

# МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ КАК НОМИНАЛЬНЫЙ ЯКОРЬ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ БЕЛОРУССКОЙ ЭКОНОМИКИ

М. Ю. Чепиков,

*(Белорусский государственный университет, г. Минск, Республика Беларусь)*

Необходимость дополнительных иностранных инвестиций для роста белорусской экономики становится все более очевидной. В связи с этим закономерный интерес представляет вопрос о накопленном опыте, макроэкономических условиях и/или последствиях финансовой интеграции с внешним миром. Существующим инструментом такого анализа является трилемма валютной политики [1].

Монетарная автономия позволяет стабилизировать экономику с помощью монетарной политики вне зависимости от макроэкономики других стран, создавая среду для устойчивого экономического роста. Вместе с тем при жесткости цен и зарплат в коротком периоде у политиков сохраняются рычаги управления реальным рынком, это приводит к большей изменчивости выпуска и/или инфляции. Кроме того, финансовая стабильность может быть подорвана в случае квазифискальной политики денежных властей или аккомодационной политики, приводящей к монетизации госдолга и высокой нестабильной инфляции [1; 4].

Стабильность обменного курса может выступать в роли номинального якоря, снижая риски и неопределенность, способствуя тем самым иностранным инвестициям и международной торговле. В период экономического спада поддержание стабильного обменного курса укрепляет доверие к политикам, способствуя стабилизации выпуска. С другой стороны, фиксированный обменный курс лишает экономику автоматического стабилизатора реальных шоков извне. Прасад утверждает, что жесткость обменных курсов не позволяет политикам проводить адекватную политику, приводя к взлетам и крушениям рынка активов, перегревая спрос в экономике. В результате номинальная жесткость, создаваемая стабильными обменными курсами, может не только увеличить изменчивость выпуска, но привести к неэффективному размещению ресурсов, т. е. к несбалансированному росту [8].

Выбор или смена конфигурации в трилемме в условиях глобализации рынков капитала изменяет требования к достаточности официальных резервов как основного инструмента обеспечения финансовой стабильности [6; 7].

Дополнительное значение резервов иностранной валюты в белорусской экономике связано с долларизацией, поскольку помимо смягчения внешнего обесценения валюты они необходимы для защиты внутреннего банковского сектора. Необходимость такой защиты возрастает из-за наличия на открытых финансовых рынках комбинации внутренних утечек (уход из банковских депозитов в валюту) и внешних утечек (бегство капитала в инвалюту и иностранные банки). При попытке центрального банка выступить в качестве кредитора в последней инстанции (LLR) в таких сценариях двойных утечек резервное обеспечение резко падает. Особенно в переходных странах с мелким рынком облигаций, где официальная поддержка может породить страх государственной несостоятельности, других способов решения в краткосрочном периоде кроме продажи резервов нет.

После кризиса 1997 года МВФ разработал новые критерии достаточности резервов на базе краткосрочного валютного долга, известное как правило Гвидотти-Гринспена. Резервы по этому правилу достаточны, если страна может обслуживать внешний долг без внешних заимствований в течение года [3].

Правило Редди, применимое к странам с низким кредитным рейтингом, включает кроме объема импорта за три месяца объемы годовых платежей по суверенному и частному внешнему долгу [9]. Жанн и Рансьер оценивают оптимальный размер международных резервов для стран с растущим рынком на основе допущения, что резервы являются страховкой для сглаживания абсорбции против неожиданной остановки потоков капитала вследствие падения выпуска [5].

Альтернативный критерий на основе двойной утечки, т. е. одновременного банковского и валютного кризиса предложен в 2008 году Обстфельдом, Шамбо и Тэйлором. Они указывают на то, что если в других подходах учитывается неожиданная остановка экспорта товаров (услуг) и/или неожиданная остановка экспорта внутренних активов, то необходимо учесть и аналогичный неожиданный старт импорта иностранных активов резидентами страны [7].

В качестве примера приводится следующий расчет. Типичный «плохой» торговый дефицит развивающейся страны может быть 5 % ВВП, т. е. предполагаемая утечка – около 0,1 % ВВП в неделю, мелкая струйка. Чтобы расширить эту утечку, предположим спекулятивный арбитраж по всему текущему счету, приводящий к невозврату в страну всех валютных поступлений от экспорта, которых для баланса нужно 26 % от ВВП. Неожиданная остановка (без репатриации экспортной выручки в худшем сценарии) означает, что утечка уже 0,5 % ВВП в неделю. Исходя из текущих резервов стран с развивающимися рынками, это не приведет к их быстрому истощению. Если краткосрочный долг составляет такие же типичные

26 % ВВП, это добавляет еще 0,5 % ВВП к недельной потребности в финансировании, создавая утечку в 1 % ВВП в неделю. Утечки такого порядка обычно вызывают озабоченность, но нужно помнить, что бегство капитала несравнимо с двойной утечкой. В данном случае предположим, что внутреннее бегство капитала идет через утечку депозитов отечественных банков, т. е. в политике управления резервами главным неизбежно становится финансовая стабильность. Продолжим интуицию с аналогичными оценками, предположим, М2 составляет 20 % ВВП. Если половина М2 решит в панике покинуть страну, то это произойдет за 1–2 недели, а следовательно, для утечки потребуются резервы, равные 5–10 % ВВП в неделю. Опыт Мексики 1994–95 гг., Бразилии 1999 г., Аргентины 2001 г., Азии (Таиланда, Южной Кореи, Индонезии) 1997–1998 гг. показывает, что такого рода потоки вполне реалистичны.

В этом случае резервирование в объеме М0 очевидно недостаточно, объем чистых резервных активов в иностранной валюте должен быть сопоставим со значительной частью М2.

## Литература

1. *Aizenman, J.* Surfing the Waves of Globalization: Asia and Financial Globalization in the Context of the Trilemma / J. Aizenman, M. D. Chinn, H. Ito // NBER Working Paper. – № 15 876. – April, 2010.
2. *Flood, R.* Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility / R. Flood, N. Marion // In Brookings Trade Forum 2001; edited by S. M. Collins and D. Rodrik. – Washington, D. C.: Brookings Institution, 2002. – P. 1–68.
3. *Greenspan, A.* Currency Reserves and Debt. Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D. C. (April 29, 1999.) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/1999/19990429.htm>.
4. *Heller, H. t.* Optimal International Reserves / R. H. Heller // Economic Journal 76 (June 1966.). – P. 296–311.
5. *Jeanne, O.* The Optimal Level of International Reserves For Emerging Market Countries a New Formula and Some Applications, 2009 [Электронный ресурс] / O. Jeanne, R. Ranciere. – Режим доступа: [http://www.econ.jhu.edu/People/Jeanne/JeanneRanciere\\_Feb09.pdf](http://www.econ.jhu.edu/People/Jeanne/JeanneRanciere_Feb09.pdf).
6. *Kaminsky, G.* Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization / G. Kaminsky, S. L. Schmukler // World Bank Working Paper. – № – 2912; IMF Working Paper. – № 0334. – Washington, D. C.: International Monetary Fund (October 2002).
7. *Obstfeld, M.* Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // NBER Working Paper. – № 14 217. – August, 2008.
8. *Prasad, E. S.* Monetary Policy Independence, the Currency Regime, and the Capital Account in China. In Goldstein, M. and N. R. Lardy, eds. Debating China's Exchange Rate Policy. – Washington, D. C.: Peterson Institute for International Economics. 2008.
9. *Reddy, Y.* External debt policies in emerging economies: new dimensions / Y. Reddy // Reserve Bank of India Bulletin. – July, 1999. – P. 951–956.