает резервы в связи с необходимостью наполнения Стабилизационного фонда, позволяя рассосаться избыточной ликвидности, накопленной в начале года. Постепенное увеличение доли Стабфонда в структуре резервов Банка России накладывает ограничения на структуру валютных активов. Позиция самого Банка России без учета Стабилизационного фонда оказывается более благосклонной по отношению к долларovým активам, доля которых, по оценке, составляют около 65%. Поэтому в конечном счете Банк России по-прежнему заинтересован в продолжении снижения доли долларов в составе валютных активов.

Таблица 1. Резервы и деньги, прирост за мес.

	сент. 2006	окт. 2006
Резервные деньги, млрд. руб.	190.9	170.5
Золотовалютные резервы, млрд. руб.	169.4	170.5
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	6.3	6.3
В т.ч. объем стабилизационного фонда, размещенный в валютных активах	6.0	5.9

Примечание: резервные деньги с учетом счетов бюджета в Банке России

Источник: Минфин РФ, Банк России



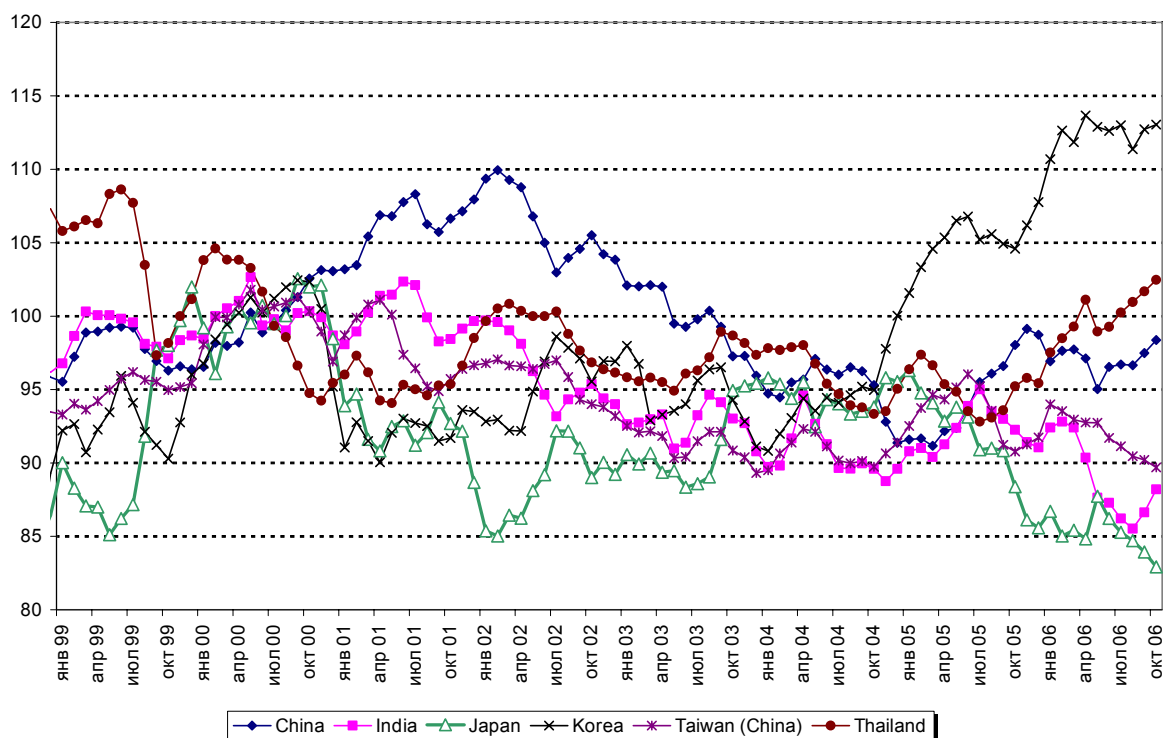
Источник: Минфин РФ, РБК

Поводом для выбора йены вполне могли стать ожидания роста этой валюты в среднесрочной перспективе. В последнее время на азиатском рынке часть валют (прежде всего Кореи, а также Тайланда и Китая) укрепились и разошлась с динамикой йены. Если сохраниться волнообразная динамика йены, характерная для последних лет, то можно предположить, что она находится в настоящее время на минимальных уровнях. Хотя не стоит также забывать и о важности японской валюты в процессе перехода к единой валюте в странах Азии, что является дополнительным фактором, повышающим привлекательность йены в качестве резервной валюты.¹

¹ М.Ершов, «Экономический суверенитет России в глобальной экономике», гл. 1.

ПОТЕНЦИАЛ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЕЗЕРВОВ ИЛИ ЗАЧЕМ БАНКУ РОССИИ РЕЗЕРВЫ В ЙЕНАХ?

График 2. Динамика отдельных азиатских валют, индекс



Источник: Банк международных расчетов

В ближайшее время актуальность проблемы диверсификации валютных резервов в условиях изменения оценок устойчивости мировой экономики на наш взгляд будет возрастать. Однако задача диверсификации резервов является непростым решением для денежных властей «новых экономик». Продолжение диверсификации валютных портфелей центральных банков развивающихся стран может влиять не только на мировые валютные рынки, но и на реальные процессы. Летом текущего года МВФ в частности предрекал возможность «обесценения» валютных активов центральных банков в случае пока так и не состоявшейся девальвации доллара. Но продажа резервов центральными банками может оказать дополнительный негативный эффект на экономику США², что скажется на мировой торговле и экспорте развивающихся стран. Оценка масштабов возможной дальнейшей диверсификации становится одним из важных факторов для анализа ситуации на мировом валютном рынке.

Одним из направлений диверсификации является использование валютных активов (как фактически имеющихся в распоряжении правительств, так и потенциально возможных поступлений от экспорта в будущем, которые ранее направлялись в валюту) для развития национальной экономики. Такого рода политика активно используется в Корее, создаются инструменты для проведения такой политики и в России. Очевидно, что эти процессы также будут оказывать влияние на состояние внутренних валютных и финансовых рынков, а их значимость будет расти по мере расширения такой активности.

Остаются резервы и для дальнейшего изменения структуры валютных портфелей центральных банков. Одним из факторов принятия решений о диверсификации являются курсовые колебания и процентная политика (в том числе с учетом ожидаемого изменения курсов в связи с фундаментальными параметрами состояния экономик-эмитентов валюты) определяющие ожидаемый доход от вложений в ту или иную валюту. Значительные

² What If Foreign Governments Diversified Their Reserves?, FRBSF Economic Letter, July 29, 2005

ПОТЕНЦИАЛ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЕЗЕРВОВ ИЛИ ЗАЧЕМ БАНКУ РОССИИ РЕЗЕРВЫ В ЙЕНАХ?

колебания в структуре резервов совпадают и с колебаниями курсов мировых валют. За последние три десятка лет долларové резервы центральных банков были на минимальном уровне в конце 70-х, в конце 80-х годов прошлого столетия. Одновременно с этим с конца 70-х годов центральные банки начали увеличивать долю японской йены в составе валютных резервов, а пик доли резервы в йенах в портфелях центральных банков приходился на конец 80-х годов. С началом 90-х годов центральные банки резко снизили долю резервов и стали заменять ее фунтом стерлингов (этот процесс стал более заметным в середине 90-х годов)³.

Кроме этого, центральные банки должны учитывать структуру возможных валютных потоков при формировании портфеля резервов (это касается структуры торговых и финансовых потоков), фактор ликвидности.

Немаловажную, а в ряде случаев и определяющую, роль в принятии решений центральных банков о выборе структуры валютного портфеля играют и политические процессы. Важным фактором, определяющим предпочтение валют в структуре резервов является наличие валютных соглашений между странами или добровольная (явная или неявная) «привязка» валютного курса к одной или нескольким валютам. На наш взгляд попытки разрешить проблему валютных дисбалансов, используя различного рода политические соглашения будут усиливаться в ближайшее время. Хотя пока продолжаются переговоры о реформировании мировых финансовых институтов с целью приближения их к сложившимся реалиям политическое решение может инициироваться только на уровне региональных интеграционных образований. Наиболее подготовленными для такого рода инициатив выглядит Азия, хотя политические амбиции и здесь еще не полностью уравновешены возможными рисками негативных эффектов, которые могут возникнуть в случае дестабилизации мировой валютной системы. Некоторые аналитики и политики в России амбициозно рассматривают рубль в качестве международной резервной валюты и возможности для политических соглашений по этому вопросу также сохраняются.

В условиях присутствия дополнительных факторов, влияющих на принятие управленческих решений центральными банками, портфель валют центрального банка может отличаться от оптимального валютного портфеля с точки зрения глобального инвестора. Тем не менее эталонный оптимальный портфель с учетом корректировок на структуру финансовых и торговых потоков может быть использован в качестве одного из инструментов управления структурой валютных активов центральными банками в среднесрочной перспективе, пока не заработают политические механизмы стабилизации мировой валютной системы.

Недавние оценки оптимального портфеля, что доля йены, фунта стерлингов и швейцарского франка в совокупном портфеле центральных банков находится ниже оптимального уровня, а доля евро, наоборот, остается несколько выше⁴ тех значений, которые в настоящее время наблюдаются в структуре портфелей центральных банков в мире.⁵

Аналогичные расчеты для России показывают, что сложившаяся высокая доля евро оправдана с точки зрения структуры торговли, хотя она могла бы быть и ниже, если принимать во внимание структуру долга. Также как и в других странах недооценены

³ The changing composition of official reserves, Philip D. Wooldgridge, BIS Quarterly Review, September 2006

⁴ В пользу такого решения центральных банков выступает растущая ликвидность европейского денежного рынка и расширение предлагаемого набора инструментов, приближающее европейский денежный рынок к рынку в США.

⁵ Optimal Currency Shares in International Reserves: the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar, E.Pappaioannou, R. Portes, G. Siourounis, NBER Working Paper 12333, June 2006

ПОТЕНЦИАЛ ДИВЕРСИФИКАЦИИ РЕЗЕРВОВ ИЛИ ЗАЧЕМ БАНКУ РОССИИ РЕЗЕРВЫ В ЙЕНАХ?

вложения в йену и швейцарский франк в основном за счет большей, чем необходимо с точки зрения оптимального валютного портфеля, доли вложений в долларовые активы.

Таблица 2. Фактическая и оптимальная структура валютных резервов

	В мире в целом		Россия		
	фактическая	Оптимальная	фактическая структура собственных резервов	оптимальный портфель с учетом структуры торговли	оптимальный портфель с учетом структуры долга
доллар	66.50	64.03	65.87	61.86	59.99
евро	24.39	8.91	28.31	24.88	18.57
йена	3.58	9.41	--	4.98	8.91
фунт стерлингов	3.75	10.09	5.83	4.69	8.05
шв. франк	0.14	7.54	--	3.59	4.45

Примечание:

- 1) фактическая структура валютных резервов в мире в целом приведена по данным на конец 2005 г.
- 2) оптимальная структура валютных резервов приводится по расчетам на основе модели средней вариации, предполагающей процентный паритет и учитывающий транзакционные издержки
- 3) фактическая структура валютных резервов России приводится на основе оценочных данных валютных вложений по заявлениям руководителей Банка России без учета Стабилизационного фонда
- 4) оптимальный портфель с учетом структуры торговли по данным на конец 2004 г., а оптимальный портфель с учетом структуры долга по данным на конец 2003 г.

Источник: Центр развития, NBER⁶

Если Банк России и дальше будет стремиться диверсифицировать вложения собственных валютных резервов, то можно ожидать продолжения снижения доли долларов. Поскольку евро уже несколько превышает уровни, характерные для оптимального портфеля, то дальнейшая диверсификация, возможно, будет происходить за счет увеличения доли йены и швейцарского франка.

⁶ см. E.Pappaioannou, R. Portes, G. Siourounis указанную выше работу