

Международные резервные активы Российской Федерации: анализ объема и структуры

А. В. Навой,
кандидат экономических наук
Е. Н. Пак

Особенности развития внешнеэкономического сектора российской экономики, характеризующиеся в последние годы благоприятной ценовой конъюнктурой основных экспортных товаров, а также интенсификацией притока в страну иностранного капитала, обуславливают сохранение высоких темпов наращивания международных резервов Российской Федерации.

В течение 2005 г. международные резервные активы России выросли на 46% (с 124,5 до 182,2 млрд дол. США). К началу 2006 г. по их объему Россия вышла на пятое место в мире вслед за Японией (835,5 млрд дол. США), Китаем (825,6 млрд дол. США), Тайванем (258,0 млрд дол. США) и Республикой Корея (210,4 млрд дол. США)¹.

Т а б л и ц а 1

Объем и структура международных резервов крупнейших держателей на начало 2006 года

В национальной оценке				С оценкой золота по рыночной стоимости			
Место	Страна	Объем золото-валютных резервов, млн дол. США	Доля золота в резервах, %	Место	Страна	Объем золото-валютных резервов, млн дол. США	Доля золота в резервах, %
1	Япония	835 506	0,1	1	Япония	846 896	1,5
2	Китай	825 588	0,5	2	Китай	831 410	1,2
3	Тайвань	257 952	1,8	3	Тайвань	260 272	2,7
4	Республика Корея	210 391	0,0	4	Республика Корея	210 552	0,1
5	Россия	182 240	3,5	5	США	188 259	71,3
16	США	65 127	17,0	6	Россия*	182 240	3,5

* Здесь и далее по тексту в качестве рыночной стоимости золота использованы учетные цены драгоценных металлов, устанавливаемые Банком России.

Как и в большинстве стран, основу международных резервов Российской Федерации составляют *валютные резервы*, включающие иностранную валюту, специальные права заимствования (СДР) и резервную позицию в МВФ. В состав активов в иностранной валюте входят наличные деньги, средства в форме обратных репо, средства на корреспондентских счетах, банковские депозиты в банках-нерезидентах (включая золото, размещенное на обезличенных металлических счетах), а также ценные бумаги, выпущенные нерезидентами. Кроме того, в состав международных резервных активов включается *монетарное золото*.

Валютные резервы Российской Федерации к 1 января 2006 г. достигли 175,9 млрд дол. США (на начало 2005 г. – 120,8 млрд дол. США). На них приходилось 97% общего объема международных резервных активов России.

В течение 2005 г. рост валютной компоненты резервов происходил преимущественно за счет операций денежных властей. Принимая во внимание, что учет валютных резервов ведется в долларах США, особенности курсовых соотношений основных иностранных валют (в частности, доллара США и евро), в которых номинированы валютные резервы, также оказывали определенное влияние на их величину и динамику. В итоге прирост валютных резервов с учетом изменения курсов валют, включаемых в их состав, по отношению к валюте учета составил 55,1 млрд дол. США – см. рис. 1.

¹ В расчете использована национальная оценка объема международных резервов соответствующих стран по данным «International Financial Statistics» на конец 2005 года.

Информационно-аналитические материалы

В 2005 г., как и в предшествующие годы, нетто-покупка иностранной валюты Банком России на внутреннем рынке являлась основным фактором, определявшим масштабный рост валютной компоненты резервов. Месячный прирост валютных резервов колебался от 0,4 млрд дол. США в январе до 11,2 млрд дол. США в декабре, составив в среднем по итогам года 4,6 млрд дол. США (в 2004 г. – 4 млрд дол. США).

Основным фактором, повлиявшим на сокращение объема резервов в III квартале 2005 г., было досрочное погашение значительной части задолженности Российской Федерации перед Парижским клубом кредиторов, осуществленное за счет приобретения иностранной валюты Правительством Российской Федерации у Банка России. В целом в соответствии с достигнутым соглашением в течение июля-августа 2005 г. Россией в счет досрочного погашения было выплачено около 15 млрд дол. США. Столь масштабный отток средств из резервных активов не был полностью компенсирован нетто-покупкой иностранной валюты на внутреннем рынке, что и определило произошедшее в эти месяцы снижение валютных резервов на 2 млрд дол. США.

Учитываемые в составе валютных резервов *СДР* (международные резервные активы, выпускаемые

МВФ с целью пополнения резервных активов) и *резервная позиция в МВФ* (отражает сумму, на которую квота России в МВФ превышает величину активов МВФ в рублях) в совокупности занимают в структуре международных резервов менее 1%. Вместе с тем величина последней категории, составлявшая в начале 2005 г. 3 млн дол. США, к концу года многократно возросла, достигнув 196 млн дол. США. Рост резервной позиции в МВФ был связан с изменением статуса России в этой организации. В соответствии со Статьями соглашений МВФ государства, не имеющие задолженности перед Международным валютным фондом, в рамках своей квоты принимают участие в программах коллективного финансирования других стран-заемщиков. В этом случае предоставленные займы рассматриваются как высоколиквидные иностранные активы и включаются в состав международных резервных активов страны, в частности, в форме позиции по резервному траншу. После погашения в полном объеме обязательств перед МВФ, начиная со второго полугодия 2005 г., Россия выступала как кредитор, чьи ресурсы используются для выдачи ссуд другим странам – членам МВФ, о чем и свидетельствовал рост ее резервной позиции.

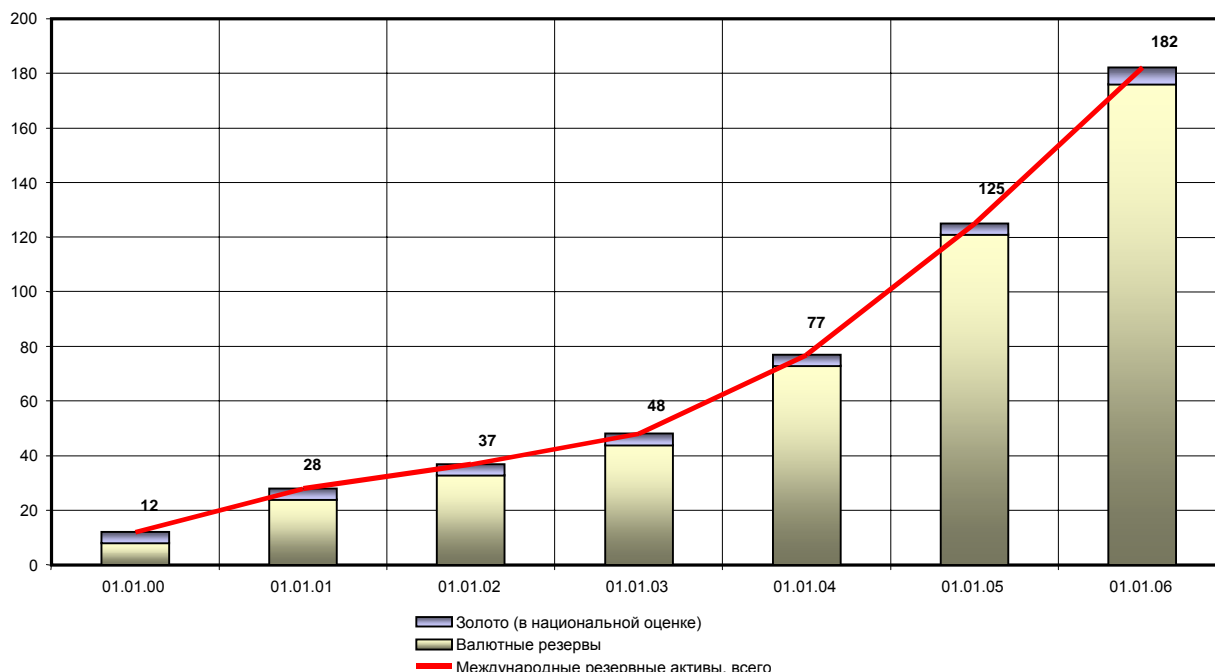


Рис. 1. Структура международных резервов Российской Федерации в 2000–2005 годах, млрд дол. США

Стоимость включаемого в состав международных резервных активов Российской Федерации *монетарного золота* составила на начало 2006 г. 6,3 млрд дол. США. По отношению к соответствующему показателю годичной давности она выросла в 1,7 раза. Причиной столь резкого увеличения стоимостной оценки моне-

тарного золота стало изменение методики его учета. До 2006 г. для этих целей использовалась фиксированная цена в 300 дол. США за одну тройскую унцию. В этих условиях стоимость монетарного золота, при достаточно стабильной величине его физического объема в резервах, изменялась незначительно: на протяжении по-

следних пяти лет она колебалась в пределах 3,3–4,1 млрд дол. США. Существенное повышение стоимостной оценки монетарного золота с 1 января 2006 г. обусловлено изменением учетной цены металла: вместо фиксированной цены в 300 дол. США за одну тройскую унцию стала применяться официальная котировка Банка России, которая составила на указанную дату в пересчете по официальному курсу рубля к доллару США – 510,4 дол. США за тройскую унцию.

Динамичное наращивание международных резервных активов Российской Федерации и их значительный объем, накопленный к началу 2006 г., закономерно выдвигает на первый план вопросы об оценке достаточности резервов и соответствии их структуры целям и задачам развития экономики России, обеспечения безопасности страны.

В рамках задачи определения минимально необходимого объема золотовалютных резервов в теории международных валютно-кредитных и финансовых

отношений рассматриваются следующие возможные критерии:

1) покрытие резервами определенного числа месяцев импорта товаров и услуг (минимальное значение – 3 месяца);

2) покрытие годового объема выплат по внешнему долгу страны без осуществления новых внешних заимствований (критерий Гвидотти);

3) одновременное покрытие резервами определенного числа месяцев импорта товаров и услуг и годового объема выплат по внешнему долгу страны (критерий Редди).

В настоящее время накопленный Россией объем международных резервов удовлетворяет как критерию Гвидотти, так и самому жесткому из перечисленных – критерию Редди. Его значения, рассчитанные с квартальной периодичностью, колебались в течение 2005 г. в пределах 70–90% общего объема международных резервных активов (рис. 2).

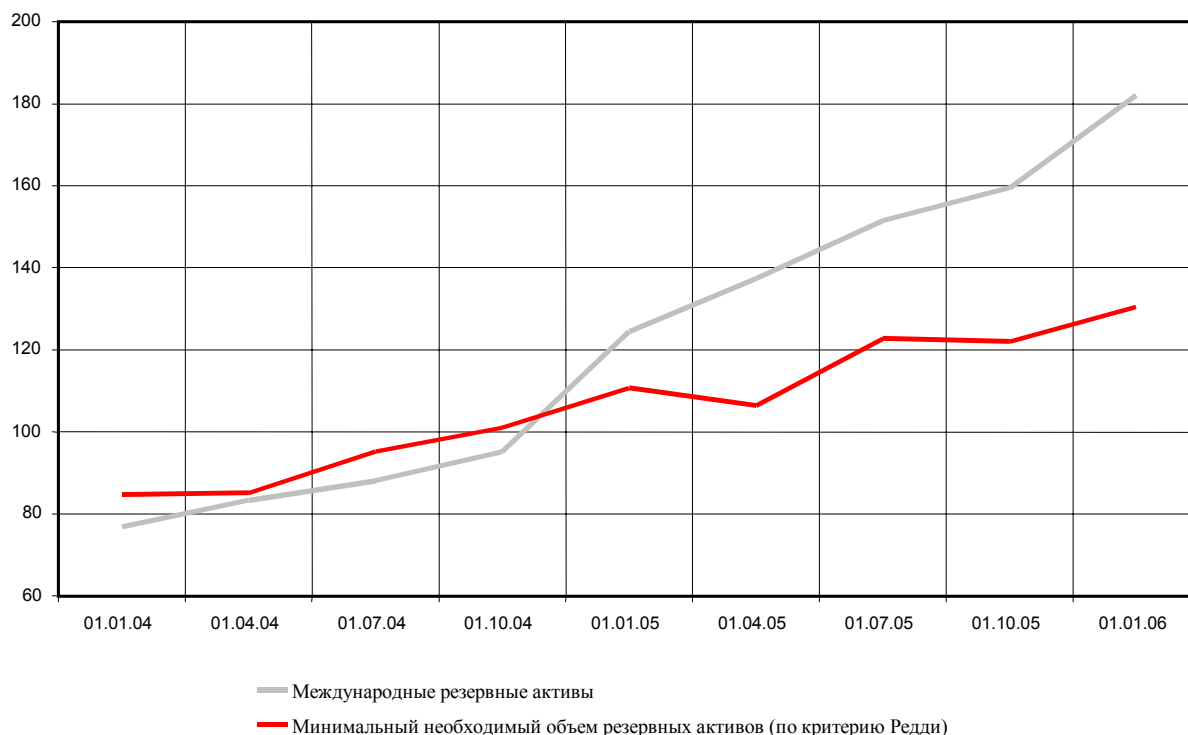


Рис. 2. Динамика достаточности международных резервных активов по критерию Редди в 2004–2005 годах, млрд дол. США

Одним из возможных «неформальных» критериев оценки достаточности золотовалютных резервов является сопоставление объемов золотовалютных резервов на душу населения. По состоянию на начало 2006 г. данный показатель по России (1,3 тыс. дол. США на человека¹) был близок к развитым европей-

ским странам (Великобритания, Германия, Франция и Италия), хотя и уступал некоторым странам Юго-Восточной Азии (от 3 до 26 тыс. дол. США на человека).

Решение задачи соответствия структуры международных резервных активов целям обеспечения долгосрочной надежности и безопасности развития страны, по нашему мнению, требует частичной корректировки традиционных подходов к размещению резервных активов Российской Федерации. По-видимому, в связи с накоплением объема резервов,

¹ Рассчитано как отношение объема золотовалютных резервов в национальной оценке к численности населения соответствующей страны по данным «International Financial Statistics» на конец 2005 года.

Информационно-аналитические материалы

достаточного для обслуживания внешней задолженности официального и частного секторов экономики, а также принимая во внимание устойчивость счета текущих операций платежного баланса России, акцент в управлении резервными активами должен постепенно смещаться к поддержанию достаточного неприкосновенного запаса ликвидных активов на случай непредвиденного развития ситуации как на международном валютном рынке, так и во внешнеполитической сфере. В этой связи представляется оправданным рассмотрение иных подходов к размещению резервных активов, прежде всего в альтернативные традиционным финансовым инструментам – в частности в золото.

В рамках определения факторов, оказывающих влияние на выбор величины необходимого золотого

запаса страны и долю золота в структуре золотовалютных резервов, следует учитывать следующее.

Во-первых, наличие у страны условий и мощностей по производству драгоценных металлов. Денежные власти золотодобывающих стран имеют возможность приобретать металл за национальную валюту на основе долгосрочных контрактов или предварительного авансирования производителей, что существенно снижает издержки подобного способа пополнения резервов, а также позволяет проводить временной арбитраж, используя изменения ценовой конъюнктуры на международных рынках. Кроме того, значительный по объему золотой запас необходим золотодобывающим странам для развития и регулирования внутреннего рынка драгоценных металлов. В табл. 2 приведены доли золота в резервах основных добывающих стран.

Таблица 2

Структура золотовалютных резервов крупнейших стран – производителей золота на начало 2006 года

Место	Страна	Объем производства золота, тонны*	Объем золотовалютных резервов, млн дол. США	Объем валютных резервов, млн дол. США	Стоимостная оценка монетарного золота, млн дол. США**	Вес монетарного золота, тонны	Доля монетарного золота в резервах**(%)
1	ЮАР	376	20 624,43	18 579,10	2 045,33	124,01	9,9
2	США	285	188 259,46	54 083,80	134 175,66	8 135,15	71,3
3	Австралия	284	43 257,05	41 941,20	1 315,85	79,78	3,0
4	Китай	213	831 409,77	821 514,00	9 895,77	599,99	1,2
5	Россия	182	182 240,00	175 891,00	6 349,00	386,87	3,5
6	Перу	172	14 171,31	13 599,40	571,91	34,68	4,0
7	Индонезия	163	34 579,50	32 989,20	1 590,30	96,42	4,6
8	Канада	141	33 018,02	32 962,10	55,92	3,39	0,2
9	Узбекистан	80	–	–	–	–	–
10	Гана	70	1 897,05	1 752,90	144,15	8,74	7,6

* По состоянию на 2003 г. Источник: Gold Fields Mineral Service.

** По рыночной стоимости.

Примечание. Важным аспектом статистических исследований в области официальных операций с золотом выступает проблема оценки размера золотых запасов. В мировой практике сформировались три системы оценки золотых запасов: оценка по фиксированной цене; оценка по рыночной цене; оценка по рыночной цене с дисконтом. В последние 20 лет наблюдался постепенный переход к оценке запасов золота, исходя из рыночных цен (по сравнению с 1980 г., когда половина центральных банков ориентировалась на рыночные цены, на сегодняшний день их число превысило 70%). В статистике МВФ стоимость золотых запасов оценивается исходя из постоянной цены в 35 СДР за тройскую унцию, что естественным образом занижает размеры международных ликвидных средств. В данном исследовании в целях унификации стоимости золота использовалась текущая рыночная оценка золотых авуаров исходя из его физических объемов в официальных запасах. В качестве рыночной оценки золота использована цена металла в декабре 2005 г. по данным «International Financial Statistics» – 513 дол. США за тройскую унцию. Для перевода веса золота в метрическую систему использовано соотношение 1 тройская унция = 31,1035 г.

Во-вторых, степень участия страны в международной политике. Наличие у государства геополитических амбиций может стать причиной обострения отношений с крупнейшими западными странами – эмитентами свободно используемых валют. Это, в свою очередь, делает возможным применение со стороны эмитентов резервных валют финансовых санкций к государствам, чьи валютные авуары размещены на их счетах. Учитывая то, что покупательная способность иностранных валют на территории государств-эмитентов обеспечена лишь волей органов государственной власти соответствующих стран,

доступ практически ко всему валютному резерву, размещенному на счетах кредитных организаций государств – потенциальных политических и военных противников, может быть затруднен или ограничен.

Количественная оценка подобного риска затруднена. Тем не менее золотые авуары ряда стран могут служить ориентиром для использования золота в качестве чрезвычайных денег на случай непредсказуемой эскалации международной политической напряженности. К таким странам, в частности, можно отнести Иран, Ливию, некоторые страны Персидского

Информационно-аналитические материалы

залива и Средней Азии. Доля золота в структуре резервов некоторых стран приведена в табл. 3.

В-третьих, степень конвертируемости национальной валюты и уровень доверия к политике денежных властей. Для валют, претендующих на значимую роль в международных валютно-кредитных отношениях, обеспеченность золотом либо напрямую подразумевается, либо нормативно закрепляется в форме фиксированной доли резервов, номинированных в золоте и хранящихся в эмитирующем финансовом институте. Почти все государства – эмитенты резервных или близких к ним по свойствам валют обладают

высокой долей золота в структуре международных резервных активов. Это, в частности, США, Германия, Франция, Великобритания, Швейцария, Италия (табл. 4). Кроме того, значительными золотыми авуарами обладают финансовые институты – эмитенты международных коллективных валют и расчетных единиц – ЕЦБ, МВФ. Условное золотое обеспечение валютных единиц данных эмитентов во многом является следствием незавершенности процесса демонетизации золота и сохранения металлом некоторых монетарных функций.

Таблица 3

Структура золотовалютных резервов некоторых стран Ближнего Востока на конец 2005 года

	Объем золотовалютных резервов, млн дол. США	Объем валютных резервов, млн дол. США	Стоимостная оценка монетарного золота, млн дол. США*	Вес монетарного золота, тонны	Доля монетарного золота в резервах* (%)
Египет	21 856,83	20 609,10	1 247,73	75,65	5,71
Кувейт	10 165,11	8 862,82	1 302,29	78,96	12,81
Ливан	16 617,99	11 887,10	4 730,89	286,84	28,47
Ливия	41 879,91	39 507,80	2 372,11	143,82	5,66
Саудовская Аравия	28 887,75	26 530,00	2 357,75	142,95	8,16
В целом по Ближнему Востоку	212 396,32	194 728,03	17 668,28	1071,24	8,31

* По рыночной стоимости.

Таблица 4

Структура золотовалютных резервов стран и международных финансовых институтов – эмитентов резервных и близких к ним валютам на конец 2005 года

	Объем золотовалютных резервов, млн дол. США	Объем валютных резервов, млн дол. США	Стоимостная оценка монетарного золота, млн дол. США*	Вес монетарного золота, тонны	Доля монетарного золота в резервах* (%)
США	188 259,46	54 083,80	134 175,66	8 135,2	71,3
Франция	74 359,98	27 752,90	46 607,08	2825,8	62,7
Германия	101 675,89	45 139,70	56 536,19	3427,8	55,6
Италия	65 953,98	25 514,70	40 439,28	2451,9	61,3
Швейцария	57 575,31	36 297,30	21 278,01	1290,1	37,0
Великобритания	48 657,53	43 531,30	5 126,23	310,8	10,5
БМР			3064,88	185,8	
МВФ			53064,65	3217,3	
Европейский центральный банк	48 709,00	36 835,87	11 873,13	719,9	24,4

* По рыночной стоимости.

В-четвертых, исторические традиции хранения резервов в металле. Накопление относительно большей части резервов в золоте характерно для развитых стран, в то время как развивающиеся страны и страны с переходной экономикой хранят в золоте небольшую часть резервов. Так, средняя доля золота в общем объеме золотовалютных резервов индустриально развитых стран составляет около 22%, стран ЭВС (вклю-

чая ЕЦБ) – около 51%, а доля золота в резервных активах развивающихся стран и стран с переходной экономикой – около 3%¹.

¹ Рассчитано как отношение стоимости монетарного золота (в рыночной оценке) к совокупному объему золотовалютных резервов соответствующих групп и отдельных стран.

Информационно-аналитические материалы

В-пятых, географическое распределение экономической активности также во многом оказывает влияние на структуру золотовалютных резервов стран и объем золота в них. Так, в силу исторически более высоких темпов экономического развития в Европе, длительного сохранения золотого стандарта, для группы европейских стран характерна высокая доля резервов, хранимых в золоте. Золото в резервах европейских государств составляет от 7% в Финляндии до 78% в Греции.

Относительно высока доля золота в резервах стран Ближнего Востока (в среднем около 8%), а также некоторых стран Юго-Восточной Азии (в частности в Индии, Филиппинах, Индонезии). Как отмечалось выше, хранение определенной части золотовалютных резервов в драгоценных металлах ассоциируется у денежных властей этих стран с повышенной надежностью на случай непредвиденного развития геополитических событий, а также с более высоким риском возникновения финансового кризиса.

В-шестых, участие страны в международном разделении труда. Так, страны – традиционные поставщики энергетических ресурсов на международ-

ный рынок обладают достаточно крупными золотыми авуарами (около 8%), что, по-видимому, объясняется близостью рыночных характеристик металла к характеристикам сырьевых товаров и формированием этими странами запаса на случай неблагоприятного изменения рыночной конъюнктуры энергетических товаров.

В целом структура распределения официальных резервов в золоте позволяет сделать вывод о том, что их основная часть (свыше 80%) приходится на индустриально развитые государства, большинство из которых сохраняет значительную долю золота в резервах (рис. 3). Поведение данных стран, относящихся к центрам экономической силы и претендующих на важную роль в геополитике и международных экономических отношениях, косвенно подтверждает сохранение золотом функции чрезвычайных мировых денег. В распределении золота между центрами экономической силы лидирующая роль принадлежит Западной Европе: золотой запас стран ЭВС (включая Европейский центральный банк) составляет более 11 тыс. т, что в 1,4 раза выше, чем в США.

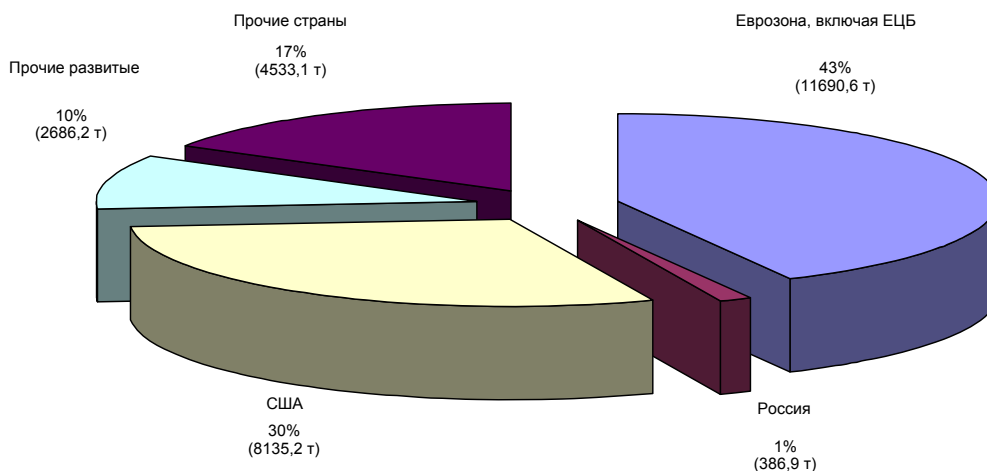


Рис. 3. Региональное распределение официальных резервов в золоте на конец 2005 года (по данным «International Financial Statistics» на конец 2005 г.)

На фоне объема золотых авуаров развитых стран золотой запас Российской Федерации относительно невелик. По состоянию на начало 2006 г. физический объем монетарного золота в международных резервных активах Российской Федерации составил 386,9 т (12,4 млн тройских унций). По этому

показателю Россия занимает 13-е место в мире, уступая таким странам, как США, Германия, Франция, Италия, Швейцария, Япония, Китай и др. (рис. 4). Доля золотых запасов России в совокупных официальных резервах в золоте составляет немногим более 1%.

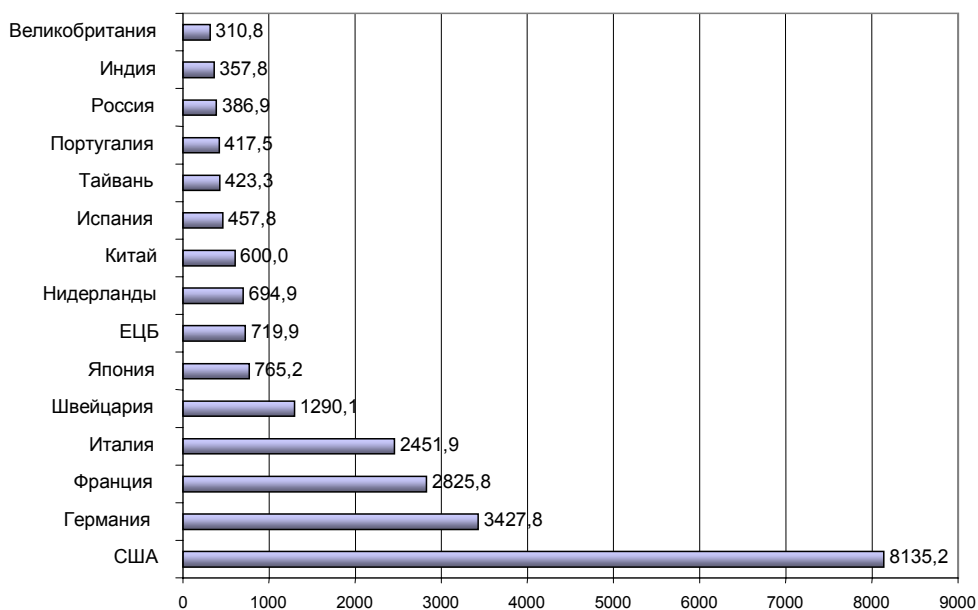


Рис. 4. Объем монетарного золота крупнейших держателей международных резервов, т

Учитывая основные макроэкономические характеристики России, столь невысокая доля золота в структуре резервов нам представляется слабо обоснованной. Россия является одним из крупнейших производителей золота в мире (5-я позиция по состоянию на 2003 г.), стремится к формированию условий для свободной конвертируемости рубля, проведению независимой внешней политики с учетом геополитических факторов и, наконец, исторически для Госбанка СССР было характерно хранение преобладающей доли резервов в золоте. Однако вопрос об оценке необходимого для России золотого запаса является объективно сложным.

К факторам и критериям определения необходимого уровня золотого запаса для России, по нашему мнению, следует отнести следующие подходы. *Во-первых*, определение запаса золота на случай непредсказуемого ухудшения международной политической обстановки, возможных осложнений с обслуживанием счетов России в европейских банках и в банках США. В этом случае в качестве чрезвычайных денег золотой запас должен, в соответствии со стандартными критериями, обеспечить трехмесячный импорт товаров. В рамках данного подхода по состоянию на 1 января 2006 г. объем золотого запаса Российской Федерации должен был составить около 2,5 тыс. т металла, а доля золота в структуре резервных активов России – более 20%¹.

¹ Объем трехмесячного импорта товаров в Российскую Федерацию по данным на начало 2006 г. составил около 40 млрд дол. США, что в пересчете по рыночным ценам золота на начало года было эквивалентно 2,4 – 2,5 тыс. т золота.

Во-вторых, использование в качестве ориентира для определения уровня золотого запаса в резервах стран с близкими к России характеристиками. В рамках данного подхода следует учесть важность роли России в качестве производителя металла, переход к полной конвертируемости рубля, преимущественно сырьевой характер экспорта, высокий уровень геополитических рисков и потенциальных затруднений с обслуживанием счетов Российской Федерации в свободно конвертируемых валютах. С учетом данных обстоятельств доля золотого запаса России в структуре золотовалютных резервов должна быть, по нашему мнению, близка к доле этого актива в структуре резервов Европейского центрального банка. Повышение доли золота в резервах до 20–25%, на наш взгляд, позволило бы укрепить доверие к рублю (возможно, и в качестве нового международного платежного средства), обеспечить финансовую независимость страны на случай резкого ухудшения международной экономической и политической обстановки.

В-третьих, объем резервов в золоте должен отражать реалии международного рынка этого актива в целях мобилизации необходимых объемов финансовых ресурсов без риска существенных финансовых потерь от этой операции. Таким образом, выбор объема золотого запаса должен отвечать компромиссу между требованиями надежности, доходности и ликвидности. Надежность вложений в физический металл не вызывает сомнений, поскольку в отличие от вложений в валютные активы подобные операции не связаны ни с кредитным риском учреждений, где хранятся авуары, ни с риском резкого снижения стоимости базового актива. Золотой запас в отличие от валют, представляющих собой лишь знаки стоим-

мости, включает в себе реальную стоимость, которая не может быть утрачена в связи с теми или иными решениями эмитента. Кроме того, золото обладает внутренней стоимостью и в отличие от валют не подвержено риску резких ценовых колебаний, которые существенно повысились в последние годы ввиду ослабления объективной основы для формирования курсовых соотношений между основными мировыми валютами (в частности между долларом США и евро).

Как показывают статистические данные, динамика доходности вложений в золото и в финансовые инструменты, базирующиеся на этом активе, обладает достаточно стабильными характеристиками. Доходность наиболее распространенного в практике центральных банков предоставления ссуд в металле на протяжении 10 лет (с 1993-го по 2003 г.) характеризуется относительно невысокими ставками – около 1,3%¹. Вместе с тем на протяжении большей части рассматриваемого периода характер кривой доходности по металлическим займам имел стандартные очертания (с повышением на более длинных сроках). Общее равновесное и стабильное состояние рынка ссудных инструментов в золоте обуславливается значительными накопленными запасами монетарного золота в распоряжении центральных банков (около 27,5 тыс. т.), высоким уровнем предложения ссудного металла (составляющего по оценкам от 2,7 до 5 тыс. т.) и большим количеством независимых кредиторов. Относительно невысокими является ставки по финансовым свопам в золоте – около 2% (объем операций с этим инструментом по различным оценкам составляет до 70% операций с финансовыми производными в металле). Доходность данного инструмента также обладает стабильными характеристиками.

Несмотря на относительно невысокую доходность операций с золотом, тенденции последних лет свидетельствуют о возможности ее компенсации за счет роста цены металла. Кроме того, в соответствии со статистическими наблюдениями уровень волатильности на рынке золота в десятилетний период с 1993-го по 2005 г. оставался достаточно низким (около 15%), а в рамках складывавшихся среднесрочных трендов – не превышал 4%, что существенно ниже волатильности курсов основных валютных пар международного рынка (доллар США/евро (немецкая марка); доллар США/японская иена).

Ликвидность вложений в золото в силу специфики этого актива на фоне оборота международного валютного рынка является невысокой. По оценкам

экспертов, средневзвешенный оборот рынка золота в 2002 – 2005 гг. составлял около 9–10 млрд дол. США, или около 700–900 т металла в текущих рыночных ценах. Учитывая оценочный средневзвешенный оборот международного валютного рынка, составляющий около 2 трлн дол. США, доля оборота рынка золота составляет около 5%. Тем не менее даже существующая «глубина» рынка золота позволяет рассчитывать на мобилизацию финансовых ресурсов от продажи потенциального запаса золота в 2,5 тыс. т. на рынке в течение одной-двух недель без существенных угроз для ухудшения ценовой конъюнктуры рынка. Достаточную ликвидность рынка этого актива подтверждает также узкий внутрисуточный спред между курсом покупателя и продавца, составляющий около 2%.

В результате проведенного анализа соответствия объема и структуры международных резервов Российской Федерации целям и задачам экономического развития страны, поддержания ее международной безопасности можно сделать вывод о том, что в целом достигнутый уровень резервов соответствует основным критериям достаточности (критерии Редди и Гвидотти) и может рассматриваться как соответствующий задаче поддержания стабильности национальной денежно-валютной системы, что в частности выражается в обеспечении критического импорта и среднесрочной кредитоспособности страны.

По нашему мнению, одним из направлений модификации структуры золотовалютных резервов видится существенное повышение доли монетарного золота. Золото, обладая внутренней стоимостью и будучи не подверженным риску финансовых санкций, представляет собой чрезвычайный актив, который может быть использован в случае угрозы финансовой безопасности или блокады страны. В соответствии с предложенным критерием обеспечения трехмесячного критического импорта страны, а также принимая во внимание геополитическое место России в современном мире (и в качестве одного из крупнейших золотопроизводителей, и в качестве потенциального эмитента свободно конвертируемой валюты), объем золотого запаса мог бы быть увеличен приблизительно до 2,5 тыс. т. Помимо задачи выполнения функции чрезвычайного актива, увеличение доли золота в резервах во многом обусловлено качествами данного финансового актива. Обладая развитым, емким и достаточно ликвидным рынком, золото в качестве резервного актива способно обеспечить определенный финансовый доход, рост стоимости и хеджирование от возможного неблагоприятного изменения соотношений ведущих мировых валют. ■

¹ Более подробно об этом см.: Н а в о й А. В. Самый устойчивый актив – золото // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 1–2.