

МЕЖДУНАРОДНИТЕ ВАЛУТНИ РЕЗЕРВИ И ПРИЛАГАНЕТО НА ИКОНОМИЧЕСКАТА ПОЛИТИКА

Гл. ас. д-р **Ирена Николова**

Нов български университет

inikolova@nbu.bg

Резюме: Международните валутни резерви са част от средствата, с които разполага една централна банка и дадена държава, за да реагира на външни кризи и да бъде предпазена нейната икономика. В статията се разглежда ролята на валутните резерви при поддържане на стабилността на валутния курс и отражението, което те имат при прилагането на финансовата и икономическата политика.

Ключови думи: валутни резерви, специални права на тираж, монетарно злато, валутнокурсони режими, платежен баланс

FOREIGN EXCHANGE RESERVES AND ECONOMIC POLICY IMPLEMENTATION

Chief Assist. Prof. Dr. Irena Nikolova

New Bulgarian University

inikolova@nbu.bg

Abstract: Foreign exchange reserves are part of the assets of a central bank and a country that are used in case of external crises and to preserve the economy. In the paper is reviewed the role of the foreign reserves in maintaining the foreign exchange rate stability and the influence they have on the financial and economic policy implementation.

Keywords: foreign reserves, special drawing rights (SDR), monetary gold, exchange rate arrangements, balance of payments

Въведение

Валутните резерви са част от инструментите на една централна банка и съответно на дадена държава за поддържане стабилността на местната парична единица. Въпреки това, те нямат това значение, което са имали до 70-те години на 20 век с прекратяването на действието на златно-доларовия стандарт или системата от фиксирани валутни курсове „Бретън-Уудс“. Това твърдение се отнася предимно за развитите държави, докато тези, определяни като развиващи се и нововъзникващите пазари се стремят да поддържат свой валутен резерв, а в повечето случаи дори го увеличават.

Целта на статията е да се разгледат водещите тенденции при валутните резерви в света днес и да се представи тяхното отражение върху икономическата политика като цяло, и в частност върху финансовата.

Статията се състои от две части, в които последователно се постига поставената цел, като в първата част за представени основните тенденции по отношение на структурата и състава на валутните резерви в света, включително и в България. Втората част е насочена към ролята на валутните резерви върху икономическата и финансовата политика.

1. Тенденции при обема и структурата на валутните резерви

Международните валутни резерви са средства, които се управляват от централната банка на дадена държава. Освен че те се прилагат за поддържането на стабилността на местната парична единица, а оттам и на финансовата и банковата система в страната, те изискват и разходи за поддържане. Въпреки това, в условия на криза, включително и външни кризи, те отново са възможност за намаляване на негативните ефекти. По време на глобалната финансова и икономическа криза, например, се наблюдава ръст в международните резерви на страните, и то предимно на развиващите се икономики в Азия за ползването им като буфер.

Поддържането на значителни резерви се обяснява и с подобряване на кредитния рейтинг на дадена страна и повишаване на доверието в нейната икономика. Това се отразява чрез намаляването на разходите при заемане на международните пазари и върху общата цена на кредита за тази държава (Romero, 2005).

Съществуват няколко аспекта по отношение на международните валутни резерви в съвременната икономика:

- На първо място, това е свързано с отношението между валутнокурсните режими и валутните резерви;

- На следващо място, валутните резерви се разграничават по обем при развитите и развиващите се страни.
- На трето място, това е структурата на валутните резерви, които се състоят освен от чуждестранна валута под формата на депозити и финансови инструменти, и от монетарно злато и специални права на тираж, като процентното разпределение определя тяхната ликвидност.

Тези три аспекта са разгледани поотделно, за да се представи връзката помежду им за международните валутни резерви, въпреки че при тяхното анализиране и управление те се разглеждат цялостно.

Валутнокурсони режими и валутни резерви. Валутнокурсоните режими, прилагани от отделните държави се разпределят в две основни групи: фиксирани и плаващи. Класификацията е на Международния валутен фонд и е приета от 2009 г., като се анализира годишно в Доклада за валутнокурсоните режими и ограничения (International Monetary Fund, 2019). Така се постига съпоставимост на прилаганите валутни курсове и свързаните с тях политики в различни части на света.¹

Когато се разглеждат разновидностите на валутнокурсоните режими спрямо съхраняваните международни резерви е ясно, че централната банка при фиксирани валутни курсове се нуждае от поддържането на подобни средства.

При държавите, прилагачи фиксирани валутнокурсони режими (постоянно фиксирани и променливо фиксирани), валутните резерви са необходими за поддържане на фиксирания валутен курс на местната към избраната резервна валута или кошница от валути. В случаите, за които това се отнася за паричен съвет, международните валутни резерви трябва да се поддържат в размер на минимум от 100% от резервната валута или кошница от валути спрямо паричната маса в обращение. Това изисква валутните резерви да са в преобладаващата си част от резервната валута, към която е фиксирана местната парична единица.

При променливо фиксирани валутнокурсони режими, поддържането на валутните резерви не се отнася до даден задължителен обем в определени валути. Въпреки това, за поддържането на избрания от централната банка валутнокурсон режим са необходими достатъчно средства за извършване на интервенции, в случаите, когато

¹ Класифицираните от Международния валутен фонд валутнокурсони режими са: фиксирани и плаващи. Фиксираните се делят на постоянно фиксирани (без собствено платежно средство и паричен съвет) и променливо фиксирани (конвенционално фиксирани, стабилно фиксирани, пълзящо фиксирани, пълзящ валутнокурсон режим, фиксиран валутнокурсон режим в хоризонтална лента). Плаващите валутнокурсони режими са два вида: управлявано плаване и свободно плаване.

това е необходимо. Напр. при наличие на спекулативни атаки спрямо валутния курс, външни и вътрешни кризи за икономиката и др.

Разбира се, държавите, възприели валутнокурсния режим на управлявано плаване, също се нуждаят от международни резерви, чрез които централната банка да се включва в подкрепа на местната валута. Освен това, поддържането на голям обем от валутни резерви демонстрира способността за запазване на избрания валутнокурсен режим и е буфер за посрещане на дисбалансите в платежния баланс на страната чрез възможността да се осигурява финансиране, когато това е необходимо. Така също се гарантира функционирането на паричния, капиталовия и валутния пазар (Sunner, 2017).

Международните валутни резерви при преобладаващата част от валутнокурсните режими са необходими за поддържане на избрания валутен курс и се ползват като инструмент на централната банка за реализиране на интервенции в подкрепа на местната валута или поддържане на финансовата стабилност в страната. Така остават страните, без собствено платежно средство и на свободно плаване, при които изискванията за поддържане на валутни резерви не са обвързани с валутнокурсния режим. Въпреки това, наличието на валутни резерви и при тях допринася за стабилността по време на криза.

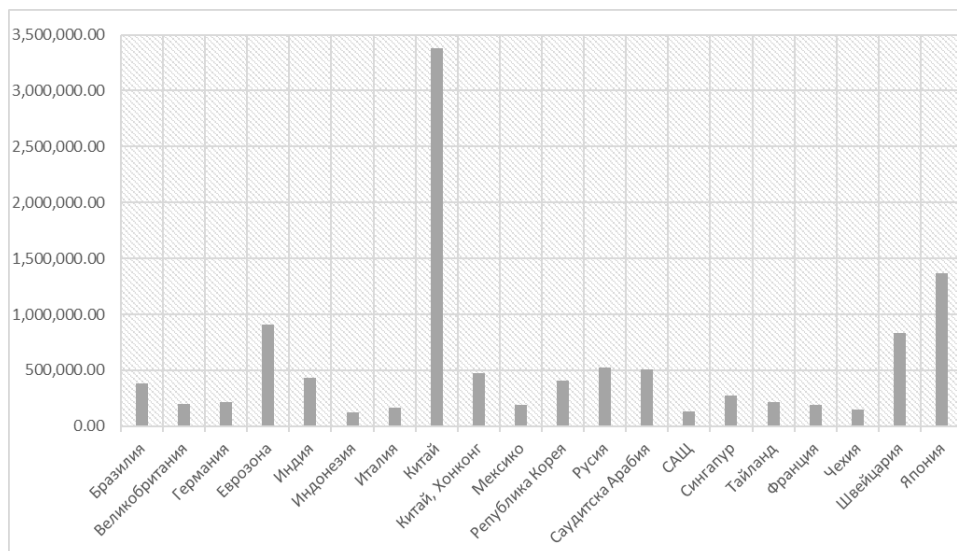
Валутни резерви в развити и развиващи се страни. Освен по отношение на валутнокурсния режим, обемът на резервите се разграничава при развитите и развиващите се страни.

За последните 25 години се наблюдава значителен ръст във валутните резерви в света, като през 1995 г. те са били в размер от 1 389 816 млрд. щ.д., а през първото тримесечие на 2019 г. вече са 11 590 874 млрд. щ.д. (International Monetary Fund, 2019a). След 2006 г. делът на развиващите се икономики е около и над 50%, като тази тенденция на ръст на резервите продължава да се запазва и до днес, и то с още по-висок дял (приблизително е между 60-65% след 2015 г.).

Водещата държава по валутни резерви е Китай, която към м. юли 2019 г. разполага с над 3 трлн. щ. д. (3 383 039.00 млн. щ. д.), следвана от Япония с 1 364 919.00 млн. щ. д. Доближаващи се до бариерата от един трилион щатски долара са и еврозоната с 909 188.00 млн. щ.д. и Швейцария с 829 416.00 млн. щ. д. На фиг. 1 са представени водещите 20 държави по обем на валутните резерви в света към м. юли 2019 г. по данни на Международния валутен фонд.

От държавите, притежаващи най-големи международни резерви в света разграничението между развити и развиващи се е почти наполовина, ако не се включи

еврозоната. Но ако се разгледа информацията за последните 30 години за валутните резерви, всъщност ще се установи, че именно на развиващите се икономики се дължи ръстът на резервите в света в сравнение с развитите държави.



Фигура 1. Обем на международните валутни резерви по държави, м. юли 2019 г., в щ.д.

Източник: Международен валутен фонд (International Monetary Fund, 2019a)

Това се обяснява с действащият валутнокурс режим и неговото поддържане, тъй като преобладаващата част от развитите страни са с плаващ режим и не се изисква поддържането на значителен обем от резерви и те са запазват на постоянно ниво през годините. Не е така за развиващите се страни и т.нар. нововъзникващи пазари, където преобладават променливо фиксираните валутнокурс режими и поддържането на валутния курс на местната към избраната чуждестранна валута изисква по-активна намеса на централната банка.

Обикновено за определяне на точния обем като количествен измерител се ползва *правилото на Greenspan-Guidotti*, чрез което се обвързва поддържането на резерви, като процент от краткосрочния държавен дълг. Съгласно това правило се приема, че съотношението краткосрочен дълг към валутни резерви трябва да е 100% (Brussiere and Fratzschermaу, 2002). Така се определя и оптималният обем от валутни резерви, който една държава трябва да поддържа. Разбира се, това е ориентировъчна стойност, но се счита за основен измерител на резервите в света.

Съществуват още три показателя, прилагани за определяне на обема от международни резерви, който да се поддържа от централната банка (Green and Torgerson, 2007).

Международните резерви към паричната маса M2 е показател, чрез който се търси повишаване на доверието в местната парична единица чрез необходимия обем резерви. Счита се, че оптималните граници за този показател са между 5% и 20% в зависимост от прилагания валутнокурсен режим.

Връзката между валутните резерви и търговията се отразява в *показателя резерви към внос в страната*. При страните с ниски доходи и ограничение до финансовите пазари, се търси покритие на резервите върху вноса за период от три до четири месеца. Обикновено, спазването на това правило е предимно краткосрочна мярка за преодоляване на външни кризи. В случай че продължат затрудненията в икономическата и финансовата политика, то и други мерки са необходими за тяхното преодоляване.

Съотношението *международни резерви към БВП* не се счита за достатъчно надежден индикатор за поддържане на определен обем от резервите. Потвърждение на това правило е и Фиг. 1, където развиващите се икономики, независимо от своя БВП, поддържат значителен обем от резерви.

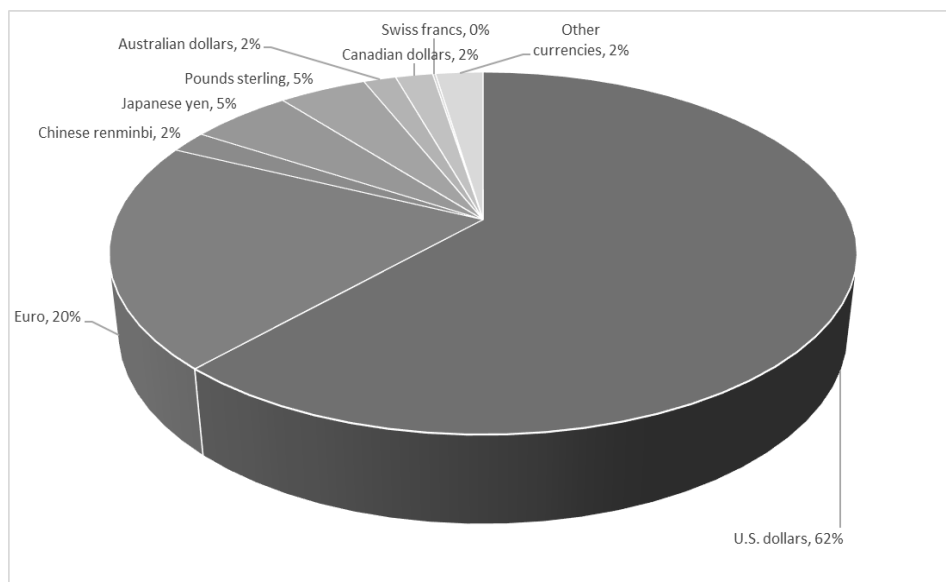
Изброените показатели за определяне нивото на валутните резерви в дадена икономика непрекъснато се допълват и разширяват. Но изборът за съответния обем на резервите е свързан с поддържането на тяхната структура и ликвидност. Това освен от избрания валутнокурсен режим и следваната парична политика се влияе и от икономическата и финансовата политика.

Структура и ликвидност на валутните резерви. В зависимост от избрания за следване валутнокурсен режим от централната банка или съответната държавна институция (министерство на финансите, парламент), международните валутни резерви имат определен състав по отношение на поддържаните валути и валутни финансови инструменти. Структурата на резервите определя и тяхната ликвидност, като например наличните средства в чуждестранна валута са бързоликвидни, а останалите активи като монетарно злато, валутни финансови инструменти и специални права на тираж, са с по-ниска степен на ликвидност (Николова, 2018).

Структурата на резервите се определя от *валутите, от които е съставен и от процентното разпределение на отделните елементи в техния състав*.

По отношение на *валутите* в света, безспорно след Втората световна война, щатският долар е международната резервна валута, като и до момента запазва своята

ведеща позиция (Фиг. 2). За първото тримесечие на 2019 г., щатският долар заема около 62% в международните валутни резерви в света. На следващо място е еврото с 20%, което е наследник на валутите на страните от еврозоната (германска марка, френски франк и др.).



Фигура 2. Валутни, участващи в международните валутни резерви в света, първо тримесечие на 2019 г., в проценти

Източник: Международен валутен фонд (International Monetary Fund, 2019a), собствени изчисления

Изборът на валути в резерва най-често се определя от обвързаността на икономиката и търговските взаимоотношения с конкретна валута. Обикновено, когато търговският стокообмен се осъществява в щатски долари или евро, то и това са валутите с най-голям обем в международните резерви.

На следващо място, избраният валутнокурс режим също оказва влияние в кошницата от валути. Например, в България, паричният съвет изисква поддържането на минимум 100% покритие на паричната маса в обращение да е в евро.

На трето място, географското местоположение на страната определя нейните търговски взаимоотношения с водещите икономики в региона. Оттам и изборът на валути в международните резерви. Например, в страните от Азия освен щатски долар и японска йена, присъства вече и китайски юан.

Не на последно място, краткосрочните и дългосрочните задължения и валутите, в които те са деноминирани предопределят състава на валутните резерви. Това се прави,

за да се улеснят плащанията по лихва и главница в съответната парична единица без да се преминава директно на валутния пазар на датата на падежа.

Процентното разпределение на елементите от международните резерви формира тяхната ликвидност и съответно способност на централната банка да ги управлява, така че да осигури плащанията по дълга или да провежда паричната си политика. Освен това, икономическата и финансовата политика също влияят върху ликвидността и отделните елементи на резерва, отново отчитайки планираните действия в краткосрочен и дългосрочен план.

Чрез разпределението на елементите от международните резерви, централната банка се стреми и към генерирането на доходност от своите инвестиции, като по този начин се търсят финансови инструменти с по-висока доходност.

Отделните елементи, които формират международните валутни резерви се състоят от (International Monetary Fund, 2013):

- Валутни резерви в конвертируема валута, което включва ценни книжа в чуждестранна валута и парични средства отново в чуждестранна валута под формата на депозити;
- Резервна позиция в Международния валутен фонд;
- Специални права на тираж;
- Монетарно злато;
- Други резервни активи, включващи финансови деривати, отпуснати кредити и др.

Ликвидността на отделните елементи от международните валутни резерви подпомага дейността на централната банка при прилагане на паричната политика и запазване стабилността на местната парична единица. По-високата ликвидност осигурява устойчивост срещу външни финансови кризи и дава възможност за обслужване на държавния дълг в краткосрочен и дългосрочен план. Това обвързва валутните резерви не само с паричната политика, но и с икономическата.

2. Отражение на валутните резерви при финансовата и икономическата политика

Изборът на валутнокурсен режим и отделните елементи на международните валутни резерви са обвързани с изпълнението на икономическата политика. Конкретните дейности са (Fisher and Lie, 2004), (Николова, 2018):

- Осигуряването на средства за закупуване на стоки от международните пазари (нефт, газ и др.);
- Обслужването на външния държавен дълг, което е част от финансовата политика;
- Поддържането на валутния курс на местната парична единица чрез интервенции на пазара;
- Инвестиране на резервите, за да се генерира по-висока доходност и съответно приходи за държавния бюджет;
- Финансиране на местните програми за фискални разходи;
- Ползване на резервите за намаляване на данъчната тежест за гражданите, включително чрез генериране на приходи от тяхното инвестиране.

Поддържането на валутните резерви е обвързано с предоставянето на ясна и точна информация и прозрачност при неговото инвестиране. Това гарантира запазване на доверието в местната парична единица на международните пазари, като същевременно се отразява и върху кредитния рейтинг на страната и отношението на инвеститорите.

Освен това, провеждането на предвидима финансова и фискална политика улеснява управлението на валутните резерви и балансирането на тяхната ликвидност. Още повече, че те се считат за основен буфер при външни и вътрешни финансови кризи.

Счита се, че при разлики в състава на валутите в резерва и валутите, в които е деноминиран държавния дълг се повишава риска от финансови кризи (Cangoz, Sulla, Wang, Dychala, 2019). Така съвместното управление на валутните активи и пасиви в една държава предполага намаляването на рисковете и възникването на вътрешни кризи, породени от дисбаланса между тях.

Изводи

Безспорно международните валутни резерви са част от провеждането на икономическата политика в една държава. Съобразяването с тяхната структура и ликвидност позволява да се използват рационално, с което да се компенсират разходите по поддържането им.

Когато е налице висок процент на резервите в дадена валута то това позволява на дадена централна банка да въздейства на пазара в желаната от нея посока в подкрепа на местната валута, като така променя валутния курс и за съответната чуждестранна валута. Но при валутен пазар от над 5 трилиона щатски долара среднодневен оборот по данни на Банката за международни разплащания, чрез какъвто и обем от дадена валута да се

осъществява интервенция от централната банка, не може да се въздейства на пазара в средносрочен и дългосрочен план.

Ефектът от подобна интервенция може да се търси единствено в краткосрочен период, и то ако се съпътства от други действия на икономическата и финансова политика в дадена държава. В противен случай, очакваният ефект е моментен на международните пазари, след което пазарните механизми отново възстановяват положението.

Използвани източници

Николова, И.(2018). *Валутният риск в икономиката: теоретични и практико-приложни измерения*, издателство на Нов български университет, ISBN 978-619-233-028-6.

(Nikolova, I. (2018). *Valutniat risk v ikonomikata: teoretichni i praktiko-prilojni izmerenia*, Izdatelstvo na Nov Bulgarski Universitet, ISBN 978-619-233-028-6)

Brussiere, M. and A. Fratzschermay. (2002). *Towards a New Early Warning System of Financial Crises*, Working Paper No. 145, European Central Bank, ISSN 1561-0810.

Cangoz, M., O. Sulla, Ch. Wang and Ch. Dychala. (2019). *A Joint Foreign Currency Risk Management Approach for Sovereign Assets and Liabilities*, Policy Research Working Paper No. 8728, World Bank Treasury, World Bank Group, <http://www.worldbank.org/research>.

Fisher. S. and M. Lie. (2004). *Asset allocation for central banks: optimally combining liquidity, duration, currency and non-government risk*, Risk Management for Central Bank Foreign Reserves, European Central Bank, p. 75.

Green, R. and T. Torgerson. (2007). *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?* US Department of Treasury: Office of International Affairs, Occasional Paper No. 6, <http://rag8.web.rice.edu/TreasuryOccasionalPaperNo6.pdf>.

International Monetary Fund. (2013). *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: guidelines for a data template* – Washington, D.C.: International Monetary Fund, ISBN: 9781484324318 (Web PDF), pp. 12-22.

International Monetary Fund. (2019). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018*, Washington, DC: IMF, ISSN (Online) 2304-0831, pp. 1-8.

International Monetary Fund. (2019a). *IMF Data Access*, <https://data.imf.org/>.

Romero, A. (2005). *Comparative Study: Factors that Affect Foreign Currency Reserves in China and India*, Illinois Wesleyan University, Economics Department, Honors Projects Paper 33, http://digitalcommons.iwu.edu/econ_honproj/33.

Sunner, D. (2017). *Trends in Global Foreign Currency Reserves*, Bulletin, September Quarter 2017, Reserve Bank of Australia, ISSN 1837-721 (Online), <https://www.rba.gov.au/publications/>, pp. 75-76.