

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение  
высшего образования  
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

*На правах рукописи*

Павлова Анастасия Владимировна

УПРАВЛЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНЫМИ  
РЕЗЕРВАМИ В УСЛОВИЯХ  
ТРАНСФОРМАЦИИ МИРОВОЙ  
ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

5.2.5. Мировая экономика

ДИССЕРТАЦИЯ  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Крылова Любовь Вячеславовна,  
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

## Оглавление

|                                                                                                                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Введение.....                                                                                                                                                                             | 4   |
| Глава 1 Современные теоретико-методические основы управления<br>международными резервами .....                                                                                            | 15  |
| 1.1 Особенности и направления трансформации современной мировой<br>валютно-финансовой системы .....                                                                                       | 15  |
| 1.2 Концептуальные подходы к формированию и управлению<br>международными резервами .....                                                                                                  | 29  |
| 1.3 Проблема достаточности международных резервов в современной<br>мировой валютной системе .....                                                                                         | 40  |
| Глава 2 Влияние трансформации мировой валютно-финансовой<br>системы на политику управления международными резервами.....                                                                  | 51  |
| 2.1 Анализ динамики, структуры и распределения международных<br>резервов в мировой валютно-финансовой системе .....                                                                       | 51  |
| 2.2 Анализ факторов, определяющих политику формирования и<br>управления международными резервами в разных странах.....                                                                    | 74  |
| 2.3 Выявление и учет санкционных рисков в политике управления<br>международными резервами Банка России.....                                                                               | 85  |
| Глава 3 Направления трансформации политики управления<br>международными резервами .....                                                                                                   | 97  |
| 3.1 Возможные варианты дальнейшего развития мировой<br>валютно-финансовой системы и их влияние на политику управления<br>международными резервами .....                                   | 97  |
| 3.2 Обоснование направлений изменения структуры международных<br>резервов Российской Федерации с учетом геополитических рисков в<br>существующей мировой валютно-финансовой системе ..... | 105 |
| 3.3 Разработка рекомендаций, направленных на совершенствование<br>управления международными резервами Банка России в условиях<br>санкционных ограничений .....                            | 133 |

|                                                                                                                                                        |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Заключение.....                                                                                                                                        | 143 |
| Список литературы .....                                                                                                                                | 150 |
| Приложение А Классификация Всемирного банка по четырем группам<br>доходов.....                                                                         | 178 |
| Приложение Б Эконометрическое исследование.....                                                                                                        | 180 |
| Приложение В Сравнительный анализ возможных инструментов размещения<br>международных резервов ЦБ РФ с точки зрения<br>влияния различных факторов ..... | 183 |

## Введение

**Актуальность темы исследования.** Трансформация современной мировой валютно-финансовой системы (далее – МВФС) обусловлена как объективными, так и субъективными факторами. Объективные основы ее трансформации связаны с тем, что базовые принципы ее функционирования перестали соответствовать изменившимся условиям, новому соотношению сил в мировой экономике. Тренд в сторону многополярности обусловлен подъемом развивающихся экономик и ослаблением позиций США в силу закона неравномерности экономического и политического развития. Стремление сохранить доминирование в меняющемся мире формирует субъективные условия ее трансформации, вызывает противодействие реформированию МВФС, обострение международных противоречий и геополитических рисков. Все это ведет к усугублению присущих МВФС проблем, противоречий, глобальных дисбалансов, усилению кризисогенности и нестабильности глобальной экономики.

По мере усиления глобализации, увеличения масштабов трансграничного перемещения капиталов, роста взаимозависимости государств роль резервов возрастала. Расширились такие направления их использования, как удовлетворение потребностей в ликвидности, антикризисное финансирование, поддержание суверенной кредитоспособности, макроэкономической стабильности и национальной финансовой безопасности. Однако современная трансформация в направлении многополярности, регионализации и валютного полицентризма сформировала новую парадигму развития глобальной экономики, что не могло не повлиять на международные резервы – важнейший элемент МВФС, влияющий на ее базовые характеристики.

Происходит заметное изменение объемов, структуры, направлений распределения международных резервов. Требуют дополнительного изучения роль золота в современных условиях, а также возможные последствия

введения в денежный оборот цифровых валют центральных банков. Все это определяет необходимость дальнейшего развития концепции управления международными резервами в контексте определения новых приоритетов, целей и задач, подходов к формированию их портфеля и учитываемых рисков. Определение параметров надлежащего размера и состава резервов не только влияет на эффективность политики управления ими, но имеет решающее значение для укрепления глобальной и национальной экономической стабильности, а также для рационального использования имеющихся в стране финансовых ресурсов для ее экономического развития.

В современных реалиях концепция управления резервами претерпевает существенные изменения. Во-первых, изменения в валютной и географической структуре распределения резервов отражают приоритеты геополитических и внешнеэкономических направлений. Во-вторых, политика выбора активов для размещения резервов смещается в пользу инструментов, позволяющих минимизировать риски их блокирования. Геополитическое и торгово-экономическое партнерство становится значимым фактором резервной политики.

В условиях острейшего геополитического кризиса, когда против России ведется гибридная война, в которой блокирование международных резервов играет роль специфического оружия, подрывающего финансовую независимость страны, одним из приоритетных направлений валютной политики Центрального банка Российской Федерации (далее – ЦБ РФ) становится разработка новых подходов к управлению международными валютными резервами. Прецеденты заморозки валютных активов странами-эмитентами резервных валют свидетельствуют о необходимости изменения как понятия резервных активов, так и общей практики международного резервирования. События февраля-марта 2022 г. предельно актуализировали теоретическую, методологическую и практическую значимость развития концепции управления международными резервами, в том числе в контексте

обеспечения национальной безопасности и финансовой независимости государства.

**Степень разработанности темы исследования.** Теоретическую основу исследования международных резервов в мировой валютно-финансовой системе составляют труды ученых разных стран, разрабатывающих положения экономической теории, теории денег и теорий портфельного управления, исследующих закономерности развития мировой экономики и мировых финансов.

Значимость международных резервов в международной и национальных валютных системах, широта функционала этих резервов и роль в обеспечении финансовой устойчивости определили необходимость тщательной проработки специалистами различных аспектов их формирования, управления и использования, поэтому эта проблематика широко представлена в научных работах экономистов, финансистов и других ученых. Исследования проливают свет на роль международных резервов в преодолении экономической неопределенности.

Крупнейший специалист в области международных резервов Барри Эйхенгрин (Barry Eichengreen) в течение многих лет разрабатывает концептуальные вопросы формирования и стратегий управления резервными активами Центральных банков [189].

Факторы, влияющие на накопление и использование международных резервов, эффективность управления резервами, влияние накопления резервов на обменные курсы и денежно-кредитную систему в целом исследовали Кеннен П. (Kennan P.) [193], Ито Х. (Ito H.) [60], Макколи Р. (McCauley R.) [61], Чан Т. (Chan T.) [60]. Эти исследования важны для понимания того, как изменения в экономических условиях и геополитике влияют на принятие управленческих решений в контексте международных резервов и как эти решения отражаются на стабильности глобальной экономики и мировой валютно-финансовой системы. Накопление факторов неустойчивости МВФС актуализировали такие аспекты использования

международных резервов, как защита от финансовой нестабильности, глобальных шоков и резкого оттока капитала Джошуа Айзенман (Joshua Aizenman) [177], Инь-Вонг Чунг (Yin-Wong Cheung) [177]. Оценивая детерминанты, связанные с международными резервами, управляющие могут проводить политику, которая защищает экономику стран от внешних потрясений и финансовых кризисов.

Вопросы управления международными резервами, анализ закономерностей изменений резервов центральных банков также исследовали Клаудио Борио (Claudio Borio) [185], Яннеке Эббесен (Janneke Ebbesen) [184], Габриэле Галати (Gabriele Galati) [186], Александра Хит (Alexandra Heath) [186], Махлуп (Machlup) [197], Кенен П. (Kenen P.) [193] и Юдин (Yudin) [193].

Е.Ю. Винокуров, М.В. Гричик и другие российские специалисты изучали неортодоксальные подходы к управлению международными резервами [148].

Значительное внимание в современной экономической литературе уделяется проблеме достаточности и оптимального уровня международных резервов. Это направление разрабатывали Хеллер Х. (Heller H.) [192], Альфаро Л. (Alfaro L.) [179], Бен-Бассет А. (Ben-Bassat A.) [24], Гвидотти П. (Guidotti P.) [191], Готтлиб Д. (Gottlieb D.) [182], Гринспен А. (Greenspan A.) [2], Итон Дж. (Eaton J.) [188], Кальво Ж. (Calvo G.) [187], Редди У. (Reddy U.) [200], Родрик Д. (Rodrik D.) [66], Френкель Дж. (Frenkel J.) [190] и другие. Отмечается, что проблема достаточности резервов не решена и требует дополнительных исследований.

Большой вклад в развитие концепции международных резервов и теории управления резервными портфелями внесли ученые – представители научной школы Финансового университета: В.В. Антропов [143], Г.А. Бунич [147], И.А. Балюк [145], Е.А. Звонова [152], Л.В. Крылова [157], А.В. Кузнецов [163], В.Я. Пищик [173], А.В. Навой [165]. и другие.

В.Я. Пищик [173] и Л.В. Крылова [155] занимались вопросами

оптимизации структуры международных резервов. А.В. Кузнецов изучал роль международных резервов в формировании глобальных дисбалансов и асимметрии МВФС [162]. Е.А. Звонова исследовала международные резервы в контексте национальной безопасности [152].

События 2022 г. актуализировали проблематику международных резервов не только для российских, но и для зарубежных ученых. Несмотря на наличие значительного массива исследований на эту тему, радикальное изменение геополитического и глобального макроэкономического ландшафта сформировало новую реальность, в которой концепция международных резервов требует научно-теоретического переосмысления, а практика управления ими – коренной трансформации.

**Целью исследования** является решение научной задачи теоретического обоснования новых подходов к управлению международными резервами с учетом формирования многополярной мировой валютно-финансовой системы в условиях геополитической напряженности и реализации санкционных рисков, а также разработка практических рекомендаций по управлению международными резервами Банка России.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих научных задач:

1) Систематизировать и обобщить концептуальные аспекты международных резервов, их функционал и достаточность, проанализировать взаимосвязь трансформации мировой валютно-финансовой системы и подходов к управлению международными резервами в политике центральных банков.

2) Исследовать процессы формирования и распределения международных резервов в глобальной экономике с учетом особенностей современной МВФС, специфики различных групп стран и дать количественную и качественную оценку влияния различных макроэкономических показателей на структуру и динамику международных резервов.

3) Рассмотреть возможные варианты и выбрать наиболее вероятный сценарий трансформации мировой валютно-финансовой системы для оценки его влияния на политику управления международными резервами.

4) Разработать систему критериев отбора резервных активов, учитывающих геополитические риски в существующей мировой валютно-финансовой системе.

5) Разработать рекомендации по формированию портфеля международных резервов Банка России и управлению им в условиях существующей мировой валютно-финансовой системы с учетом санкционных ограничений и геополитических рисков.

**Объектом исследования** являются международные резервы центральных банков.

**Предметом исследования** является совокупность экономических отношений по формированию международных резервов с учетом направлений трансформации мировой валютно-финансовой системы и санкционных рисков.

**Область исследования** соответствует п. 15 «Валютные курсы. Мировая валютная система. Международные валютные рынки» и п. 16. «Мировая финансовая архитектура. Международные валютно-финансовые организации и их роль в регулировании мировой экономики» Паспорта научной специальности 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки).

**Методология и методы исследования.** Методологической основой диссертации послужили принципы системного анализа с использованием в его рамках структурно-функционального подхода, формальной логики, единства анализа и синтеза, логического и исторического, восхождения от абстрактного к конкретному.

В процессе исследования использовались также методы моделирования, сравнения и аналогий, исторический (непараметрический) метод, который состоит в моделировании поведения факторов риска в будущем на основе модели, воспроизводящей их поведение в прошлом. Также применен

аналитический (параметрический) метод, основанный на использовании параметров заданного (выбранного заранее) закона распределения финансового актива.

**Информационной базой исследования** явились труды отечественных и зарубежных ученых, монографии, статьи, аналитические, статистические и иные научные публикации по вопросам формирования и управления международными резервами центральных банков, доклады, отчёты, научные исследования, проведенные специалистами Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Европейского центрального банка, Банка России, и управляющих международными резервами других стран, статистические материалы и официальные сайты международных организаций, центральных банков, научно-исследовательских и иных профильных институтов.

Для сбора, анализа и обработки статистической информации был разработан специальный программный комплекс на языках R и Python.

**Научная новизна** исследования состоит в обосновании с использованием методов эконометрического анализа новых подходов к формированию портфеля резервных активов с учетом направлений трансформации мировой валютно-финансовой системы и в разработке практических рекомендаций по оптимизации структуры резервного портфеля Банка России с учетом санкционных ограничений и геополитических рисков.

#### **Положения, выносимые на защиту:**

1) Расширена трактовка достаточности международных резервов путем введения понятия их *функциональной адекватности*, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой регулятор и которые обусловлены спецификой внешнеэкономических связей, структуры экономики и финансового сектора, степенью их развития в данной стране (С. 42–43).

2) На основе анализа динамики и структуры международных резервов на глобальном уровне и по группам стран с использованием методов

эконометрического анализа показана взаимосвязь макроэкономических показателей различных групп стран, направлений международного использования валют и валютной структуры их международных резервов, что позволило выявить влияние изменения соотношения сил на распределение совокупных резервов (С. 54–56). Если ранее авторы особое внимание уделяли изучению параметров международных резервов группы стран с низкими доходами, то в нашем исследовании на основе более широкого подхода показано влияние макроэкономических показателей стран, сгруппированных по уровню дохода на душу населения, на параметры их международных резервов в контексте приоритетных направлений их использования (С. 74–77). С помощью методов корреляционно-регрессионного анализа выявлена слабая статистически значимая прямая зависимость объема международных резервов и долей экспорта и импорта в ВВП (С. 82–83).

3) Обоснован подход к управлению международными резервами Российской Федерации для наиболее вероятного сценария: фрагментации мировой валютно-финансовой системы на геополитические блоки. Фрагментация определила разные подходы стран Западного и Восточного блоков при формировании международных резервов: страны Западного блока сохраняют традиционные принципы формирования резервных портфелей, а страны Восточного блока будут активно замещать традиционные резервные валюты, прежде всего, доллар США, увеличивая золотую составляющую международных резервов и расширяя использование альтернативных валют, отражая изменение валютной структуры своих международных расчетов (С. 102–104). Снижение доверия к основным резервным валютам обуславливает большую диверсификацию валютного портфеля и, что важнее, диверсификацию в направлении новых классов резервных активов (С. 95–96).

4) Разработана система критериев для отбора резервных активов Банка России с учётом геополитических и санкционных рисков, включающая, помимо известных параметров ликвидности, доходности и рискованности,

такие характеристики резервных активов, как геополитическая позиция страны – эмитента валюты, степень воздействия финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки, потенциал цифровизации резервного актива (С. 135–139). Доказано, что в существующих геополитических условиях неизбежно *снижение инвестиционных качеств резервных активов*, причем не только для подсанкционных государств, вследствие усиления рисков размещения резервов как в традиционные резервные валюты (из-за возможности блокировок и снижения суверенных рейтингов вследствие усугубления внутренних проблем соответствующих стран), так и в альтернативные активы (из-за более низких параметров надежности и ликвидности) (С. 117–119; С. 138).

5) На основе параметрического и непараметрического методов и построения эконометрических моделей с применением предложенных критериев разработаны рекомендации по совершенствованию структуры резервных активов Банка России и политики управления международными резервами, которые обеспечивают необходимые направления их использования с учетом санкционных ограничений (С. 140–142).

**Теоретическая значимость работы** определяется развитием концептуальных подходов к формированию и управлению международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы с учетом геополитических рисков, стратегических приоритетов и иных факторов, определяющих политику управления международными резервами в различных группах стран; обоснованием необходимости расширения номенклатуры резервных активов и разработкой критериев для их отбора.

**Практическая значимость работы.** Сформулированные в исследовании положения способствуют дальнейшему развитию практики управления международными резервами центральных банков. Результаты проведенного исследования могут быть использованы в деятельности Центрального банка Российской Федерации, а также других органов денежно-кредитного регулирования при разработке подходов к управлению

международными резервами в условиях формирования многополярной мировой валютно-финансовой системы, усиления геополитических рисков и угрозы санкционных ограничений.

Сформулированные в работе положения и рекомендации позволят шире применять альтернативные нетрадиционные резервные валюты и другие резервные активы.

Материалы и результаты исследования могут применяться в программах высшего и послевузовского профессионального образования в рамках образовательных программ по направлению «Экономика».

**Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования.** Достоверность положений, выводов и рекомендаций исследования обеспечивается использованием репрезентативных исходных данных, методов научного исследования, адекватных целям и задачам диссертации, и подтверждается их апробацией в установленном порядке.

Основные результаты исследования представлены на четырех научных конференциях: на VI Ежегодной международной научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 10 декабря 2021г.); на VII Ежегодной международной научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 8 декабря 2022 г.); на Международной научно-практической конференции «Международные научные студенческие чтения – 2023» (г. Петрозаводск, МЦНП «НОВАЯ НАУКА», 18 апреля 2023 г.); на VIII Международной научно-практической конференции «Экономика, право, общество сегодня: оценки, проблемы, пути решения» (г. Петрозаводск, МЦНП «НОВАЯ НАУКА» 25 сентября 2023 г.).

Материалы диссертации, в частности методика оценки основных и альтернативных валют для включения в портфели валютных активов позволяет снизить последствия внешних ограничений, а предлагаемая валютная структура портфеля адаптирована к текущим условиям и

используется в практической деятельности «Газпромбанка» (Акционерное общество).

Материалы диссертации используются Кафедрой мировой экономики и мировых финансов Факультета международных экономических отношений Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Валютное регулирование и валютный контроль: зарубежный опыт и практика».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

**Публикации.** Основные положения, выводы и рекомендации диссертационного исследования опубликованы в одиннадцати научных статьях общим объемом 6,51 п.л. (авторский объем – 6,46 п.л.), в том числе шесть работ авторским объемом 4,4 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 202 наименования. Текст диссертации изложен на 184 страницах, содержит 37 рисунков и 19 таблиц.

## Глава 1

# Современные теоретико-методические основы управления международными резервами

### 1.1 Особенности и направления трансформации современной мировой валютно-финансовой системы

Под мировой валютно-финансовой системой (далее – МВФС) понимается исторически сложившаяся и формализованная межгосударственными соглашениями форма организации международных денежных отношений. Основными характеристиками данной системы являются международная ликвидность, режим валютного курса; международные валютно-финансовые организации, международные соглашения [124]. Данная трактовка находится в контексте российской теории международных валютно-финансовых отношений. Так, Л.Н. Красавина определяет мировую валютную систему (далее – МВС) как форму организации международных валютных отношений, закрепленную межгосударственными соглашениями [6].

Характеризуя МВФС, К. Пилбим акцентирует институциональный подход: «Распространено определение мировой валютной системы как набора условий, правил, процедур, институтов, которые управляют осуществлением финансовых отношений между нациями» [199]. Эммануэль Фархи и Маттео Маджори рассматривают МВФС как совокупность трех элементов: резервные активы; режим обменного курса; международные валютные институты [44]. При этом стоит отметить, что аббревиатуры МВС и МВФС часто используются в научной литературе как синонимы.

По своим классификационным признакам валютная система может быть национальная, региональная и международная. Их совокупность формирует мировую или глобальную валютную систему. МВФ не статична и не стабильна. В.В. Антропов в своих трудах отмечает, что её трансформация

происходит под воздействием мировой политики и экономики, находящихся в последние годы в фазе «турбулентности» [143]. Для характеристики МВФС принципиальное значение имеют инструмент, выполняющий функции мировых денег, режимы валютных курсов, порядок формирования, поступления в МВФС и перераспределения в ней международной валютной ликвидности.

В современной МВФС функции мировых денег выполняет национальная фиатная валюта, не связанная с золотом и не имеющая обеспечения. Это система плавающих валютных курсов и нерегулируемого перемещения капиталов между странами.

Современная концепция формирования и перераспределения глобальной ликвидности выделяет официальный и частный ее компоненты.

Частный компонент глобальной ликвидности является преобладающим, он создается коммерческими банками в результате их кредитной активности и деятельности на финансовых рынках. Перераспределение этой части ликвидности также происходит по каналам финансовых рынков. Однако кредитная активность банков зависит от глобальной конъюнктуры, в кризисные периоды объемы кредитования сокращаются. Снижаются и масштабы действия банковского депозитно-кредитного мультипликатора, что может привести к дефициту ликвидности. Частный канал формирования глобальной ликвидности является проциклическим.

Официальный компонент глобальной ликвидности представляет собой «финансирование, безусловно доступное для урегулирования претензий через органы денежно-кредитного регулирования» [30]. Его создают только эмиссионные центральные банки, в частности в рамках своих антикризисных своп-линий для центральных банков стран-партнеров, а перераспределение создаваемой ликвидности происходит через программы Международного валютного фонда (далее – МВФ) и международные резервы. Примером такого перераспределения является антикризисное кредитование стран МВФ.

Официальный канал поступления международной валютной ликвидности является компенсационным, контрциклическим, он призван восполнять дефицит ликвидности в кризисные периоды.

В этом финансовом механизме важнейшую роль играют международные резервы, которые являются связующим звеном между официальным и частным компонентами глобальной ликвидности. Дополнительные объемы ликвидности, создаваемые центральными банками в условиях кризиса, поступают в международные резервы разных стран посредством своп-линий, а оттуда – на финансовые рынки в рамках валютных интервенций [11].

Таким образом, современная концепция глобальной ликвидности отражает существующие в денежной теории представления об эмиссионных механизмах создания резервных денег центральными банками и депозитных денег – коммерческими банками. Основными факторами формирования глобальной валютной ликвидности являются международная банковская деятельность и развитие международных финансовых рынков, а каналами перераспределения – операции рынка евровалют, кредитные программы МВФ и своп-линии центральных банков [157].

Современная валютная система характеризуется общей неустойчивостью и противоречивостью, находящей выражение в дилемме Триффина, накоплении глобальных дисбалансов, неэквивалентном обмене стоимостей и неравным доступе стран к международной ликвидности.

Процессы глобализации послужили не только положительным фактором, интегрирующим страны в мировую экономику, но и отрицательным, поскольку обусловили асимметрии в движении капитала.

С другой стороны, развивающиеся страны реализуют экспортную стратегию. Для поддержания конкурентоспособности своего экспорта развивающиеся страны вынуждены поддерживать заниженный курс национальной валюты, для чего им необходимы международные резервы.

Неравномерное накопление международных резервов является ключевой характеристикой современной МВФС. Развивающиеся страны более склонны к накоплению резервов, значительная часть которых номинирована в долларах США.

Асимметрия накопления международных резервов имеет важное значение для мировой экономики, что детерминирует актуальность теоретического изучения роли международных резервов в МВФС, механизмов и каналов их воздействия на мировые финансы.

Ключевым вопросом в функционировании МВС стали глобальные дисбалансы, которые приводят к ее расшатыванию.

Существуют различные формы глобальных дисбалансов. Первая и основная форма глобальных дисбалансов – дисбаланс сбережений и потребления. Данный дисбаланс образовывается вследствие того, что одна группа стран имеет дефицит платежного баланса (США, Франция, Великобритания, Индия), в то время как у других странах – устойчивый профицит (Китай, Корея, Россия, Саудовская Аравия, Иран) [3]. Торговый дисбаланс в странах с торговым профицитом ведет к накоплению финансовых активов, а дефицит – к образованию финансовых обязательств. Прослеживается связь между инвестициями и сбережениями. При закрытой экономике национальные инвестиции всегда равны национальным сбережениям. Так как страны и их рынки интегрированы в мировую экономику уравнение приобретает вид, как показано в формуле (1)

$$NSI = CAB, \quad (1)$$

где NSI – национальные инвестиции;

CAB – сальдо счета текущих операций национального платежного баланса.

Когда внутренние инвестиции меньше национальных сбережений, неиспользуемый капитал инвестируется в другие страны.

В результате в МВФС сформировалось два полюса:

– полюс сбережений – страны, у которых национальные сбережения преобладают над национальными инвестициями;

– полюс потребления – страны, где национальные инвестиции преобладают над сбережениями.

Подобный дисбаланс формируют масштабные межстрановые потоки капитала. Одной из форм проявления данного дисбаланса является размещение сбережений развивающихся стран в резервные валюты развитых государств при формировании международных резервов. Затем эти валютные резервы Центробанки инвестируют в высоколиквидные, но низкодоходные финансовые инструменты развитых стран с требуемыми для резервов параметрами. Такими характеристиками обладают государственные ценные бумаги стран–эмитентов резервных валют, к примеру казначейские облигации США.

Развивающимся странам требуются значительные по объему валютные резервы вследствие экспортной ориентации экономики, неустойчивости их валютных систем и курсов национальных валют. В условиях благоприятной мировой конъюнктуры растет спрос на сырье и энергоносители, поставляемые на мировые рынки развивающимися странами. В этих условиях валюты развивающихся стран имеют тенденцию к укреплению, что снижает конкурентоспособность экспортных товаров. Валютные регуляторы проводят валютные интервенции, направленные на сдерживание роста национальных валют. В результате увеличиваются валютные резервы развивающихся стран. При ухудшении экономической конъюнктуры из этих стран начинается отток капиталов, и валюты девальвируются, что опять требует вмешательства национальных монетарных регуляторов. Поэтому развивающимся странам экспортной ориентации необходимы значительные и ликвидные валютные резервы для стабилизации курсов национальных валют.

Институциональным органом, который оказывает содействие в урегулировании платежных балансов, является МВФ, который предоставляет финансовые ресурсы при их дефиците для балансировки платежного баланса.

Формирование глобального дисбаланса сбережений и потребления (инвестирования) подрывает стабильность и создает системный риск в функционировании МВФС. Вложение резервов в казначейские облигации США формирует задолженность США; инвесторы могут прекратить финансирование дефицита платежного баланса США и других развитых стран [3].

Второй вид глобальных дисбалансов связан с внешним финансированием. Глобальный дисбаланс распределил страны на два полюса – страны нетто-должники и страны нетто-кредиторы; он напрямую связан с дисбалансом сбережений и потребления.

Теоретически эффективное использование привлеченного иностранного капитала помогает улучшить национальное производство. Однако, как правило, развитые страны переносят в развивающиеся только отдельные элементы производства, а не все целиком, для того чтобы минимизировать налоговое бремя, использовать низкую стоимость рабочей силы, что в итоге удешевляет конечную стоимость их товаров.

На развивающиеся экономики приходится около 2/3 глобальных международных резервов. Необходимо учитывать высокую степень неустойчивости мировой экономики и мировых финансов, кризисогенность МВФС, развивающиеся страны стремились обеспечить себе страховки в рамках международных резервов, национальных стабилизационных фондов либо в виде региональных пулов валютных резервов. В то же время это не означает валютной самостоятельности.

Эксперты признают, что, «несмотря на утрату прежних позиций», американский доллар остается основной валютой внешнеторговых расчетов и финансовых рынков [167]. Как следствие, по каналам международного резервирования активы большинства государств в разной степени подчинены управляющему центру МВФС, не имея при этом потенциала продуктивного размещения. Трансформация сбережений в финансовый капитал через

резервные валюты консервирует глобальные дисбалансы, усиливает риски глубокого кризиса однополярной валютной системы.

МВФС базируется на доминировании доллара США. Укрепление позиций доллара как мировой валюты в 1930-х годах изменило баланс сил в международных финансах и мировой экономике. США завоевали доминирующее положение; очевидным следствием этого процесса стало продвижение доллара на роль основной мировой валюты [171]. Доллар стал выполнять основные функции мировых денег: средства накопления, меры стоимости, средства платежа. Федеральная резервная система является важнейшим поставщиком ликвидности на мировом финансовом рынке. Тот факт, что на частном и государственном уровнях большая часть резервов размещается в долларах США, дает США значительное влияние на мировую экономику и финансы.

Доллар США стал наиболее торгуемой валютой (на мировом валютном рынке его доля составляет 88,5%) и наиболее используемой валютой для выставления торговых счетов.

После мирового финансового кризиса 2007–2010 годов доминирование доллара США вновь стало предметом острых дебатов. Динамичный рост экономики Китая стал причиной наращивания национальными центральными банками китайского юаня. В 2021 г., по оценке МВФ, центральные банки владели юанями в составе резервов примерно на 319 млрд долл. США. Это составляет 2,5% всех глобальных совокупных валютных резервов и не сопоставимо с долларами или евро, хотя юань и входит в пятерку мировых резервных валют [98]. После одобрения МВФ в 2016 г. он быстро наращивал потенциал, достигнув в начале 2022 г. четвертого места на рынке международных платежей (в 2010 г. – 35-е место).

Особенно значим юань в Азии, в торговле с Австралией и Японией, которые в сделках с Китаем уже не используют доллар США. Китайские авторы, анализируя перспективы юаня, принимают во внимание рост его интернационализации, международного влияния, роли в международной

торговле и отмечают, что интернационализация юаня содействует стабилизации его валютного курса, минимизации валютных рисков и рисков бегства капитала, а также улучшению динамики глобальной торговли [176].

Ослабление роли доллара США в международной валютной системе стало предметом многих исследований. В работах Эйхенгрин Б. (Eichengreen, B.), Фландро М. (Flandreau, M.) обращалось внимание на преходящий характер его доминирования в исторической ретроспективе, учитывая историю и результат предшествующего длительного доминирования фунта стерлингов Соединенного Королевства [189].

Также специалисты, как Хиро Ито и Роберт Н. Макколи, в своем исследовании [59] отмечают, что международный ландшафт выглядит иначе, когда анализ проводится в разрезе ключевых валют. Их тезис о доминировании доллара США основывается не на размерах экономики США, а на размерах долларовой зоны.

Новые развивающиеся экономики стараются сформировать новую мультивалютную систему, которая могла бы соответствовать современным вызовам. Лидерами в данном процессе выступают такие страны, как Китай, Россия, Иран, Индия, Бразилия и иные, которые суммарно производят ВВП объемом свыше 15 трлн долл США. В целях снижения финансовых и геополитических рисков наблюдается стремление заменить доллар США на другие валюты в международных расчетах и резервах, заключаются межправительственные соглашения и запускаются транзакции в национальных валютах. Эти процессы отражают кардинальные изменения в МВФС, имманентным элементом которой являются международные резервы [4].

События и тенденции последнего времени, такие как международные санкции, замораживание международных резервов, усиление роли юаня, появление цифровых валют, обострили дискуссию относительно возможных сценариев трансформации глобальной валютной системы и ее дедолларизации.

Существует несколько причин, которые могут привести к дедолларизации и соответствующей трансформации МВФС. Важнейшая из них – укрепление развивающихся стран в мировой экономике пересмотр соотношения сил в мировой экономике. Влияние США ослабевает, а угроза санкций или торговых барьеров стимулирует страны уменьшать свою зависимость от доллара США. Народный Банк Китая и Центральный Банк Бразилии 8 февраля 2023 г. заключили соглашение о проведении финансовых и торговых операций напрямую, обменивая юани на реалы и наоборот без использования доллара США [31]. Китайская национальная нефтяная компания CNOOC и французская TotalEnergies завершила первую в Китае торговлю сжиженным природным газом (далее – СПГ) с расчетами в юанях через Шанхайскую биржу нефти и природного газа [32].

Сказывается и усиление валют других стран на мировых рынках. В целом дедолларизация может оказать значительное влияние на МВФС и на международные резервы. Центральные банки стремятся к диверсификации международных резервов. Подчеркнем, что данная динамика является следствием более общих изменений МВФС.

Трансформация превосходства в мировой экономике, нарастание геополитической напряженности и кризисогенности мировых финансов нашли выражение в укреплении тренда к многополярности.

Многополярность, будучи предметом анализа в рамках различных наук, требует комплексного понимания и рассматривается с позиции политических и геополитических теорий, неореализма, цивилизационного (глобального) и регионального подходов, а также современного либерализма [174]. Многополярность была понятием геополитики и международных отношений и понималась как сосуществование нескольких так называемых великих держав [184]. Ранее во внешнеполитическом дискурсе это была *политика мирного сосуществования*, концепция которой была направлена, с одной стороны, на раздел мира на зоны влияния, с другой – на предотвращение масштабной, уничтожительной для мира в целом войны. В этом смысле

многополярность считалась стабилизирующим, сдерживающим фактором, формируя более устойчивую международную среду, где работал механизм сдержек и противовесов, элементы которого состоят в антагонизме и системной неопределенности, отсутствии «резких движений» [196].

Необходимо отметить, что 2020-е годы начались в условиях «формирования агрессивной многополярности», при которой отдельные регионы находились в ситуации «войны мирного времени» (peacetime war) [63].

Как определить моно или многополярность? По оценке Е.Д. Мансфилд, однополярность может быть констатирована, если государство контролирует половину или более «мировой мощи». Предлагая категорию «плюралистической однополярности», А.Д. Богатуров оценивает долю одного государства-лидера в 45–50% совокупного богатства, тогда как его ближайший «конкурент» – до 25% совокупного богатства. Рассматривая приведенные выше пропорции, двухполярной системой следует признать, вероятно, ту, в которой лидеры контролируют по 25% и более глобальной экономики [146].

В рамках цивилизационного анализа диалог культур нарушается при доминировании «исключительно западной цивилизационной модели». В современных условиях налицо конфликт моно- и многоцивилизационной моделей, что, по оценке А.Н. Данилова, отражает базовое противоречие современной эпохи, когда идёт борьба за глобальное доминирование одной цивилизации [149].

Следует учитывать, что модель многополярного мирового порядка развивается и аргументируется в основном в российском внешнеполитическом дискурсе. Общая концепция такого мира была изложена в 2007 г. в выступлении Президента Российской Федерации В.В. Путина в Мюнхене. Констатируя несостоятельность «предлагавшегося после «холодной войны» однополярного мира», Президент России определил его (включая и «периоды однополярного состояния и стремления к мировому

господству»), как «один центр власти, один центр силы, один центр принятия решения... мир одного хозяина, одного суверена», что «в конечном итоге губительно не только для всех, кто находится в рамках этой системы, но и для самого суверена, потому что разрушает его изнутри». Президент России В.В. Путин отметил, что такой мир «не имеет ничего общего, конечно, с демократией», которая есть «власть большинства при учете интересов и мнений меньшинства» [132]. И затем развита применительно к текущей ситуации. Президент России назвал однополярный мир иллюзией, уже не существующим, тогда как многополярный – «производным от экономического развития стран».

Стоит отметить, что существует политика сдерживания многополярности. Основной ее целью является выигрыш времени, для того чтобы повлиять на сопротивляющиеся страны и подчинить их западной политике, чтобы далее международные отношения и мировая экономика развивалась в парадигме западной цивилизации.

Принимая во внимание, что «коллективный Запад» фактически не признает многополярности, отметим позицию О.А. Алексеевой-Карневали, состоящую в том, что мир не многополярен, биполярен или однополярен. Она указывает, что «на все пространство международной системы не хватает многополярности». В связи с чем автор отказывает ей в существовании в качестве модели текущего или будущего мирового устройства [131].

В целом, опираясь на исторически сложившиеся представления о балансе сил «великих держав», современная многополярность предполагает суверенитет и право государств отстаивать свои законные интересы, формировать региональные экономические и валютные зоны, торговать в любой валюте, заключать экономические и финансовые соглашения, сотрудничать. Многополярность исключает диктат и принуждение, применение для этого любых инструментов (включая санкции) к «инакомыслящим» государствам [162, с. 76]. Также многополярность предполагает активную экономическую и финансовую регионализацию [198].

Несмотря на то, что тренд к многополярности обусловлен объективными процессами и субъективным стремлением стран защитить свои законные интересы, следует подойти критически к рассмотрению различных аспектов данной трансформации и выявить связанные с ней риски. Возросшая экономическая и политическая нестабильность, торговые и финансовые дисбалансы, валютные манипуляции, геополитическая напряженность и усиление неравенства создают серьезные проблемы для мировой экономики.

В этих условиях нарастают процессы регионализации, создания валютных объединений, союзов и формируется валютный полицентризм [5].

Перспективы формирования валютного полицентризма в рамках многополярной международной валютной системы рассматривался в основном через потенциальные расширения использования национальных валют в международных расчетах. Так, И.А. Балюк делает акцент на валюты «развивающихся стран», которые переживают (или способны к этому) процесс интернационализации, роста конкурентоспособности.

Эксперты и исследователи приходят к единому выводу о «целесообразности формирования региональных и межгосударственных валютных объединений», которые могли бы работать вне действующего сегодня «глобального доллароцентричного контура» на базе «полноценного комплекса альтернативных международных институтов и элементов финансовой инфраструктуры» [157]. Однако эти элементы и институты не созданы и перспективы их создания, в силу текущей ситуации, представляются неопределенными [99].

В данном контексте необходимо отметить, что, опираясь на свой экономический рост и значимость в мировой экономике, страны БРИКС – Бразилия, Россия, Индия, Китай и ЮАР – становятся движущей силой многополярности и валютного полицентризма. Активные действия государств БРИКС направлены на увеличение масштабов использования их национальных валют в международных расчетах и на мировом валютном рынке. Постепенно растут обороты китайского юаня, индийской рупии,

мексиканского песо, южноафриканского рэнда и турецкой лиры, как показано в таблице 1.1.

Таблица 1.1 – Доля отдельных валют в средненежных оборотах на мировом валютном рынке в 2013–2022 годах

| Страны               | В процентах |         |         |         |
|----------------------|-------------|---------|---------|---------|
|                      | 2013 г.     | 2016 г. | 2019 г. | 2022 г. |
| Китайский юань       | 2,20        | 4,00    | 4,30    | 7,00    |
| Индийская рупия      | 1,00        | 1,10    | 1,70    | 1,60    |
| Бразильский реал     | 1,10        | 1,00    | 1,10    | 0,90    |
| Российский рубль     | 1,60        | 1,10    | 1,10    | 0,20    |
| Мексиканское песо    | 1,16        | 1,55    | 1,73    | 3,38    |
| Южноафриканский рэнд | 1,31        | 1,04    | 1,26    | 1,49    |
| Турецкая лира        | 0,05        | 0,16    | 0,22    | 1,76    |

Источник: составлено автором по материалам [80].

В перечне региональных валютных проектов заслуживает внимания опыт функционирования Единой валютной зоны (далее – СМА) – валютно-экономического союза, объединяющего ЮАР, Лесото и Свазиленд, а также Сообщество развития Юга Африки (SADC) – торгово-экономического союза 14 африканских стран, который в перспективе может стать валютным союзом. Рост трансграничного оборота торговли предопределяет необходимость использования национальных валют, для снижения транзакционных издержек и укрепления региональной финансовой системы. Тренд развития МВФС в направлении регионализации и валютного полицентризма обусловлен не только желанием противодействовать давлению группы «великих держав», но также стремлением суверенных государств свободно пользоваться финансовыми инструментами, накапливать и инвестировать резервы, не опасаясь их превращения в гибридное оружие.

Важнейшим направлением трансформации МВФС является ее цифровизация и появление частных и государственных цифровых валют. Банк международных расчетов (далее – БМР) провел масштабное исследование, показавшее, что и развитые, и развивающиеся страны активно изучают

возможности создания собственных национальных цифровых валют.

Цифровая валюта центрального банка (далее – ЦВЦБ) представляет собой третью форму денег, эмитированную центральным банком с номинацией в национальной валюте. ЦВЦБ находится под контролем финансовых регуляторов и правительств соответствующих стран. К 2022 г. уже в четырех государствах реализованы национальные проекты ЦВЦБ: в 2019 г. в КНР запущен e-CNY, в 2020 г. на Багамах – Sand Dollar, в Нигерии в 2021 г. eNaira и в том же году DCash в Восточно – Карибском валютном союзе. Центральный банк России также разработал и тестирует национальный проект цифрового рубля.

Использование ЦВЦБ, которое может инициировать значительная группа стран, разблокирует, по мнению Марка Карни, накопленные долларовые средства и вызовет мощные финансово-экономические потрясения в США вследствие изменения обменного курса в международной торговле со странами мирового сообщества [62]. Введение в денежный и платежный оборот ЦВЦБ способно ослабить гегемонию США и снизить возможности санкционного воздействия на международные платёжные системы и финансовые активы других стран с целью их блокировки.

Еще одним направлением цифровизации валютно-финансовой сферы является быстрое распространение криптовалют. Капитализация рынка криптовалют достигла пикового значения 3 трлн долл. США в IV кв. 2021 г. [103]. В мире свыше 200 млн человек взаимодействует с различными видами криптовалют, и к 2025 г. прогнозируется 1 млрд владельцев электронных кошельков [103]. В июне 2021 г. биткойну был придан официальный статус национального платежного средства в государстве Сальвадор (наравне с долларом США), и его обязаны принимать к расчету все организации этой страны в рамках оплаты товаров, услуг и налогов.

Исходя из этого, новые технологические решения и прогресс в сфере развития цифровой финансовой архитектуры вокруг цифровых валют уже сегодня оказывают воздействие на национальные денежные системы,

обусловив цифровую трансформацию и дальнейшее изменение расстановки сил в МВФС. На позиции валют в МВФС начинают влиять новые факторы. Наряду с конкуренцией между национальными фиатными валютами наблюдается также соперничество между криптовалютами и ЦВЦБ, а в перспективе – между цифровыми и фиатными валютами. Эти аспекты трансформации МВФС необходимо учитывать при развитии концепции управления международными резервами.

Дисфункциональность современной МВФС, наличие в ней глобальных дисбалансов, системных диспропорций, неконтролируемых трансграничных потоков капитала определили объективную необходимость ее кардинального реформирования. Однако противодействие доминирующего государства и его геополитических союзников не дает возможности прийти к соглашению, которое учитывало бы позиции всех заинтересованных сторон. В этих условиях объективные потребности в изменениях получили форму эволюционной трансформации МВФС в направлении многополярности, регионализации и валютного полицентризма под воздействием коллективных усилий стран, представляющих новые центры экономического развития. Новым драйвером трансформации МВФС является цифровизация денежной сферы, появление и распространение цифровых валют.

Признаком системных трансформаций является также смещение акцентов на стабилизирующие, сдерживающие противостояние факторы, стремление к формированию устойчивой международной среды с работающим механизмом сдержек и противовесов.

## **1.2 Концептуальные подходы к формированию и управлению международными резервами**

Действующая концепция формирования международных резервов сформулирована в основополагающем документе МВФ «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте. Форма представления данных:

руководящие принципы» (Guidelines for a data template. «International reserves and foreign currency liquidity») [134]. Данный документ характеризует основные виды резервных активов и порядок раскрытия данных о них.

Официальные валютные резервы часто приравниваются к официальным резервным активам, однако эти термины не являются синонимами [10]. Поскольку официальные валютные резервы составляют только часть официальных резервных активов, в которые наряду с валютными резервами входят такие активы как: монетарное золото, резервная позиция в МВФ, СДР. Ранее, международные резервы назывались официальными золотовалютными резервами. Согласно определению МВФ, официальные резервные активы – это иностранные резервные активы, которые легко доступны и контролируются денежно-кредитными властями страны и используются для финансирования дефицита платежного баланса в рамках валютных интервенций, влияющих на обменный курс национальной валюты, и в других связанных целях, таких как поддержание авторитета и доверия к валюте и внутренней экономике, а также в качестве инструмента оплаты международных обязательств [134]. Из этого можно заключить, что международные резервы страны должны:

- активами Центрального банка, то есть требованиями к нерезидентам;
- контролироваться Центральным банком и быть легко доступны;
- являться финансовыми активами достаточной ликвидности.

В основном золотовалютные резервы формируются для решения целого ряда задач, в том числе для:

- поддержания доверия к денежно-кредитной политике и управления обменными курсами, включая возможность проведения интервенций в поддержку национальной валюты;
- защита от внешних потрясений путем создания запаса ликвидности в иностранной валюте для смягчения потрясений во время экономических кризисов или, когда доступ к займам ограничен;

- обеспечения уверенности рынков в том, что страна может выполнить свои внешние обязательства;
- поддержки национальной валюты внешними активами;
- помощи правительству в удовлетворении его потребностей в иностранной валюте по внешним долговым обязательствам;
- поддержания резерва на случай национальных бедствий или чрезвычайных ситуаций.

Возможность того, чтобы иностранные резервы были «легко доступны для финансирования дисбалансов платежей», также важна, что означает, что резервы должны быть номинированы в конвертируемых иностранных валютах и обладать высокой ликвидностью. Таким образом, принимая во внимание вышеизложенное, международные резервы включают валютные активы только в широко используемых и конвертируемых валютах.

Валютная структура краткосрочного внешнего долга страны может оказать воздействие на валютную структуру международных резервов. Если резервы рассматриваются главным образом как обеспечение страховой функции от потери доступа к необходимым иностранным товарам и услугам, валютный состав деноминации странового импорта будет оказывать влияние на валютную структуру резервов. Клаудио Борио (Claudio Borio), Яннеке Эббесен (Janneke Ebbesen), Габриэле Галати (Gabriele Galati) и Александра Хит (Alexandra Heath) в своем исследовании «FX reserve management: elements of a framework» отмечают, что использование резервов происходит в соответствии с функциями ликвидности, безопасности и доходности [185]. Объем и структура валютных резервов зависит от приоритета целей регулятора в контексте их предполагаемого использования. Потенциальное использование валютных резервов может быть осуществлено следующими способами:

1) интервенции с целью влияния на обменный курс и/или поддержания упорядоченных рыночных условий на валютном рынке. Интервенции часто являются реакцией на кризисы и нежелательные финансовые события. К ним

относятся изменения в неприятии риска, в глобальной ликвидности или в настроениях на рынке. В зависимости от их силы и постоянства они могут привести к дестабилизирующей динамике обменного курса, что, в свою очередь, может вызвать рыночный стресс, отклонить обменные курсы от фундаментальных показателей и в итоге поставить под угрозу макроэкономическую и финансовую стабильность в стране;

2) осуществление платежей за товары и услуги для страны. Используется в основном в экстремальных ситуациях, когда остро стоит проблема голода, нехватки продовольствия, тогда происходит финансирование за счёт резервов;

3) обеспечение денежной массы, денежной базы и денежной эмиссии требуемым объемом международных резервных активов. Данная функция очень важна, поскольку национальная фиатная валюта должна вызывать доверие. Одной из причин, почему развивающиеся страны вынуждены держать большой объем резервов, является меньшее доверие к валюте развивающихся стран;

4) укрепление доверия инвесторов и кредиторов к способности страны выполнять свои международные обязательства, тем самым ограничивая вероятность финансовых кризисов и, возможно, снижая стоимость внешнего финансирования;

5) осуществление внешних платежей для правительства (возможно, в контексте более широких операций по управлению долгом);

6) предоставление экстренной ликвидности секторам экономики, как правило, с использованием банковских каналов [185].

Рассмотрим различные направления использования в структуре портфеля международных резервов представленные в таблице 1.2. Центральный банк, которому необходимо регулярно сглаживать волатильность курса национальной валюты на валютном рынке, что следует из таблицы 1.2, строка 1, будет склонен отдавать предпочтение активам, обеспечивающим достаточную ликвидность и безопасность (с точки зрения

кредитного и рыночного риска). Это предполагает размещение резервов участников внутреннего валютного рынка в иностранную валюту и в краткосрочные ценные бумаги с высоким кредитным качеством, деноминированные в данной валюте, даже при низкой или отрицательной доходности по этим фондам. Конечно, компромиссы между различными задачами не являются однозначными, и экономическое использование резервов не является взаимоисключающим.

Монетарные регуляторы рассматривают несколько целей, чтобы соответствующим образом оптимизировать соотношение показателей ликвидности, безопасности и доходности резервных активов. В концепции управления международными резервами оптимизация данной триады целей требует тем не менее определения того или иного приоритета, что будет влиять на итоговую структуру портфеля резервных активов [185].

Таблица 1.2 – Взаимосвязь направлений использования международных резервов и приоритетов в управлении портфелями резервов

| —                                                                 | Ликвидность | Сохранность | Доходность |
|-------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|------------|
| 1                                                                 | 2           | 3           | 4          |
| 1 Поддержание равновесия на валютном рынке                        | —           | —           | —          |
| 2 Осуществление платежей за товары и услуги                       | —           | —           | —          |
| 3 Осуществление платежей для правительства                        | —           | —           | —          |
| 4 Предоставление экстренной ликвидности                           | —           | —           | —          |
| 5 Поддержка национальной монетарной политики                      | —           | —           | —          |
| 6 Укрепление доверия инвесторов и кредиторов к способности страны | —           | —           | —          |

Продолжение таблицы 1.2

| 1                                                                                                       | 2              | 3 | 4              |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|---|----------------|
| 7 Инвестирование избыточных резервов                                                                    | —              | — | —              |
| Примечание – Степень реализации того или иного приоритета политики управления международными резервами. |                |   |                |
|                                                                                                         |                |   |                |
| <i>Низкий</i>                                                                                           | <i>Средний</i> |   | <i>Высокий</i> |

Источник: составлено автором по материалам [185].

В то время как ликвидность связана в первую очередь с проведением транзакций (транзакционная функция международных резервов), надежность и безопасность связаны с их функцией сохранения стоимости (обеспечительная функция международных резервов). Приоритет в рассмотренной триаде будет зависеть от факторов, характерных для конкретной страны, таких как структура экономики и внешней торговли, режим обменного курса страны, ее кредитоспособность, размер и структура внешнего долга и степень уязвимости к перебоям с внешним финансированием, а также от диапазона внешних инструментов, доступных для денежно-кредитного регулятора. Некоторые из направлений использования предполагают реализацию обеспечительной функции резервов. Обеспечение номинальных и реальных обязательств приобретает большое значение (например, осуществление платежей за товары и услуги для страны, осуществление платежей для правительства, укрепление доверия инвесторов и кредиторов к способности страны выполнять свои валютные обязательства). Другие регуляторы уделяют больше внимания поддержанию финансовой стабильности (например, использование вмешательства на валютном рынке и совокупных платежей по импорту, поддержка операций по управлению ликвидностью в рамках внутренней денежно-кредитной политики).

К этим основным направлениям использования валютных резервов стоит добавить еще одно, условие, которое вытекает из доходности размещения избытка резервов – инвестирование избыточных резервов, как видно из таблицы 1.2, при наличии относительно избыточной части резервов,

центральный банк будет склонен получать большую доходность, что, вероятно, приведет к выделению части резервов для размещения в более рискованные и доходные активы и формированию более диверсифицированных портфелей. Иногда появляется необходимость размещения «избыточных остатков», например, в суверенные фонды. Клаудио Борио (Claudio Borio), Габриэле Галати (Gabriele Galati) и Александра Хит (Alexandra Heath) отмечают в своем исследовании «FX reserve management: trends and challenges», что процесс управления международными резервами эволюционировал и приобрел другие формы [186]. Одним из направлений стало размещение средств суверенных фондов, входящих в состав международных резервов.

Таким образом, Центральные банки при управлении международными резервами оптимизируют три цели, а именно безопасность, ликвидность и доходность. В то время как ликвидность связана в первую очередь с ролью валютных резервов, обусловленной проведением транзакций, а безопасность и доходность связаны с их функцией сохранения стоимости. При управлении резервами необходимо соблюдать баланс между ликвидностью и сохранностью. В свою очередь, политика управления международными резервами – совокупность действий по формированию и использованию международных резервов, направленные на оптимизацию их объема, структуры и параметров «риск-доходность-ликвидность» в соответствии с приоритетными целями регулятора.

В развивающихся странах рынки и финансовые системы находятся в процессе развития, неэффективно работает денежно-кредитная политика и существует высокая зависимость от мировой конъюнктуры, поэтому ликвидная составляющая международных резервов образует их большую часть. Для того чтобы предотвратить бегство капитала, обесценение валюты, ее девальвацию, государственные монетарные регуляторы вынуждены проводить масштабные валютные интервенции, что требует

соответствующего объема высоколиквидных валютных резервов. Эти резервы могут быть использованы для стабилизации финансовых рынков.

Развитые страны, как правило, не используют свои авуары для стабилизации валютных курсов по нескольким причинам. Во-первых, развитые страны имеют развитую и стабильную экономику, что означает меньшую необходимость в интервенциях. Международные резервы развитых стран необходимы для формирования резервов для преодоления кризисов и для поддержания доверия инвесторов. Из триады целей центральные банки развитых стран преследуют цели безопасности и сохранности, они используют резервы для преодоления внезапных кризисов, войн, пандемий. В рамках режима свободного плавления курсы валют формируются на рынке под влиянием спроса и предложения, без систематического вмешательства регуляторов. В таких условиях страны редко используют валютные резервы, которые выполняют обеспечительную функцию, а ликвидность не является основным приоритетом.

Следующий вопрос заключается в том, какие виды международных резервов используются и соотносятся с желаемыми характеристиками структуры портфеля. Монетарное золото, специальные права заимствования (далее – СДР) и резервные позиции в МВФ определяются как резервные активы, так как они принадлежат центральному банку страны и легко доступны в безусловной форме. Валюта, депозиты и другие компоненты также легко доступны для регулятора. Соотношение всех этих составляющих в разных странах отличается как по количеству, так и по набору компонентов. Монетарное золото является ценным компонентом международных резервов, не являющимся ничьим обязательством [23]. Монетарные регуляторы хранят монетарное золото в качестве резервного актива, обеспечивающего диверсификацию, защиту от экономических потрясений, обеспечения международных обязательств, доверия инвесторов и кредиторов. «Отсутствие какого-либо валютного риска является основным атрибутом золота», – говорит Эрве Ханнун, управляющий

Banque de France [52]. Золото используется в международных резервах как защита от падения курса доллара или других фиатных резервных валют. В современных экономиках стабилизирующая функция золота продолжает работать, его доля в международных резервах обусловлена фактором «острова безопасности» при разного рода экономических, политических, даже пандемических шоков и инструментом снижения рисков инфляции. Л.А. Бадалов, применительно к диверсификации золотовалютных резервов, определил значимость золота для хеджирования политических рисков [144]. А.В. Навой в своем исследовании отметил, что золото стало активом с универсальным эквивалентом стоимости и «главным препятствием для бесконтрольной эмиссии денег развитыми странами» [165].

Центральные банки России и Китая обладают большим объемом монетарного золота, поскольку данный драгоценный металл способен диверсифицировать валютные и снизить геополитические риски. Германия, Франция обладают большим объемом золота для поддержания доверия к евро. На фоне санкций и геополитической напряженности Центральные банки возвращают золото к себе в хранилища, поскольку, находясь на территории страны, оно становится недоступным для блокировок. Хотя могут применяться вторичные санкции за операции с золотом подсанкционных государств.

Специальные права заимствования – это международный резервный актив, эмитированный Международным валютным фондом. СДР используется в дополнении к существующим резервным активам в качестве расчетной единицы МВФ и других международных организаций. Специальные права заимствования – это не валюта, не требование к МВФ, страны-члены могут обменивать СДР на свободно конвертируемую валюту, это инструмент пополнения международной ликвидности. СДР распределяются между странами, являющимися членами МВФ. Количество СДР, выделяемых каждой стране, основано на их индивидуальных квотах МВФ. «Формула расчета квот основана на нескольких переменных:

средневзвешенное значение ВВП (с весом 50%), открытости (30%), экономической изменчивости (15%) и международных резервов (5%). Для этой цели ВВП измеряется с помощью составного показателя ВВП на основе рыночных обменных курсов (с весом 60 %) и на основе обменных курсов по паритету покупательной способности (40 %). Эта формула также включает «коэффициент сжатия», уменьшающий дисперсию расчетных долей квот между государствами-членами» [65]. Совет МВФ пересматривает квоты обычно каждые 5 лет, однако они могут пересматриваться и раньше, если требуется; любой пересмотр квот предполагает 85% одобрения со стороны участников [67].

Государства могут продавать и покупать СДР на официальном уровне, использовать при различных операциях, например, обмен СДР на валюту, предоставления кредитов, обеспечение и получение кредитов, сделки своп и форвардные операции.

В состав международных резервов включаются активы:

- наличная иностранная валюта (банкноты и монеты в иностранной валюте, находящиеся в распоряжении Центрального банка и находящиеся в обращении в одной или нескольких зарубежных странах и используемые для осуществления платежей);
- остатки средств на корреспондентских счетах ЦБ в иностранных валютах иностранных банках, включающие остатки средств на корреспондентских счетах Центрального банка в иностранной валюте в иностранных банках;
- депозиты Центрального банка в иностранных первоклассных финансовых корпорациях, включая банки. Депозиты с ограниченным доступом и депозиты с ограничениями не включаются в состав валютных резервов;
- ценные бумаги – валютные резервы, размещающиеся только в высоколиквидных облигациях, выпущенных нерезидентами, и состоящие из: 1) векселей и переводных векселей в иностранной валюте, 2) облигаций

выпущенных или гарантированных правительствами других стран, Центральными банками или другими ведущими банками или финансовыми корпорациями;

- соглашения РЕПО с финансовыми корпорациями-нерезидентами, а также трастовые операции с этими корпорациями, если ценные бумаги РЕПО достаточно ликвидны, и активы, переданные в доверительное управление, могут быть использованы Центральным банком для осуществления платежей через очень короткий промежуток времени по запросу;

- краткосрочные кредиты и использованные овердрафты иностранных первоклассных банков и небанковских корпораций в иностранной валюте, подлежащие оплате по запросу.

Геополитические риски стали важным аспектом, который учитывается в политике управления резервами. Геополитическая напряженность и конфликты могут оказать влияние на стоимость и стабильность валют, а также сохранность и доступность активов. С помощью выбора валют, входящих в состав международных резервов, страны могут укрепить политические альянсы. Эксперт в изучении валютных резервов Barry Eichengreen отмечает, «что в существующих условиях выбор валют для международных резервов определяется по стратегии либо Марса, либо Меркурия» [42]. Стратегия Марса предполагает формирование резервов на основе геополитических мотивов, преимущественно состав резервов будет включать валюты стран своих политических и военных партнеров. Стратегия Меркурия основывается на торговых и финансовых связях между странами.

Необходимо отметить, что в основе регулирования международных резерв осуществляется на основе документа МВФ «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте (Guidelines for a data template. «International reserves and foreign currency liquidity»). Форма представления данных: руководящие принципы» [56]. Что касается регулирования деятельности по формированию международных резервов в Российской Федерации, то ее основу составляют документы, регулирующие деятельность Банка России:

№ 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10 июля 2002 г. [15], № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» от 10 декабря 2013 г. [14].

Вследствие обострения геополитической напряженности и развития тренда многополярности происходит постепенная трансформация концепции формирования резервов. Особо актуальным становится вопрос о доступности и сохранности международных резервов, введение в их состав новых видов активов. В этих условиях требует решения и неоднозначный вопрос достаточности международных резервов.

### **1.3 Проблема достаточности международных резервов в современной мировой валютной системе**

Выявлению и изучению факторов, влияющих на достаточность международных резервов, уделяется много внимания в современной экономической литературе. основополагающей работой в этом направлении можно считать статью М. June Flanders, который считает, что не существует универсального набора факторов, определяющих уровень достаточности резервов той или иной страны, и сосредотачивается на исследовании группы развивающихся и слабо развитых стран [47]. С 1973–2013 гг. прослеживалась тенденция увеличения международных резервов в разных странах, так как многие страны накапливали резервы для защиты экономики от кризисов. Ю.Г. Лещенко в своих исследованиях дает определение достаточности резервов: «Достаточность международных резервов является мерой потенциальной потребности страны в ликвидности иностранной валюты в неблагоприятных обстоятельствах, против которых резервы могут быть использованы в качестве страховочного механизма» [164].

Анализ отечественных и зарубежных источников показал, что на сегодняшний день не существует адекватной единой системы, с помощью которой можно было бы оценить достаточность международных резервов для

конкретной страны. Центральные банки следуют целому ряду критериев достаточности, которые соотносят резервы страны с показателями, характеризующими основные направления использования международных резервов. Однако полная оценка должна учитывать специфические для страны факторы, такие как режим обменного курса и открытость счета движения капитала, а также ликвидность и развитие финансового рынка.

Эффективное использование международных резервов зависит от соответствия объема резервов потребности в них для проведения политики центральных банков конкретных стран.

На определение степени достаточности резервных активов влияет ряд факторов:

- первым фактором является режим и политика валютного курса. Страны, поддерживающие фиксированный валютный курс своей национальной валюты, вынуждены удерживать значительные валютные резервы;

- вторым фактором выступает стабильность национальной валютной системы. Нестабильные валютно-финансовые системы требуют больше по объему международных резервов для стабилизации финансовых рынков, курса национальной валюты, платежного баланса. В меньших по объему резервах нуждаются развитые страны с устойчивыми валютно-финансовыми системами, имеющие режим свободного плавления и свободный доступ на международные рынки капитала;

- третьим фактором выступает состояние платежного баланса страны;

- четвертым фактором являются притоки и оттоки иностранного капитала чреватые валютным кризисом.

На базе статистики 2010–2017 годов, соотнеся дисбалансы по счетам текущих операций, А.Н. Борисов пришел к выводу о том, что в широком контексте «эволюции глобальных финансовых рынков... размер официальных международных резервов не является чрезмерным». С этим можно было бы

согласиться, если бы позиция автора была более убедительной и аргументированной.

Для оценки достаточности международных резервов предлагаются различные методы и подходы. Большинство этих методов предусматривает варианты соотнесения издержек, связанных с хранением резервов, и выгод от их использования; однако различаются учитываемые в них параметры.

МВФ рекомендует использовать показатель Reserve Adequacy Indicator [58], который учитывает такие факторы, как импорт, внешний долг, финансовые потоки и риски. Методика расчета Reserve Adequacy Indicator базируется на сравнении полученных от использования резервов выгод и издержек, которые будут нести страны при удержании соответствующего объема международных резервов. Выгоды определяются возможностью сглаживания платежного дисбаланса. Дефицит платежного баланса, негативно влияющий на уровень внутренних цен и благосостояние граждан, можно скорректировать за счет воздействия на курс национальной валюты с помощью валютных интервенций. Издержки трактуются как недополученная выгода от возможных инвестиционных проектов, финансируемых за счет средств, иммобилизованных в резервах. Иными словами, рассматривается возможность альтернативного производительного использования резервных средств в целях развития экономики страны.

Метод Ben-Bassat, Avraham & Gottlieb [182] увязывает размер резервов с вероятностью наступления кризиса.

Метод Garcia-Soto [83] использует тот же подход, что и метод Bassat и Gottlieb. Здесь также применяется сравнение выгод и издержек. Выгоды будут соответствовать эффекту от предотвращения кризиса, а издержки, в свою очередь, связаны с издержками хранения международных резервов.

В модели Jeanne и Ranciere [84] отражена потребность в резервах для купирования последствий оттока капитала из страны.

Каждое государство и каждый центральный банк по-своему определяют достаточность, дефицит и «чрезмерность» своих резервов [125].

В связи с этим мы вводим понятие *функциональной адекватности международных резервов* страны, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой регулятор, управляющий ими, и которые обусловлены спецификой структуры экономики и финансового сектора и степенью их развития в данной стране. Центральные банки в процессе выработки политики управления резервами всегда ориентируются на динамику и структуру своих внешнеэкономических связей, состояние финансового сектора, устойчивость валютной системы, которые у разных стран разные. Категория функциональной адекватности (достаточности) международных резервов апеллирует именно к необходимости учитывать эти различия и оценивать достаточность международных резервов адекватно условиям и потребностям каждой отдельной страны.

Существует ряд общепринятых международных критериев оценки достаточности международных резервов, в основе которых лежат основные направления их использования. Таковыми критериями являются:

- коэффициент покрытия импорта;
- критерий Гвидотти;
- критерий Редди;
- отношение резервов к денежной массе и композитный индикатор МВФ [39].

Самым используемым показателем достаточности международных резервов является коэффициент покрытия импорта. МВФ применяет концепцию баланса текущих операций, коррелирующую с современной методологией Системы национальных счетов, согласно которой именно текущим операциям платежного баланса придан первичный характер, а вторичный – трансграничным финансовым операциям, поэтому акцент сделан на покрытии импорта. Данный показатель актуален особенно для развивающихся стран, не имеющих доступа к рынку капитала или не являющихся привлекательными для иностранного капитала [172].

Достаточность международных резервов в соответствии с правилом Гвидотти–Гринспена можно считать, если страна способна оплачивать суммы платежей по внешнему долгу (включая процентные платежи) в течение 12 месяцев [110]. Отношение резервов к широкой денежной массе (M2X) отражает способность резервов обеспечивать национальную валюту и поддерживать стабильность ее валютного курса. Во-первых, необходимо определить потребность в резервах при краткосрочных курсовых изменениях, при спекулятивных операциях, которые могут повлиять на национальную валюту. Это важно для стран с фиксированным валютным курсом и с открытыми рынками товаров и капитала. Во-вторых, необходимо выяснить потребность в резервах в среднесрочной перспективе, в случае бегства капитала. Этот показатель считается актуальным для стран с финансово развитыми рынками. Контрольный показатель устанавливается на уровне 20%. Критерий Редди позволяет оценить достаточность валютных резервов обслуживать международные обязательства. Показатель важен для развивающихся стран, с низким кредитным рейтингом, что приводит к удорожанию заемных средств. Данный показатель учитывает различные факторы, такие как покрытие импорта и потоки капитала, годовые объемы платежей по внешнему частному и суверенному долгу, чтобы обеспечить всестороннюю оценку способности страны выполнять свои внешние финансовые обязательства.

Композитный индикатор МВФ (ARA EM) является ключевым показателем, позволяющим отслеживать достаточность международных резервов стран с развивающимися рынками в рамках консультаций по IV статье Устава МВФ. Рассчитывается по следующей формуле (2)

$$ARA\ EM = 150\% \times (5\%ЭТУ + 5\% M2X + 30\%ВД + 15\%ДПО), \quad (2)$$

где ЭТУ – экспорт товаров и услуг за предыдущие 12 месяцев;

M2X – широкая денежная масса;

ВД – платежи по внешнему долгу в предстоящие 12 месяцев;

ДПО – долгосрочные портфельные обязательства.

Приведенные выше критерии достаточности международных резервов не являются обязательными, но их широко используют при межстрановых сопоставлениях и для оценки международной платежеспособности государства.

Наибольшим уровнем достаточности международных резервов, в месяцах импорта, обладают Швейцария и Саудовская Аравия, их показатели составляют 32 месяца, также занимают первое и второе место в мире по достаточности, согласно таблице 1.3. Крупные развивающиеся страны – Россия, Китай, Бразилия, Индия – имеют высокий уровень достаточности. Наименьшие показатели достаточности резервов в таких странах как в Великобритании и США. Достаточность находится на пороговом значении и составляет три месяца. Поскольку эти страны являются эмитентами резервных валют, нет необходимости накапливать большой объем валютных резервов. Для сравнения, показатели достаточности международных резервов Российской Федерации свидетельствуют о надежности ее международных обязательств. Резкое падение коэффициента произошло в 2011 г., что составило 15,72 месяца. С 2012 г. по 2016 г. прослеживалось уменьшение фактического размера международных резервов России, поэтому и показатель покрытия импорта уменьшался.

Таблица 1.3 – Достаточность международных резервов отдельных стран за 2021 год

| Страна               | Уровень достаточности резервов, в месяцах импорта | Место по достаточности резервов | Место по объему резервов | Международные резервы по состоянию на дату отчета, млрд долларов США | Среднемесячный импорт товаров и услуг, млрд долларов США |
|----------------------|---------------------------------------------------|---------------------------------|--------------------------|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 1                    | 2                                                 | 3                               | 4                        | 5                                                                    | 6                                                        |
| Швейцария            | 32,0                                              | 1,0                             | 3,0                      | 1 083,5                                                              | 33,5                                                     |
| Саудовская Аравия    | 32,0                                              | 2,0                             | 9,0                      | 472,6                                                                | 15,0                                                     |
| Российская Федерация | 24,0                                              | 3,0                             | 5,0                      | 595,8                                                                | 25,3                                                     |
| Бразилия             | 19,0                                              | 8,0                             | 12,0                     | 355,6                                                                | 19,0                                                     |
| Китай                | 17,0                                              | 10,0                            | 1,0                      | 3 357,0                                                              | 196,6                                                    |
| Индия                | 14,0                                              | 11,0                            | 6,0                      | 586,0                                                                | 41,1                                                     |

Продолжение таблицы 1.3

| 1              | 2   | 3    | 4    | 5     | 6     |
|----------------|-----|------|------|-------|-------|
| США            | 3,0 | 52,0 | 4,0  | 624,8 | 234,3 |
| Великобритания | 3,0 | 51,0 | 18,0 | 180,1 | 62,7  |

Источник: составлено автором по материалам [129].

Рекордно низкое значение данного показателя за период 2009–2022 гг. произошло в 2014 г. и составило 12,07 месяца, что все равно больше порогового трехмесячного значения, согласно таблице 1.4.

Таблица 1.4 – Показатели достаточности международных резервов Российской Федерации

В миллиардах долларов США

| Дата       | Фактическая величина международных резервов | Величина международных резервов, достаточная для финансирования: |                                                                         |                                                                    |                                                       |                                                                                        |
|------------|---------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
|            |                                             | трех-месячного импорта                                           | платежей по внешнему долгу в предстоящие 12 месяцев (критерий Гвидотти) | совокупности платежей по импорту и внешнему долгу (критерий Редди) | 20% обязательств, включаемых в широкую денежную массу | оттока средств при реализации совокупности рисков (композитный индикатор МВФ (ARA EM)) |
| 1          | 2                                           | 3                                                                | 4                                                                       | 5                                                                  | 6                                                     | 7                                                                                      |
| 01.10.2009 | 413,4                                       | 65,5                                                             | 156,7                                                                   | 222,1                                                              | 113,2                                                 | —                                                                                      |
| 01.10.2010 | 490,1                                       | 74,6                                                             | 158,4                                                                   | 233,0                                                              | 140,4                                                 | —                                                                                      |
| 01.10.2011 | 516,8                                       | 98,6                                                             | 165,2                                                                   | 263,8                                                              | 161,2                                                 | —                                                                                      |
| 01.10.2012 | 529,9                                       | 108,3                                                            | 193,1                                                                   | 301,4                                                              | 190,4                                                 | —                                                                                      |
| 01.10.2013 | 522,6                                       | 117,1                                                            | 221,7                                                                   | 338,8                                                              | 213,4                                                 | —                                                                                      |
| 01.10.2014 | 454,2                                       | 113,4                                                            | 205,2                                                                   | 318,6                                                              | 193,6                                                 | 259,4                                                                                  |
| 01.10.2015 | 371,3                                       | 77,8                                                             | 134,1                                                                   | 211,9                                                              | 141,5                                                 | 179,8                                                                                  |
| 01.10.2016 | 397,7                                       | 65,7                                                             | 132,6                                                                   | 198,3                                                              | 156,9                                                 | 186,1                                                                                  |
| 01.10.2017 | 424,8                                       | 77,7                                                             | 155,5                                                                   | 233,2                                                              | 178,8                                                 | 216,9                                                                                  |
| 01.10.2018 | 459,2                                       | 86,6                                                             | 122,0                                                                   | 208,6                                                              | 175,7                                                 | 208,5                                                                                  |
| 01.10.2019 | 530,9                                       | 86,0                                                             | 109,7                                                                   | 195,7                                                              | 192,4                                                 | 218,5                                                                                  |
| 01.10.2020 | 583,4                                       | 78,4                                                             | 111,2                                                                   | 189,5                                                              | 181,9                                                 | 196,0                                                                                  |
| 01.10.2021 | 614,1                                       | 89,3                                                             | 148,8                                                                   | 238,2                                                              | 215,2                                                 | 251,9                                                                                  |
| 01.10.2022 | 540,7                                       | 88,9                                                             | —                                                                       | —                                                                  | 300,1                                                 | —                                                                                      |

Продолжение таблицы 1.4

| 1          | 2     | 3    | 4 | 5 | 6     | 7 |
|------------|-------|------|---|---|-------|---|
| 01.10.2023 | 569,0 | 96,5 | — | — | 217,9 | — |
| 01.10.2024 | 598,6 | 94,8 | — | — | 250,8 | — |

Источник: составлено автором по материалам [130].

С 2019 г. коэффициент покрытия импорта стал увеличиваться и составил 18,51 месяца, в 2020 г. 22,3 месяца. Коэффициент покрытия импорта достиг своих рекордных значений за весь предоставленный период. В 2021 г. и 2022 г. коэффициент покрытия импорта составлял 18,24 месяца, что в шесть раз больше порогового значения, согласно таблице 1.4. Критерий Гвидотти в период с 2009 г. по 2014 г. был на достаточном уровне для покрытия предстоящих платежей по внешнему долгу и процентов в течение года. Несмотря на то, что с 2015 г. по 2020 г. показатели достаточности Российской Федерации имели тенденцию к снижению. Тем не менее к 2021 г. по критерию Гвидотти в четыре раза превышают размер годовых выплат по внешнему долгу. Такой высокий уровень международных резервов дает России значительную степень гибкости в управлении. Коэффициент Редди увеличивался с 2009 г. по 2014 г., начиная с 2015 г. имел понижающую динамику, однако все было достаточным для покрытия обязательств в трехкратном размере при величине международных резервов. В 2014 г. композитный индикатор МВФ составлял 259,4 млрд долл. США, представленный в таблице 1.4, 259,4 млрд долл. США. А далее, как и по другим коэффициентам, наблюдалась понижательная динамика до 2020 г.

Проанализировав данные, можно сделать вывод о том, что международные резервы России заметно превышают критериальные значения, предусмотренные в международной практике. Банк России управляет ликвидной частью средств Фонда национального благосостояния (далее – ФНБ) в составе международных резервов, что предопределяет консервативную политику размещения этой части средств Фонда. Средства ФНБ могут использоваться для приобретения иностранной валюты, для

дальнейшего размещения в ЦБ, либо размещаться в иностранную валюту и финансовые активы, предусмотренные Постановлением Правительства Российской Федерации от 31 января 2024 г. № 90 «О внесении изменений в Постановление Правительства Российской Федерации от 19 января 2008 г. № 18» [12]. Банк России размещает средства ФНБ, включая их в состав международных резервов, выплачивая доход Казначейству Российской Федерации. Размещение средств ФНБ в иные активы, помимо депозитов Банка России, не допускается до достижения на них 7% прогнозируемого в федеральном законе о федеральном бюджете объема ВВП страны. Размер ФНБ на 1 июля 2023 г. составлял в денежном эквиваленте 12,3 трлн рублей, или 8,2% ВВП. Объем ликвидной части ФНБ был равен 6,446 трлн рублей [107]. Необходимо отметить, что цели управления международными резервами и ФНБ отличаются.

Управление валютными резервными активами Банк России осуществляет с учетом имеющихся у него валютных обязательств – остатков средств на валютных счетах ФНБ. При этом нужно учитывать нормативные требования размещения этих средств. Первоначально ФНБ состоял из следующих валют: доллары США 45%, евро – 45%, фунты стерлингов – 10%. В июле 2021 г. доллар США был исключен из валютного портфеля ФНБ, доля фунта стерлингов сокращена до 5%, доли евро и юаня увеличены до 39,7% и до 30,4% соответственно, доля японской иены составила 4,7%, а доля золота – 20,2%.

По поручению Министерства финансов Российской Федерации Банк России проводит на валютном рынке операции со средствами ФНБ в рамках бюджетного правила. После заморозки валютных резервов Банка России действие бюджетного правила было приостановлено. Но в конце 2022 г. было принято решение о новом бюджетном правиле, которое учитывает произошедшие изменения. Решение о выходе на рынок с покупкой юаней для пополнения ФНБ Минфин принимает на основе оценки ежемесячного выполнения годового ориентира поступлений нефтегазовых доходов в 8 трлн

руб. [111]. Доходы в бюджет, превышающие 8 трлн рублей, должны быть направлены на пополнение ликвидной части средств ФНБ. Банк России будет покупать иностранную валюту на внутреннем валютном рынке. При достижении меньше 8 трлн рублей, ЦБ РФ будет продавать иностранную валюту, направляя вырученные рубли на счета Минфина. В рамках действующего бюджетного правила Банк России с января 2023 г. возобновил операции купли-продажи иностранной валюты на внутреннем рынке. Из-за невозможности осуществления расчетов в долларах США и евро эти операции проводятся с китайским юанем.

В условиях санкций и противостояния с недружественными странами России удалось поддерживать резервы на достаточно высоком уровне. С 2014 г. Центральный банк расширил управление международными резервами. Помимо экономических рисков для защиты от финансовых кризисов и поддержания экономической стабильности, Центральный банк добавил неэкономические риски, которые связаны с усугублением геополитического положения. Поэтому изменилась структура резервов: значительная их часть размещена в монетарном золоте, юанях и других альтернативных валютах.

Итак, в первой главе были систематизированы подходы к управлению международными резервами, их функционал и достаточность, показана зависимость объема и структуры международных резервов от приоритета целей и предполагаемых направлений их использования в тех или иных странах. Выявлена взаимосвязь направлений трансформации мировой валютно-финансовой системы и подходов к управлению международными резервами в политике центральных банков. Важным аспектом, который учитывается в политике управления резервами, стали геополитические риски.

Анализ существующих подходов к оценке международных резервов показал, что большинство методик предусматривает варианты соотнесения издержек, связанных с хранением резервов, и выгод от их использования, однако различаются учитываемые в них параметры. Для оценки

достаточности международных резервов применяется ряд международных критериев, в основе которых лежат основные направления их использования.

Предложена расширенная трактовка достаточности международных резервов за счет введения понятия их функциональной адекватности, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой государственный регулятор и которые обусловлены спецификой внешнеэкономических связей, структуры экономики и финансового сектора, степенью их развития в данной стране.

## **Глава 2**

### **Влияние трансформаций мировой валютно-финансовой системы на политику управления международными резервами**

#### **2.1 Анализ динамики, структуры и распределения международных резервов в мировой валютно-финансовой системе**

В последние годы мировая валютно-финансовая система сталкивается с глобальными потрясениями. Существует вероятность того, что масштабные расходы правительства США на стимулирование экономики, осуществляемые на фоне большого объема государственного долга, могут привести к кризису доверия к доллару [62]. К этому можно добавить санкционную политику США по отношению к России и другим странам. Замораживание западными странами половины валютных резервов России вызвало сомнения в способности доллара сохранять роль доминирующей резервной валюты и в дальнейшем выполнять роль мировых денег. В июне 2022 г. на 14-м саммите БРИКС было объявлено о намерении создать новую международную резервную валюту – альтернативу доллару США [127]. Все это говорит о необходимости выявления факторов, которые определяют политику управления международными резервами в текущих неординарных условиях, и ее трансформацию.

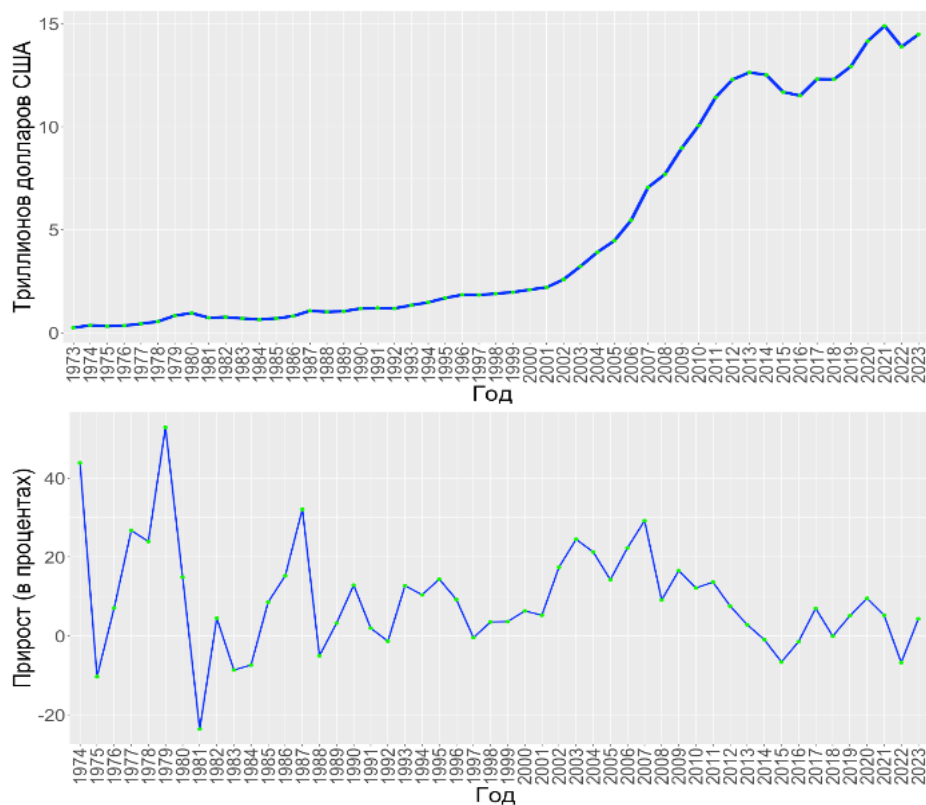
В первой главе выявлены основные направления развития и трансформации МВФС, рассмотрены компоненты структуры и проблема достаточности международных резервов. Теперь рассмотрим влияние глобальных дисбалансов на распределение международных резервов и проанализируем факторы, определяющие структуру международных резервов и их достаточность, а также влияние реального валютного курса на структуру международных резервов. Этот подход нечасто встречается в научной литературе, посвященной международным резервам.

Глобальные дисбалансы возникают из-за привилегированной роли стран–эмитентов резервных валют. Развивающиеся страны, в основном экспортно-ориентированные, избыток экспортной выручки размещают в активах, деноминированных в валютах развитых стран, в основном в долларах США. Развитые страны, получив от развивающихся стран финансовые средства, размещаемые в резервах, инвестируют их в высокодоходные обязательства развивающихся стран. В итоге развитые страны обладают высокодоходными активами, а развивающиеся страны обладают низкодоходными ликвидными активами развитых стран [162]. Эта асимметричность современной МВФС порождает масштабные потоки капитала, перемещающиеся между странами, дестабилизирует национальные и глобальную валютные системы и определяет особенности распределения международных резервов в МВФС.

Проведем анализ динамики совокупных глобальных валютных резервов за период с 1973 г. по 2023 г. На рисунке 2.1 представлена динамика совокупных резервов; за указанный период общий объем резервов вырос в 57 раз, достигнув на конец 2023 г. значения 14,47 трлн долл. США. Временной интервал с 1973 г. по 2023 г. можно разделить на три периода: 2000–2007 гг. (докризисный период), 2008–2013 гг. (кризисный период), и 2014–2022 гг. посткризисный период с обострением геополитической напряженности. Среднегодовые темпы прироста международных резервов в период 2000–2007 гг. составили 19%, 2008–2013 гг. – 8,54%, 2014–2023 гг. – 1,59%. Из чего можно сделать вывод, что среднегодовые темпы прироста совокупных международных резервов в последние годы замедлились.

Порядка двух третей объема мировых валютных резервов приходится на государства с формирующимся рынком и развивающиеся страны. За период 1973–2023 гг. отношение совокупных глобальных валютных резервов к мировому ВВП (суммарно по всем странам) выросло с 5,69% до 13,86%, в соответствии с рисунком 2.2. Особенно сильный рост был зафиксирован с середины 90-х годов по 2012 г. Это совпадает с длительностью так

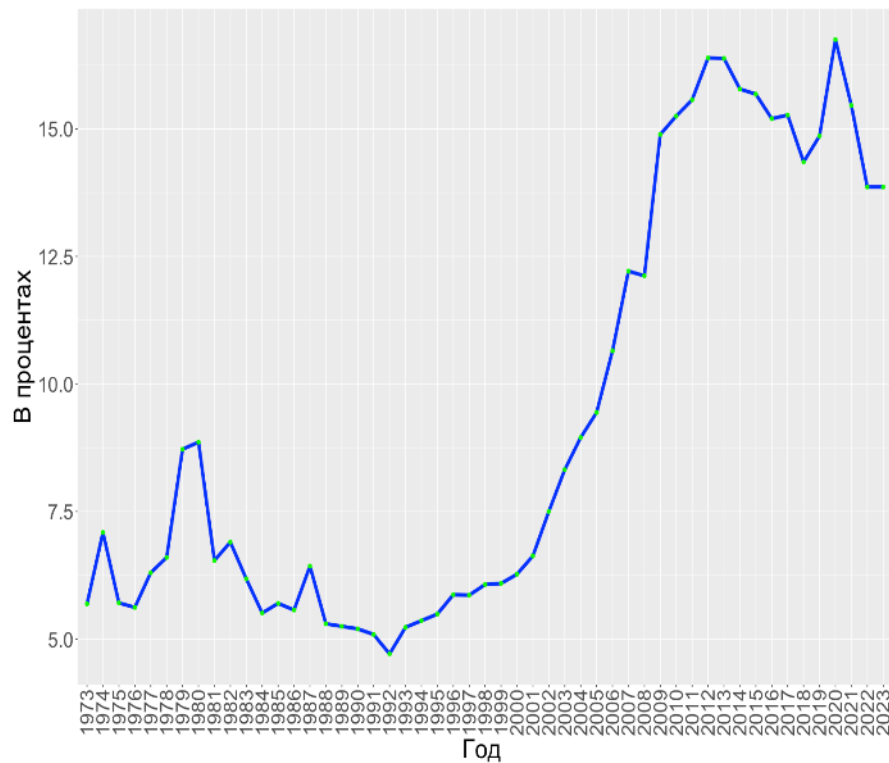
называемого «суперцикла роста сырьевых рынков» и увеличением доли Китая в мировой экономике.



Источник: составлено автором на основе данных [77].

Рисунок 2.1 – Динамика и годовые темпы приростов совокупных глобальных валютных резервов

В дальнейшем наступил период относительной стабилизации рассматриваемого показателя. С 2013 г. происходило сокращение отношения совокупных глобальных валютных резервов к мировому ВВП; так, в 2013 г. показатель составил 16,47%. На сокращение ВВП в 2019 году повлияло снижение внешнеторговой деятельности в период пандемии COVID 19, и показатель составил 14,94%. Максимального уровня отношение совокупных глобальных валютных резервов к мировому ВВП достигло в 2020 г. 16,86%. С 2021 г. отношение совокупных глобальных валютных резервов сокращается и составило в 2021 г. 15,54% и в 2022 г. 13,92%. Анализ распределения совокупных глобальных валютных резервов в мировой экономике предполагает выделение тех или иных групп стран.



Источник: составлено автором на основе данных [77].

Рисунок 2.2 – Динамика совокупных глобальных валютных резервов к мировому ВВП (мир в целом)

Распределение стран на развитые и развивающиеся по методике МВФ не дает четкого представления о разнице между резервами и макроэкономическими показателями. Кроме того, начиная с 2015 г. МВФ закрыл данные по распределению международных резервов по группам развитых и развивающихся стран. Классификация Всемирного банка стран по доходу на душу населения больше подходит для целей исследования, поэтому она взята за основу в диссертации. Согласно анализу Всемирного банка, страны разделены на четыре основные группы в зависимости от уровня их дохода на душу населения – высокий, верхний средний, нижний средний, низкий. В приложении А приведена классификация стран. Для этой цели Всемирный банк использует данные о валовом национальном доходе (далее – ВНД) на душу населения в долларах США, пересчитанные в местную валюту с использованием метода Атласа Всемирного банка, который применяется для сглаживания колебаний обменного курса.

Также используется численность населения, которая оценивается демографами Всемирного банка из различных источников [74].

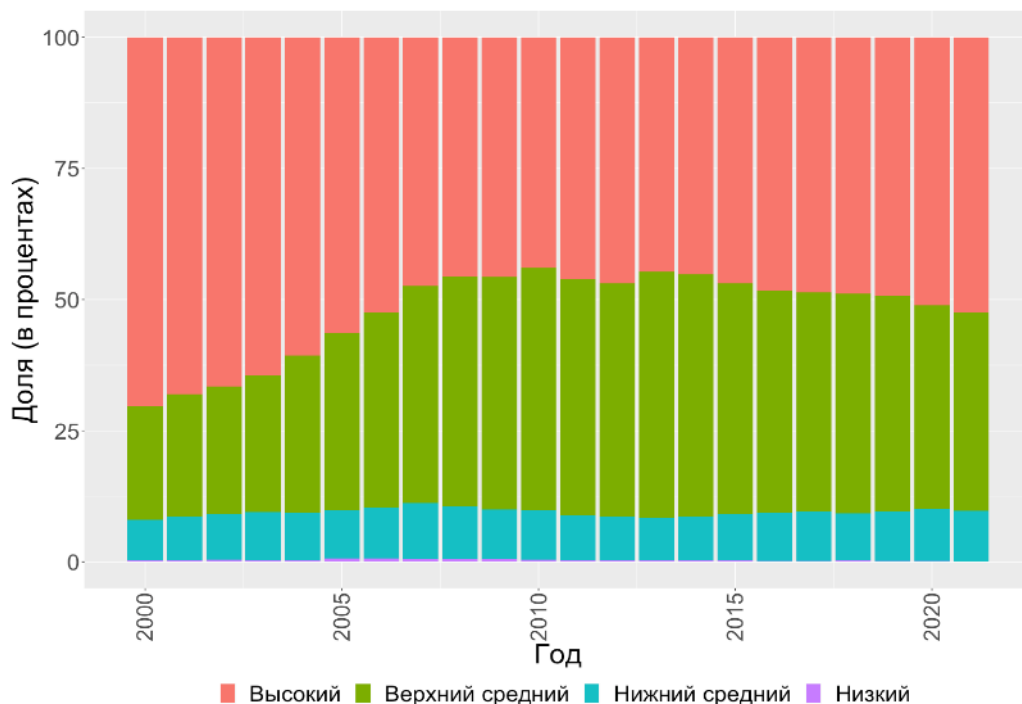
Далее рассмотрим основные характеристики валютных резервов.

На рисунке 2.3 представлено распределение совокупных международных резервов за период 2000–2021 гг. по группам доходов. Наибольшую долю в мировых резервах занимают страны с высоким доходом на душу населения – 52,39% от общего объема совокупных международных резервов, далее страны группы «верхний средний» – 37,88% от общего объема совокупных международных резервов. Страны группы «нижний средний» имеют долю 9,62% от общего объема совокупных мировых резервов. Доля стран с «низким» доходом совсем незначительна – менее 1% от общего объема совокупных международных резервов. Как мы видим, в беднейших странах нет возможности формировать необходимый объем международных резервов.

За период 2000–2021 гг. совокупные международные резервы стран с «высоким» доходом на душу населения выросли в 5,2 раза. По другим группам за указанный период имела место следующая ситуация: страны из группы «верхний средний» – рост совокупных международных резервов в 12,27 раза; страны из группы «нижний средний» – рост в 8,72 раза; наконец, страны из группы «низкий» – рост в 2,29 раза.

Доля стран с «высоким» доходом на душу населения в общем объеме совокупных резервов сократилась за рассматриваемый период на 18 п.п. – с 70,39 до 52%. Что касается стран из группы «верхний средний», их доля выросла на 16,31 п.п. Доля стран из группы «нижний средний» выросла на 1,91 п.п. Доля стран с низким доходом сократилась на 0,22 п.п. Представленные данные позволяют сделать следующий вывод: за последние двадцать лет существенно выросла доля стран в общем объеме резервов из группы «верхний средний» доход на душу населения – с 21,57% до 37,88%. В 2013 г. на них приходилось 46,84%, т. е. немногим менее половины величины совокупных резервов в мире. После 2013 г. доля стран из группы «высокий

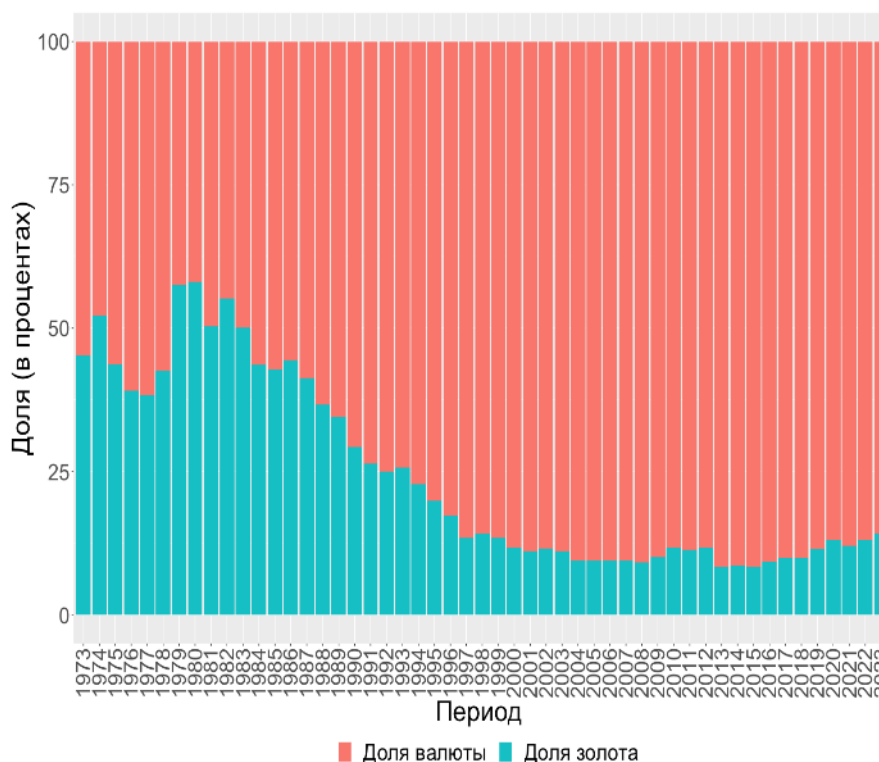
средний» стала снижаться. Одной из причин этого являются негативные тренды на сырьевых рынках, включая рынок энергоресурсов.



Источник: составлено автором на основе данных [77].

Рисунок 2.3 – Распределение совокупных международных резервов по группам стран в зависимости от уровня доходов на душу населения

Колебания на мировых рынках сырья отражаются на макроэкономических показателях данной группы, так как они относятся к числу основных экспортеров. Тем не менее, даже несмотря на некоторое снижение доли в общих совокупных международных резервах, в последние годы страны из группы «верхний средний» стали играть гораздо более серьезную роль в мировой финансовой системе и мировой экономике в целом. На рисунке 2.4 представлена структура международных резервов в разрезе долей валютного портфеля и золота (суммарно по всем странам) и ее изменение за период 1973–2022 гг. В период 1973–1986 гг. наибольший рост валютной компоненты резервов был зафиксирован в 1977 г., составив 57%. С 1986 по 1996 г. валютная компонента в совокупных глобальных резервах увеличивалась. Доля валютной компоненты с 1996 г. и до 2022 г. составляет около 85–89%. В период 1973–1986 гг. доля золота в совокупных глобальных резервах составляла больше 50%.

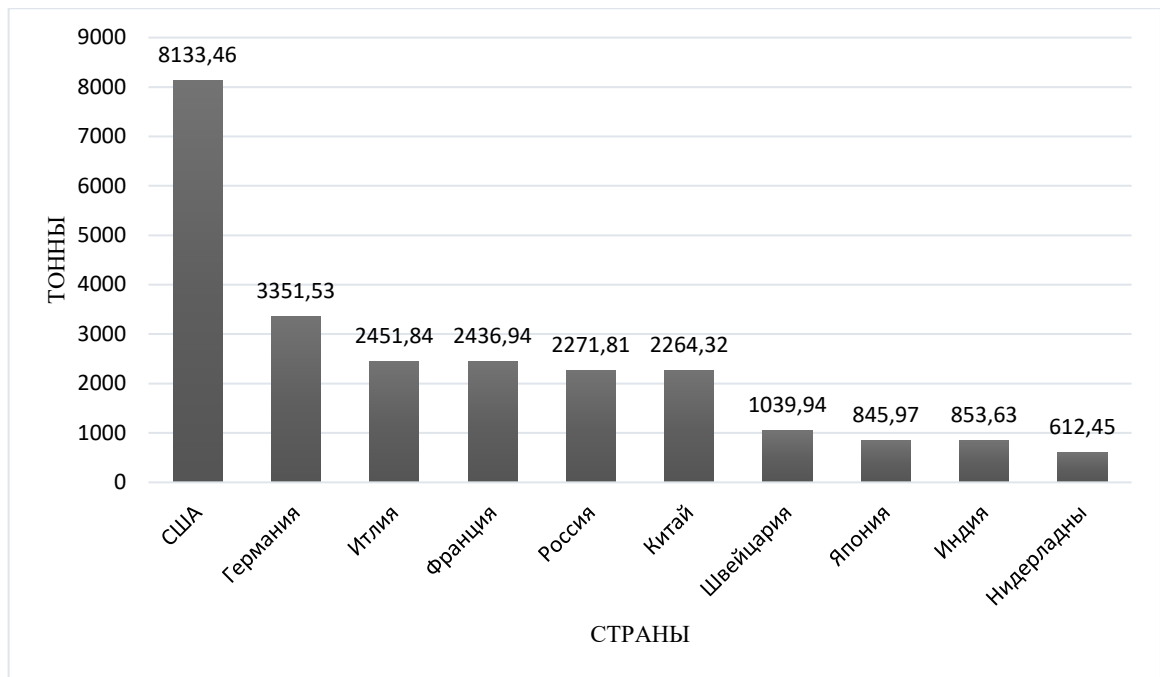


Источник: составлено автором на основе данных [77; 79].

Рисунок 2.4 – Удельный вес валютной компоненты и золота в совокупных глобальных резервах (в целом мир)

Можно отметить, что пик роста доли золота в международных резервах приходится на 1980 г. (58,04%), после чего прослеживалось ее снижение вплоть до 2008 г., демонстрируя преобладание транзакционного мотива в управлении резервами. В период 2009–2012 гг. доля золота была на уровне 10–13% от общего уровня резервов. Начиная с 2014 г. доля золота стала опять увеличиваться, поскольку в этот период начали вводить санкции в отношении России, в международных отношениях усилилась напряженность, появились геополитические риски, что и обусловило интерес к золоту как защитному резервному активу.

Ниже, согласно рисунку 2.5, проанализированы страны-лидеры с крупнейшими объемами золотых запасов. Обращает на себя внимание преобладание в этой группе развитых стран. Например, Китай, Россия, США входят в десятку стран-лидеров не только по объему золотых резервов, но и по золотодобывающей отрасли. Накопление золотого запаса было решающим геополитическим фактором для стран на протяжении всей истории [9].



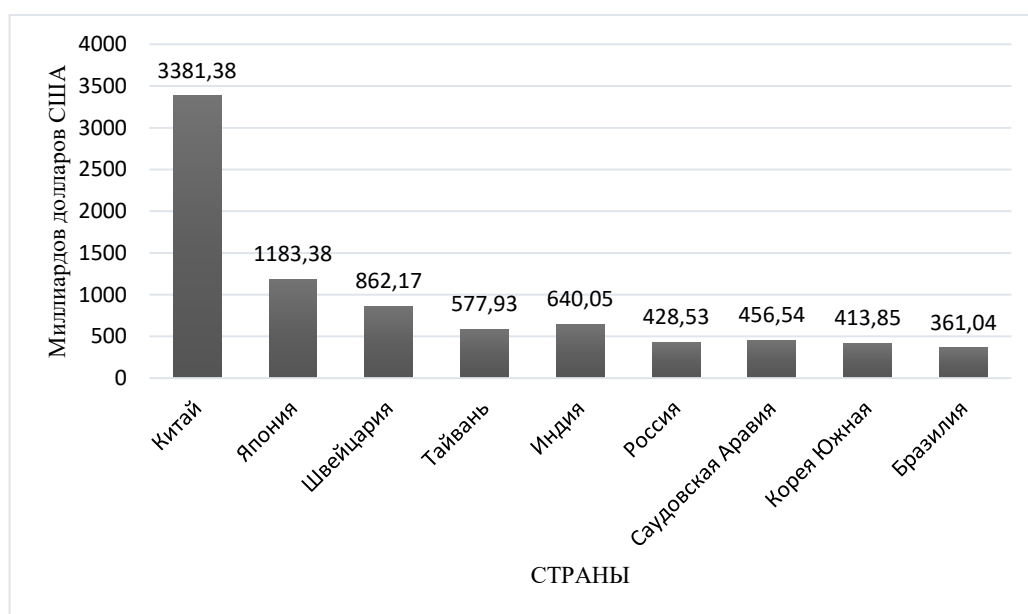
Источник: составлено автором на основе данных [85].

Рисунок 2.5 – Крупнейшие страны по объему золотых резервов в 2024 г.

Во времена экономической нестабильности или геополитической неопределенности золото может застраховать страну от девальвации валюты, инфляции, укрепить позицию страны в мировой валютно-финансовой системе. Также играет роль и историческая связь с международными рынками золота и ювелирной промышленностью (Швейцария, Нидерланды, Китай, Индия). Большой золотой запас США (8133 т) – 23,5% мировых официальных золотых резервов (лидера по объему золотых резервов) можно объяснить наследием Бреттон-Вудской системы, в основе которой лежала жесткая привязка доллара к золоту. Второе место занимает Германия (3359 т) – 9% мировых официальных золотых резервов. Среди стран с более чем 2000 тонн золота в резервах – Италия, Франция, Россия и Китай. В последующем, в течение многих лет золото, как и доллар США, рассматривалось как актив-убежище, которое обеспечивает безопасность и стабильность странам во времена экономических потрясений.

Покупка золота осуществляется в основном странами с формирующейся рыночной экономикой и развивающимися странами. Центральные банки России, Китая, Индии, Турции, Казахстана и Таиланда

играют основную роль в покупках золота. В 2018 г. к ним присоединились центральные банки Польши и Венгрии, став крупными покупателями золота. На конец 2021 г. центральные банки и МВФ держали в своих резервах в совокупности 35582,3 тонны золота. Таким образом, можно отметить изменения политики центральных банков вследствие перемен в МВФС и геополитике. Это произошло, во-первых, под влиянием мирового финансового кризиса 2008–2009 гг., выявившего уязвимые места в МВФС. Во-вторых, стремление центральных банков увеличить свои запасы золота усиливалось политикой количественного смягчения, проводимой крупными центральными банками, и долгосрочным поддержанием отрицательных реальных процентных ставок. В-третьих, большое значение имеет нарастание геополитической напряженности, связанное с политикой России и Китая и стремлением США сохранить свои позиции мировой державы. В-четвертых, введение санкций США в отношении активов России показало, что золотая составляющая резервов лучше обеспечивает их сохранность и защиту от блокировок [170].



Источник: составлено автором на основе данных [77].

Рисунок 2.6 – Страны-лидеры по объему валютных резервов в 2024 г.

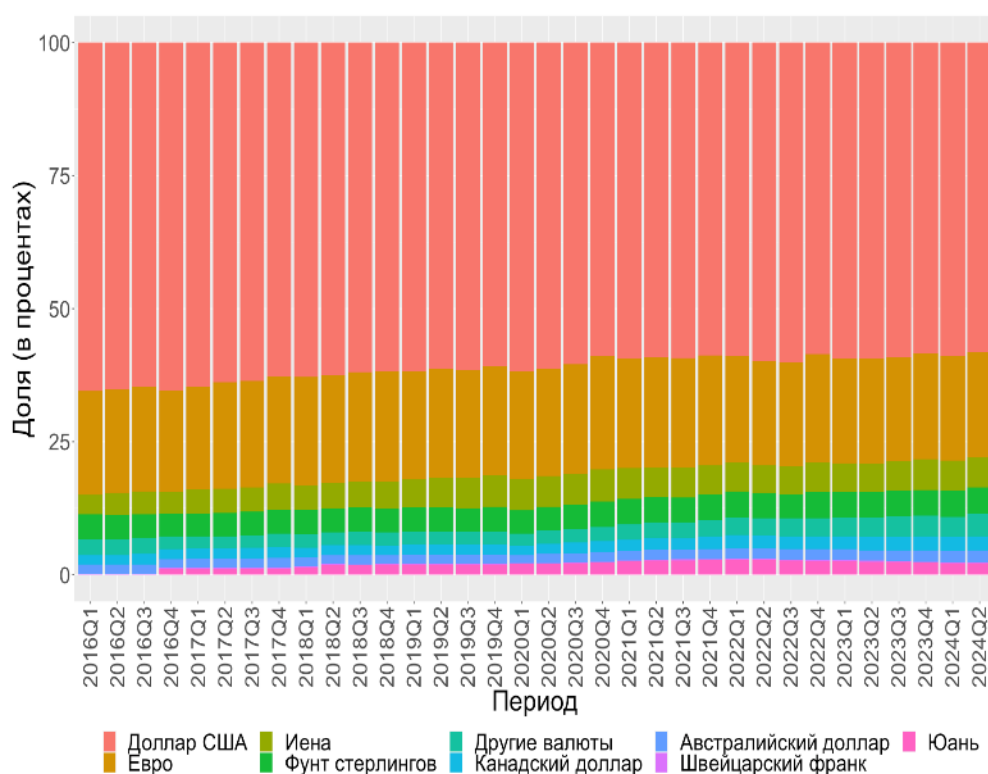
Необходимо отметить, что состав стран-лидеров по показателю общего объема валютных резервов (без учета золота) практически совпадает с

составом стран-лидеров по общему объему резервов, что показано на рисунке 2.6. В списке страны-лидеры среди таких стран (экспортоориентированные страны). Страны, ориентированные на внешнюю торговлю, имеют достаточно большой объем резервов, например, Китай, Япония, Швейцария, Тайвань, Индия, Россия и другие.

Рассмотрим динамику долей основных валют в общем объеме резервов. Следует отметить снижение доли доллара США и британского фунта в составе совокупных валютных резервов в период 1970–2024 гг. С наибольшего уровня в 84,85%, достигнутого в 1970 г., доля американской валюты упала до 47,14% в 1990 г. Это резкое падение американской валюты связано с обесценением доллара: в США прослеживался двойной дефицит бюджета, и девальвирование доллара стало возможным решением для стабилизации экономики на тот момент [196]. Доля доллара США в валютных резервах стран сокращается, за период 2016–2024 гг. она уменьшилась на 7 п.п, как продемонстрировано на рисунке 2.7. Схожий путь прошел и британский фунт, его доля за 20 лет (1965–1985 гг.) упала с 25,76% до 2,03%. Но перед кризисом 2008–2009 гг. она стала постепенно расти, и с тех пор устойчиво держится на уровне 4,5%–4,8% совокупных валютных резервов. Увеличение доли фунта в международных резервах – одно из проявления тенденции дедолларизации и диверсификации международных резервов. Доля евро, составлявшая около четверти международных резервов в начале его появления, в дальнейшем стабилизировалась на уровне 20%–21%. За последние десятилетия наблюдается заметный рост китайского юаня в международных резервах. Международный валютный фонд начал представлять детальную поквартальную статистику с учетом юаня с 2016 г. [8].

Далее рассмотрим швейцарский франк, данная валюта считается одной из самых надежных и стабильных в мире. Это связано с устойчивой экономикой Швейцарии, низким уровнем инфляции и политической стабильностью. С 2016–2024 гг. доля швейцарского франка в международных резервах находится на уровне 0,23%, по данным рисунка 2.6. Такую низкую

долю в международных резервах можно объяснить тем, что экономика Швейцарии не такая масштабная, как экономика США или Евросоюза, поэтому швейцарский франк не так широко используется в международной торговле. Нельзя не отметить тот факт, что Швейцария исторически поддерживает нейтральную и независимую позицию во внешней политике. Доля японской иены в международных резервах с 2016 г. по 2024 г. увеличилась на 1,84 п.п., в соответствии с рисунком 2.7.



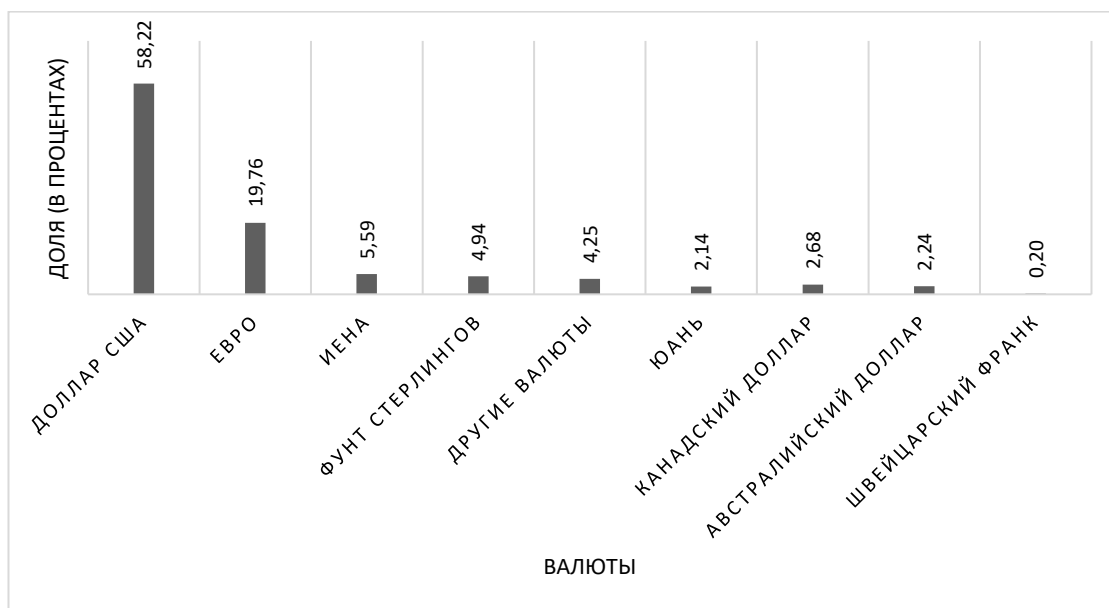
Источник: составлено автором на основе данных [36].

Рисунок 2.7 – Валютная структура резервов в динамике

Данное увеличение можно объяснить тем, что японская экономика была относительно стабильной и устойчивой, что повышает доверие к иене. Появление в составе резервов китайского юаня датируется 2010 г., когда Китай начал использовать юань в качестве платежного средства в сделках по внешнеторговым контрактам, однако признание юаня резервной валютой датируется 2016 г. С 2016 г. доля юаня постепенно увеличивалась в структуре резервов и в 2024 г. составила 2%, по своей значимости, в структуре

совокупных международных резервах юань постепенно приближается к британскому фунту, согласно рисунку 2.7.

Проведем анализ совокупных международных резервов в разрезе валют. Согласно рисунку 2.8, отметим, что, несмотря на снижение его удельного веса, доллар США по-прежнему занимает лидирующие позиции. По состоянию на середину 2024 г. доля американского доллара составляет 58,2%. На втором месте европейская валюта – 19,8%. Доля японской иены и британского фунта находится на уровне 5%. Доля китайского юаня, канадского доллара и австралийского доллара чуть ниже – 2–3%. Доля швейцарского франка в совокупных международных резервах незначительна. Обращает на себя внимание факт роста доли нетрадиционных резервных валют, таких как канадский доллар, австралийский доллар, южнокорейская вона, шведская крона, сингапурский доллар, норвежская крона, датская крона. Драйвером такого сдвига являются, в первую очередь, развивающиеся страны с их стремлением диверсифицировать резервы и снизить зависимость от доллара.



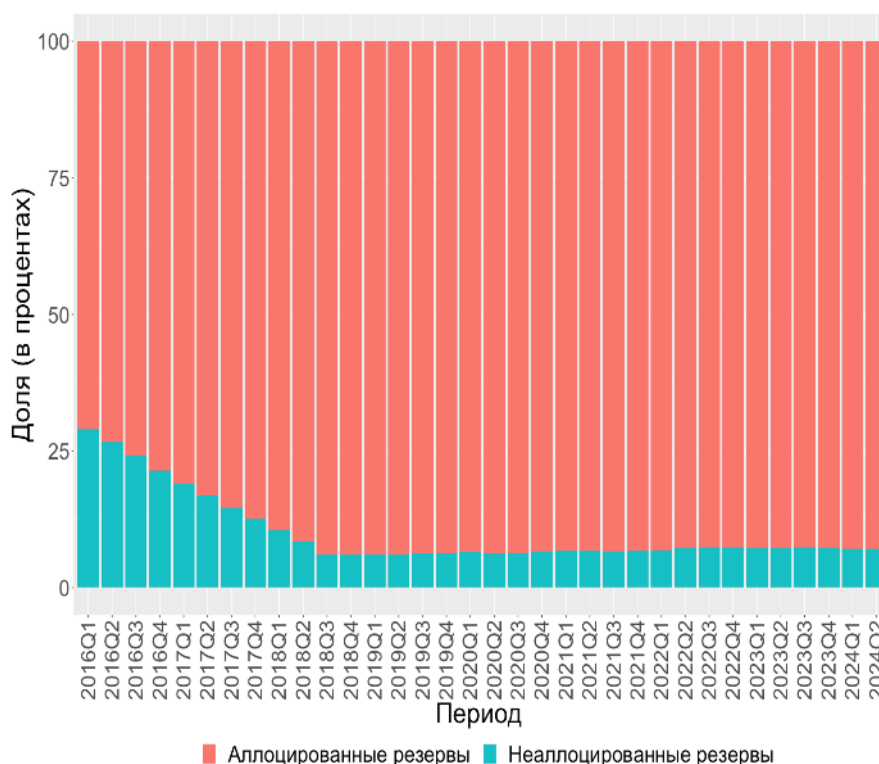
Источник: составлено автором на основе данных [36].

Рисунок 2.8 – Структура совокупных резервов в разрезе валют в 2024 г.

Первая причина этого состоит в сочетании более высокой доходности нетрадиционных валют. Период после 2008 г. был отмечен низкими процентными ставками в странах–основных эмитентах резервных валют.

В свою очередь, страны–эмитенты нетрадиционных валют были не столь сильно затронуты стагнацией и поддерживали более высокий уровень процентных ставок. В случае юаня его управляемый курс служит также дополнительным ограничителем волатильности. Вторая причина – это в целом глобальный рост резервов с 2000 г. по 2008 г. По мере роста резервов возникает необходимость в пересмотре состава портфеля и новых методах управления [136].

Отдельно стоит отметить совершенствование подхода к учету международных резервов. За период 2016–2024 гг. доля неаллоцированных резервов снизилась на 22 п.п. и составила в 2024 г. 7%, как показано на рисунке 2.9. Нераспределенные (неаллоцированные) резервы – это разница между общими валютными резервами в мировой таблице Международной финансовой статистики (далее – IFC) по иностранной валюте и общими распределенными (аллоцированными) резервами в COFER. COFER включает валютные резервы тех стран, которые в настоящее время не отчитываются перед COFER.



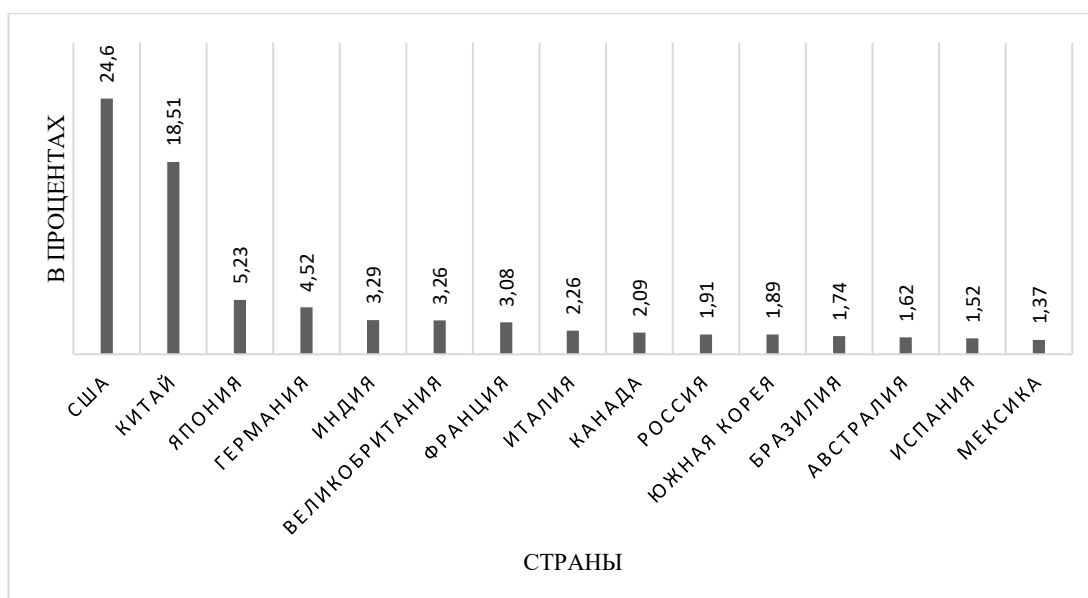
Источник: составлено автором на основе данных [20; 81].

Рисунок 2.9 – Динамика доли аллоцированных резервов

В процессе написания диссертации выявлены основные направления использования резервных валют. Выделим и проанализируем факторы, влияющие на объем и структуру валютных международных резервов. Анализ позволяет выделить следующие факторы, влияющие на валютную структуру международных резервов:

- макроэкономические факторы;
- фактор валютного рынка;
- фактор долгового рынка;
- фактор расчетов в мировой экономике;
- фактор реального курса.

Рассмотрим более подробно структуру мирового ВВП. На рисунке 2.10 представлена доля стран в мировом ВВП. Доля ВВП является важным фактором в распределении резервных валют, поскольку является отражением экономической мощи и стабильности страны. Страны с большой долей ВВП имеют больший потенциал для привлечения инвестиций, что способствует повышению спроса на валюту. Это приводит к увеличению влияния национальной валюты в международных расчетах. Например, США являются крупнейшей экономикой с долей ВВП в мире 24,60%, соответственно доллар США, являющийся резервной валютой, основывается на экономической мощи американской экономики. Китай – вторая экономика мира с долей в мировом ВВП – 18,51%; это, в свою очередь, увеличивает долю юаня в международных расчетах. Среди крупнейших мировых экономик присутствуют Индия (3,29%), Россия (1,91%) и Бразилия (1,74%). Суммарно доля развивающихся стран превышает 30% мирового ВВП. Доля Китая в мировой торговле колеблется в пределах 13–15%. Это свидетельствует об изменении соотношения сил в мировой экономике, о формирующейся экономической многополярности, что неизбежно сказывается и на структуре международных резервов.



Источник: составлено автором на основе данных [48].

Рисунок 2.10 – Крупнейшие страны по доле в мировом ВВП в 2024 г.

Таким образом, доля ВВП – один из важных факторов в формировании резервных валют, поскольку стимулирует доверие к валюте страны и способствует широкому использованию на международном рынке и в международных резервах.

В нашем анализе имеют значение фактор реального курса и конкурентоспособность экономики [202]. Операции на валютном рынке реализуются на основе номинального курса. Для того чтобы получить полное представление об экономических процессах, важно установить взаимоотношение между уровнем цен и значением номинального валютного курса. Уровень цен отражает среднее значение текущих цен на товары и услуги в экономике, в то время как номинальный обменный курс отражает стоимость одной валюты по отношению к другой. Эту задачу решает реальный валютный курс, используя такое фундаментальное экономическое понятие, как паритет покупательной способности. Реальное обесценение или укрепление валюты связано как с изменением номинального курса, так и с инфляцией.

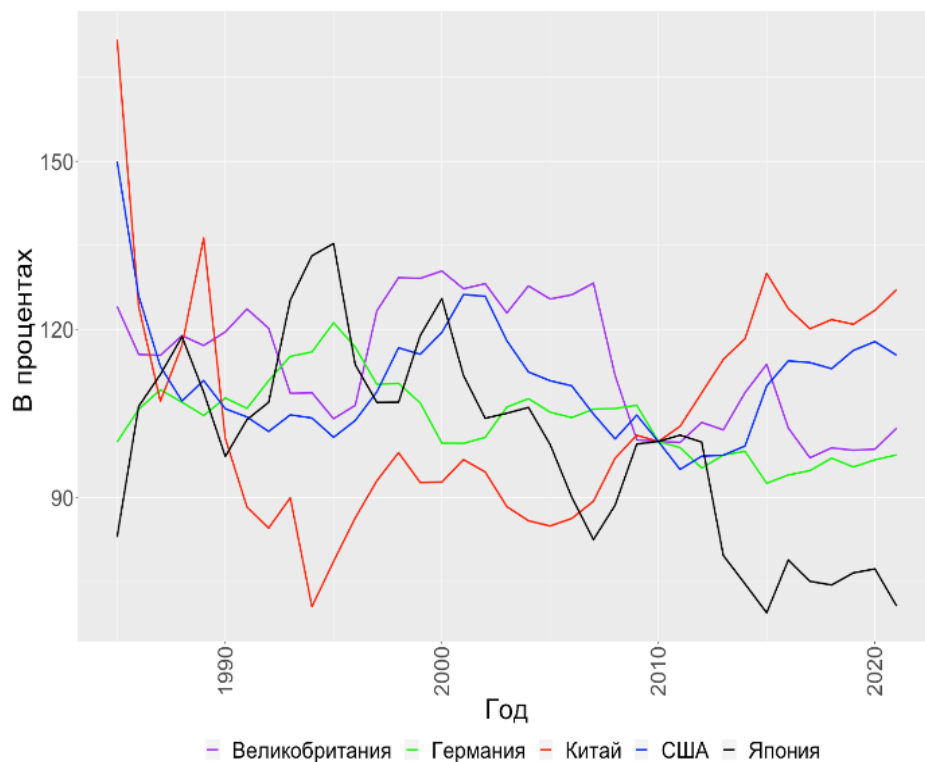
По формуле (3) реальный обменный курс

$$(Ex^R = Ip^F) / Ip^D, \quad (3)$$

где  $Ex^R$  – реальный обменный курс;  
 $Ip^F$  – ИПЦ за рубежом (foreign);  
 $Ip^D$  – ИПЦ в стране (domestic).

В экономическом анализе интерес представляет не только отдельно взятый курс, но и то, каким образом определенная валюта ведет себя по отношению к набору или корзине других валют. В первую очередь речь идет о странах–торговых партнерах. Эффективный валютный курс представляет собой средневзвешенный курс, рассчитанный по совокупности валютных пар. Обычно весами выступают показатели интенсивности товарооборота с торговыми партнерами.

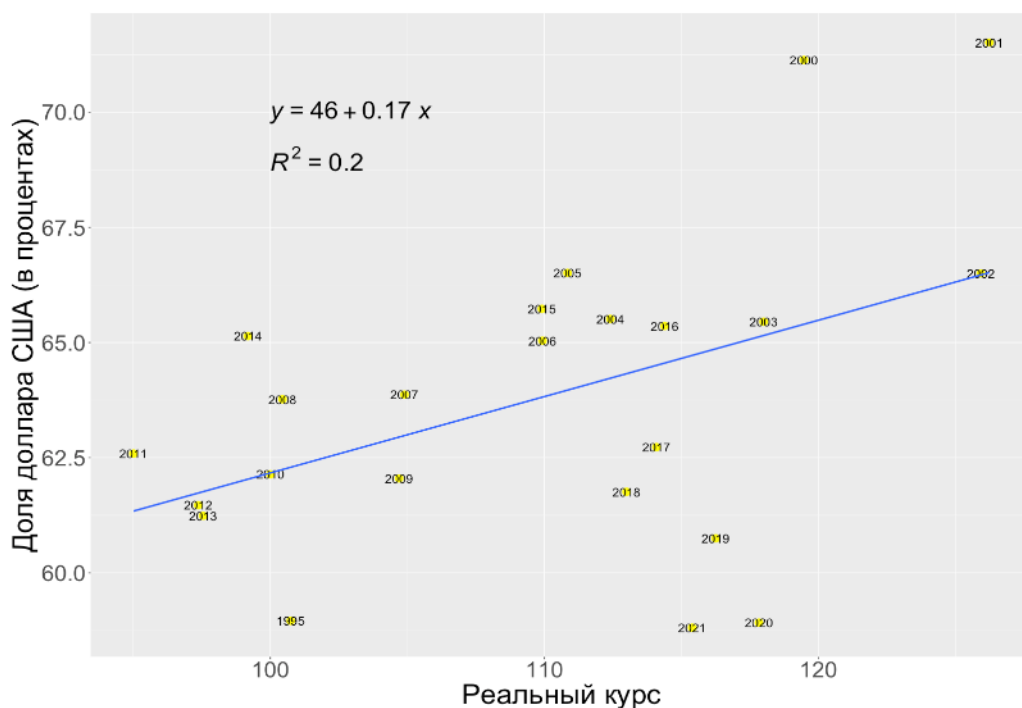
Различают номинальный эффективный валютный курс (Nominal effective exchange rate, NEER) и реальный эффективный валютный курс (Real effective exchange rate, REER). Эффективный курс представляется в форме индекса. Рост эффективного курса означает укрепление валюты, снижение соответствует ослаблению. Эффективный валютный курс является одним из показателей конкурентоспособности экономики. Сравнение доли той или иной валюты в резервах с изменением ее реального эффективного курса поможет ответить на вопрос, в какой степени сила валюты (или де-факто конкурентоспособность экономики) определяет ее долю в резервах. Динамика реального эффективного курса основных валют показана на графике – эффективный курс валюты соответствующей страны. На примере доллара США определенная взаимосвязь между долей валюты в международных резервах и ее реальным эффективным курсом представлена на рисунке 2.11. Периоды снижения и роста доли доллара США совпадают с периодами ослабления и усиления реального эффективного курса американской валюты. Также отметим, что увеличение присутствия юаня на мировом финансовом рынке в немалой степени связано с усилением влияния Китая в мире.



Источник: составлено автором на основе данных [41].

Рисунок 2.11 – Динамика реального эффективного курса валют ведущих стран (2010=100)

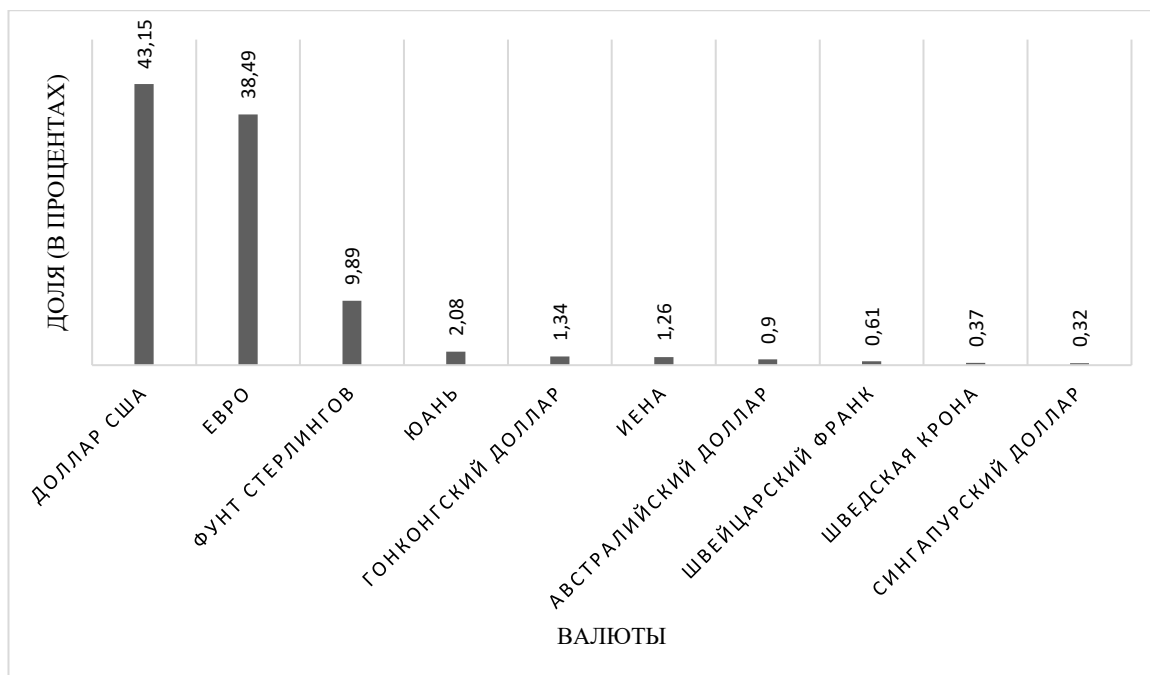
Рисунок 2.12 иллюстрирует тезис о том, что чем сильнее валюта, тем она становится более привлекательной для торговых и инвестиционных операций. Соответственно, растет спрос на данную валюту, что подтверждается корреляцией между долей доллара США в совокупных международных резервах и его реальным эффективным курсом. Можно отметить положительную связь между двумя рассматриваемыми показателями, коэффициент корреляции равен 0,45. Линейное уравнение парной связи ( $t$  – статистика=2,31,  $p$  – value=0,03) статистически значимо. Реальный эффективный курс объясняет порядка 20% вариации доли доллара США в совокупных резервах. Как рассмотрено ранее, одной из направлений международных резервов является выплаты по внешнему долгу. Взаимосвязь между мировым долговым рынком и международными резервами страны является сложной. В связи с этим возникает необходимость рассмотреть эту взаимосвязь.



Источник: составлено автором на основе данных [41].

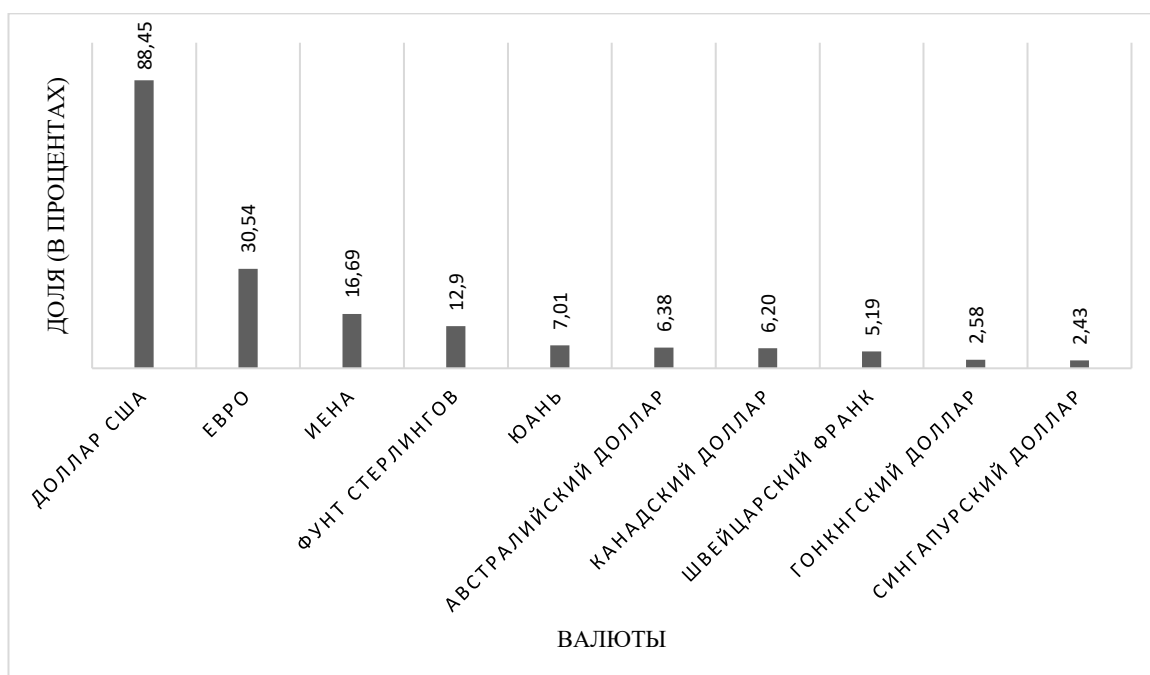
Рисунок 2.12 – Зависимость между долей доллара США в совокупных международных резервах и реальным эффективным курсом доллара США

По состоянию на I-III квартал 2024 г. наибольший объем долговых ценных бумаг в обращении приходится на доллар США, его доля составляет – 43,15%, как показано на рисунке 2.13. На втором и третьем местах находятся евро и фунт стерлингов – 38,49% и 9,89% соответственно. В первой десятке присутствуют также иена, австралийский доллар, швейцарский франк, канадский доллар, юань, шведская крона, гонконгский доллар. Поскольку мировой валютный рынок (МВР) обслуживает ряд операций, то, чем выше доля валюты в обороте на валютном рынке, тем валюта является более ликвидной. На рисунке 2.14, по состоянию на IV квартал 2022 г., самой торгуемой валютой на рынке является доллар США, его доля составляет – 88,45%. На втором и третьем местах находятся евро и иена – 30,54% и 16,69% соответственно. Международный валютный рынок ФОРЕКС, совокупный среднесуточный оборот которого составляет 7,51 трлн долл. США, обеспечивает разнообразные интересы его участников. По оценкам автора, из всего торгового объема доллара примерно на все экономические сделки приходится около 20%, спекуляция не менее 80%.



Источник: составлено автором на основе данных [26].

Рисунок 2.13 – Валютная структура мирового долгового рынка (I-III кв. 2024 г., доля валют в структуре мирового долгового рынка)

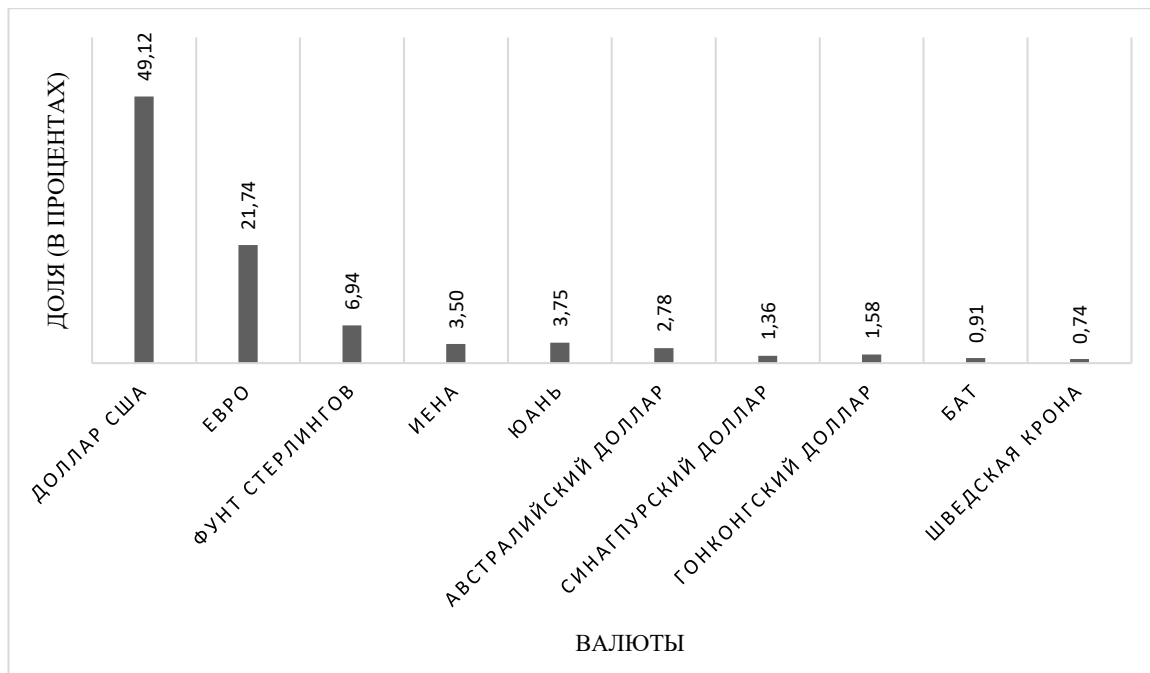


Источник: составлено автором на основе данных [27].

Рисунок 2.14 – Оборот международного валютного рынка ФОРЕКС за 2022 г.

На рисунке 2.15 представлена структура международных платежей в разрезе валют за декабрь 2024 г. В основе используемых данных лежит информация, фиксируемая системой SWIFT. Необходимо отметить, что через SWIFT проходят не все международные платежи, поэтому приведенные данные могут не в полной мере отражать долю той или иной валюты.

Наибольшая доля всех глобальных транзакций приходится на доллар США. Доля американской валюты в глобальных платежах составляет 49,12%. На втором месте находится евро – 21,74%. В первой десятке также присутствует иена, юань, австралийский доллар, сингапурский доллар, гонконгский доллар, бат, шведская крона. В целом можно сказать, что валютная структура международных платежей совпадает со структурой совокупных международных валютных резервов.



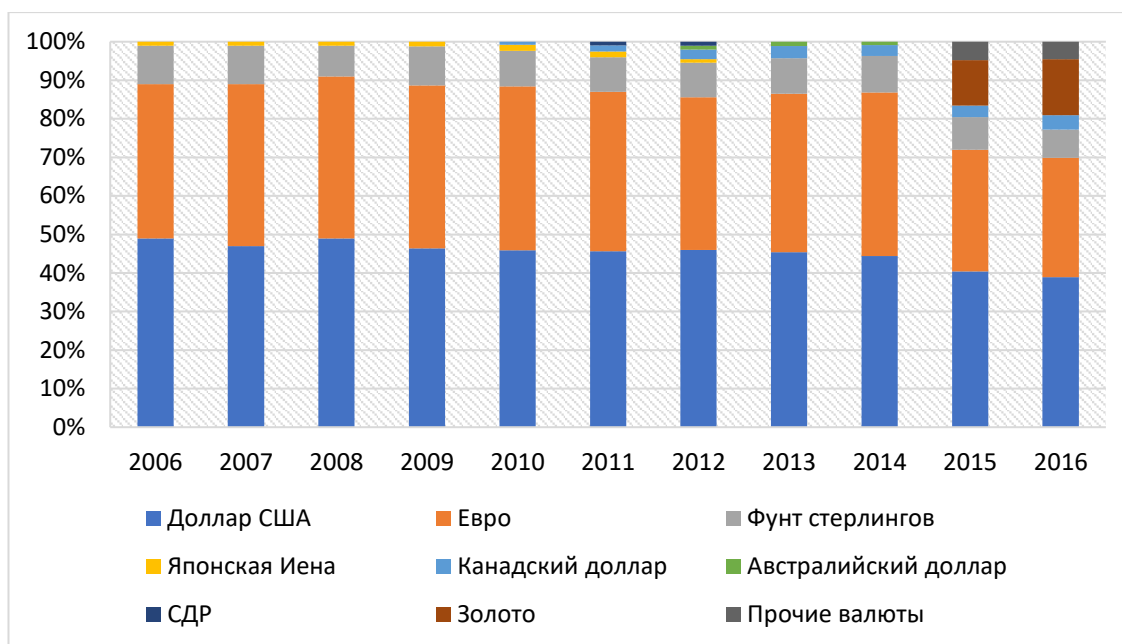
Источник: составлено автором на основе данных [65].

Рисунок 2.15 – Структура международных платежей за декабрь 2024 г.

В качестве характеристики использования валют международных резервов необходимо проанализировать динамику и структуру международных резервов России. Банк России начал представлять динамику и структуру резервов в разрезе валют только с 2006 г.

На рисунке 2.16 представлена динамика и структура международных резервов России за 2006–2016 гг. Отметим, что до 2015 г. Центральный банк России не раскрывал данные о доле золота в составе международных резервов. Основной валютой портфеля в период (с 2006 г. по 2014 г.) является доллар США, он составлял около 49% ежегодно. С 2014 г. началось поэтапное сокращение доли доллара США и евро в портфеле резервов; с 2006–2016 гг. в

результате влияния санкций доля доллара США уменьшилась почти на 9%, доля евро уменьшилась на 7,8%.



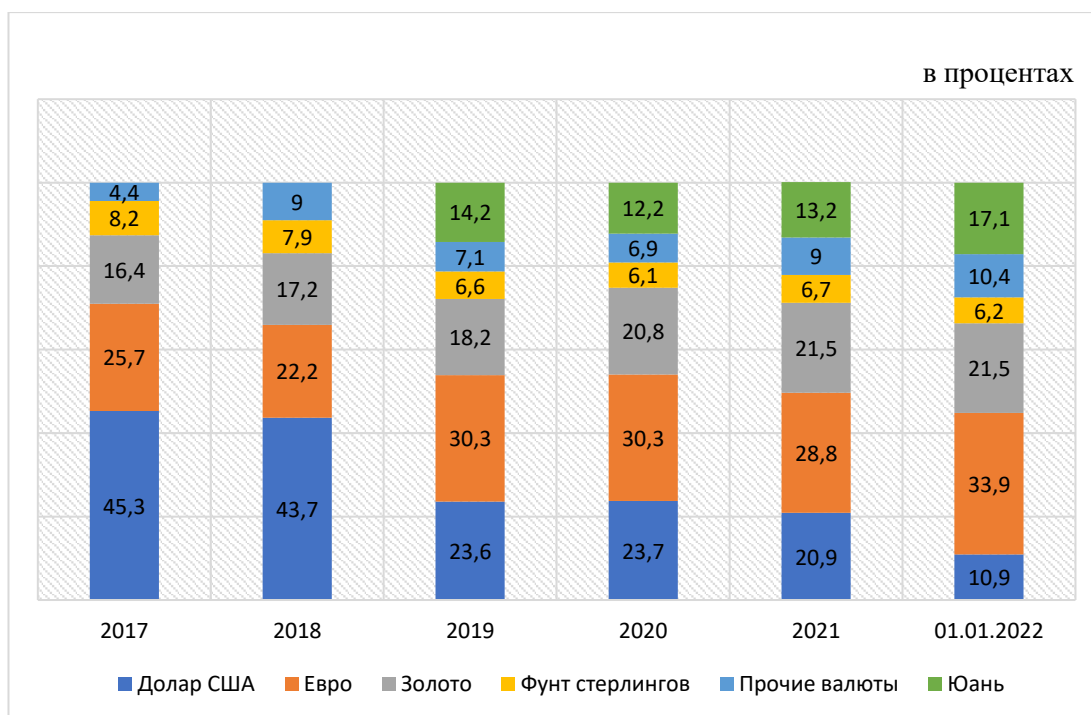
Источник: составлено автором на основе данных [94; 95; 96; 101; 102; 120; 121].

Рисунок 2.16 – Распределение активов Банка России в иностранной валюте и золоте с 2006 г. по 2016 г.

Доля фунта плавно снижалась – с 2006 г. по 2016 г. снизилась на 2,4%. Обращает на себя внимание тот факт, что в портфель международных резервов России с 2010 г. добавляется канадский доллар. За шесть лет доля канадского доллара увеличилась на 3,1%. Отметим, что с 2015 г. «графа прочие валюты», включающая в себя разнообразие валют, увеличивается. Так, за 7 лет Центральный банк России увеличил на 5,5% в своем портфеле прочие валюты.

На рисунке 2.17 изображается распределение активов Банка России в иностранной валюте и золоте с 2017 г. по 2022 г. С 2017 г. прослеживается явная тенденция уменьшения доли доллара США. За последние четыре года доля доллара США сократилась на 24,4%. Особенно сильно данные изменения стали видны с момента ввода санкций против России. Обратим внимание на существенное увеличение юаня, его доля составила 13,2% в 2021 г. С 2017 г. по 2022 г. в структуре международных резервов России произошли изменения: уменьшилась доля фунта стерлингов на 2%, одной из наиболее заметных тенденций в международных резервах России является сокращение доли

доллара США, так, доля активов в долларах США в международных резервах составила 10,9% от общего объема резервов.



Источник: составлено автором на основе данных [112; 113; 114; 115].

Рисунок 2.17 – Распределение активов Банка России в иностранной валюте и золоте с 2017 г. по 1 января 2022 г.

Наряду с долларом США, доминирующее положение евро в российских резервах также сократилось. В результате доля евро уменьшилась на 6,1%. Кроме того, Россия активизировала накопление золота, в результате доля золота в резервах составляет 21,5%. В целом, структура международных резервов России претерпела значительные изменения, ознаменовавшиеся сокращением присутствия традиционных западных валют. Санкции и вынужденная географическая смена товарооборота и валютной структуры резервов объясняют растущую долю юаня и других валют в составе международных резервов России. По данным на 1 марта 2023 г. международные резервы России составляли 574,2 млрд долл. США, вследствие этого уменьшились резервы на 42,8 млрд долл. США. «Из них на иностранную валюту пришлось 410, 6 млрд долл. США» [139]. По итогам проведенного анализа отметим, что формирование международных резервов

вытекает из структуры экономики внешней торговли и платежного баланса России, задач государственной политики, а также стратегических соображений, что и находит отражение в структуре резервов и их периодическом реформировании. Так, ЦБ РФ уже достаточно давно проводит политику планомерной адаптации портфеля резервов к макроэкономическим и геополитическим реалиям.

Превалирующее положение доллара в мировой торговле и международных финансах определяет необходимость его присутствия в международных валютных резервах. Факторы, которые способствуют доминированию доллара, включают также его стабильную стоимость, размер экономики США и геополитический вес Соединенных Штатов Америки. Кроме того, ни у одной другой страны мира нет такого рынка долговых обязательств, который составляет порядка 18 трлн долл. США, что необходимо для размещения валютных резервов, деноминированных в долларах США.

У стран–эмитентов альтернативных валют – прежде всего евро и юаня – есть свои проблемы. Евро – вторая по использованию резервная валюта, на которую приходится около 20% мировых валютных резервов. ЕС сопоставим с США по размерам экономики, имеет сильный Центральный банк и надежные финансовые рынки.

Однако отсутствие единого казначейства и единого европейского рынка облигаций ограничивает его привлекательность в качестве резервной валюты. Китай, стремящийся реализовать преимущества интернациональной валюты, стремится повысить роль юаня. Он расширяет использование юаня во взаимной торговле со своими партнерами. Однако наличие валютных ограничений не способствует интернационализации китайской валюты [126].

Центральные банки разных стран стремятся к диверсификации своих валютных портфелей и добавляют в него так называемые нетрадиционные валюты. Это обусловлено расширением торгово-экономических связей между ближайшими странами и развитием региональных и межгосударственных союзов. Центральные банки Казахстана, Кыргызстана в составе своих

валютных резервов держат значительный объем российских рублей, что обусловлено их тесными торговыми взаимоотношениями с Российской Федерацией [70]. Включение нетрадиционных валют в резервные портфели Центробанков способствует снижению зависимости от доллара США, который все больше становится токсичным активом вследствие политики Соединенных Штатов. Помимо торговых связей необходимо учесть, что центральные банки при управлении международными резервами стараются оптимизировать триаду целей со своими страновыми приоритетами.

## **2.2 Анализ факторов, определяющих политику формирования и управления международными резервами в разных странах**

С целью получения объективного взгляда на процессы формирования и управления международными резервами необходимо провести комплексный сравнительный анализ различных групп стран с точки зрения влияния факторов, формирующих резервы в условиях многополярности. Большинство авторов в своих исследованиях сосредотачиваются на группе стран, традиционно относящихся к бедным и слаборазвитым [47]. Данный подход, господствующий в экономической литературе 1970–1990 годов, во многом применяется и сейчас. Вместе с тем, на наш взгляд, подобное сужение диапазона исследования оставляет без внимания такой значимый фактор риска, как неустойчивое экономическое положение стран с высоким уровнем дохода. Страны, которые относятся к группе с «высокими» доходами, являются основными эмитентами резервных валют. Соответственно устойчивый макроэкономический дисбаланс, проявляющийся в высоком уровне долга и отрицательном сальдо платежного баланса, может негативно сказаться на позициях резервных валют и усугубить сложную финансовую ситуацию на мировых финансовых рынках. Естественным решением указанной проблемы становится путь к многополярному миру и поливалютному стандарту. Поскольку международные резервы следует рассматривать как страховой

запас, который выступает в качестве защиты экономики от разного рода макроэкономических шоков, объем и структура резервов обычно оценивается через соотношение с такими макроэкономическими параметрами, как ВВП, импорт, внешний долг, денежная масса, что нашло отражение в показателях их достаточности. Для проведения статистического анализа рассматриваемые макроэкономические показатели были усреднены за период 2010–2022 гг. Данный подход учитывает, как посткризисные явления в мировой экономике (кризис 2008–2009 гг.), так и влияние пандемии. В таблице 2.1 представлены результаты сравнительного анализа стран с разным уровнем дохода по ключевым макроэкономическим показателям: внешний долг, импорт, экспорт, резервы, их доля в ВВП соответствующих групп стран.

Таблица 2.1. – Сравнение групп стран с разным уровнем доходов на душу населения по макропоказателям

| Макроэкономические показатели  | В процентах от ВВП |                   |                  |          |
|--------------------------------|--------------------|-------------------|------------------|----------|
|                                | «Высокий»          | «Верхний средний» | «Нижний средний» | «Низкий» |
| Отношение резервов к ВВП       | 18,96              | 24,83             | 18,36            | 10,19    |
| Доля экспорта к ВВП            | 39,5               | 24,54             | 25,06            | 18,42    |
| Доля импорта в ВВП             | 44,10              | 22,59             | 28,52            | 26,69    |
| Отношение внешнего долга к ВВП | 68,23              | 22,51             | 27,61            | 27,30    |

Источник: составлено автором на основе данных [34; 43; 55; 77].

Традиционно в экономической науке наиболее пристальное внимание уделялась странам с *низкими доходами*. Данная группа стран имеет самое низкое значение показателя отношения международных резервов к ВВП – 10,19%. Подобный феномен можно объяснить следующим образом. Страны с низким доходом имеют самую низкую долю экспорта в ВВП – 18,42%, при этом отношение внешнего долга к ВВП и доля импорта в ВВП у данной категории стран находятся на достаточно высоком уровне в сравнении с другими группами стран – 27,3 и 26,69% соответственно.

Страны с «низким» доходом имеют крайне ограниченное количество резервов, так как не обладают конкурентоспособным экспортом для того, чтобы получать валютную выручку для пополнения резервов. Доходы от экспорта стран с низким уровнем дохода не обеспечивают должного уровня

притока иностранной валюты для формирования необходимого и достаточного объема резервов. Это порождает своего рода замкнутый круг.

Низкий уровень экономического развития не позволяет странам, относящимся к данной категории, решать две основные задачи – обеспечивать свои потребности за счет собственного производства и быть полноценно вовлеченными в международное разделение труда, наращивая экспорт. В свою очередь, низкий уровень экспорта ведет к недостаточности резервов и недостаточным объемам технологического импорта, который требуется для устойчивого экономического развития.

Страны, попадающие в категорию доходов «*нижний средний*», имеют схожий со странами с низкими доходами экономический профиль. Доля импорта в ВВП составляет 28,52%, отношение внешнего долга к ВВП – 27,61%. Однако более высокий уровень экспорта (25,06% к ВВП) позволяет поддерживать и более высокий уровень резервов – 18,36% к ВВП.

Страны с *высоким уровнем дохода* имеют высокую долю как экспорта, так и импорта в ВВП – 39,5 и 44,1% соответственно. Вместе с тем отношение резервов к ВВП практически соответствует странам из категории «*нижний средний*» – 18,96%. Это свидетельствует о том, что страны с высоким доходом не нуждаются в значительных резервах, так как всегда могут рассчитывать на привлечение средств на международных финансовых рынках по низким ставкам для покрытия текущих потребностей (отрицательное сальдо торгового баланса, внешний долг и выплата процентов). Об этом свидетельствует высокое значение отношения внешнего долга к ВВП – 68,23%.

По данной группе необходимо отметить три аспекта:

– столь высокий уровень долга несет в себе определенные риски. При изменении конъюнктуры странам данной категории потребуются искать дополнительные источники финансирования для погашения внешнего долга, что скорее всего увеличит долговое бремя и поставит под угрозу приемлемый уровень долговой задолженности мировой экономики. Необходимо отметить, что рейтинговые агентства (Moody's, Fitch) понизили долгосрочный

суверенный рейтинг США, обосновывая это тем, что неконтролируемо растёт дефицит госбюджета США, объем госдолга в условиях повышения процентных ставок и ужесточения политики Федеральной резервной системы [46];

- в соответствии с классификацией Мирового банка, в категорию стран с высоким уровнем дохода попадает ряд сырьевых экспортеров, таких как Саудовская Аравия, ОАЭ, Кувейт. Это во многом объясняет высокую долю экспорта в ВВП у данной категории стран. Однако указанный факт в определенной степени маскирует существенное различие между странами с точки зрения структуры экспортных доходов;

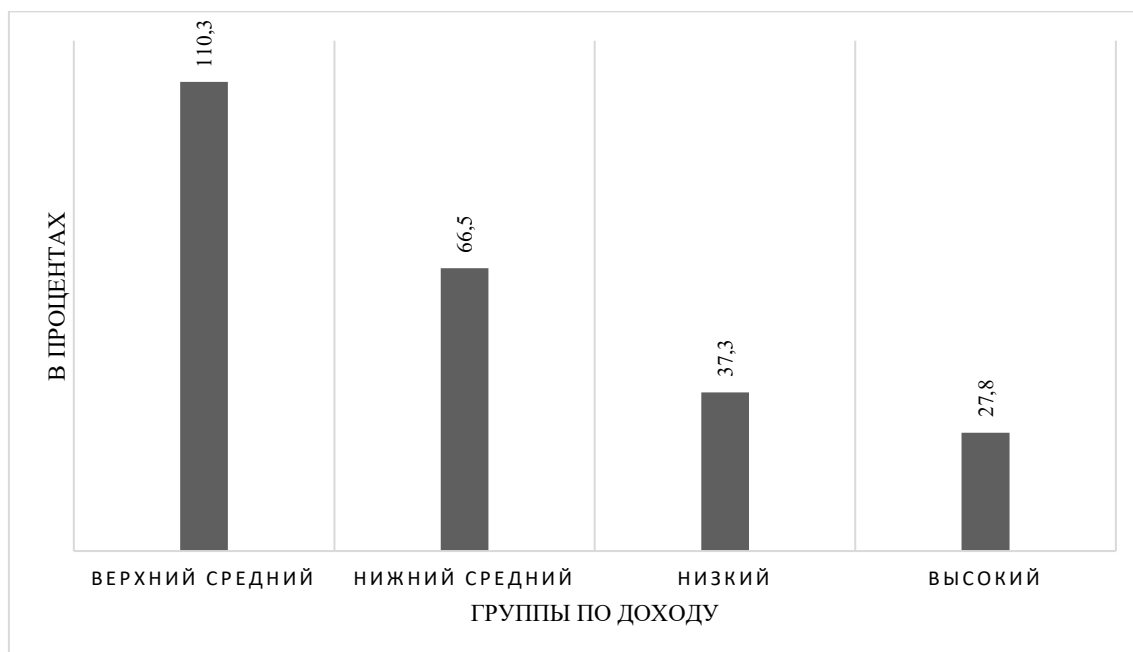
- среди стран с высоким уровнем дохода присутствуют страны, чьи валюты (в особенности это относится к США), являются де-факто резервными, что и объясняет высокий уровень долга. В случае утраты данного привилегированного статуса, который объясняется во многом факторами геополитики, страны с высоким доходом могут столкнуться с серьезными финансовыми проблемами.

Страны из группы *«верхний средний»* имеют более устойчивое положение, чем страны, которые входят в группу *«высокие»*. Страны, относящиеся к группе *«высокие»* имеют больше рисков, поскольку обладают меньшим объемом резервов при этом имея большой внешний долг.

Самая стабильная ситуация наблюдается у стран, относящихся к группе доходов *«верхний средний»*. Страны данной группы имеют положительное сальдо торгового баланса (экспорт – 24,54% к ВВП, импорт – 22,59% к ВВП), очень умеренное отношение внешнего долга к ВВП (22,51%) и, как следствие, самый высокий из всех групп стран показатель отношения международных резервов к ВВП (24,83%). Обращает на себя внимание высокая сбалансированность данных показателей: все они находятся в диапазоне 22,5%–25%.

Отмечая особую важность международных резервов для покрытия внешнего долга, отметим, что страны, относящиеся к группе доходов *«верхний*

средний», имеют самый высокий показатель отношения международных резервов к внешнему долгу – 110,31%, в соответствии с рисунком 2.18. Другими словами, объем их резервов перекрывает размер их внешнего долга, тогда как международные резервы стран с низким уровнем дохода обеспечивают только 37,32% внешнего долга.



Источник: составлено автором на основе данных [29].

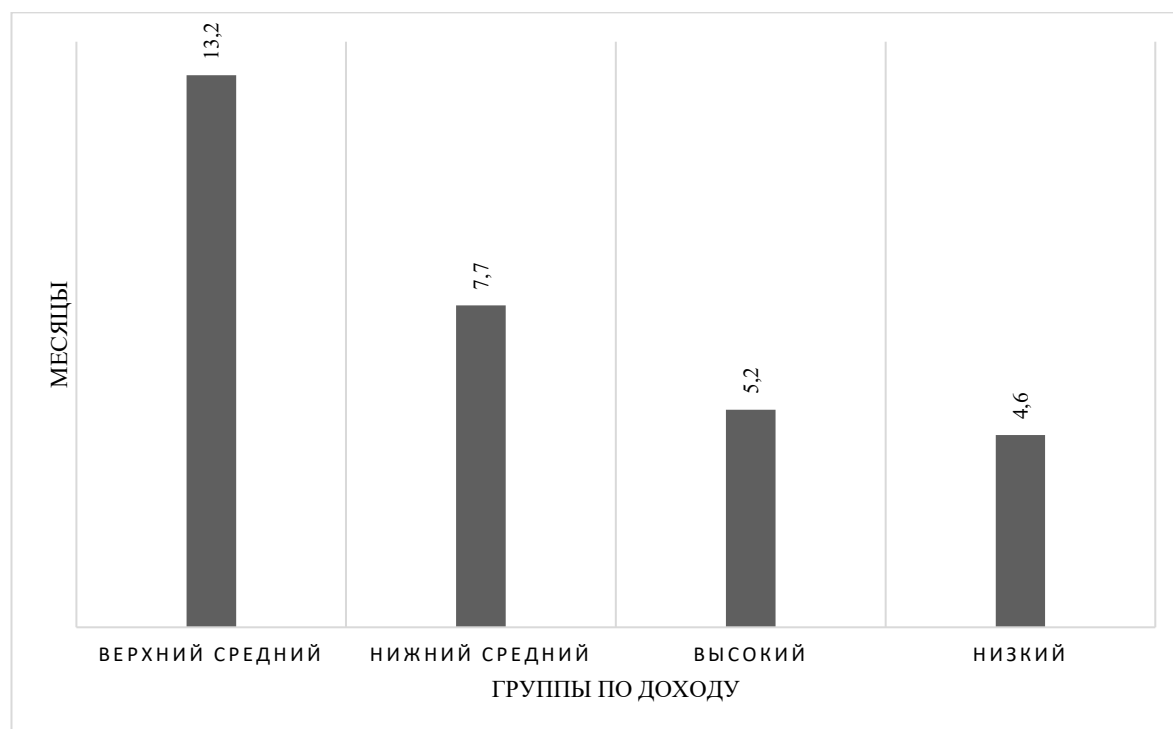
Рисунок 2.18 – Сравнение групп стран с разными доходами по показателю отношения резервов к внешнему долгу

Далее рассмотрим такой показатель достаточности резервов, как покрытие импорта в месяцах. Страны, относящиеся к категории «верхний средний», ожидаемо имеют наибольшее значение данного показателя – 13,2 месяца покрытия импорта. Страны с низким доходом имеют запас резервов, покрывающий 4,6 месяца импорта, согласно рисунку 2.19.

Поскольку развитые страны не нуждаются в проведении интервенций и обеспечении внешнего долга, объем резервов будет небольшим и структура резервов будет включать большую долю золота. В развитых странах превалирует мотив предосторожности и защита от геополитических и финансовых рисков при управлении резервами.

Страны со слаборазвитой экономикой больше нуждаются в валютных резервах для урегулирования своих экономических потребностей и

обеспечения финансовой устойчивости. Сохранение этих дисбалансов создает значительные проблемы для глобальной экономической стабильности. В то же время тенденция к многополярности становится все более заметной, отражая изменение глобального баланса сил и появление новых центров экономического и политического влияния.



Источник: составлено автором на основе данных [55].

Рисунок 2.19 – Сравнение групп стран с разными доходами по показателю достаточности международных резервов

Последствия глобальных дисбалансов сложны, многогранны и варьируются в зависимости от обстоятельств. Экспортоориентированные страны, поставляющие сырье и энергоресурсы и зависимые от мировой конъюнктуры, используют свои резервы при плохой конъюнктуре на поддержание курсов валют и финансовой стабильности. Превалирует транзакционный мотив при управлении резервами. В то время как развитые страны с высокими доходами, дефицитом платежного баланса потребляют больше, чем производят, накапливают долги и полагаются на иностранный капитал. Однако на практике дисбалансы могут привести к перекосам, напряженности и уязвимости, особенно когда они сохраняются в течение

длительного периода. Для стран с дефицитом риски внезапного прекращения притока капитала или обесценивания валюты могут спровоцировать финансовую нестабильность или долговые кризисы. Для стран с профицитом существуют риски образования пузырей активов, чрезмерного накопления резервов и валютных манипуляций, которые могут привести к торговой напряженности или валютным войнам, как мы наблюдаем в случае Китая и США.

Тенденция к многополярности отражает появление новых центров экономической и политической власти, бросающих вызов традиционному доминированию Соединенных Штатов Америки и Европейского союза. Эта тенденция обусловлена различными факторами, включая подъем Китая, Индии, Бразилии и других развивающихся рынков, а также изменениями в глобальном управлении, технологиях и обществе.

Нарастание многополярности очевидно в различных областях, включая дипломатию, безопасность, экономику и финансы. В экономике многополярность подразумевает переход к более децентрализованному, диверсифицированному и инклюзивному глобальному экономическому управлению.

В финансах многополярность предполагает снижение зависимости от доллара США, диверсификацию состава глобальной валютной ликвидности, снижение степени асимметричности распределения международных резервов в МВФС. Этому могут способствовать расширение номенклатуры резервных валют и классов резервных активов.

Определим факторы, влияющие на формирование международных резервов по всей совокупности стран мира. Рассматриваемые факторы подразделяются на макроэкономические и внешнеэкономические.

Рассматриваемая выборка включает все страны, которые входят в статистическую базу данных Всемирного банка. Поскольку все экономики стран мира разные по размеру, то для получения адекватной модели все

макроэкономические показатели приведены к ВВП. Показатели были взяты с 2010–2022 гг. и были усреднены для каждой страны.

Общие макроэкономические факторы: темп прироста номинального ВВП, инфляция. Темп прироста ВВП является фундаментальным показателем, характеризующий уровень общей экономической активности в государстве. Для целей исследования мы берем средний годовой темп прироста за период 2010–2022 гг.

Основная гипотеза заключается в том, что сам по себе темп прироста ВВП не влияет напрямую на уровень международных резервов, а основные изменения в резервах транслируются через внешнеэкономическую деятельность и финансовые рынки. Конкурирующая гипотеза основана на предположении о том, что существует определенный набор неучтенных экономических факторов, влияние которых на резервы можно совокупно оценить через изменение ВВП.

Что касается выбора инфляции в качестве влияющего фактора на международные резервы, отметим, что в анализе используется номинальный ВВП. Соответственно для получения объективных выводов необходимо учесть фактор изменения цен. Основная гипотеза заключается в том, что, инфляция, как и темп роста ВВП, не оказывает существенного влияния на уровень резервов. Гипотеза относительно влияния инфляции носит скорее вспомогательный и уточняющий характер. Для целей исследования инфляция рассчитывается как среднегодовой индекс изменения потребительских цен (далее – CPI).

Внешеэкономические факторы – отношение внешнего долга к ВВП. Выбор такого показателя, как отношение внешнего долга к ВВП, объясняется, особым вниманием к нему со стороны авторов предыдущих исследований, которые были сосредоточены на проблемах стран с низким уровнем дохода. В то же время, учитывая современную ситуацию глобальных дисбалансов, такой взгляд нам представляется весьма ограниченным. Основная наша гипотеза состоит в том, что уровень внешнего долга не оказывает сильного влияния на

уровень резервов. В связи с этим необходимо сделать одну важную оговорку – в данном случае речь идет о некоторой общей тенденции в отношении взаимосвязи рассматриваемых показателей. Это не исключает, что в определенных ситуациях и в отношении определенных стран такая связь может иметь место.

Макроэкономические факторы – доля экспорта в ВВП, доля импорта в ВВП, отношение сальдо торгового баланса к ВВП. В исследовании было выявлено то, что основным «драйвером» роста совокупных резервов в мире выступают страны из группы «верхний средний» доход. Страны из данной группы являются активными участниками внешнеэкономической деятельности, особенно в части экспортных операций. Соответственно, наша основная гипотеза будет состоять в том, что существует влияние экспорта на резервы (рост экспорта ведет к росту уровня международных резервов). Что касается роли импорта, то здесь страны, осуществляющие большие импортные закупки, вынуждены поддерживать высокий уровень резервов для обеспечения платежей по импорту. Отсюда основная гипотеза – рост импорта ведет к росту уровня международных резервов. Рассматриваемые показатели были усреднены за период 2010–2022 гг. Данный период учитывает, как посткризисные явления в мировой экономике, так и влияние пандемии. В качестве уровней значимости были выбраны значения  $\alpha = 0,05$  и  $\alpha = 0,1$ .

Построена регрессия, которая оценивает влияние прироста номинального роста ВВП на объем совокупных международных резервов; в приложении Б на рисунке Б.1 приведены расчеты. Линейное уравнение парной связи ( $y = 17 + 0,55x$ ;  $R^2 = 0,0063$ ; t-статистика=1,04, p-value=0,3) статистически незначимо. Основная гипотеза подтверждается, а именно прирост ВВП не оказывает существенного влияния на отношение резервов к ВВП.

Проанализирована зависимость между инфляцией и отношением совокупных международных резервов к ВВП, в приложении Б на рисунке Б.2 приведены расчеты. В качестве показателя инфляции выступает индекс

изменения потребительских цен. Линейное уравнение парной связи ( $y = 21 - 0,48x$ ;  $R^2 = 0,019$ ;  $t$ -статистика = -1,76,  $p$ -value = 0,08) статистически незначимо на уровне  $\alpha = 0,05$ . Однако на уровне  $\alpha = 0,1$  статическая связь существует. Необходимо отметить: инфляция оказывает слабое отрицательное влияние на отношение резервов к ВВП, т. е. рост инфляции ведет к снижению резервов. Таким образом, исходная основная гипотеза не подтверждается. Взаимосвязь между инфляцией и уровнем международных резервов требует дальнейшего исследования.

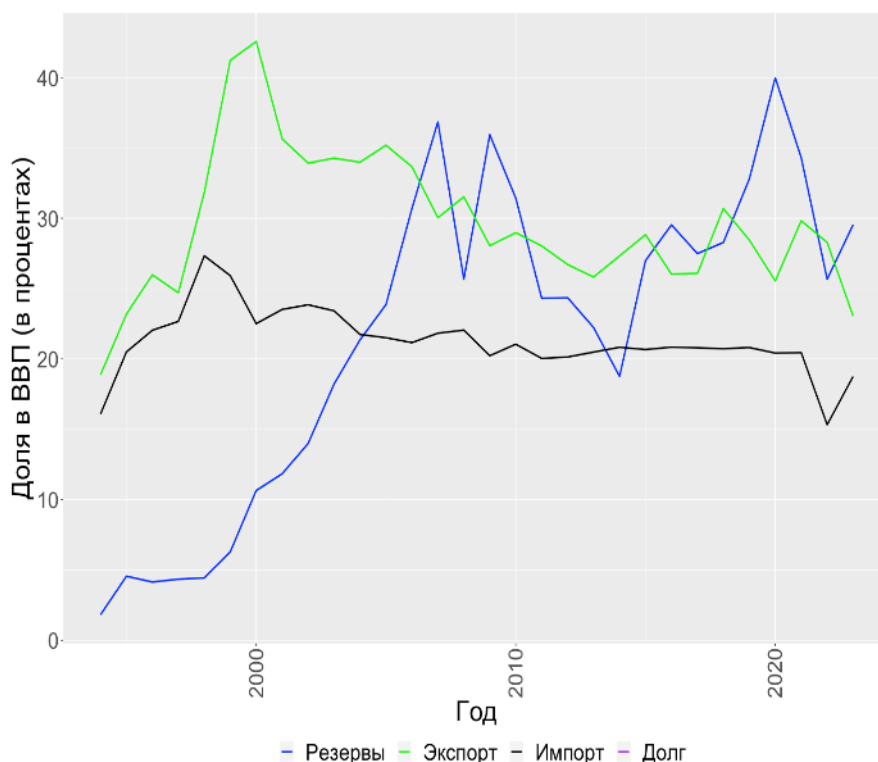
Исследуется зависимость между долей мирового экспорта в глобальном ВВП и отношением резервов к ВВП, в приложении Б на рисунке Б.3 приведены расчеты. Линейное уравнение парной связи ( $y = 16 + 0,084x$ ;  $R^2 = 0,019$ ;  $t$ -статистика = 1,8,  $p$ -value = 0,07) статистически незначимо на уровне значимости  $\alpha = 0,05$ . Отметим, что на уровне значимости  $\alpha = 0,1$  статическая связь существует, что позволяет констатировать: доля экспорта в ВВП оказывает слабое положительное влияние на отношение резервов к ВВП (рост экспорта ведет к росту резервов). Основная гипотеза в целом подтверждается.

Прослеживается зависимость между долей импорта в ВВП и отношением резервов к ВВП, в приложении Б на рисунке Б.4 приведены расчеты. Линейное уравнение парной связи ( $y = 13 + 0,12x$ ;  $R^2 = 0,035$ ;  $t$ -статистика = 2,44,  $p$ -value = 0,02) статистически значимо, т. е. основная гипотеза подтверждается. Изменение доли импорта в ВВП объясняет 3,49% вариации отношения резервов к ВВП. Увеличение доли импорта в ВВП на 1 п.п. ведет к росту отношения резервов к ВВП на 0,12 п.п.

Зависимость между отношением внешнего долга к ВВП и отношением резервов к ВВП представлена в приложении Б на рисунке Б.5. Линейное уравнение парной связи ( $y = 19 + 4,6 \times 10^{-5}x$ ;  $R^2 = 9,8e - 0,9$ ;  $t$ -статистика = 0,  $p$ -value = 1) статистически незначимо. Основная гипотеза подтверждается – отношение внешнего долга к ВВП не влияет на показатель отношения резервов к ВВП.

Результат оценки корреляции внешнего долга и резервов в приведенном нами исследовании отличается от результатов других. В работе Донг Лу (Dong Lu) и Юхао Му (Yuhao Mu) [38] прослеживается зависимость между долей долга и резервами в долларах США, причем при высокой волатильности обменного курса увеличение доли долга в долларах США приведет к тому, что центральные банки беднейших стран будут удерживать большую долю доллара в международных резервах. В наших расчетах мы не учитывали волатильность и использовали другую, более широкую выборку стран, включая развитые страны. Далее, в третьей главе, мы построили другую модель, в которой рассматриваем волатильность в контексте оценки активов с точки зрения включения в состав международных резервов.

Динамика экспорта, импорта, внешнего долга и международных резервов Российской Федерации к ВВП представлена на рисунке 2.20. Период 1990-х гг. характеризуется, с одной стороны, крайне низким уровнем международных резервов, и с другой стороны, высоким уровнем внешнего долга. После наивысшего значения в истории – 91,9% к ВВП, достигнутого в 1999 г., внешний долг России стал резко снижаться. В то же время в начале 2000-х годов международные резервы России стали стремительно расти, достигнув рекордных значений в 2022 г. Снижению внешнего долга и росту резервов в значительной степени способствовало стабильно положительное сальдо торгового баланса. Результаты проведенного исследования подтверждает тезис о влиянии импорта и экспорта на уровень международных резервов. Группы страны с большой долей экспорта в ВВП имеют тенденцию к накоплению резервов. В свою очередь, страны с высокой долей импорта могут быть заинтересованы в накоплении резервов для поддержания импорта на стабильном уровне. Экспортноориентированные экономики, как и импортозависимые должны иметь значительные валютные резервы. Напротив, мы не обнаружили какой-либо значимой статистической связи между уровнем внешнего долга и уровня международных резервов.



Источник: составлено автором на основе данных [92; 100; 109; 140].

Рисунок 2.20 – Динамика макроэкономических показателей Российской Федерации

Авторы (M. June Flanders [47], Heller [192]), в исследованиях которых такая связь была выявлена, во-первых, рассматривали более ранние исторические периоды, и во-вторых, сосредоточивали свое внимание на странах с низким доходом. С нашей точки зрения, такое сознательное ограничение является спорным, так как не учитывает все аспекты, связанные с управлением международными резервами. Присутствует ангажированность и стремление не акцентировать влияние на глобальных дисбалансах, их рисках и ситуации в развитых странах.

### 2.3 Выявление и учет санкционных рисков в политике управления международными резервами Банка России

Основываясь на анализе основных направлений трансформации МВФС, представленных в параграфе 1.1, рассмотрим возможные сценарии дальнейшего развития МВФС. Учитывая факторы, влияющие на формирование международных резервов, перейдем к рассмотрению политики

управления резервами в условиях обострения геополитических конфликтов. Все более явно проявляющиеся с 2014 г. геополитические риски заставляют центральные банки многих стран пересматривать свою политику управления резервами. Геополитика всегда играла ключевую роль для финансовой системы в прошлом. Вторая мировая война привела к появлению системы, основанной на господстве доллара США. На создание евро сильно повлияли геополитические изменения, связанные с успехами интеграции в Евросоюз.

Геополитическая обстановка существенно изменилась с 2014 г., и страны Запада стали постепенно вводить санкции, направленные на ослабление экономики целевой страны путем снижения ее доступа к международным рынкам и финансовым ресурсам. В экономической литературе выделяется несколько ключевых категорий санкций: санкционированные СБ ООН, односторонние/коллективные, финансовые, торговые, первичные, вторичные, блокирующие и секторальные. Для санкций применяются различные инструменты их реализации, например: торговые эмбарго, секторальные валютные ограничения, запрет операций, конфискация финансовых активов, ограничение доступа к элементам глобальной финансовой и торговой инфраструктуры, внесение в SND-список, запрет совершения транзакций, полный запрет доступа к американской/европейской финансовой системе и точечные ограничения (на отдельные отрасли) [158]. В сфере геополитики напряженность присутствует не только в отношениях Запада и России, но и в американо-китайских отношениях. Различаются и инструменты. Безопасность и доступность резервов стали важной темой, которая может иметь последствия для политики резервирования в будущем. Беспрецедентные санкции в 2022 году с замораживанием валютных резервов России странами «Большой семерки» (далее – G7) отличают этот конфликт от любого предыдущего геополитического конфликта после Второй мировой войны. Возникает вопрос: в какой степени и в каком направлении замораживание резервов России может повлиять на политику управления международными резервами других стран? И существует ли возможность защитить их от потенциальной угрозы санкций?

С 2015 г. доля доллара США в международных резервах быстро снижается. Сегодня доллар США составляет чуть менее 60% мировых валютных резервов в центральных банках, по сравнению с более чем 80% в 1970-х гг. Можно сказать, что международные резервы претерпевают определенную трансформацию. Центральные банки разных стран проводят политику диверсификации резервов, уменьшая долю доллара в них, для того чтобы уменьшить геополитические риски. Также, Центральные банки начали все меньше удерживать резервы для покрытия импорта, так как все больше данной функцией занимаются частные банки и банки развития, привлекая средства с международного кредитного рынка [50].

В результате ограничительных мер, введенных США, Евросоюзом и рядом других стран, Россия лишилась доступа к 300 млрд долл. США своих резервов, основная часть которых – это активы в долларах США и евро, что составляло на тот момент почти половину их общего объема. Однако, на основе данных ЦБ РФ, невозможно с точностью сказать, сколько резервов было заморожено западными властями в результате санкций.

Европейская комиссия уведомила Банк России о замораживании международных резервов на сумму 210 млрд евро (приблизительно 225,47 млрд долл. США) [53]. С юридической точки зрения конфискация международных резервов, как правило, считается нарушением международного права. Конфискация резервов страны рассматривается как посягательство на ее суверенитет и нарушение международных соглашений.

Великобритания также заняла жесткую позицию в отношении России, «заморозив международные резервы на сумму 18,39 млрд фунтов стерлингов (приблизительно 21 млрд долл. США), в связи с замораживанием активов Великобританией, в период с 20 февраля 2022 г. по 20 октября 2022 г.» [45]. В сравнении с 2021 г. замороженные активы составляли 44,5 млрд фунтов (около 50,7 млрд долл. США) – таким образом, к 20 октября 2022 г. объем замороженных активов вырос на 41%.

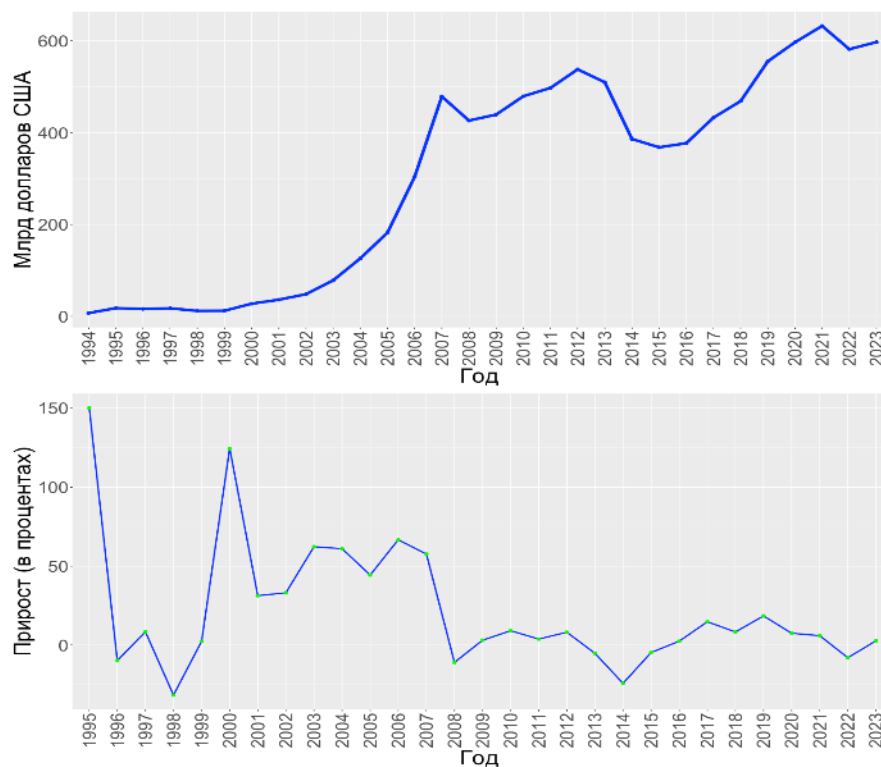
Оценки объема замороженных средств разнятся. В некоторых источниках указывается сумма в 415 млрд долл. США [90]. Евросоюз распространил запрет на проведения транзакций с Банком. Зеркальное решение приняли США в отношении проведения операций с российским Центральным банком, а также с Минфином и ФНБ. Япония и Канада поддерживали санкции против России. Западный блок стран продолжают оказывать давление на основных партнеров России с целью ограничения доступ России к своей валюте.

Подобная ситуация уже имела место в современной истории – в свое время под санкции попал ЦБ Ирана. Впервые экономические, финансово-банковские санкции против Ирана были применены в 1979 г. Полностью были запрещены банковские, валютные операции с Ираном и заморожены резервы на сумму 115 млрд долл. США [90]. Поскольку Иран является крупным экспортером нефти, после запрета на проведение банковских транзакций нефтяные компании Ирана совершали сделки в национальной валюте, а также в валюте своих торговых партнеров, например, с Индией все контракты были оплачены в рупиях. В крайних случаях происходили расчеты за нефть в золоте (с Китаем, Турцией), также происходили расчеты на бартерной основе, например, с Таиландом нефть обменивалась на продовольствие.

В октябре 2022 г. Конгресс США принял законопроект о запрете Минфину США предоставлять России доллары взамен имеющихся в распоряжении России СДР. Данный закон ограничил Россию в получении долларовых средств посредством СДР, которые МВФ ранее распределил между участниками пропорционально их квотам в связи с помощью по преодолению последствий пандемии. Следует отметить, что такая инициатива наносит ущерб МВФ, поскольку снижает доверие к самому фонду и к СДР, так как до этого считалось, что СДР имеет 100% иммунитет к любым санкциям. Россия постепенно снижала долю вложений в казначейские облигации США из-за угрозы санкций и перевела часть долларовых резервов в другие активы –

золото и юани. Однако России не удалось в полной мере защитить свои резервы, несмотря на то что на протяжении последних лет Банк России планомерно снижал долю доллара США в международных резервах. В параграфе 2.1 было показано изменение валютного портфеля Центрального банка России, так за 17 лет (2006–2022 гг.), в котором доля американского доллара сократилась с 49 до 10,9%. При этом за указанный период увеличилась доля евро, юаня и прочих валют. Надо отметить, что изменение доли той или иной валюты (актива) зависит не только от операций самого ЦБ, но и от изменения ее стоимости на международном рынке. Обычно оценка резервов приводится в американских долларах, соответственно изменение курса валюты по отношению к доллару автоматически ведет к изменению ее доли в общем объеме резервов.

С 2014 г. Банк России разделил свои резервы на два портфеля. Первый связан с защитой от экономических рисков и преодоления валютно-финансовых кризисов; данные резервы включали в себя «недружественные» валюты. Второй – для защиты от геополитических рисков, который включает в себя валюту союзников. Недостигаемыми резервами для санкций остаются активы, номинированные в китайских юанях, монетарное золото в хранилищах ЦБ, запасы наличной валюты и СДР, однако использование СДР стало затруднительным, так как подписан закон о запрете американскому министерству финансов участвовать в операциях с обменом специальных прав заимствований, находящихся у России и Белоруссии [51]. Динамика объема международных резервов Российской Федерации и годовые приросты показаны на рисунке 2.21. Объем резервов до начала 2000-х гг., оставался на очень низком уровне – 12,33 млрд долл. США. Столь низкий уровень резервов сложно представить даже после блокировки практически половины резервов в 2022 г. В период 2000–2012 гг. международные резервы России выросли более чем в 19 раз. После периода краткосрочного падения в 2013–2015 гг. резервы возобновили рост и составили 643 млрд долл. США [103].



Источник: составлено автором на основе данных [109].

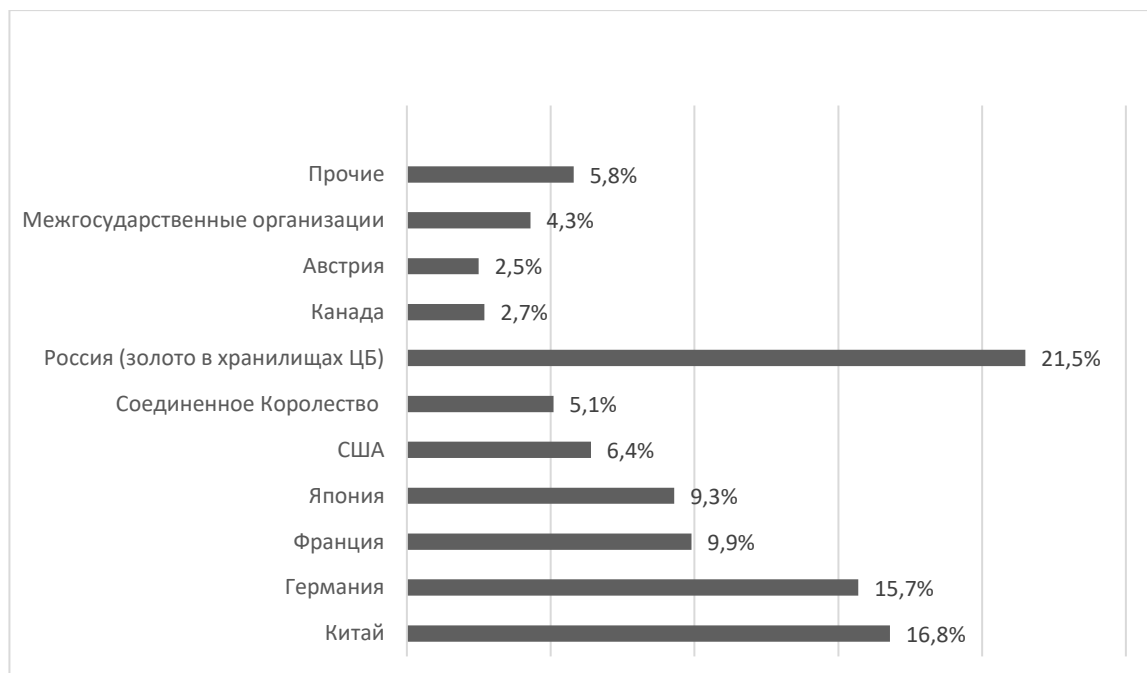
Рисунок 2.21 – Динамика объема и темпы прироста (год к году) международных резервов Российской Федерации

Из указанной суммы 311 млрд долл. США было размещено в ценных бумагах иностранных эмитентов, 152 млрд долл. США – в наличной валюте и депозитах в банках за рубежом, 132 млрд долл. США хранилось в золоте на территории России (почти 74 млн тройских унций). Около 30 млрд долл. США находилось в Международном валютном фонде [104].

Что касается ликвидной части ФНБ, она оценивается в диапазоне 110–120 млрд долл. США и учитывается в общей величине резервов. В сравнении с мартом 2022 г. в марте 2023 г. общий объем международных резервов сократился на 7%, до 574 млрд долл. США.

Необходимо отметить, что состав активов ФНБ изменился, произошло увеличение доли монетарного золота, а также уменьшилась доля иностранной валюты. «Наряду с этим, за год количество золота выросло на 1 млн унций, до 74,9 млн унций» [104]. На рисунке 2.22 приводятся фактические данные распределения международных резервов Российской Федерации в разрезе

стран, в которых они размещены (банки или физическое хранение в случае золота), и валют (активов).



Источник: составлено автором на основе данных [97].

Рисунок 2.22 – Географическое распределение международных резервов России на 1 января 2022 г.

Однако величина заблокированных средств России является беспрецедентной, как и статус Российской Федерации в мировой экономике и геополитике. Надо отметить, что правовой статус операции блокирования до конца не определен. Речь идет о «замораживании транзакций» и ограничении доступа, а не об изъятии резервов. Таким образом, с формальной точки зрения, объем резервов никак не изменился, однако отсутствует возможность их использовать.

Сложившаяся ситуация порождает две основные проблемы. Из-за введенных санкций России возможности для исполнения долговых обязательств стали сильно затруднены. По данным Центрального Банка России, внешний долг Российской Федерации по состоянию на «1 апреля 2022 г. составил 453,5 млрд долл. США, снизившись с начала года на 26,5 млрд долл. США, или на 5,5%» [124]. В указанную величину включен внешний государственный долг, а также внешний долг компаний и банков.

Негосударственные (частные) структуры обслуживают свой долг из валютных поступлений, и ограничения, накладываемые на резервы ЦБ, их могут затрагивать лишь косвенно. Основные сложности возникают по линии обслуживания государственного долга. Внешний долг государственных органов власти и ЦБ на начало 2022 г. составлял порядка 110 млрд долл. США. Возможность выплат по внешнему долгу зависит от разрешений (лицензий) правительств тех стран, которые приняли решение о блокировании резервов. Если подобные разрешения не будут выданы, России может грозить дефолт. Впрочем, и здесь ситуация не так однозначна. Фактом дефолта является невыплата своих обязательств. Поскольку часть активов заблокирована, Минфин России осуществил выплаты по облигациям в рублях.

Вторая проблема связана с использованием резервов для целей макроэкономического регулирования и стабилизации финансового рынка. Если Банк России не сможет продавать иностранную валюту из своих резервов в обмен на рубли, его возможности регулировать курс рубля существенно снижаются. Это потенциально угрожает ростом инфляции, а также может привести к непредсказуемым последствиям с точки зрения формирования равновесного обменного курса, отвечающего потребностям развития экономики.

ЦБ РФ и Минфин России оказались в сложном положении. Для стабилизации сложившейся ситуации ЦБ ввел жесткие ограничения, призванные хотя бы частично заместить инструменты регулирования валютного рынка, которыми он больше не располагает.

В частности, существенным образом ограничены операции нерезидентов на финансовом рынке, а также возможности для вывода валютных средств за рубеж (как для нерезидентов, так и для резидентов). Впервые за много лет было принято решение о введении обязательной продажи валютной выручки, получаемой экспортерами. Однако ситуацию с урегулированием внешнего долга, к сожалению, можно решить только путем переговоров и/или юридическим путем.

В современной ситуации часть российских международных резервов утратила два ключевых и обязательных свойства доступности и подконтрольности.

Другие крупные развивающиеся страны на этом фоне также изменили свою практику управления резервами. Формируются физические запасы реальных активов (нефть, редкоземельные металлы, энергоресурсы) для дальнейшей реализации и получения необходимой валюты. Это позволит защититься от ценовых колебаний на сырьевые товары и регулировать предложение на международных товарных рынках. В рамках расширения инструментария реальных активов физические запасы могут использоваться в своп-соглашениях между странами для обмена ресурсов на валюты [148]. Саудовская Аравия, крупнейший член ОПЕК и крупнейший держатель нефтедолларовых резервов, все больше фокусируется на реальных активах, как это уже сделали Бразилия и Индия.

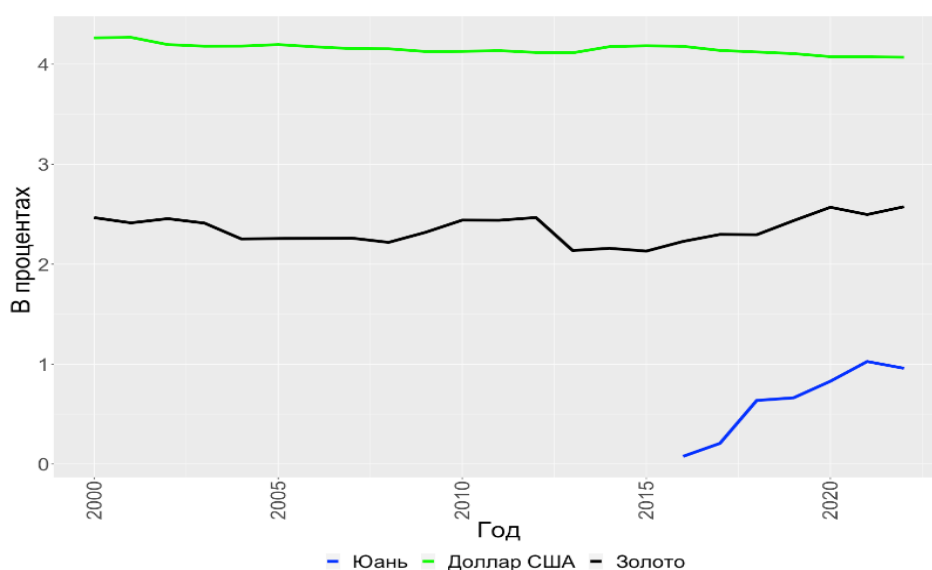
Ещё в 2010 г. В.В. Таможников указывал на то, что: «прекращение притока иностранной валюты, главного источника роста резервов в предыдущие годы, вынуждает в очередной раз вернуться к вопросу о повышении эффективности размещения имеющихся средств» [18]. Однако цитируемый автор, ссылаясь на «полную неопределенность на мировых рынках», ставил задачу «минимизации издержек резервирования», предполагая также минимизацию «влияния конъюнктуры сырьевых рынков на благосостояние нации». Тогда «достижение стабильных результатов при управлении золотовалютными резервами возможно лишь при использовании разработанных процедур, методик, технологий, алгоритмов для эффективного реагирования на самые разнообразные рыночные ситуации» [18].

В современных реалиях ситуация вышла далеко за пределы чисто рыночных. В условиях обострения геополитической напряженности во всем мире безопасность и возможность адекватного использования международных резервов является важным направлением валютной политики Центрального банка Российской Федерации. Постепенно будет происходить географическое

и валютное перераспределение структуры резервов вслед за изменением экспортно-импортных направлений. Приоритетом при выборе активов будет их защищенность от блокировок.

Нами был проведен анализ парной корреляции доли доллара США, доли золота и доли юаня в совокупных международных резервах.

На рисунке 2.23 приведена сравнительная динамика доли китайского юаня, доллара США и золота в резервах за период 2000–2022 гг. Как уже было отмечено, доля доллара США неуклонно снижалась, в то время как доля китайского юаня демонстрировала рост. Доля золота имеет циклическую динамику, периоды роста сменялись периодами падения (длительность периодов различна). Начиная с 2013 г. наблюдается рост доли золота в резервах. Коэффициент корреляции между долей доллара США и долей золота с 2000 года по 2021 год составила -0,29. Коэффициент корреляции оказался незначимым на уровне значимости 0,95. На рисунке 2.23 прослеживается слабая обратная связь между долей доллара США и долей золота в резервах: снижение доли доллара сопровождается некоторым повышением доли золота. Корреляция между долей юаня и долей золота за указанный период составила 0,87. Корреляция значима на уровне значимости 0,95. Увеличение доли золота сопровождается увеличением доли юаня.



Источник: составлено автором на основе данных [19; 36; 84]  
 Рисунок 2.23 – Динамика доли отдельных резервных активов в совокупных международных резервах (логарифмическая шкала)

Подводя итог, можно выделить основные факторы, которые будут определять политику управления валютными резервами в будущем.

1) Динамика накопления резервов будет определяться факторами их целевого использования и приоритетными мотивами управляющих. Однако общий объем международных резервов и их валютной составляющей будет иметь тенденцию к сокращению в связи с наличием альтернативных источников оперативного пополнения валютной ликвидности, увеличения риска и издержек удержания большого объема валютных резервов. В этом же направлении на накопление резервов влияет фрагментация МВФС, снижение темпов мировой торговли и трансграничных инвестиций.

2) Защитная антикризисная функции резервов, как и обеспечительная функция, сохранят свое значение. Резервы будут формироваться для противодействия внешним шокам и финансовым кризисам, для обеспечения международных обязательств. Характеристики резервных активов как безопасного убежища будут критически важны. Превалировать будет мотив предосторожности, тогда как значение транзакционной функции будет постепенно снижаться, находя выражение в снижении темпов наращивания совокупных международных резервов.

3) Формирование валютной части международных резервов, скорее всего, будет происходить на основе валют блоксовых союзников, торговых и геополитических партнеров, при условии, что данные валюты отвечают требуемым критериям надежности и ликвидности. Снижение доверия к основным резервным валютам обуславливает большую диверсификацию валютного портфеля и, что важнее, диверсификацию в направлении новых классов резервных активов [169].

4) Поддержание доступа к резервным активам и их сохранности останется ключевым фактором, учитывая, что геополитическая напряженность и угроза санкций, скорее всего, сохранятся.

Мы полагаем, что в целом значение резервных активов и объем аккумулированных в них средств снизится. Страны будут искать возможности

перенесения основных функций международных резервов на активы, размещаемые на территории национальных государств и подконтрольные государственным регуляторам.

Во второй главе проанализирована динамика и структура международных резервов на глобальном уровне и по группам стран, классифицированным по методике Всемирного банка на основе доходов на душу населения. Сделан вывод о том, что в актуальных условиях величина резервов в значительной степени определяется развитием внешней торговли и степенью открытости экономики страны. Объем международных резервов и их валютной составляющей будет иметь тенденцию к сокращению в связи с наличием альтернативных источников оперативного пополнения валютной ликвидности, увеличения риска и издержек удержания большого объема валютных резервов. Резервы будут формироваться для противодействия внешним шокам и финансовым кризисам, для обеспечения международных обязательств. Формирование валютной части международных резервов будет происходить на основе валют блоксовых союзников, торговых и геополитических партнеров, при условии, что данные валюты отвечают требуемым критериям надежности и ликвидности.

## Глава 3

### Направления трансформации политики управления международными резервами

#### 3.1 Возможные варианты дальнейшего развития мировой валютно-финансовой системы и их влияние на политику управления международными резервами

С конца 1990-х годов проблема адаптации мировой валютно-финансовой системы к структурным изменениям в мировой экономике находится в центре дискуссий. Этому вопросу посвящено множество экспертных заключений и научных работ. В литературе упоминается множество недостатков функционирования валютно-финансовой системы, в том числе: дестабилизирующие последствия внезапного движения капитала, несоответствия обменных курсов и чрезмерной роли ФРС как кредитора, обеспечивающего международную финансовую ликвидность [142]. Вышеуказанные условия являются важным поводом для проведения исследований, направленных на перспективы дальнейшего функционирования МВФС. Рассмотрим наиболее аргументированные точки зрения по данному вопросу.

По мнению А.В. Кузнецова, неолиберальная модель роста, базирующаяся на долге, способствует нестабильности и дисбалансу процессов финансовой глобализации, что становится предпосылкой реорганизации мировой валютно-финансовой системы. Автор выделяет четыре сценария трансформации МВФС, акцентируя внимание на ключевом элементе валютной системы: мировые деньги, суверенные деньги, цифровые деньги, региональные деньги. Сделан вывод о наибольшей вероятности реализации сценария «региональные деньги» и развития валютного полицентризма [1]. Концепция данного сценария заключается в том, что «региональные деньги» представляют собой национальные валюты межгосударственных объединений

или могут быть созданы и поддерживаться платежные средства внутри определенного географического региона. Актуальность создания региональных валют связана с необходимостью снижения зависимости от долларовой системы, которая в течение последних десятилетий доминирует в МВФС и делает страны уязвимыми к решениям, принимаемым Соединенными Штатами.

Констатируя объективный характер текущей регионализации, равно как и углубляющийся кризис МВФС, Л.В. Крылова рассматривает несколько возможных вариантов развития валютного полицентризма, в том числе «переформатированный мультилатеризм», подразумевающий валютный полицентризм в пределах действующей валютной системы при координации международных валютно-финансовых институтов, и «стихийный полицентризм», основанный на развитии региональных валютно-финансовых институтов и союзов, создающих альтернативу доллару, в противовес его доминированию. Первый вариант маловероятен, поскольку предполагает добровольный отказ США от валютного доминирования, второй мы наблюдаем на практике. В будущем возможен и «цифровой полицентризм» на базе цифровой валюты в рамках регионального объединения [159].

Л.В. Крылова считает, что усиление позиций развивающихся стран, изменение баланса сил в мировой экономике способствуют трансформации МВФС и развитию многополярного мира. Исследователь рассматривает возможные направления процессов валютного полицентризма и регионализации, лежащих в основе данной трансформации. В качестве факторов, влияющих на данные процессы, выделяются:

- «стремление развивающихся стран сократить волатильность национальных валют;
- проциклический дефицит международной ликвидности;
- неэкономические риски и напряженность в сфере международных экономических отношений» [159].

Согласно точке зрения В.В. Антропова, возможны три сценария трансформации МВФС:

- «сохранение позиции доллара США;
- появление многополярной мировой валютно-финансовой системы, сочетающей совокупность доллара США, евро и юаня;
- создание единой многосторонней мировой резервной валюты. Автор указывает на высокую вероятность становления системы валютного полицентризма для обеспечения стабильности и симметричности валютно-финансовой системы» [143].

И.А. Балюк и М.А. Балюк выделяют деглобализацию, протекционизм и фрагментацию МВФС, которые вместе с санкционной политикой влияют на формирование будущего мирового порядка и на становление новой конфигурации глобальных финансов. Ученые отмечают сложность многовекторной направленности будущих процессов и баланса интересов финансово-экономической власти [145].

Основываясь на приведенных выше сценариях трансформации МВФС, необходимо описать ключевые характеристики и особенности отдельных сценариев. Это позволит обеспечить полное понимание каждого варианта развития. Рассмотрим сценарий создания единой (цифровой) валюты. Ее сторонники утверждают, что это снизит транзакционные издержки и финансовые риски, может стабилизировать международную финансовую систему, снизит потребности стран в накоплении валютных резервов, направив дополнительные ресурсы на внутреннее использование. Однако создание единой наднациональной валюты сопряжено с серьезными проблемами. Одна из них заключается в том, что единая валюта подрвет национальный финансовый суверенитет и ограничит способность страны реагировать на экономические кризисы. В нынешних условиях геополитической напряженности создание единой валюты проблематично, так как санкции и другие ограничения не дают возможности всем странам равноправно участвовать в ее создании.

Создание единой наднациональной цифровой валюты заинтересованных стран Восточного блока представляется более реалистичным вариантом. Для реализации данного сценария необходимо подготовить общую цифровую финансовую инфраструктуру. В зависимости от выбранного формата моделей оптовых цифровых валют это может быть единая цифровая платформа, предназначенная для обмена и конверсии национальных (далее – ЦВЦБ) стран-участниц, либо создание единой наднациональной цифровой валюты в рамках Восточного блока, например, на базе Нового банка развития БРИКС или специально созданного нового межгосударственного института. Тестирование пилотных проектов оптовых ЦВЦБ для международных расчетов с участием Инновационного хаба Банка международных расчетов доказывает реальность их создания и использования. Этот вариант имеет более высокие шансы на реализацию. При сохранении геополитического противостояния и фрагментации мировой экономики цифровой формат наднационального платежного средства представляется возможным реализовать в виде региональной или блоковой цифровой валюты.

Новые технологии и развитие финансовой архитектуры вокруг цифровых валют способны оказывать воздействие на трансформацию МВФС и механизмы формирования и управления международными резервами.

Так, Банк международных расчетов в ежегодном экономическом отчете 2023 г. сформулировал видение будущей цифровой мировой валютной системы. Отмечая, что структурные недостатки криптовалют делают их непригодными в качестве основы мировой валютной системы в силу отсутствия стабильного номинального якоря, ограничений масштабируемости и существенных финансовых рисков, предпочтение в нем отдается системе, основанной на цифровых валютах центральных банков (ЦВЦБ). Такая система позволит сохранить стабилизирующую, контрольную и регулирующую функции центральных банков, а международные расчеты осуществлять через глобальную многостороннюю платформу, контролируемую международным институтом. Технология токенизации дает возможность цифровизации

международных резервов также с использованием наднациональной цифровой платформы [25].

МВФ опубликовал свой проект цифровой трансформации международных резервов, который предполагает сохранение существующей системы резервных валют и их токенизацию на единой цифровой платформе, контролируемой и управляемой МВФ. Помимо единой цифровой платформы ХС (ХС - exchange and contracting), предназначенной для обращения токенизированных резервных валют, система включает единый реестр (trusted single ledger), фиксирующий права собственности на валютные резервы, создаваемые на единой платформе токены на резервные валюты, которые могут быть использованы «избранными участниками государственного и частного секторов» для обмена валют и различных финансовых операций. Использование токенов на резервные валюты предполагает наличие управляемости с использованием шифрования и единых стандартов программирования [73]. МВФ предлагает создать принципиально новый класс платформ трансграничных платежей и исполнения контрактов. Таким образом осуществляется токенизация существующих фиатных валют центральных банков без создания нового расчетного и резервного актива или новых денег центрального банка в форме оптовой ЦВЦБ [73].

Рассмотрим возможность появлением новой доминирующей валюты. В мировой финансовой системе долгое время доминирует доллар США, который служит мировой резервной валютой. Использование национальной валюты в роли мировых денег порождает много проблем, которые обострились в условиях геополитического противостояния групп стран и использования доллара США и доступа к долларовой инфраструктуре в качестве санкционного орудия. Изменение соотношения сил в мировой экономике и геополитические риски обусловили расширение использования в международных валютно-финансовых отношениях альтернативных валют, прежде всего, китайского юаня. Китай уже является второй по величине экономикой в мире, и его валюта, юань, приобретает все большее значение в

международной торговле и инвестициях. Китай также активно содействует интернационализации юаня, в том числе посредством создания различных двусторонних соглашений о валютных свопах с зарубежными странами. Кроме того, Китай является одним из крупнейших держателей американского долга, что дает ему определенные рычаги влияния. Если Китай решит существенно сократить долларовую составляющую своих резервов, это потенциально может спровоцировать дестабилизацию МВФС. Однако процесс смены доминирующей мировой валюты занимает многие десятилетия и сопровождается отчаянным сопротивлением страны-гегемона, что делает данный сценарий маловероятным в обозримой перспективе. В среднесрочной перспективе доллар США по-прежнему будет мировой валютой и основой международных расчетов и резервов. Оценивая позиции доллара США в международных финансах с точки зрения трех основных функций мировой валюты (расчетная единица, средство обмена и средство накопления), очевидно, что доллар США продолжит играть ключевую роль в международных финансах еще продолжительное время.

Существует мнение, что от концепции международных резервов в будущем возможно отказаться. При санкционных ограничениях импорт и экспорт затруднены, поэтому задачей государства становится реализация внутреннего потенциала страны, и, по мнению автора, Е.Ю. Винокурова, международные резервы можно будет заменить своп-соглашениями и накоплением ресурсов в золоте [148]. Однако в существующей парадигме асимметричной глобальной экономики «ядро–периферия», накопление резервов является элементом, необходимым для обеспечения устойчивости национальных валютно-финансовых систем многих развивающихся стран. Изменение роли и концепции международных резервов должно быть обусловлено изменением формата МВФС.

Учитывая вышеизложенное, в качестве наиболее вероятного варианта дальнейшего развития МВФС мы считаем фрагментацию (разделение групп стран на геополитические блоки) с элементами регионализации.

Фрагментация глобальной валютно-финансовой системы уже привела к разделению стран на блоки, Западный и Восточный, объединяющие геополитически близкие государства с разными идеологиями, политическими системами, техническими стандартами, трансграничными платежными и торговыми системами, что изменит структуру и направления внешнеэкономического взаимодействия этих стран [82].

Соответственно изменятся и подходы к управлению международными резервами: страны Западного блока сохраняют традиционные принципы формирования резервных портфелей, а страны Восточного блока будут активно расширять использование и национальных валют, при сокращении доли традиционных резервных валют, прежде всего, доллара США.

Западный блок во главе с Соединенными Штатами Америки доминирует в МВФС, в его состав входят страны-эмитенты основных резервных валют, контролирующие каналы их международного использования.

С другой стороны, Восточный блок включает в себя страны, такие как Китай, Россия и ряд других государств, которые активно сопротивляются давлению США, наиболее подвержены санкциям и вынуждены развивать альтернативные валютно-финансовые системы. Восточный блок сосредоточен на создании альтернативной финансовой инфраструктуры на базе таких институтов, как Новый банк развития БРИКС, либо вновь создаваемых под реализацию актуальных задач. Углубление экономического взаимодействия и кооперации на глобальном уровне становится все более сложной задачей, в связи с чем необходим поиск и развитие альтернативных систем валютно-финансового сотрудничества в рамках Восточного блока.

Формирование альтернативной валютно-финансовой системы в рамках Восточного блока в потенциале может осуществляться на основе:

- единой региональной валюты с прекращением хождения национальных денежных единиц (евроизация);
- создания наднационального расчетно-платежного средства (формат СДР или расчетного рубля);

– использования национальных валют дружественных государств данного блока.

Первый вариант требует длительного переходного и подготовительного периода, вероятность его реализации в существующих условиях минимальна.

Второй вариант представляется более вероятным в среднесрочной перспективе, особенно в условиях цифровизации МВФС и возможности создания единой цифровой валюты.

Третий вариант не может быть универсальным, но может использоваться в рамках той или иной группы стран на основе межправительственных соглашений. При этом следует учитывать, что блочный формат организации валютно-финансовой сферы будет носить, скорее всего, временный характер, до момента согласования принципов новой МВФС в отдаленной перспективе.

В контексте политики управления международными резервами велика вероятность заметного увеличения роли альтернативных валют и расширению их резервных функций.

Исходя из вышеизложенного в качестве базового сценария был выбран вариант блочного использования национальных валют ведущих дружественных стран Восточного блока с перспективой дальнейшего перехода на цифровой вариант этих национальных валют. Тогда как страны Западного блока будут стремиться сохранить существующую конфигурацию международных резервов с преобладанием доллара США и основных резервных валют, также с перспективой их цифровой трансформации, учитывая вышеизложенные проекты международных финансовых институтов.

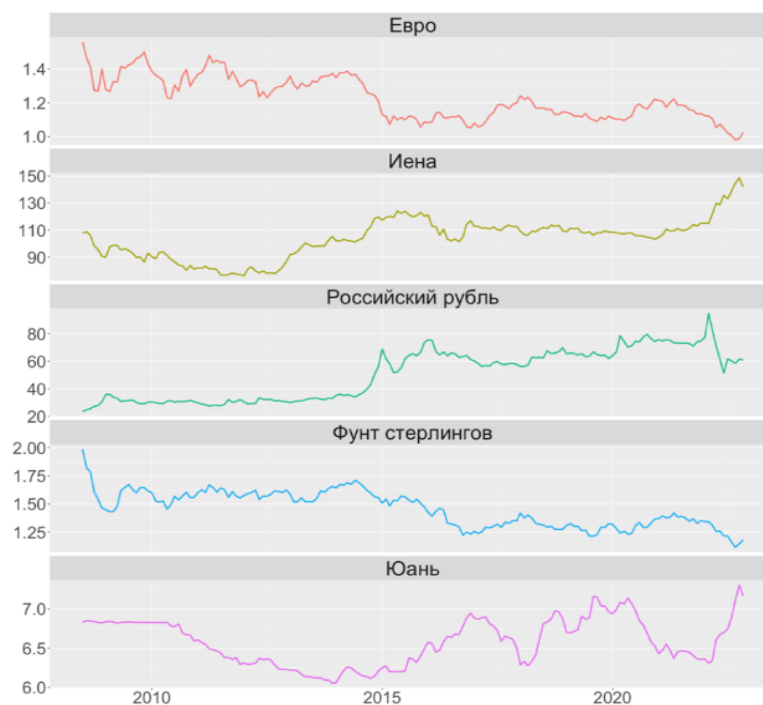
### **3.2 Обоснование направлений изменения структуры международных резервов Российской Федерации с учетом геополитических рисков в существующей мировой валютно-финансовой системе**

Направления трансформации МВФС, охарактеризованные ранее, влияют на выбор активов для размещения международных резервов регуляторами разных стран, и в особенности Банком России. С точки зрения новых экономических реалий, для ЦБ РФ остро встает задача определения новой структуры резервов и выбора новых финансовых инструментов для размещения международных резервов в сложившихся геополитических условиях. Поскольку структура международных резервов является в значительной степени экономически и политически обусловленной, обозначим основные факторы, которые необходимо при этом учитывать.

Введенные странами Запада санкции определили изменение ориентации внешнеэкономических связей России с Запада на Восток, а также трансформацию валютной структуры международных расчетов. Российские участники внешнеэкономической деятельности стали оперировать другими валютами, что потребовало соответствующей трансформации внутреннего валютного рынка, а также и валютной структуры авуаров Банка России.

Изменения валютной структуры внешнеторговых расчетов в сочетании с глобальными геополитическими сдвигами, финансовыми и экономическими санкциями в МЭО играют ключевую роль в процессе трансформации политики управления международными резервами. По итогам 2022 г. крупнейшие торговые профициты у России сложились со странами Евросоюза (137,8 млрд долл. США), Турцией (49,5 млрд долл. США), Китаем (38 млрд долл. США), Индией (31,8 млрд долл. США) и США (13,3 млрд долл. США). В краткосрочной перспективе показатели торговли изменятся, поскольку экспорт с европейскими странами сокращается и увеличивается с азиатскими странами.

Валютная структура внешнеторговых расчетов в сочетании глобальными геополитическими сдвигами в мировые экономики (валютный полицентризм), играет ключевую роль в процессе формирования политики управления международными резервами. ЦБ РФ вынужден не только реагировать на меняющиеся внешние условия, но и в значительной степени упреждать смену экономической парадигмы. В практическом плане это означает необходимость поиска новых инструментов размещения валютной ликвидности. Прежде всего речь идет о новых валютах, с которыми ранее российский валютный рынок практически не сталкивался. Рассмотрение новых инструментов необходимо осуществлять с позиций соотношения риска, доходности и ликвидности. На мировом валютном рынке по-прежнему главенствующую роль играет доллар США и еще ряд валют, которые, принято относить к резервным. По этой причине представляется целесообразным начать анализ потенциальных инструментов управления резервами с оценки риска и доходности традиционных валют, большинство из которых уже относится к числу «недружественных».



Источник: составлено автором на основе данных [37].

Рисунок 3.1 – Динамика курсов основных резервных валют и российского рубля к доллару США

На рисунке 3.1 показана динамика курсов основных резервных валют к доллару США. В целях сравнения на данном рисунке также представлена динамика курса российского рубля и китайского юаня с 2012 по 2022 г. Можно отметить, что за последние десять лет основные мировые валюты по отношению к доллару США обесценивались, согласно рисунку 3.1. На фоне основных резервных валют наибольшей стабильностью отличается юань, который двигается в очень узком коридоре. Это связано с тем, что курс юаня контролируется Народным банком Китая.

Проведем анализ рисков дневных колебаний основных валютных пар. Для целей оценки дневных колебаний трансформируем котировки представленных ниже валютных пар в логарифмические доходности по следующей формуле (4)

$$r_i = \ln\left(\frac{p_i}{p_{i-1}}\right), \quad (4)$$

где  $r_i$  – цена (котировка) в день  $i$ ;

$p_{i-1}$  – цена (котировка) в день  $i-1$ .

В таблице 3.1 приведены статистические характеристики дневных колебаний ведущих мировых валют и российского рубля по отношению к доллару США. Обращает на себя внимание тот факт, что дневные колебания всех валютных пар имеют высокое значение эксцесса. Это говорит о том, что эмпирические распределения дневных колебаний имеют тяжелые «хвосты», другими словами, вероятность больших скачков выше, чем это соответствовало бы нормальному закону. Из всех указанных валют наибольшим колебаниям подвержена пара рубль–доллар.

Таблица 3.1 – Статистические характеристики дневных колебаний курсов основных резервных валют и российского рубля

| Характеристики распределения | USD_JPY | USD_RUB | GBP_USD | EUR_USD | USD_CNY |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1                            | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       |
| Max                          | 0,03464 | 0,22516 | 0,03095 | 0,03025 | 0,01838 |

Продолжение таблицы 3.1

| 1    | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Min  | -0,03821 | -0,11473 | -0,08402 | -0,02417 | -0,01585 |
| Sd   | 0,00560  | 0,01319  | 0,00580  | 0,00503  | 0,00222  |
| Mean | 0,00023  | 0,00024  | -0,00010 | -0,00009 | 0,00005  |
| Kurt | 7,84454  | 53,05810 | 22,00541 | 5,12686  | 11,36032 |
| Skew | -0,21925 | 2,64012  | -1,18326 | 0,11893  | 0,15669  |
| 25%  | -0,00245 | -0,00473 | -0,00312 | -0,00307 | -0,00079 |
| 50%  | 0,00017  | 0,00017  | 0,00000  | 0,00000  | 0,00000  |
| 75%  | 0,00312  | 0,00479  | 0,00296  | 0,00281  | 0,00080  |

Источник: составлено автором на основе данных [37].

Проведем формальную проверку гипотезы о соответствии нормальному распределению эмпирических дневных колебаний основных резервных валют, а также российского рубля, по отношению к доллару США, представлены в таблице 3.2. Для этого воспользуемся тестом Шапиро-Уилка, уровень значимости  $\alpha$  - 0,05.

Выводы, сделанные по результатам анализа основных параметров распределения дневных колебаний, подтверждаются. Значение P-value существенно меньше уровня значимости, следовательно, гипотеза о соответствии нормальному распределению эмпирических дневных колебаний не принимается.

К числу показателей риска относится Value-at-risk (далее – VAR) или величина позиции под риском, широко используемый показатель, который помогает оценить потенциальные потери в течение определенного периода времени.

Одним из ключевых компонентов расчета VAR является распределение доходности актива. Это распределение имеет решающее значение для определения вероятности различных потенциальных исходов, связанных с ними потерь на заданном временном интервале.

Таблица 3.2 – P-value для теста Шапиро-Уилка

| Валютная пара | P_value |
|---------------|---------|
| USD_JPY       | 0       |
| USD_RUB       | 0       |
| GBP_USD       | 0       |
| EUR_USD       | 0       |
| USD_CNY       | 0       |

Источник: составлено автором.

В рыночной практике чаще всего используют 1- и 5-процентные точки распределения. Существуют два основных метода расчета показателя VAR: параметрический и исторический. Суть исторического (непараметрического) метода состоит в моделировании поведения факторов риска в будущем на основе модели, воспроизводящей их поведение в прошлом.

Аналитический (параметрический) метод основан на использовании параметров заданного (выбранного заранее) закона распределения финансового актива. Обычно в качестве такого распределения берут нормальный закон. Расчет параметрического VAR (для нормального закона распределения) по формуле (5)

$$\text{VAR} = \mu + Z_{\alpha}\sigma, \quad (5)$$

где  $\mu$  – доходность актива;

$\sigma$  – историческое стандартное отклонение актива;

$Z$  – процентная точка нормального закона распределения;

$\alpha$  – выбранный уровень вероятности.

Для более полного описания исследуемого процесса целесообразно использовать информацию не только о первом и втором моментах распределения (т. е. математическом ожидании и дисперсии), но и о моментах более высокого порядка–коэффициенте асимметрии и коэффициенте эксцесса. Данную задачу решает так называемый скорректированный VAR, основанный на разложении Корниша-Фишера (модифицированный нормальный метод).

Значение процентной точки нормального закона распределения корректируется на основе следующей формулы (6)

$$Z_{\alpha}(\text{corrected}) = z_{\alpha} + \frac{1}{6}(z_{\alpha}^2 - 1)S + \frac{1}{24}(z_{\alpha}^3 - 3z_{\alpha})K - \frac{1}{36}(2z_{\alpha}^3 - 5z_{\alpha})S^2, \quad (6)$$

где  $K$  – эксцесс распределения;

$S$  – коэффициент асимметрии распределения.

Расчет показателя VAR для дневных колебаний основных резервных валют и российского рубля на уровне 1% представлен в таблице 3.3. Для всех валютных пар модифицированный нормальный метод дает существенно более высокие значения VAR. С вероятностью 1% однодневные потери по позиции USD\_JPY 2,38%, USD\_RUB составят 13,38%, GBP\_USD 4,54%, EUR\_USD 1,73%, USD\_CNY 1,073%. Валютная пара рубль-доллар США является самой волатильной, в то время как валютные пары юань-доллар США и евро-доллар США самой стабильной.

Таблица 3.3 – VAR на уровне 1%

| Валюта  | Исторический | Нормальный | Модифицированный нормальный |
|---------|--------------|------------|-----------------------------|
| USD_JPY | -0,01519     | -0,01280   | -0,02386                    |
| USD_RUB | -0,03438     | -0,03044   | -0,13382                    |
| GBP_USD | -0,01509     | -0,01359   | -0,04540                    |
| EUR_USD | -0,01324     | -0,01180   | -0,01737                    |
| USD_CNY | -0,00660     | -0,00512   | -0,01073                    |

Источник: составлено автором на основе данных [37].

Далее рассмотрим корреляцию дневных колебаний основных резервных валют, которая представлена в таблице 3.4. В таблице отрицательные результаты означают обратную зависимость, положительные значения означают прямую зависимость. Если полученный результат меньше 0,3, это означает, что связь слабая, результат от 0,3-0,5 отображает среднюю связь, 0,5–0,8 характеризует сильную связь, показатели выше 0,8 означают очень сильную связь. Отметим, что котировки валютных курсов могут иметь как

прямой, так и обратный характер. Примером прямой котировки является USD\_JPY, USD\_RUB, USD\_CNY, рост котировки свидетельствует об ослаблении йены, рубля, юаня. Обратные котировки имеют валютные пары: EUR\_USD, GBP\_USD. В этом случае рост котировки свидетельствует об ослаблении доллара США по отношению к евро и фунту соответственно. Указанные особенности котировок имеют непосредственное отношение к интерпретации корреляционной матрицы. Отрицательная корреляционная связь между курсом GBP\_USD и курсом USD\_JPY говорит об одновременном ослаблении йены и фунта по отношению к доллару. Обращает на себя внимание высокий уровень корреляции евро и британского фунта (0,5842). На рисунке 3.1 мы уже отмечали почти синхронное движение указанных валют.

Таблица 3.4 – Корреляционная матрица основных мировых валют и российского рубля

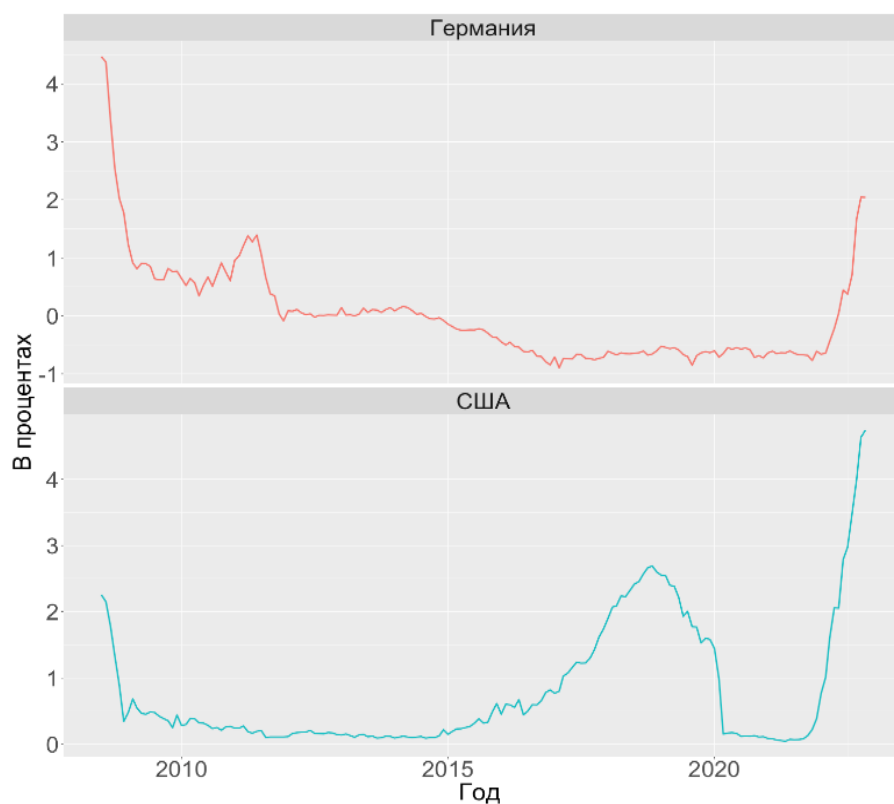
| Валюта  | USD_JPY | USD_RUB | GBP_USD | EUR_USD | USD_CNY |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| USD_JPY | 1,0000  | -0,0494 | -0,2174 | -0,3513 | 0,1243  |
| USD_RUB | -0,0494 | 1,0000  | -0,1680 | -0,1615 | 0,1233  |
| GBP_USD | -0,2174 | -0,1680 | 1,0000  | 0,5842  | -0,2772 |
| EUR_USD | -0,3513 | -0,1615 | 0,5842  | 1,0000  | -0,2415 |
| USD_CNY | 0,1243  | 0,1233  | -0,2772 | -0,2415 | 1,0000  |

Источник: составлено автором на основе данных [37].

Отметим умеренную отрицательную связь EUR\_USD и USD\_JPY. Рубль имеет наименьшую корреляцию с остальными валютами и только с юанем корреляция положительна.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что присутствие юаня в портфеле резервов ЦБ РФ необходимо вне зависимости от геополитической ситуации. Китай является основным торговым и инвестиционным партнером России. Данная валюта позволяет достичь эффекта диверсификации и снизить зависимость от доллара.

Сравнительный анализ динамики годовых процентных ставок по основным резервным валютам дает представление об уровне доходности резервных активов. В качестве таких инструментов выступают депозиты и государственные облигации. На рисунке 3.2 приведена динамика годовых процентных ставок по государственным облигациям (облигации с годовым сроком погашения) США и Германии как ведущей страны ЕС. Большую часть прошедшего десятилетия ставки в США и странах Европы находились на уровне близком к нулю или даже имели отрицательные значения. В последние два года наблюдается существенный рост процентных ставок.



Источник: составлено автором на основе данных [50]

Рисунок 3.2 – Динамика процентных ставок в Германии и США по годовым облигациям

Подобная динамика говорит о возросшей волатильности процентных ставок по резервным валютам, что может усложнить процесс управления резервными активами.

Следует, однако, констатировать, что кардинальные изменения глобального экономического и геополитического ландшафта, наблюдаемые после пандемии 2020 г., уже отразились де факто на политике управления международными резервами, как было показано в параграфе 2.3. В связи с

этим представляется необходимым уже сейчас внести в документ МВФ изменения, направленные на защиту резервных активов от геополитических рисков – «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте. Форма представления данных: руководящие принципы» [134]. Прежде всего это касается их характеристики как «внешних» активов (п. 9), что не вполне отражает существующее положение дел, если учесть, что золото также является резервным активом, не будучи «внешним». Это позволит включать в состав резервов более широкий перечень не только финансовых, но и реальных активов. Для продвижения изменений в документе необходимы коллективные усилия заинтересованных стран, целесообразно делать это совместно со странами БРИКС+, ЕАЭС и другими, учитывая их позиции в МВФ.

Необходимо расширить круг возможных резервных активов не только за счет других драгоценных и/или редкоземельных металлов, но также пулов базовых товарных активов, являющихся предметом экспорта тех или иных стран. Эти виды активов могли бы обеспечивать международные обязательства стран перед их основными внешнеторговыми партнерами. Такие резервные активы будут в большей степени защищены от блокировок недружественных стран, поскольку могут размещаться на территории и под контролем органов денежно-кредитного регулирования соответствующей страны. В дальнейшем, при расширении использования цифровых финансовых активов (далее – ЦФА) в составе международных резервов, эти виды активов могли бы стать обеспечением, например, стейблкоинов. Среди этого класса цифровых валют уже сейчас есть те, что имеют товарное обеспечение, например, PAX Gold и Tether Gold.

Активы для размещения резервов, которые мы далее будем анализировать, можно разделить на три группы:

- резервные валюты;
- драгоценные металлы;
- цифровые валюты.

К факторам, определяющим выбор активов для размещения резервов, можно отнести следующие:

1) наличие тесных торговых связей между экономикой России и страной, валюта которой может быть включена в состав резервных. Здесь важно подчеркнуть, что в данном случае роль играют не столько сами объемы внешнеторгового оборота, сколько и валютная структура расчетов;

2) прямые иностранные инвестиции (далее – ПИИ) рассматриваются как ключевой фактор экономического развития, поскольку привлекается новый капитал, новые технологии и создаются рабочие места;

3) ликвидность и доступность актива на мировом финансовом рынке. Потенциальный актив для размещения резервов должен иметь достаточные обороты торговли, чтобы его можно было без особых затруднений продать или купить;

4) риски, связанные с волатильностью валютных курсов. Чем стабильнее валюта, тем больше спрос на нее;

5) доходность актива для размещения резервов. Для центральных банков получение дохода от вложений международных резервов в различные активы нельзя назвать приоритетной задачей. Тем не менее при прочих равных активы вложения международных резервов должны обеспечивать целевой, заданный управляющим резервным портфелем положительный доход. Этот фактор имеет дополнительное значение для стран, имеющих особенно значительные, с точки зрения критериев достаточности, международные резервы, а также для стран, у которых в состав резервов включены средства суверенных фондов.

Определив факторы, влияющие на выбор для размещения резервов, рассмотрим более детально каждый фактор.

Одним из основных последствий прямых иностранных инвестиций на валютном рынке является спрос на национальную валюту страны-реципиента. Когда инвесторы привлекают капитал для инвестирования в национальную экономику, как правило, необходимо покупать национальную валюту, что

увеличивает спрос на нее на валютном рынке. Это приводит к повышению стоимости валюты. Привлечение прямых иностранных инвестиций является интеграцией стран в мировую экономику, поскольку, привлекая ПИИ, страны могут укрепить свой потенциал для конкуренции на мировом рынке, улучшить свои экономические показатели и способствовать устойчивому развитию. Согласно таблице 3.5, прямые иностранные инвестиции в Россию с 2019 г. сократились, уменьшение ПИИ связано прежде всего с пандемией COVID-19. Также отметим, что ПИИ в российскую экономику из ОАЭ, Китая, Индии и Турции увеличились в 2021 г. и в 2022 г.

Таблица 3.5 – Входящие прямые инвестиции в Российскую Федерацию из стран-партнеров

| В миллионах долларах США |         |         |         |         |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Страна                   | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
| Китай                    | 254,0   | 282,4   | 296,4   | 3 222,9 |
| Индия                    | 121,2   | 103,6   | 611,4   | 612,8   |
| ОАЭ                      | 908,2   | 959,0   | 1 357,1 | 1 493,8 |
| Саудовская Аравия        | –       | 0,7     | 0,4     | 170,9   |
| Турция                   | 8 299,3 | 6 028,9 | 6 463,7 | 2 001,6 |
| Бразилия                 | –       | 37,9    | -11,8   | 0,5     |

Источник: составлено автором на основе данных [128].

Таблица 3.6 – Исходящие прямые инвестиции из Российской Федерации в отдельные страны-партнеры

| В миллионах долларах США |         |         |         |         |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Страна                   | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
| Китай                    | 2 660,1 | 3 735,7 | 2 96,4  | 341,2   |
| Индия                    | 638,4   | 723,3   | 94,9    | 128,9   |
| ОАЭ                      | 313,6   | 399,6   | 1 357,1 | 1 678,2 |
| Саудовская Аравия        | 89,8    | 119,6   | 0,4     | 0,2     |
| Турция                   | 1 280,7 | 1 663,5 | 6 463,7 | 6 618,4 |
| Бразилия                 | 0,5     | 0,6     | -11,8   | 9,5     |

Источник: составлено автором на основе данных [128].

Рассмотрим прямые иностранные инвестиции из России, представленные в таблице 3.6. Основными объектами вложений в этот период для инвестирования являются такие страны, как ОАЭ, Турция, Индия, Бразилия, где ежегодно объем инвестиций увеличивается.

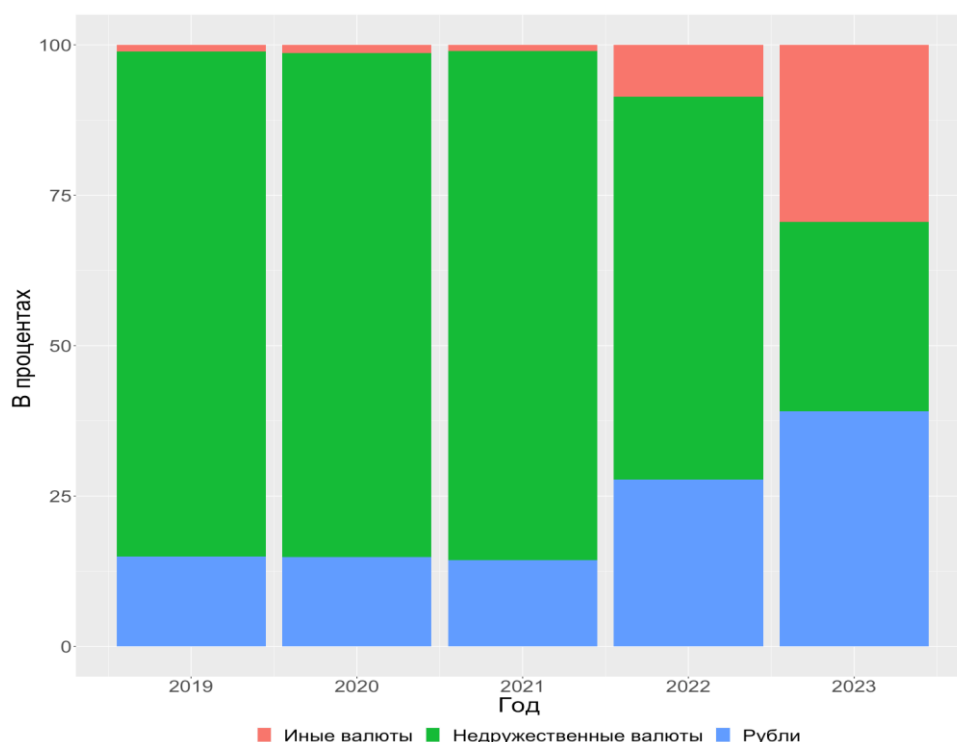
Индия – крупный торговый партнер России и, вероятно, в ближайшем будущем может стать вторым торговым партнером после Китая. В соответствии с данными федеральной таможенной службы России – внешнеторговый оборот Российской Федерации и Индии превысил в 2022 г. 30 млрд долл. США (13,5 млрд долл. США в 2021 г.), увеличившись на 122,22% [138]. При этом существует значительный перекося в проведении оплаты поставленных сырьевых товаров в Индию. С весны 2022 г. торговый баланс Российской Федерации и Индии смещался в сторону профицита. За 2022 г. он составил порядка 32 млрд долл. США (в 6,4 раза больше, чем в 2021 г.). Тем не менее, ситуация с внешней торговлей с Индией в 2023 г. не меняется – в I квартале поставки из России в Индию составили 14,9 млрд долл. США, тогда как поставки из Индии – менее 1 млрд долл. США. Профицит в пользу России по итогам квартала более чем в пять раз превысил сравнительный показатель за I квартал 2022 г. Это явление коррелирует с тем, что нефтяные потоки были передислоцированы в Индию. В первом полугодии 2022 г. Россия осуществила сделки по продаже нефтепродуктов на 30 млрд долл. США [89], несмотря на то, что расчеты за сделки осуществляются в рупиях, все равно количество товаров индийского производства остается на низком уровне (импорт из Индии примерно 6–7 млрд долл. США), из-за чего возникает избыток рупий, которые достаточно сложно перевести в рубли, поскольку рупия неконвертируемая валюта. Однако крупные российские банки уже способны конвертировать рупии в рубли для возврата экспортной выручки. Для этого используют посредников в Индии и ОАЭ для прямого перевода рупий в рубли [105].

В последние годы в России наблюдается заметное снижение доли расчетов в «недружественных» валютах. Согласно статистическим данным на

начало 2022 г. все внешнеэкономические контракты и расчеты по ним производились в долларах и евро (в целом доля валют стран, впоследствии отнесенных к «недружественным», составляла 87%). Доля юаня не превышала 0,5%, доля рубля – 12%. Доля валют «недружественных» стран в расчетах к концу 2023 г. сократилась до 48%. Юань занял преобладающее место в расчетах. Рубль и юань стали основными валютами для осуществления трансграничных платежей, на начало 2023 г. процентное соотношение данных валют было 34 и 16%, на прочие валюты дружественных стран – 2% [133]. Доля валют, отнесенная к категории «недружественных», за 2022 г. сократилась с 65% в январе до 46% в декабре. Доля юаней за год выросла с 4% до 23%. При этом доля рубля даже несколько сократилась – с 29% до 27%, доля валют иных «дружественных» стран на начало 2023 г. составила 4% [133]. «ЦБ РФ отмечает, что несмотря на переориентацию валютных потоков в пользу «дружественных» валют, валютный рынок сбалансирован» [133].

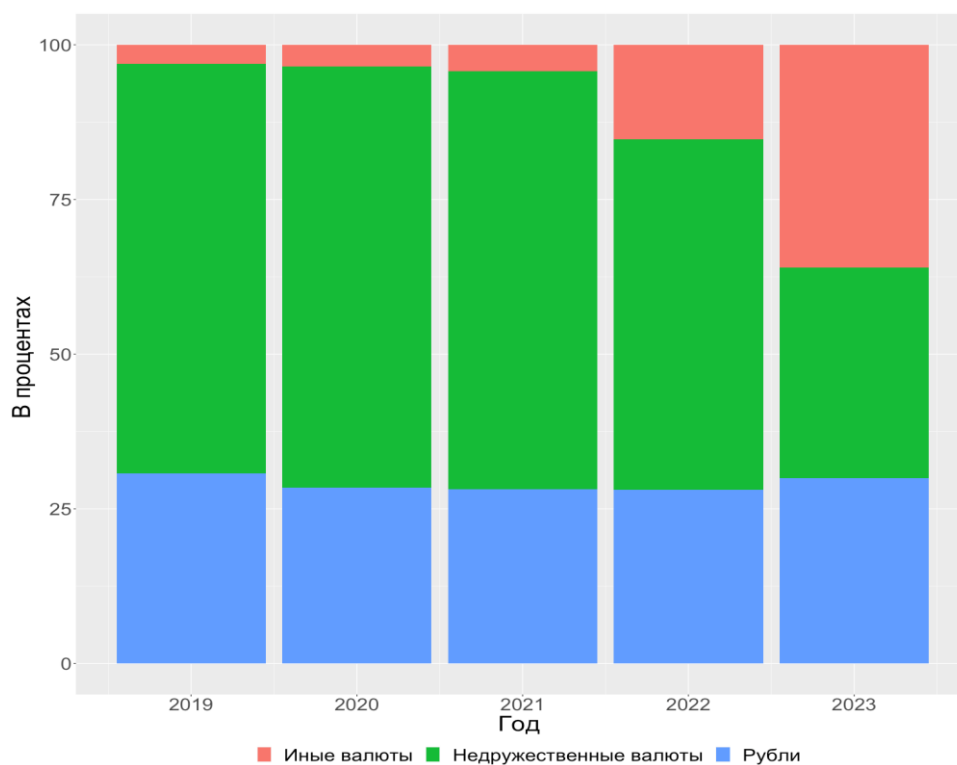
Важно отметить, что сложившаяся ситуация не является исключительно реакцией на события 2022 г. Тенденция, связанная с изменением валютной структуры расчетов, сформировалась уже достаточно давно, как минимум с 2015 г., когда были применены первые пакеты санкций. Сохранение доллара и евро в качестве валюты контрактов связано как с правилами и обычаями того или иного рынка (к примеру, сырья и энергоносителей), так и с потребностями финансирования и хеджирования рисков по этим контрактам. По валютам развивающихся стран эти операции либо недоступны в силу отсутствия должного количества необходимых инструментов, либо очень затратны. Тем не менее существует насущная необходимость переходить от использования «недружественных» валют в пользу «дружественных». Центральный Банк изменил формат публикаций валютной структуры российского экспорта и импорта. На рисунке 3.3 и рисунке 3.4 представлена структура валютных поступлений в РФ и валютных перечислений из РФ за период 2019 г. по 2023 г. Доля «недружественных» валют в валютной структуре расчетов

внешнеэкономической деятельности за рассматриваемый период существенно сократилась. Альтернативной валютой расчетов, помимо российских рублей, становятся юани.



Источник: составлено автором на основе данных [37].

Рисунок 3.3 – Структура валютных поступлений в Россию за период с 2019 г. по 2023 г.



Источник: составлено автором на основе данных [37].

Рисунок 3.4 – Структура валютных перечислений из России за период с 2019 г. по 2023 г.

На начало 2022 г. расчеты по экспорту преимущественно производились в долларах и евро (в целом доля валют стран, впоследствии отнесенных к «недружественным», составляла 84,62%). К концу 2023 г. доля «недружественных» валют в расчетах за экспорт сократилась до 31,55%. Для расчетов за экспорт стали активнее использоваться рубли и юани – 39,05% и 25,01% соответственно, на прочие валюты дружественных стран приходится 4,4%.

Валютная структура платежей по импорту также значительно изменилась. Доля «недружественных» валют сократилась до 34,04% в 2023 г. Доля юаней выросла до 23,5%, доля рубля составляет 28,13%, доля валют иных дружественных стран - порядка 13%.

Постепенный отказ от расчетов в евро в экспорте привел к тому, что чистый экспорт в евро (разница между экспортом и импортом) стал отрицательным. ЦБ РФ отмечает, что наблюдается равномерный рост доли дружественных валют и валютный рынок в целом выглядит сбалансированным [141].

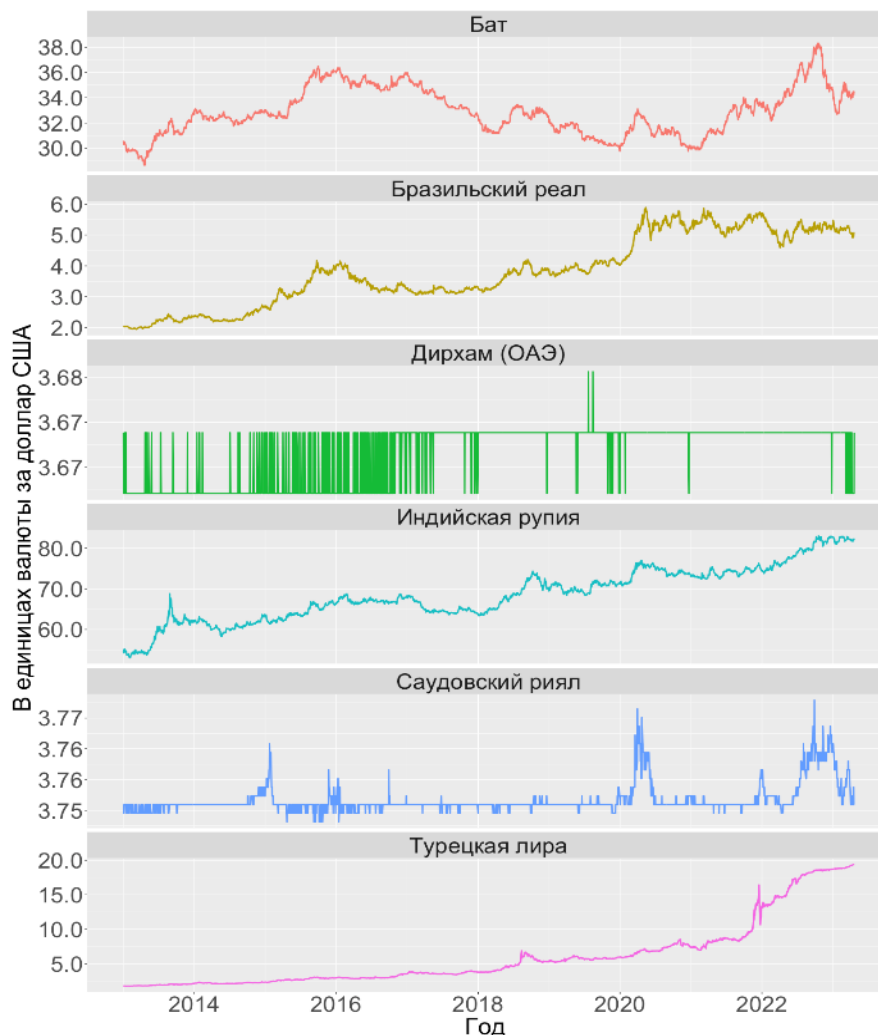
Полагаем, что структура портфеля валютных резервов Банка России должна трансформироваться в соответствии с изменившейся структурой внешнеэкономических связей и международных расчетов страны. При формировании резервного портфеля ЦБ РФ оценим возможность включения в него валют торговых партнёров и геополитических союзников, при условии, что данные валюты отвечают критериям надежности и ликвидности.

В существующих геополитических условиях снижение инвестиционных качеств резервных активов фактически неизбежно, причем не только для подсанкционных государств, вследствие усиления рисков размещения резервов как в традиционные резервные валюты (из-за возможности блокирования), так и в альтернативные валюты (из-за более низких параметров надежности и ликвидности).

Рассмотрев основные факторы, влияющие на выбор резервных активов, большая часть из которых уже недоступна для Банка России, необходимо оценить возможные альтернативные варианты.

Использование «дружественных» валют при проведении транзакций способны минимизировать влияния санкций, а также риски «замораживания» средств. В качестве других резервных активов могут выступать валюты стран, которые можно отнести к категории «дружественных» или нейтральных.

На рисунке 3.5 представлена динамика курса ряда потенциально дружественных валют за период 2013–2023 гг. (первое полугодие). Далее проведем анализ каждой из рассматриваемых альтернативных валют.



Источник: составлено автором на основе данных [27; 36; 39; 66; 67].

Рисунок 3.5 – Динамика курсов дружественных валют

Наиболее реальной альтернативой основным мировым резервным валютам для портфеля резервов Банка России является китайский юань.

По результатам анализа юань – достаточно стабильная, мало зависимая от внешних факторов валюта.

Несмотря на замедление национальной экономики, связанное с последствиями COVID-19, Китай остается одной из наиболее динамичных мировых экономик. ВВП Китая в 2022 г. был 18 трлн долл. США, что отражает темп роста около 3% за год [100]. Государственный долг Китая по итогам 2022 года, составляет 13,84 трлн долл. США, или 76,9% ВВП страны [92].

В последние годы торговые отношения между Китаем и Россией претерпели значительные изменения, вызванные геополитическими сдвигами, экономическими потребностями и стратегическим партнерством. В 2022 году были увеличены объемы торговли на 29,3%, превысив отметку 150 млрд долл. США, что позволило Китаю стать ведущим торговым партнером России [138].

Доля юаня на российском биржевом валютном рынке в марте 2023 г. выросла до 39%, при этом доля валютной пары USD/RUB сократилась до 34% [124]. Китайский юань может использоваться для проведения расчетов в рамках объединения БРИКС, однако негативным аспектом является то, что юань не свободно конвертируемая валюта. Кроме того, котировка рубля к юаню находится под влиянием курса юаня к доллару США.

Для проведения расчетов между Россией и Индией привлекаются третьи страны, которые в дальнейшем используют для взаимозачета. Большая часть российско-индийской торговли ведется в рупиях, долларах и часть – в юанях и дирхамах [98]. Поскольку торговый баланс Индии преимущественно дефицитен, то становится проблематично найти страны, с которыми была бы профицитная торговля. За 2023 год торговый дефицит составил 122 млрд долл. США. Ввиду специфики валютной политики Индии конвертировать рупию сложно, в связи с этим российские экспортеры не заинтересованы в аккумулировании индийских рупий.

Бразилия – основная экономика стран Южной Америки и один из крупнейших в мире сырьевых экспортеров. Бразилия является важным

партнёром Российской Федерации с общими интересами в космической технологии, военной технике, технологии связи и в других сегментах. По итогам 2022 г. товарооборот между Россией и Бразилией продолжал демонстрировать рост в различных секторах экономики и составил 9,8 млрд долл. США. «В 2022 году двухсторонне торговое партнерство России и Турции продемонстрировало положительную динамику, общий товарооборот между этими странами составил 64 млрд долл. США» [91].

Торговый экспортно-импортный оборот Объединённых Арабских Эмиратов (далее – ОАЭ) и Саудовской Аравии с Российской Федерацией незначителен. Внешнеэкономическая политика всех трех стран направлена на смягчение жестких мер контроля при регулировании операций движения капиталов. Потенциал дирхама ОАЭ и аравийского риала обусловлен тем, что экономика обоих государств определяется нефтедобычей, обеспечивающей преобладающую часть государственных доходов. Постоянный приток экспортной выручки создает необходимый эффект стабильности национальным валютам.

Важно отметить определенную специфику динамики валютных курсов рассматриваемых стран. Экономики и финансовые рынки (в частности, валютные) этих стран имеют свои особенности, зависят как от мировой конъюнктуры, так и от жестких мер валютного контроля или политики прямого регулирования валютного курса.

Курсы дирхама и риала очень мало подвержены колебаниям и меняются в очень узком коридоре. Это связано с тем, что обе валюты официально привязаны к доллару США. Достаточно стабильно ведет себя тайландский бат. В то же время курс бразильского реала к доллару США за последние десять лет существенно снизился. Также отрицательная динамика имела место и в отношении индийской рупии к доллару США, что связано с повышением цен на энергоресурсы, а поскольку Индия является крупным импортером сырьевых ресурсов, то эти изменения повлекли за собой изменения валютного курса. Что касается турецкой лиры, то на курсе данной

валюты к доллару США сказался острый финансовый кризис в Турции, что привело к ее существенному снижению.

Исходя из этого можно сделать вывод, что, для диверсификации международных резервов можно рассмотреть целесообразность включения саудовского реала и дирхама ОАЭ в состав международных резервов России. Основную часть вновь создаваемых международных валютных резервов России придется разместить в юанях, это снизит зависимость от традиционных резервных валют, что актуально в связи с санкционными рисками. Также, включение юаня в международные резервы отражает углубление торгово-экономических и геополитических отношений с Китаем. Включение индийской рупии и турецкой лиры в состав международных резервов невозможно, в связи с их несоответствием даже минимальным резервным критериям.

В таблице 3.7 приведены основные характеристики дневных колебаний анализируемых «несанкционных» валют с 2015 г. до 2022 г. Распределение дневных колебаний курсов всех указанных валют по отношению к доллару США отличается от нормального, о чем свидетельствуют значения эксцесса. Для нормального закона распределения эксцесс должен быть равен 0.

В таблице 3.8 содержатся результаты расчета показателя VAR на уровне 1% с 2015 г. до 2022 г. Данные проведенного анализа свидетельствуют о том, что, с вероятностью 1% дневные потери по позиции тайского бата (THB) составят 1,231%, бразильского реала (BRL) – 3,627%, турецкой лиры (TRY) – 20,43%, дирхама (AED) – 0,054%, индийской рупии (INR) – 2,353% и саудовского риала (SAR) – 0,229%. Валютой с наибольшим валютным риском является турецкая лира. Наименьшая волатильность наблюдается у дирхама.

Таблица 3.7 – Основные характеристики распределения дневных колебаний курсов некоторых «несанкционных» валют

| Характеристики распределения | THB     | BRL     | TRY     | AED     | INR     | SAR     |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1                            | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       |
| Max                          | 0,01883 | 0,05920 | 0,19520 | 0,00037 | 0,03325 | 0,00263 |

Продолжение таблицы 3.7

| 1    | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Min  | -0,01739 | -0,07121 | -0,14756 | -0,00037 | -0,03694 | -0,00263 |
| Sd   | 0,00326  | 0,00925  | 0,00985  | 0,00011  | 0,00358  | 0,00020  |
| Mean | -0,00003 | -0,00027 | -0,00071 | 0,00000  | -0,00012 | 0,00000  |
| Kurt | 6,00722  | 6,50542  | 81,24068 | 11,50342 | 15,58930 | 37,01961 |
| Skew | -0,05086 | -0,06328 | 0,65756  | 0,00000  | -0,55909 | -0,83266 |
| 25%  | 0,00000  | -0,00447 | -0,00330 | 0,00000  | -0,00138 | 0,00000  |
| 50%  | 0,00000  | 0,00000  | -0,00053 | 0,00000  | 0,00000  | 0,00000  |
| 75%  | 0,00000  | 0,00380  | 0,00219  | 0,00000  | 0,00132  | 0,00000  |

Источник: составлено автором на основе данных [28; 37; 40; 68; 69].

Таблица 3.8 – Показатель VAR для дневных колебаний некоторых «несанкционных» валют на уровне 1%

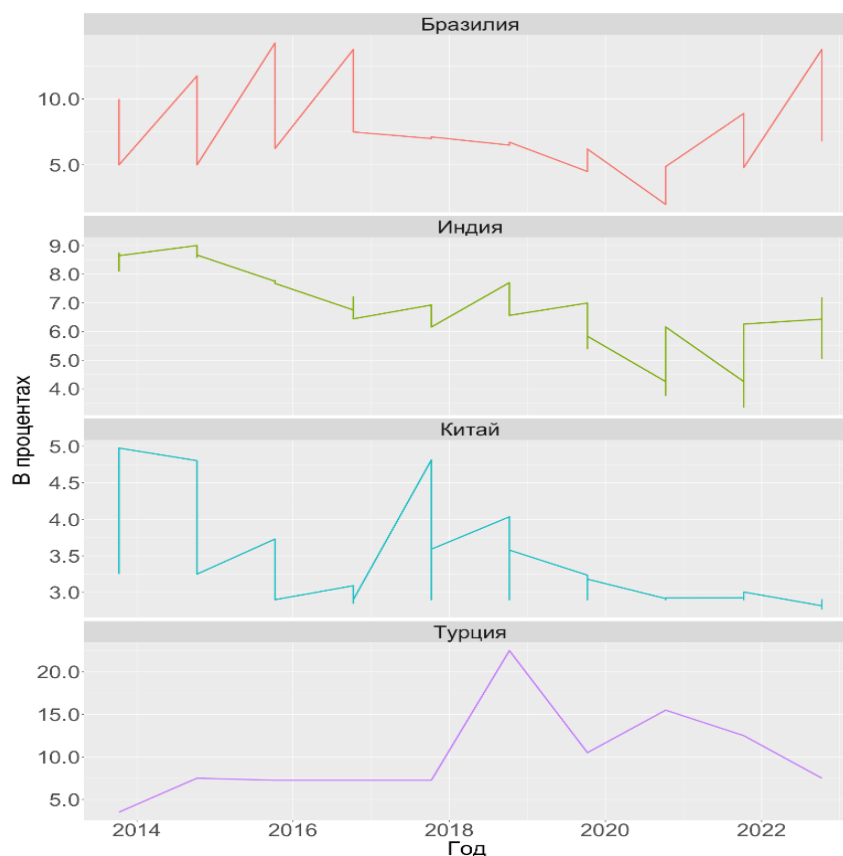
| Валюта | Исторический | Нормальный | Модифицированный нормальный |
|--------|--------------|------------|-----------------------------|
| THB    | -0,00956     | -0,00761   | -0,01231                    |
| BRL    | -0,02572     | -0,02179   | -0,03627                    |
| TRY    | -0,02731     | -0,02362   | -0,20426                    |
| AED    | -0,00037     | -0,00025   | -0,00054                    |
| INR    | -0,01037     | -0,00844   | -0,02252                    |
| SAR    | -0,00038     | -0,00047   | -0,00229                    |

Источник: составлено автором на основе данных [28; 37; 40; 68; 69].

Динамика процентных ставок рассматриваемых «несанкционных» валют показана на рисунке 3.6. Так как центральные банки не раскрывают полностью информацию, данные доступны не в полном объеме для всех стран. Уровень процентных ставок на развивающихся рынках (включая Китай) в среднем выше, чем в развитых странах.

Центральный банк Китая поддерживает ключевую ставку на уровне 3%. Уровень учетной ставки Центрального банка Индии составляет 6,5% годовых, Центрального банка Бразилии – 13,75%, ОАЭ – 4,9% и Центрального банка Турции – 8,5% годовых (данные на 22 марта 2022 г.). На первый взгляд,

это создает дополнительные возможности для получения дохода при размещении резервных активов. Однако нельзя не отметить и серьезные риски, присущие валютам развивающихся стран. Как уже было отмечено, финансовый рынок Турции пережил серьезные потрясения, что отразилось на динамике процентных ставок.

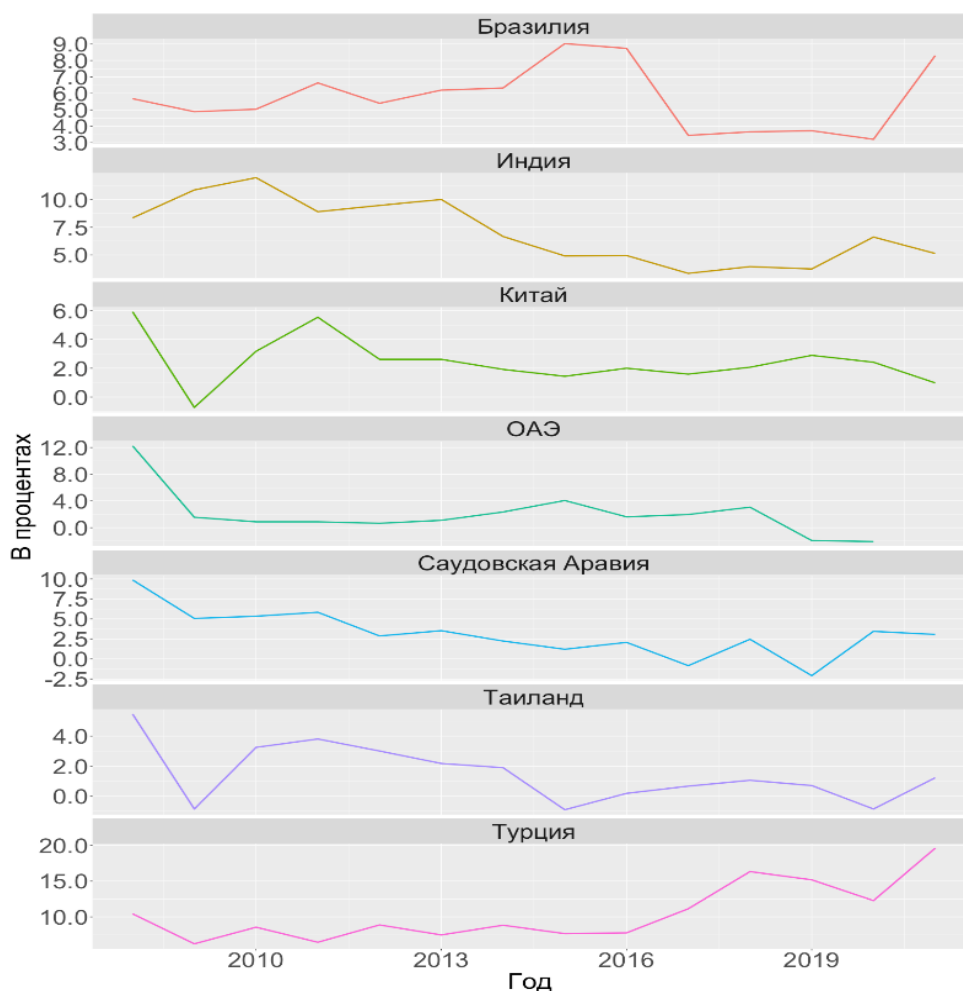


Источник: составлено автором на основе данных [68; 37; 28].

Рисунок 3.6 – Динамика ключевой процентной ставки «несанкционных» валют

Инфляция в странах с «дружественными» валютами имеет разнонаправленную динамику, представленную на рисунке 3.7. Для большинства рассматриваемых стран характерен довольно низкий уровень инфляции в последние годы: в Индии – 6,7%, ОАЭ – 4,8%, Китае – 2%, Саудовской Аравии – 2,5% (за 2022 г.). Исключение составляют Бразилия (9,3% в 2022 г.) и в особенности Турция (72,2% в 2022 г.).

Еще одним резервным активом являются драгоценные металлы. Помимо золота, целесообразно рассмотреть резервный потенциал и других металлов, таких как серебро, платина и палладий.



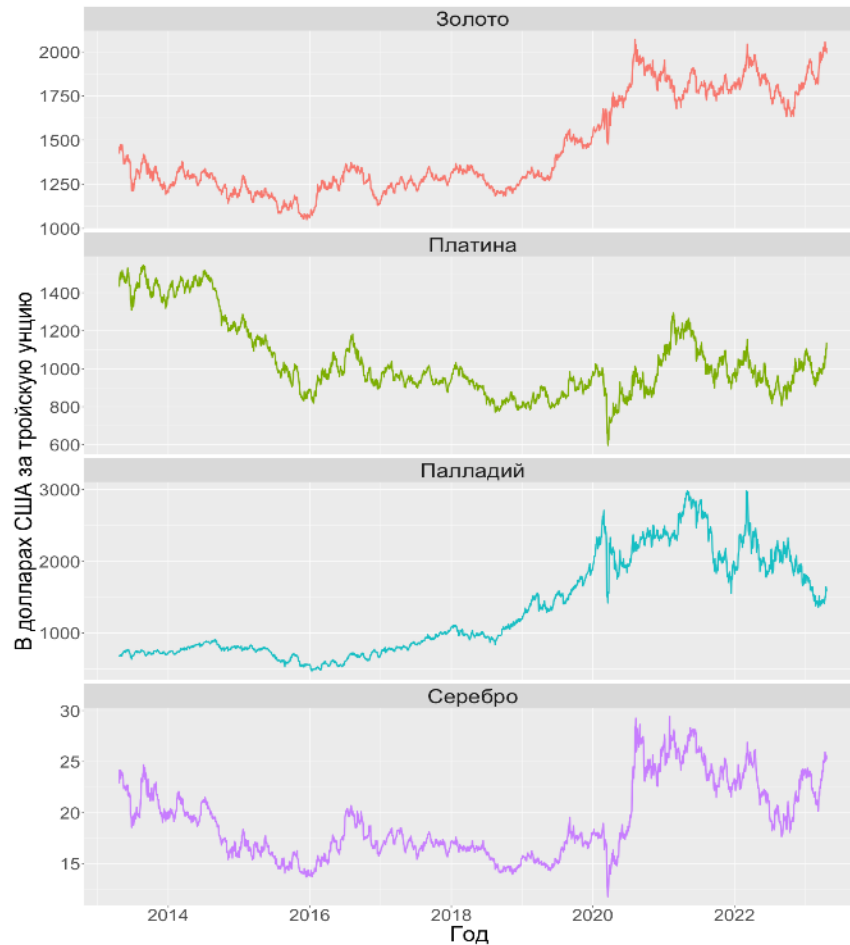
Источник: составлено автором на основе данных [34].

Рисунок 3.7 – Инфляция в странах с потенциально «несанкционными» валютами (потребительские цены в годовом исчислении)

Еще одним резервным активом являются драгоценные металлы. Помимо золота, целесообразно рассмотреть резервный потенциал и других металлов, таких как серебро, платина и палладий. Если рассматривать период 2013–2023 гг., то можно отметить растущий спрос на золото, палладий и серебро, что показано на рисунке 3.8. Что касается платины, то динамика котировок данного металла была негативной с 2016 г., так как в этот период было выявлено множество экологических нарушений в автомобилестроении и сокращение на 25% платины в производстве автомобилей.

Рост цен на серебро в последние годы связан с растущим спросом на этот металл в различных отраслях. Кроме того, в условиях экономической

неопределенности многие инвесторы нашли потенциал для инвестирования в альтернативные активы, такие как драгоценные металлы, в частности серебро.



Источник: составлено автором на основе данных [33].

Рисунок 3.8 – Динамика котировок основных драгоценных металлов

Растущий интерес к серебру в качестве инвестиций можно объяснить увеличением масштабов использования при объективно ограниченном предложении. Недавний рост спроса на инвестиционные продукты, такие как биржевые фонды (ETF), фьючерсные контракты на серебро является свидетельством растущего интереса к серебру в виде инвестиций. В 2021 г. общий спрос на серебро продемонстрировал заметный скачок: общий объем потребления вырос на 18% до 1 242 млн унций (38 643 тонны), что является самым высоким показателем с 2010 г. [52]. Спрос на палладий с 2016 г. по 2022 г. снизился на 11,5% (с 7890 унций по 6980 унций) по ряду причин: производство автомобилей с электрическими двигателями, сокращение производства в период пандемии COVID-19, санкции, поскольку Россия

занимает первое место в мире по добыче данного металла, однако российские предприятия попали под санкции [72]. По прогнозам консалтинговой компании SFA (Oxford) Ltd [70], спрос на палладий к 2030 г. снизится еще на 20%. Поскольку палладий и платина в промышленности используются как металлы-субституты, наблюдается процесс замены платины на палладий. Так, с 2019 г. по 2022 г. спрос на платину вырос на 8,3% (с 4950 унций до 5365 унций) [72]. Хочется отметить, что инвестиционный спрос на палладий и платину прослеживается как инвестиции в компании, добывающие металл. Также появление нового инструмента, такого как токены на палладий, увеличит инвестиционный спрос в будущем.

В таблице 3.9 приведены основные статистические характеристики дневных колебаний цен драгоценных металлов. В таблице 3.10 содержится расчет показателя VAR на уровне 1%. Наиболее волатильным активом является палладий. С вероятностью 1% дневные потери по палладию составят 12,25%. Нельзя не отметить, что золото ожидаемо имеет самое низкое значение показателя VAR.

Более того, золото практически единственный из всех рассматриваемых металлических активов, у которого значения модифицированного нормального VAR очень незначительно отличаются от значений исторического и нормального VAR.

Экономическая интерпретация показателя VAR показывает, что золото – стабильный актив с относительно низкой волатильностью. Таким образом, во-первых, включение в состав международных резервов серебра и увеличение доли золота в международных резервах может диверсифицировать резервы и вывести их из-под риска блокировок в условиях роста геополитической напряженности и экономической неопределенности.

Во-вторых, данные драгоценные металлы могут повысить доверие к денежно-кредитной политике страны. Целесообразность включения остальных рассмотренных драгоценных металлов в состав резервных активов требует дополнительных исследований.

Перейдем к такому финансовому активу, как цифровые валюты, в частности, криптовалюты, учитывая их потенциал в цифровой экономике. На рисунке 3.9 представлена динамика котировок двух наиболее используемых криптовалют. Данные инструменты являются наиболее волатильными из всех рассматриваемых активов и, на наш взгляд, не могут на данный момент быть объектом вложений международных резервов. Позиция обусловлена также неоднозначной трактовкой экономической природы криптовалют, регуляторными проблемами и профилем связанных с ними рисков.

Таблица 3.9 – Основные характеристики распределения дневных колебаний цен драгоценных металлов

| Характеристики распределения | Золото   | Платина  | Палладий | Серебро  |
|------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| max                          | 0,06603  | 0,12316  | 0,23815  | 0,12345  |
| min                          | -0,05805 | -0,11160 | -0,21268 | -0,08896 |
| Sd                           | 0,00977  | 0,01631  | 0,02229  | 0,01806  |
| Mean                         | -0,00013 | 0,00009  | -0,00035 | -0,00004 |
| Kurt                         | 7,04499  | 7,59339  | 15,36232 | 8,59740  |
| Skew                         | 0,14033  | 0,18511  | 0,47894  | 0,39312  |
| 25%                          | -0,00517 | -0,00865 | -0,01179 | -0,00840 |
| 50%                          | -0,00014 | 0,00000  | -0,00108 | -0,00002 |
| 75%                          | 0,00455  | 0,00893  | 0,01034  | 0,00819  |

Источник: составлено автором на основе данных [33].

Таблица 3.10 – Показатель VAR для дневных колебаний цен драгоценных металлов на уровне 1%

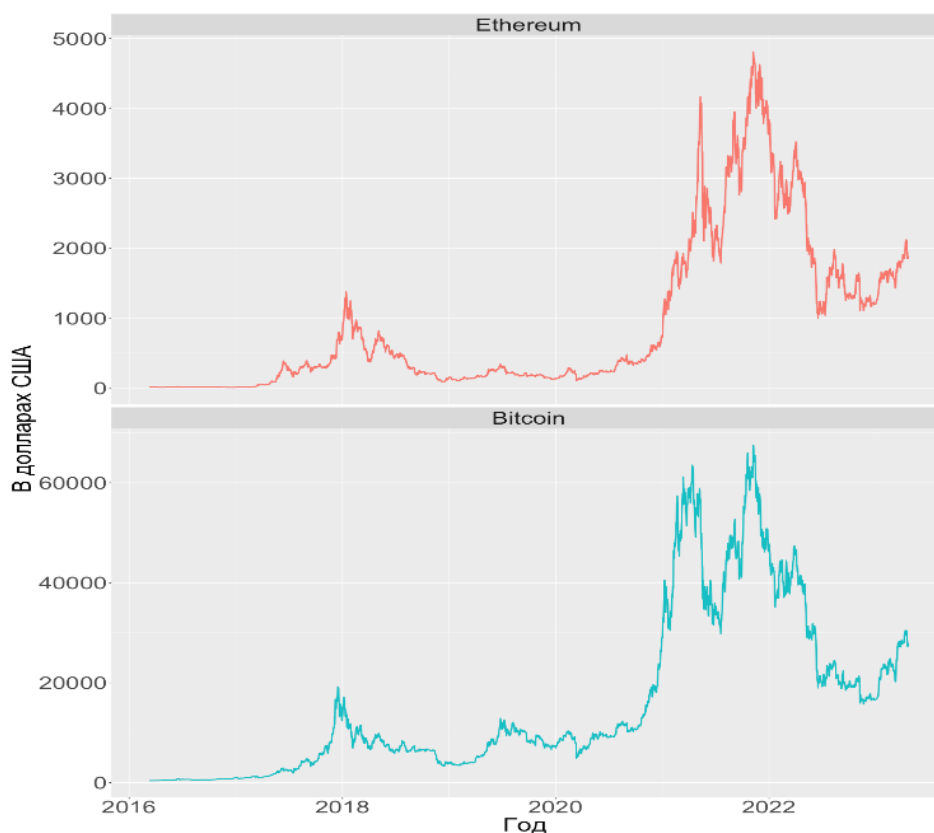
| Металл   | Исторический | Нормальный | Модифицированный нормальный |
|----------|--------------|------------|-----------------------------|
| Золото   | -0,02655     | -0,02286   | -0,03787                    |
| Платина  | -0,04224     | -0,03786   | -0,06439                    |
| Палладий | -0,05421     | -0,05220   | -0,12248                    |
| Серебро  | -0,05283     | -0,04206   | -0,07210                    |

Источник: составлено автором на основе данных [33].

В таблице 3.11 приведены основные статистические характеристики дневных колебаний цен криптовалют. В таблице 3.12 содержится расчет показателя VAR на уровне 1%.

Приведенные данные говорят о том, что у криптовалюты очень высокие показатели риска, к тому же имеются существенные различия в их регулировании в национальных юрисдикциях, поэтому считаем, что невозможно использовать криптоактивы в составе международных резервов.

Актуальной представляется также возможность включения стейблкойнов в состав международных резервов. Г.А. Бунич, исследуя современные аспекты теории и практики международных резервов, отмечала, что наличие разнообразного спектра международных резервов обеспечивает государственный суверенитет и способствует проведению независимой финансовой политики, минимизирует давление экономических и политических рисков мировой экономики и снижает зависимость от внешнего кредитования [147].



Источник: составлено автором на основе данных [35].  
Рисунок 3.9 – Котировки криптовалют Биткоина и Эфириума

Таблица 3.11 – Основные характеристики распределения дневных колебаний цен криптовалют: Эфириума и Биткоина

| Характеристики распределения | Эфириум  | Биткоин  |
|------------------------------|----------|----------|
| Max                          | 0,58964  | 0,48090  |
| Min                          | -0,25860 | -0,23722 |
| Sd                           | 0,05487  | 0,03947  |
| Mean                         | -0,00195 | -0,00161 |
| Kurt                         | 11,40131 | 14,45875 |
| Skew                         | 0,58537  | 0,76675  |
| 25%                          | -0,02810 | -0,01839 |
| 50%                          | -0,00081 | -0,00144 |
| 75%                          | 0,02199  | 0,01420  |

Источник: составлено автором на основе данных [35].

Таблица 3.12 – Показатель VAR для дневных колебаний криптовалют на уровне 1%

| Показатель VAR | Исторический | Нормальный | Модифицированный нормальный |
|----------------|--------------|------------|-----------------------------|
| Ethereum       | -0,15610     | -0,12959   | -0,24515                    |
| Bitcoin        | -0,10624     | -0,09343   | -0,19587                    |

Источник: составлено автором на основе данных [35].

При этом потенциал включения цифровой валюты центрального банка и стейблкоинов в состав международных резервов напрямую зависит от вклада страны-эмитента в мировой ВВП и ее обеспеченности запасами золота. Отличительная черта стейблкоинов – меньшая волатильность по сравнению с криптовалютами за счет привязки к определенному активу или корзине активов, которые выступают в качестве обеспечения.

В настоящее время существуют такие их разновидности:

- стейблкоины, обеспеченные фиатными валютами (Tether и USD Coin);
- стейблкоины, обеспеченные другими криптоактивами (Dai и Frax);

- стейблкоины, имеющие товарное обеспечение (PAX Gold и Tether Gold);
- необеспеченные алгоритмические стейблкоины (TerraClassicUSD и sUSD) [176].

Стейблкоины, такие как Tether, USD Coin и Binance USD, стали альтернативой биткоинам на криптовалютном рынке, обеспечивая стабильность за счет привязки их к стоимости к активу, такому как доллар США.

Стейблкоины TerraClassicUSD относятся к группе алгоритмических. Стабильность данного вида стейблкоина обеспечиваются за счет сложных алгоритмов для автоматической корректировки предложения.

Стейблкоины могут способствовать снижению эффективности санкционного воздействия, однако их включение в состав международных резервов выглядит преждевременным, так как риски данного финансового актива изучены не в полной мере. Включение стейблкоинов в состав международных резервов требует проведения дополнительных исследований, однако, уже сейчас можно констатировать, что преимущественная привязка стейблкоинов к доллару США не только сохраняет их санкционный потенциал, но и усугубляет за счет контроля соответствующей цифровой инфраструктуры.

Подводя итог, можно сделать вывод, что из проанализированных инструментов потенциально подходящими для размещения международных резервов являются валюты развивающихся стран, основных внешнеторговых партнеров России (юань, саудовский риал, бразильский реал, дирхам ОАЭ) и драгоценные металлы (золото, серебро). Далее результаты исследования будут использоваться для разработки портфельных рекомендаций Центральному банку России.

### **3.3 Разработка рекомендаций, направленных на совершенствование управления международными резервами Банка России в условиях санкционных ограничений**

Управление международными резервами является важнейшим аспектом финансовой политики любого государства. Банк России обеспечивает стабильность национальной валютно-финансовой системы в том числе путем эффективного управления резервами. При реализации данной политики необходимо учитывать, что МВФС эволюционирует в направлении многополярности, регионализации и валютного полицентризма, быстрой цифровизации МВФС. Эти аспекты глобального развития отражаются и на трансформации международных резервов. Однако политика управления резервными активами Российской Федерации должна в первую очередь учитывать возможность их использования в условиях, действующих и потенциальных санкционных ограничений и в контексте разработанных нами сценариев дальнейшего развития МВФС.

При разработке рекомендаций по портфелю резервных активов с учетом геополитических рисков необходимо учитывать общие аспекты для управляющих резервами большинства стран:

- блочный формат фрагментации МВФС (формирование Западного и Восточного геополитических и геоэкономических блоков);
- необходимость обеспечения транзакционной, обеспечительной и защитной функций международных резервов;
- ориентация на геополитических союзников и внешнеторговых партнеров;
- геополитические риски и необходимость защиты резервов от блокировок;
- перспективы ввода в оборот ЦВЦБ, расширение использования криптовалют, цифровых финансовых активов в МВФС.

Выделим основные подходы к управлению международными резервами Банка России в кратко- и среднесрочной перспективе с учетом геополитических рисков:

- диверсификация международных резервов в направлении увеличения удельного веса «дружественных» валют торговых партнеров и геополитических союзников;

- удержание повышенной по сравнению со среднемировой доли золота в портфеле резервных активов;

- постепенный ввод в состав международных резервов цифровых аналогов соответствующих резервных валют стран геополитических союзников по мере их запуска в денежный и международный платежный оборот странами–эмитентами ЦВЦБ. Воздерживаться от введения в состав международных резервов криптовалют и ЦВЦБ недружественных стран в силу их программируемого потенциала и возможности ограничения доступа.

Расширение торгово-экономических отношений с «дружественными» странами, такими как Индия, Китай, ОАЭ, Бразилия, имеет основополагающее значение для содействия экономическому росту и также может способствовать увеличению спроса на рубли, например, посредством своп-линий между центральными банками данных стран. По нашему мнению, валюты стран ЕАЭС в качестве потенциально резервных валют пока рассматривать преждевременно. Казахский тенге, армянский драм и узбекский сом используются в межгосударственных расчетах, однако рубль является объективно самой сильной (и де-факто резервной) валютой ЕАЭС.

В контексте наиболее вероятного сценария использования национальных валют дружественных стран в рамках фрагментированной МВФС, определим критерии, по которым в дальнейшем будем определять состав международных резервов Центрального банка России: геополитическая позиция страны–эмитента валюты, прямое воздействие финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки и степень цифровизации инструмента, надежность и ликвидность потенциального резервного актива.

Критерии представлены в приложении В, в таблице В.1. Дадим краткую характеристику каждому из анализируемых критериев.

С учетом изменений в мировой экономике и геополитического ландшафта необходимо использовать дополнительный критерий, отражающий степень значимости торгово-экономических связей партнёров. Данный критерий назовем «Геополитическая позиция». С учетом усиления позиций развивающихся стран в мировой экономике, была проведена оценка приемлемости использования валют ведущих развивающихся стран, отвечающих критериям «дружественности» по параметрам, необходимым для резервных активов.

Геополитическая позиция является комплексным критерием и включает следующие компоненты:

- вхождение страны-эмитента валюты в «Перечень иностранных государств и территорий, совершающих в отношении Российской Федерации, российских юридических лиц физических лиц недружественные действия» [13], а также с учетом результатов голосования по резолюции ООН [19] в отношении конфликта на Украине от 2 марта 2022 г.;

- проведение санкционной политики и/или зависимость (экономическая, политическая, финансовая) от центров принятия решений в отношении санкционного режима;

- возможность проводить трансграничные расчеты и иные международные валютно-финансовые операции в рассматриваемой валюте с приемлемыми расчетными рисками и низкой вероятностью блокирования активов.

В официальный перечень недружественных стран вошли 66 государств, остальные 187 стран считаются дружественными или нейтральными.

Что касается криптовалют, они отнесены к категории «нейтральных». Криптовалюты не зависят напрямую от действий финансовых властей тех или иных стран, если не считать возможности блокирования счетов российских

резидентов на подконтрольных криптобиржах. Расчеты в криптовалютах реализуются с помощью технологий, совершенно отличных от традиционных финансовых инструментов. Блокирования и запрет возможны в соответствующих юрисдикциях, но затруднена идентификация субъектов сделок. В большинстве стран сделки с криптовалютами подлежат финансовому контролю, и по этой причине участники операций могут столкнуться с непредвиденными проблемами.

Следующий критерий – торговые и финансовые отношения страны-эмитента валюты с Россией. Предложенная оценка в данном случае базируется на результатах анализа параметров внешнеторгового оборота и взаимных расчетов, проведенных ранее. Также следует отметить, что Российская Федерация наращивает внешнеэкономические связи с: Китаем, Индией и Турцией. Степень риска оценивается на основе колебаний дневных котировок (волатильности) курсов соответствующих валют, будем использовать результаты анализа, проведенного в параграфе 3.2. Большая часть инструментов имеют умеренную волатильность (дневной однопроцентный VAR в пределах 3%). Инструменты с наибольшей волатильностью (и соответственно с наибольшим риском) – криптовалюты и турецкая лира.

Классификация инструментов в соответствии с их доходностью также базируется на результатах, приведенных в параграфе 3.2. Используется доходность надежных долговых инструментов, подходящих для размещения резервов, прежде всего государственных долговых обязательств. Большая часть инструментов имеет умеренную доходность (в пределах 3–4% годовых). Доходность драгоценных металлов и криптовалют оценивается по рыночным котировкам. В условиях санкций для Банка России критерий доходности резервных активов, на наш взгляд, не должен быть приоритетным, акцент необходимо сделать в пользу обеспечения сохранности резервов и поддержания их функционала.

Критерий ликвидности и доступности инструмента на мировом финансовом рынке относится к числу наиболее важных. Именно низкая ликвидность многих потенциальных инструментов размещения резервов не позволяет ЦБ РФ полноценно заместить доллар США и евро. Из «дружественных» валют только юань можно считать приемлемым инструментом. Среди других доступных для ЦБ РФ инструментов требуемыми характеристиками обладают драгоценные металлы и в первую очередь золото. Отметим, что ликвидность золота всегда ниже ликвидности резервных валют. При этом доходность золота была значительно выше темпов глобальной инфляции на протяжении более 50 лет [49].

С точки зрения макроэкономической ситуации, в большинстве рассматриваемых стран-эмитентов валют, которые входят или потенциально могут войти в состав международных резервов, наблюдается стабильная макроэкономическая ситуация. Исключение составляют Турция и в меньшей степени Бразилия. Обе страны подвержены периодическим финансовым и валютным кризисам.

Понимание того, как финансовые власти влияют на валютные рынки, важно для учета рисков изменений валютных курсов и обеспечения общей финансовой стабильности в стране. В данном случае мы говорим о непосредственном вмешательстве с целью корректировки курса. Как уже было отмечено ранее, монетарные регуляторы развивающихся стран достаточно жестко контролируют курс национальной валюты. С одной стороны, это может говорить о стабильности курса. Однако, с другой стороны, всегда существует риск того, что какой-либо центральный банк, следуя экономическим (а иногда и политическим) интересам, примет решение девальвировать национальную валюту. При отборе валют по этому критерию мы использовали данные ежегодных докладов МВФ о валютных режимах стран-членов [21].

Рассматривая последний критерий, потенциал цифровизации денежной сферы и соответствующих инструментов, мы ориентировались на активность

тестирования и перспективы внедрения цифровых валют центральных банков, используя материалы Трекера ЦВЦБ МВФ [75], степень развития рынков цифровых финансовых активов, вовлеченность резидентов той или иной страны в операции с криптовалютами. Одной из лидирующих в этом отношении стран является Китай. Также отметим Россию - Федеральным законом № 339-ФЗ от 24.07.2023 в качестве равноценной третьей формы национальной валюты предусмотрено внедрение цифрового рубля, который дополнит наличную и безналичную форму денег [16].

Банк России планирует выпустить в оборот рубль в цифровом виде и на базе Федерального закона № 259-ФЗ от 31.07.2020 г. создает экспериментальный правовой режим по обмену криптовалюты—частными компаниями, выступающими участниками международной внешнеторговой деятельности [17].

Необходимо понимать, что фиатные валюты достаточно быстро приобретут цифровую форму, учитывая темпы цифровизации мировой экономики и мировых финансов. Успехи стран в продвижении своих цифровых валют будут в значительной мере определять их конкурентоспособность в МВФС, а значит, и вероятность вхождения в число резервных валют. Этот критерий используется для оценки перспектив тех или иных резервных активов в условиях цифровизации МВФС.

При этом разделяем криптовалюты и ЦВЦБ. Первые представляются малоподходящими на роль резервных активов по параметрам «риск—ликвидность—надежность». Вторые могут постепенно вводиться в состав резервных портфелей по мере появления в денежном обороте соответствующих стран цифровых форм их национальных валют. Появление цифровых валют центральных банков может ослабить позиции доллара США и его санкционный потенциал. Опираясь на мнение российского исследователя И.А. Жулега, следует отметить значение глобальной цифровой альтернативы при диверсификации международных резервов, представленной цифровыми валютами и активами, призванными к выполнению расчетной и

инвестиционной функций и способными подорвать многолетнюю гегемонию доллара, тем самым нивелируя санкционное воздействие надзорных финансовых учреждений США на платёжные системы значительной группы стран, отстаивающих независимую финансовую политику и многополярное мироустройство [151].

Однако высокая степень неопределённости относительно использования ЦВЦБ во внутреннем и внешнем денежном и платёжном обороте значительно увеличивают риски в МВФС. Существует риск внезапного оттока капитала; важно будет следить за прогрессом в регулировании рынка со стороны государственных органов и центральных банков, а также за влиянием альтернативных цифровых проектов на социальное поведение и традиционный банковский сектор.

Монетарное золото играет стратегическую роль в резервах центральных банков, так как обеспечивает финансовую безопасность страны в гораздо большей степени, чем другие резервные активы. В отличие от большинства других активов, золото неуничтожимо. Все золото, которое когда-либо было добыто, все еще существует в том или ином виде. Оно существует в физической форме, ему не угрожают политические риски, оно свободно от прямой связи с экономической политикой какой-либо страны. Золото также обеспечивает особенно надёжную защиту в случае экономических кризисов. Кроме того, оно диверсифицирует политические риски и обеспечивает стратегическую защиту в случае вооружённого конфликта. Фактором, который повысит роль золота в МВФС, является беспрецедентный рост неопределённости в мировой экономике. Значение золота также возрастет из-за опасений по поводу состояния доллара США и перспектив ослабления его позиций в международной валютной системе [166].

Учитывая направления трансформации МВФС, санкционные ограничения, геополитические риски и характеристики фактических и потенциальных резервных валют были разработаны предложения по

совершенствованию структуры портфеля международных резервов Центрального Банка России.

Свои рекомендации мы разрабатываем для существующей в рамках действующей МВФС системы международного резервирования, принципы функционирования которой закреплены документами МВФ. Рекомендации для Банка России учитывают санкционные ограничения, действующие в отношении России, а также потенциальные санкционные риски.

Мы не можем не принимать во внимание решение Правительства и Министерства финансов Российской Федерации, в рамках которого исключена возможность инвестирования средств Фонда национального благосостояния в активы, номинированные в долларах США. Также обнулены остатки средств на счетах ФНБ Банка России в евро, фунтах стерлингов и японских иенах. Инвестировании средств ФНБ предусмотрено только в китайские юани и золото [123].

Также учитывался факт блокировки Соединенными Штатами уже в 2025 г. транша в 2 млрд долл. США кредитных ресурсов, предоставленных Россией Турции для строительства атомной электростанции «Аккую».

Вырабатывая рекомендации, мы исходили из того, что замороженные резервы России все еще находятся в собственности Банка России, но доступ к ним ограничен. Поэтому с учетом дефицита бюджета, замороженных активов и специальной военной операции в краткосрочной и среднесрочной перспективе мы считаем целесообразным поддерживать высокий уровень международных резервов. Потенциал дальнейших санкций и изменений в политике США обусловил необходимость снижения Россией своей зависимости от доллара США. Учитывая санкционный потенциал доллара США и евро, а также политику США и ЕС в отношении России, считаем нецелесообразным увеличивать долю доллара США и евро в составе международных резервов Банка России сверх уже имеющихся, но заблокированных объемов.

По нашим оценкам, юань по степени «дружественности» имеет наивысшую оценку, высокий уровень цифровизации, приемлемые риски и умеренную доходность (Приложение В). В предлагаемых условиях в составе валютного портфеля ЦБ РФ целесообразно накапливать резервы в юанях, что объективно отражает его широкое использование в международных расчетах России, при проведении валютных интервенций, операций со средствами ФНБ и увеличение числа юаневых инструментов на внутреннем финансовом рынке России.

В целях диверсификации валютного резервного портфеля возможно включение в него дирхама ОАЭ и саудовского реала. Проведенный анализ показал наибольшую приемлемость их характеристик среди доступных для Банка России в предлагаемых обстоятельствах валютных инструментов.

Размещение повышенной по сравнению со среднемировой доли золота в портфеле резервных активов, в частности, монетарного золота до 40%, было обосновано в предыдущих параграфах диссертации.

Включение в состав международных резервов других драгоценных металлов, таких как серебро, платина, палладий, может обеспечить преимущества диверсификации портфеля резервов страны. Включение драгоценных металлов в международные резервы демонстрирует приверженность экономической стабильности и фискальной ответственности. Обеспечительный потенциал металлических резервов снижает риски международных инвесторов и кредиторов.

В третьей главе были рассмотрены сценарии трансформации МВФС и варианты политики управления международными резервами Российской Федерации. Разработана и обоснована система критериев для отбора резервных активов с учётом геополитических и санкционных рисков. Показано, что в существующих геополитических условиях неизбежно снижение инвестиционных качеств резервных активов. В результате проведенного анализа были разработаны рекомендации по изменению структуры портфеля международных резервов Российской Федерации с

учетом изменения внешнеэкономических связей страны, санкционных ограничений и геополитических рисков.

## Заключение

Международные резервы являются важнейшим элементом МВФС, они выполняют обеспечительную и транзакционную функции, играют важную роль в обеспечении устойчивости мировой и национальных валютных систем и перераспределении глобальной валютной ликвидности. Монетарные органы, управляющие международными резервами, в своей политике стремятся оптимизировать объем и структуру международных резервов, руководствуясь своими приоритетами в триаде целей по обеспечению надежности, ликвидности и доходности резервных портфелей. Однако у центробанков разных стран приоритеты в политике управления международными резервами разные, поскольку различаются ключевые параметры экономических и валютно-финансовых систем, место и роль государств в МВФС. Приоритет целей зависит от специфики конкретной страны, таких ее аспектов, как структура и степень развития экономики и валютно-финансовой системы, особенности внешней торговли, режим обменного курса, размер и структура внешнего долга, степень уязвимости к внешним и внутренним финансовым шокам.

Асимметричность современной МВФС и наличие глобальных дисбалансов определяют особенности формирования и перераспределения глобальной валютной ликвидности между странами, масштабы и динамику межстрановых потоков капитала. В этот процесс включены международные резервы, которые формируются в контексте указанных действий. При этом, если *структура* международных резервов является объектом целенаправленного воздействия управляющих резервными портфелями, то *объемы* страновых и в особенности совокупных глобальных валютных резервов формируются преимущественно под влиянием объективных процессов, связанных с парадигмой функционирования современной МВФС и ее трансформацией в направлении многополярности, фрагментации и

регионализации, валютного полицентризма, цифровизации валютно-финансовой сферы.

По этой причине не находит оптимального решения проблема достаточности международных резервов той или иной страны. У стран, накопивших наибольшие объемы резервов, они явно избыточные, а у ряда развитых стран резервы находятся на уровне ниже требуемых международных стандартов.

В связи с этим мы считаем неприемлемым использование единых для всех государств критериев достаточности международных резервов и вводим понятие *функциональной адекватности международных резервов* страны, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой регулятор, управляющий ими, и которые обусловлены спецификой структуры экономики и финансового сектора, степенью их развития в данной стране. Определение степени функциональной адекватности должен осуществлять регулятор, который формирует и управляет международными резервами. При определении степени адекватности регулятор исходит из приоритетности целей, направлений планируемого использования резервов на временном горизонте сформированного портфеля и оценки финансовых и геополитических рисков, предусмотренных политикой управления резервами.

Формализация оценки функциональной адекватности международных резервов страны возможна на основе Композитного индикатора достаточности международных резервов МВФ – АРА ЕМ – путем ввода в него альтернативных весовых коэффициентов, отражающих приоритетность целей и основные направления использования резервов, определенных управляющим резервами конкретной страны. Данный показатель достаточности международных резервов, являющийся одновременно инструментом управления ими, следует применять для всех стран, а не только для государств с формирующимися рынками, как предусматривает политика МВФ в настоящее время.

Усиление деглобализационных процессов и протекционизма, замедление темпов роста глобального ВВП и международной торговли после мирового финансового кризиса 2007–2010 годов и особенно после событий 2014 г. отразились на динамике и структуре международных резервов, что подтверждают результаты проведенного в диссертации анализа.

За период 1973–2023 гг. объем совокупных глобальных валютных резервов вырос в 57 раз. Однако основной период накопления резервов пришелся на период перед мировым финансовым кризисом 2007–2010 гг. В дальнейшем этот процесс замедлился, а после 2015 г. объем совокупных глобальных валютных резервов стабилизировался на уровне 11–12 трлн долл. США, отражая активизацию процессов трансформации МВФС.

Используемый в диссертации подход к анализу распределения совокупных резервов по группам стран, классифицированным по методике Всемирного банка на основе доходов на душу населения, позволил рассмотреть этот процесс в ином ракурсе. Анализ показал, что хотя более половины глобальных резервов ожидаемо сконцентрировано в группе стран с «высокими» доходами на душу населения, однако их доля в совокупных резервах сокращается (за 2000–2021 гг. от 70,39 до 52%), а наиболее быстрыми темпами увеличивались резервы группы «верхний средний», доля которой увеличилась от 21,57 до 37,88%. Доля беднейших стран с низким доходом на душу населения совсем незначительна – менее 1% совокупных глобальных резервов, свидетельствуя о том, что у них нет возможности формировать необходимый объем международных резервов, несмотря на потребность в них.

Анализ трансформации структуры международных резервов выявил увеличение их золотой составляющей. Покупки золота центробанками особенно активизировались в 2018–2022 гг., в условиях обострения геополитической напряженности и угрозы санкционных рисков. Ускорились также процессы репатриации запасов золота из зарубежных хранилищ. Покупки золота в основном осуществляются странами с формирующимися

рынками и развивающимися странами, прежде всего Россией, Китаем, Индией, Турцией и другими.

Анализ трансформации валютной структуры резервных портфелей показал снижение доли в них доллара США и одновременное увеличение удельного веса нетрадиционных альтернативных валют.

Оценка факторов, влияющих на валютную структуру резервов групп стран, классифицированных по уровню дохода на душу населения, проводилась на основе расчета показателей парной корреляции макроэкономических (темпы прироста ВВП, инфляция) и внешнеэкономических (доли экспорта, импорта, внешнего долга в ВВП) показателей и долей валютных резервов в номинальном ВВП.

В результате выявлена зависимость между отношением долей импорта в ВВП и динамикой доли резервов в ВВП. Изменение доли импорта объясняет 3,49% вариации показателя отношения резервов к ВВП. Увеличение доли импорта в ВВП на 1 п.п. ведет к росту отношения резервов к ВВП на 0,12 п.п. Динамика доли экспорта в ВВП также оказывает слабое положительное влияние на отношение резервов к ВВП. Динамика отношения внешнего долга к ВВП не влияет на отношение резервов к ВВП. Также не выявлена зависимость динамики резервов от темпов инфляции и роста ВВП.

Очевидно, в современных условиях величина резервов и динамика их накопления определяется преимущественно развитием внешней торговли. Замедление темпов роста международной торговли отражается в замедлении накопления глобальных международных резервов.

Оценка влияния динамики реального эффективного курса доллара США на его использование в составе валютных резервов показала, что рост его реального курса ведет к увеличению доли этой валюты в международных резервах совокупно по всем странам.

Основным результатом диссертационного исследования стало обоснование новых подходов к управлению международными резервами в условиях эволюционирующей в направлении многополярности,

регионализации и валютного полицентризма мировой валютно-финансовой системы, а также ее цифровой трансформации.

Показано, что асимметричность МВФС и обострение глобальных дисбалансов, ей присущих, усиливают тренд многополярности и активизацию процессов регионализации и валютного полицентризма, что, в свою очередь, влияет на трансформацию валютной структуры и приоритеты политики управления международными резервами.

Обеспечение беспрепятственного доступа к резервным активам, их сохранность и защита от блокировок становятся ключевыми факторами при том, что геополитическая напряженность и санкционные риски, скорее всего, сохранятся длительное время и будут учитываться в политике управления международными резервами. Характеристики резервных активов как безопасного убежища становятся критически важными, что определяет приоритетность мотива предосторожности, тогда как значение транзакционной функции будет постепенно снижаться, находя выражение в снижении темпов наращивания совокупных международных резервов и изменении структуры резервов различных стран.

Защитная, антикризисная функция резервов, как и обеспечительная функция, сохраняют свое значение. Резервы будут формироваться для противодействия внешним шокам, и финансовым кризисам, и геополитическим рискам, для обеспечения международных обязательств.

Формирование валютной части международных резервов все более смещается в направлении валют торговых партнёров, блоковых и геополитических союзников при соблюдении критериев надежности и ликвидности. Снижение доверия к основным резервным валютам обуславливает большую диверсификацию валютного портфеля и, что важнее, диверсификацию в направлении новых классов резервных активов.

Мы пришли к выводу, что в целом значение резервных активов и объем аккумулированных в них средств снизятся. Страны будут искать возможности перенесения основных функций международных резервов на активы,

размещаемые на территории национальных государств и подконтрольные государственным регуляторам. Кроме того, в существующих геополитических условиях будет наблюдаться *снижение инвестиционных качеств резервных активов*, причем не только для подсанкционных государств, вследствие усиления рисков размещения резервов как в традиционные резервные валюты (из-за возможности блокировок, а также снижения суверенного рейтинга США), так и в альтернативные валюты (из-за более низких параметров надежности и ликвидности). Необходимость выбора между эффективностью и безопасностью и приоритет последней будет отражаться в политике управления международными резервами большинства государств мира.

По результатам проведенного исследования предлагается в документ МВФ «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте. Форма представления данных: руководящие принципы» *внести изменения, направленные на защиту резервных активов от геополитических рисков*. Это касается трактовки международных резервов как «внешних» активов, что позволит включать в состав резервов более широкий перечень не только финансовых, но и реальных активов. Предлагается расширить перечень возможных резервных активов за счет пулов базовых товарных активов, являющихся предметом экспорта тех или иных стран. Такие резервные активы будут в большей степени защищены от блокировок недружественных стран. В дальнейшем, при расширении использования цифровых финансовых активов (ЦФА) в составе международных резервов эти виды активов могли бы стать обеспечением, например, стейблкоинов. Учитывая геополитическое противостояние, данное предложение может быть не услышано МВФ, поэтому для дальнейшего продвижения изменений положений в документе необходимо рекомендовать данную повестку странам БРИКС, учитывая их позиции в МВФ.

Обоснован подход к управлению и валютной структуры международных резервов Российской Федерации для наиболее вероятного сценария трансформации МВФС. При этом были использованы критерии,

включающие помимо известных параметров ликвидности, доходности и рискованности, такие характеристики резервных активов, как геополитическая позиция страны–эмитента валюты, прямое воздействие финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки, потенциал цифровизации резервного актива.

В результате проведенного исследования сделан вывод, что эволюция структуры и динамика совокупных международных резервов соответствуют общему тренду многополярности, однако существующая концепция международных резервов, тесно связанная с парадигмой функционирования МВФС, находится в кризисе, как и сама МВФС.

## Список литературы

### Книги

1. Балюк, И.А. Мировые финансы в условиях системных, технологических и экологических трансформаций : монография / И. А. Балюк, Г.А. Бунич, А.Г. Глебова [и др.] ; под редакцией Е.С. Соколовой, А.В. Кузнецова. – Москва : КноРус, 2024. – 231 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-406-12009-5.

2. Гринспен, А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен ; перевод с английского. – 3-е издание, дополненное. – Москва : Альпина Паблишер, 2015. – 521 с. – ISBN 978-5-9614-5331-7.

3. Звонова, Е.А. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок : монография / Е. А.Звонова, М. В.Ершов [и др.] ; под редакцией Е.А. Звоновой. – Москва : Русайнс, 2020. – 430 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-4365-0570-1.

4. Инновации и инвестиции № 3/2019 : Периодическое издание ; под редакцией М.В. Конотопова. – Москва : Русайнс, 2019. – 337 с. – 300 экз. – ISBN 2307-180.

5. Кузнецов, А.В. Поливалютный стандарт и мировой финансовый рынок : монография / под редакцией А.В Кузнецова [и др.]. – Москва : ИНФРА-М, 2024. – 208 с. – 500 экз. – DOI 10.12737/1871448. – ISBN 978-5-16-017746.

6. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / Л.Н. Красавина [и др.] ; под редакцией Л.Н. Красавиной. – 4-е издание. – Москва : Юрайт, 2014. – С. 32. – ISBN 978-5-534-19463-0.

7. Павлова, А.В. Тренд в развитии мировой валютной системы в направлении многополярности / А.В. Павлова // Эволюция международной валютной системы XXI веке: ожидания и реальность : коллективная монография ; под редакцией Е.А. Звоновой [и др.]. В 2-х томах.

Том 2. – Москва : Прометей, 2022. – С. 107-114. – 220 с. – 500 экз. – IBN 978-5-00172-391-2.

8. Павлова, А.В. Диверсификация международных резервов / А.В. Павлова // Международные научные студенческие чтения – 2023 : сборник статей Международной научно-практической конференции. – Петрозаводск : МЦНП «Новая Наука», 2023. – С. 263-268. – 511 с. – ISBN 978-5-00174-951-6.

9. Павлова, А.В. Роль золота в период геополитической напряженности / А.В. Павлова // Экономика, право, общество сегодня: оценки, проблемы, пути решения : сборник статей VIII Международной научно-практической конференции. – Петрозаводск : МЦНП «Новая Наука», 2023. – С. 54-59. – 131 с. – ISBN 978-5-00215-090-8.

10. Павлова, А.В. Мировой финансовый рынок и Россия (обзор 2021) (п. 6.12 «Роль международных резервов в мировой валютной системе») : монография / А.В. Павлова : в 2 томах. Том 2 ; под редакцией Е.А. Звоновой, А.Г. Глебовой. – Москва : КНОРУС, 2024. – С. 230-234. – 242 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-406-12032-3.

11. Павлова, А.В. Инновационные финансовые механизмы для стратегического развития России (раздел 1 «Своп линии как инструмент управления международными резервами») : монография / А.В. Павлова ; под редакцией Е.С. Соколовой. – Москва : Проспект, 2023. – С.46-53. – 184 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-392-39658-0.

### **Нормативные правовые акты**

12. О порядке управления средствами Фонда национального благосостояния (вместе с Требованиями к финансовым активам, в которые могут размещаться средства Фонда национального благосостояния) [Постановление Правительства РФ от 19.01.2008 №18 (ред. от 31.01.2024)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_74298/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_74298/) (дата обращения:

01.03.2024).

13. Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц [Распоряжение Правительства РФ от 05.03.2022 г. № 430-р (в ред. от 29.10.2022 г.)] // Министерство иностранных дел Российской Федерации – 2022. – Текст : электронный. – URL: [https://www.mid.ru/ru/foreign\\_policy/official\\_documents/1861789](https://www.mid.ru/ru/foreign_policy/official_documents/1861789) (дата обращения: 08.03.2024).

14. Российская Федерация. Законы. О валютном регулировании и валютном контроле : федеральный закон [принят Государственной Думой 21 ноября 2003 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_45458/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_45458/) (дата обращения: 05.03.2024).

15. Российская Федерация. Законы. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : федеральный закон [принят Государственной Думой 27 июня 2002 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_37570/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/) (дата обращения: 05.03.2024).

16. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в статьи 128 и 140 части первой, часть вторую и статьи 1128 и 1174 части третьей Гражданского кодекса Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой 13 июля 2023 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_452638/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_452638/) (дата обращения: 23.11.2023).

17. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон [принят Государственной Думой

22 июля 2020 года]. – СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_358753/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/) (дата обращения: 23.11.2023).

### **Авторефераты диссертаций**

18. Таможников, В.В. Теоретические основы формирования портфеля национальных золотовалютных резервов : специальность 08.00.01 «Экономическая теория» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Таможников Владимир Владимирович ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2010. – 28 с. – Библиогр.: с. 28 . – Место защиты: Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова.

### **Электронные ресурсы**

19. Aggression against Ukraine: resolution / adopted by the General Assembly / ООН : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://digitallibrary.un.org/record/3965290?ln=ru> (дата обращения 08.03.2024).

20. Allocated reserves / IMF data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4&sid=140> (дата обращения: 12.03.2023).

21. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2021 / Международный валютный фонд (МВФ) : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-andExchangeRestrictions/Issues/2020/08/10> (дата обращения: 18.03.2024).

22. Arce, F. A macroprudential theory of foreign reserve accumulation / F. Arce, J. Bengui, J. Bianchi // NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH. - 2019. - № 26236. – Текст : электронный. – DOI 10.3386/w26236.

– URL: <http://www.nber.org/papers/w26236> (дата обращения: 08.05.2023).

23. Balance of payments and international investment position manual Sixth Edition / Международный валютный фонд (МВФ) : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (дата обращения: 01.04.2022).

24. Ben-Bassat, A. Reserve-Currency Diversification and the Substitution Account / A. Ben-Bassat // Princeton studies in international finance. - 1984. - № 53. – Текст : электронный. – ISBN 978-0881652253. – URL: <https://ies.princeton.edu/pdf/S53.pdf> (дата обращения: 11.04.2022).

25. BIS Annual economic report 2023 / BIS : официальный сайт. – 2023. – Текст : электронный. – URL: <chrome-extension://efaidnbmninnibpcapjpcgclefindmkaj/https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e3.pdf> (дата обращения: 09.02.2025).

26. BIS data. Debt securities statistics / Банк международных расчётов : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://data.bis.org/topics/DSS/tables-and-dashboards> (дата обращения: 16.04.2023).

27. BIS Working papers № 1094. The foreign exchange market / BIS : официальный сайт. – 2023. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bis.org/publ/work1094.htm> (дата обращения: 12.04.2023).

28. Central bank interest rate / Central bank of the Republic of Turkey : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/en/tcmb+en/main+menu/core+functions/monetary+policy/central+bank+interest+rates> (дата обращения: 14.05.2023).

29. Central governmental debt, total (% of GDP) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country> (дата обращения: 08.05.2023).

30. CGFS Papers № 45. Global liquidity – concept, measurement and policy

implications / Bank for International Settlements : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs45.pdf> (дата обращения: 22.04.2022).

31. China and Brazil strike deal to use own currencies for trade instead of dollar / The National : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.thenationalnews.com/business/economy/2023/03/30/china-and-brazil-strike-deal-to-use-own-currencies-for-trade-instead-of-dollar/> (дата обращения: 01.04.2023).

32. China completes first yuan settles LNG trade / The business times : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nasdaq.com/articles/china-completes-first-yuan-settled-lng-trade> (дата обращения: 01.02.2022).

33. Commodities / Investing.com : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investing.com/commodities/> (дата обращения: 12.04.2023).

34. Consumer price index / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PC.AP.KD.ZG&country> (дата обращения: 08.05.2023).

35. Cryptocurrency / Investing.Com : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investing.com/crypto/> (дата обращения: 08.05.2023).

36. Currency composition of official foreign exchange reserves / Международный валютный фонд (МВФ) : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4&sid=14082061> (дата обращения: 11.03.2023).

37. Currency rates / Investing.com : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investing.com/currencies/streaming-forex-rates-majors> (дата обращения: 08.05.2023).

38. D, Lu. A parsimonious model of trade, finance and endogenous currency choices in international reserves / Lu. D., Mu. Y // Economics Letters. – 2023. – Volume 225. – ISSN 0165-1765. – Текст : электронный. – URL: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111063>. (дата обращения: 08.08.2023).

39. Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability / International Monetary FUND : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf> (дата обращения: 05.05.2022).

40. Economic reports / Saudi Central Bank : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sama.gov.sa/enUS/EconomicReports/Pages/report.aspx?cid=118> (дата обращения: 23.03.2023).

41. Effective exchange rates / BIS data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://data.bis.org/topics/EER/data/BIS,PDQ\\_I1\\_B,1.0](https://data.bis.org/topics/EER/data/BIS,PDQ_I1_B,1.0) (дата обращения: 08.05.2023). – Текст : электронный.

42. Eichengreen, B. Mars or Mercury? / B. Eichengreen, A. Mehl L. Chitu // Economic Policy. – 2019. Volume 34. – Issue 98. – DOI 10.3386/w24145. – eISSN 1468-0327. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nber.org/papers/w24145> (дата обращения: 17.11.2023).

43. Export of goods and services (% of GDP) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country> (дата обращения: 08.05.2023).

44. Farhi, E. A Model of the International Monetary System / E. Farhi, M. Maggiori // NBER Working Paper. – 2016 – № w22295. – Текст : электронный. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2786473> (дата обращения: 30.05.2022).

45. Financial sanctions, Russia / Office of Financial Sanctions Implementation HM Treasury : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gov.uk/government/organisations/office-of-financial-sanctions-implementation> (дата обращения: 08.05.2023).

46. Fitch Downgrades the United States Long-term Ratings to AA+ from AAA; Outlook Stable / FitchRatings : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023> (дата

обращения: 09.09.2023).

47. Fladers, M.J. The demand of international reserves / M.J. Fladers // Princeton Studies in international finance № 27. – 1971. – Текст : электронный. – URL: <https://ies.princeton.edu/pdf/S27.pdf> (дата обращения: 07.05.2023).

48. GDP per capita growth annual % / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country=> (дата обращения: 08.05.2023).

49. Gold's long-term expected return / World gold council : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gold.org/goldhub/research/golds-long-term-expected-return> (дата обращения: 09.02.2025).

50. Government bonds / Investing.com : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investing.com/rates-bonds/> (дата обращения: 08.05.2023).

51. H.R.6899 - Russia and Belarus SDR Exchange Prohibition Act of 2022 / Congress : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-bill/6899> (дата обращения: 20.11.2023).

52. History of gold / World gold council : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gold.org/history-gold> (дата обращения: 08.05.2022).

53. Holding Russia accountable / European commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://eu-solidarity-ukraine.ec.europa.eu/holding-russia-accountable\\_en#paying-for-damage-done](https://eu-solidarity-ukraine.ec.europa.eu/holding-russia-accountable_en#paying-for-damage-done) (дата обращения: 12.09.2023).

54. IMF Working paper «The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve» / International Monetary Fund : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/03/24/The-Stealth-Erosion-of-Dollar-Dominance-Active-Diversifiers-and-the-Rise-of-Nontraditional-515150>

(дата обращения: 10.10.2022).

55. Imports of goods and services (% of GDP) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country> (дата обращения: 16.04.2023).

56. International reserves and foreign currency liquidity. Guidelines for a data template / International Monetary Found : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/irprocessweb/pdf/guide2013.pdf> (дата обращения: 12.01.2024).

57. Iran, Cut off from vital cash reserves, faces deeper economic peril, U.S. says / The Wall Street Journal : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.wsj.com/articles/iran-cut-off-from-vital-cash-reserves-is-approaching-economic-peril-u-s-says-11575369002> (дата обращения: 02.11.2022). – Текст : электронный.

58. Issues in Reserves Adequacy and Management / International Monetary Fund : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/pdr/resad/2001/101501.pdf> (дата обращения: 11.09.2023).

59. Ito, H. A key currency view of global imbalances / H. Ito, R. McCauly // BIS Working paper. – 2018. – № 762. – eISSN 1682-7678. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.bis.org/publ/work762.pdf> (дата обращения: 28.11.2021).

60. Ito, H. Emerging market currency composition of reserves, denomination of trade and currency movements / H. Ito, R. McCauly, C. Tracy // Emerging Market Review. – 2015. – № 25. – P. 16-29. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ememar.2015.11.001. – URL: <https://web.pdx.edu/~ito/Ito%20McCauley%20Chan%20paper.pdf> (дата обращения: 30.02.2023).

61. Ito, H. The currency composition of foreign exchange reserves / H. Ito,

R. McCauly // BIS working papers. – 2019. – № 828. – eISSN 1682-7678. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bis.org/publ/work828.pdf> (дата обращения: 13.03.2023).

62. Mark Carney: dollar is too dominant and could be replaced by digital currency // The Guardian : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.theguardian.com/business/2019/aug/23/mark-carney-dollar-dominant-replaced-digital-currency> (дата обращения: 08.05.2023).

63. Marrone, A. NATO's Future: Euro-Atlantic Alliance in a Peacetime War / A. Marrone, K. Muti // IAI. – 2020. – № 20/28. – ISSN 2610-9603. – Текст : электронный. – DOI 978-88-9368-149-0. – URL: <https://www.iai.it/en/node/12251> (дата обращения: 11.11.2022).

64. Policy papers «Debt and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability» / International Monetary Fund. – официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/pdr/debtres/debtres.pdf> (дата обращения: 05.05.2022).

65. RMB Tracker «Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency» / SWIFT : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.swift.com/our-solutions/compliance-and-shared-services/business-intelligence/renminbi/rmb-tracker/rmb-tracker-document-centre> (дата обращения: 17.02.2023).

66. Rodrik, D. Real Exchange Rate and Economic Growth / D. Rodrik // John F. Kennedy School of Government Harvard University Cambridge, MA 02138 Revised, September 2008. ISSN отсутствует. – DOI отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://www.wsj.com/public/resources/documents/rodrick.pdf> (дата обращения: 11.12.2023).

67. Special drawing rights / International Monetary Fund : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2023/special-drawing-rights-sdr> (дата обращения: 01.05.2022).

68. Statistics / Banco central do Brasil : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bcb.gov.br/en/statistics> (дата обращения: 07.03.2023).

69. Statistics / Bank of Thailand : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bot.or.th/en/statistics.html> (дата обращения: 23.03.2023).

70. The future of the Monetary System. Leading perspectives to navigate the future // Credit Suisse Research Institute : официальный сайт. – DOI отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://www.allnews.ch/ckfinder/userfiles/files/csri-future-of-the-monetary-system.pdf> (дата обращения: 11.04.2022).

71. The palladium standart, September 2023 // SFA Oxford : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sfa-oxford.com/media/53fbdpqb/the-palladium-standard-2023-sfa-oxford-digital-version.pdf> (дата обращения: 17.10.2023).

72. The platinum market / SFA Oxford : [сайт]. – Оксфорд. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sfa-oxford.com/platinum-group-metals/platinum-market-and-platinum-price-drivers/> (дата обращения: 17.10.2023).

73. The rise of payment and contracting platforms // International monetary found : официальный сайт. – DOI отсутствует. – Текст : электронный. – URL: [file:///C:/Users/User/Downloads/FTNEA2023005%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/User/Downloads/FTNEA2023005%20(1).pdf) (дата обращения: 09.02.2025).

74. The world by income and region / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/the-world-by-income-and-region.html> (дата обращения: 12.04.2023).

75. Today's Central Bank Digital Currencies Status / CBDC Tracker : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://cbdctracker.org/> (дата обращения: 18.03.2024).

76. Total reserves (% of total external debt) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country=> (дата обращения: 11.03.2023).

77. Total reserves (includes gold, current US\$) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#> (дата обращения: 11.03.2023).

78. Total reserves in months of imports / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=NY.GDP.PCAP.KD.ZG&country=> (дата обращения: 11.03.2023).

79. Total reserves minus gold (current US\$) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/the-world-by-income-and-region.html> (дата обращения: 11.03.2023).

80. Triennial Central Bank Survey «Foreign exchange turnover in April 2022» / Bank of International Settlements : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.bis.org/statistics/rpfx22\\_fx.pdf](https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.pdf) (дата обращения: 02.04.2023).

81. Unallocated reserves / IMF data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4&sid=140820619> (дата обращения: 11.03.2023).

82. Working paper «Changing global linkages: a new cold war?» / IMF : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wpica2024076-print-pdf.pdf> (дата обращения: 28.02.2025).

83. Working paper «Large hoardings of international reserves: are they worth it?» / Banco Central de Chile : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.bcentral.cl/documents/33528/133326/DTBC\\_299.pdf](https://www.bcentral.cl/documents/33528/133326/DTBC_299.pdf) (дата

обращения: 22.11.2023).

84. Working paper «The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications» / International Monetary Fund : официальный сайт. – Текст: электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06229.pdf> (дата обращения: 22.11.2023).

85. World official gold holdings / The World Gold Council : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.goldreporter.de/wp-content/uploads/2022/04/Weltweite-Goldreserven-04-2022.pdf> (дата обращения: 03.04.2023).

86. World Silver Survey 2023 / The silver institute : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.silverinstitute.org/wp-content/uploads/2023/04/World-Silver-Survey-2023.pdf> (дата обращения: 12.11.2023).

87. Размер внешнего долга и государственного долга Китая / Take-profit : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://take-profit.org/statistics/government-debt-to-gdp/china/> (дата обращения: 08.05.2023).

88. «Индийская аномалия»: как теперь устроены внешнеторговые расчеты России / РБК : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/economics/05/05/2023/64538a839a79472881bc6ea1?ysclid=lh dq5vyiyb768657797> (дата обращения: 07.05.2023).

89. Bloomberg сообщил о «рупийной ловушки» для Российских компаний в Индии / РБК : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/01/06/2023/6478738e9a794736c9db7571> (дата обращения: 10.11.2023).

90. В Киеве заявили, что претендуют на замороженные резервы Банка России / РБК : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. –

URL: <https://www.rbc.ru/politics/11/03/2022/622b5e8b9a7947f5c4e43b4b> (дата обращения: 08.05.2023).

91. В России запускают цифровой рубль / РИА НОВОСТИ : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://ria.ru/20230327/rubl-1860481581.html> (дата обращения: 08.05.2023).

92. Внешний долг Российской Федерации – 1994–2002 гг. / Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/search/?Text=%D0%92%D0%BD%D0%B5%D1%88%D0%BD%D0%B8%D0%B9+%D0%B4%D0%BE%D0%BB%D0%B3+%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%BE%D0%B9+%D1%84%D0%B5%D0%B4%D0%B5%D1%80%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%B8+1994-2002&Category=Any&Time=Any&DateFrom=&DateTo=> (дата обращения: 12.09.2023).

93. Внешний долг Российской Федерации – 2003–2022 гг. / Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Москва. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/search/?Text=%D0%92%D0%BD%D0%B5%D1%88%D0%BD%D0%B8%D0%B9+%D0%B4%D0%BE%D0%BB%D0%B3+%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%BE%D0%B9+%D1%84%D0%B5%D0%B4%D0%B5%D1%80%D0%B0%D1%86%D0%B8%D0%B8+2002-2022&Category=Any&Time=Any&DateFrom=&DateTo=> (дата обращения: 12.09.2023).

94. Годовой отчет 2007 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/7806/ar\\_2007.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/7806/ar_2007.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

95. Годовой отчет 2015 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/7798/ar\\_2015.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/7798/ar_2015.pdf) (дата обращения:

03.05.2023).

96. Годовой отчет 2016 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/7797/ar\\_2016.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/7797/ar_2016.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

97. Годовой отчет 2021 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar\\_2021.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/40915/ar_2021.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

98. Годовой отчет МВФ 2021 года «Создание лучшего будущего» / Международный валютный фонд : официальный сайт. – Вашингтон. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2021/eng/downloads/imf-annual-report-2021-ru.pdf> (дата обращения: 24.03.2022).

99. Замглавы администрации Токаева заявил, что Казахстан не будет помогать России обходить санкции / Газета.ру : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.gazeta.ru/business/news/2022/04/01/17508751.shtml> (дата обращения: 11.04.2022).

100. Импорт товаров (по данным таможенной статистики) // ЕМИСС Государственная статистика : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://fedstat.ru/indicator/37148> (дата обращения: 04.04.2023).

101. Информационно-аналитический материал «Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте» / Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39684/2022-01\\_res.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39684/2022-01_res.pdf) (дата обращения: 12.11.2023).

102. Информационно-аналитический материал «Обзор рисков финансовых рынков» / Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL:

[https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43891/ORFR\\_2023-03.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43891/ORFR_2023-03.pdf) (дата обращения: 05.05.2023).

103. Информационно-аналитический материал «Обзор финансовой стабильности II–III кварталы 2022 года» / Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q\\_3q\\_2022.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43512/2q_3q_2022.pdf) (дата обращения: 02.10.2023).

104. Ключевые показатели Центрального банка России / Банк России : официальный сайт – Москва. – Текст : электронный. – URL: <http://www.cbr.ru/key-indicators/> (дата обращения: 01.11.2022).

105. Костин рассказал о решении проблемы «зависших» в Индии рупий / РБК : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/11/09/2023/64fd5d4d9a7947daad8c4368> (дата обращения: 02.11.2023).

106. Криптопереход: как цифровая валюта завоевывает Африку и какие перспективы в России / ТАСС : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/14704747> (дата обращения: 08.05.2023).

107. Ликвидная часть ФНБ на 1 июля составляет 6,446 трлн рублей / ТАСС : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/18176765> (дата обращения: 18.03.2024).

108. Международные резервы Российской Федерации / Центральный Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – Обновляется в течение суток. – URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_7d/](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/) (дата обращения: 01.03.2023).

109. Международные резервы РФ / Центральный банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_m/?UniDbQuery.Posted=True](https://cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_m/?UniDbQuery.Posted=True) (дата обращения: 01.09.2023).

110. Методологический комментарий к показателям достаточности

международных резервов Российской Федерации / Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/adequacy\\_res\\_mk/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/adequacy_res_mk/) (дата обращения: 06.05.2022).

111. Минфин РФ увеличил норматив максимальной доли юаней ФНБ до 60%, золота – 40% / Интерфакс : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.interfax.ru/business/879272> (дата обращения: 18.03.2024).

112. Названы причины замедления темпов роста ВВП Китая в 2022 году / Известия : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://iz.ru/1456013/2023-01-17/nazvany-prichiny-zamedleniia-tempov-rosta-vvp-kitaia-v-2022-godu> (дата обращения: 08.05.2023).

113. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными активами в иностранных валютах и золоте № 3 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31828/2018-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31828/2018-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

114. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными активами в иностранных валютах и золоте № 3 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31824/2019-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31824/2019-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

115. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными активами в иностранных валютах и золоте № 3 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31820/2020-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31820/2020-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

116. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными активами в иностранных валютах и золоте № 3 / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст :

электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/35454/2021-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/35454/2021-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

117. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 3 (7) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31868/2008-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31868/2008-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

118. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 4 (12) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31863/2009-04\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31863/2009-04_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

119. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 3 (19) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31856/2011-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31856/2011-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

120. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 2 (23) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31852/2012-02\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31852/2012-02_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

121. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 3 (27) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31848/2013-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31848/2013-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

122. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. Выпуск 3 (31) / Центральный банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст :

электронный. – URL: [https://cbr.ru/collection/collection/file/31844/2014-03\\_res.pdf](https://cbr.ru/collection/collection/file/31844/2014-03_res.pdf) (дата обращения: 03.05.2023).

123. О новой нормативной структуре средств Фонда национального благосостояния в иностранной валюте и золота / Минфин России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id\\_4=38327](https://minfin.gov.ru/ru/press-center?id_4=38327) (дата обращения: 09.02.2025).

124. Основные показатели статистики внешнего сектора в 2022 году / Центральный банк Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/key-ind/](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/key-ind/) (дата обращения: 03.02.2023).

125. Павлова, А.В. Роль международных резервов в мировой валютной системе / А. В. Павлова // Russian Economic Bulletin / Российский экономический вестник. – 2022. – № 2. Том 5. – С.94–99. – ISSN 0869-8589. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://dgpu-journals.ru/wp-content/uploads/2022/04/reb-t-5-2-2022.pdf> (дата обращения: 23.09.2024).

126. Павлова, А.В. Эволюция международных резервов в мировых валютных системах / А. В. Павлова // Московский экономический журнал. – 2023. – № 21. Том 8. – С. 403–412. – ISSN2413-046X. – Текст : электронный. – DOI 10.14451/1.221.484 – URL: [https://ecsn.ru/wp-content/uploads/202304\\_484.pdf](https://ecsn.ru/wp-content/uploads/202304_484.pdf) (дата обращения: 23.09.2024).

127. Панорама БРИКС / РСМД : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://russiancouncil.ru/blogs/mihail-lavrov/brics-january-june-2022/> (дата обращения: 08.05.2023).

128. Платежный баланс / Центральный Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/) (дата обращения: 02.10.2023).

129. Показатели достаточности международных резервов отдельных стран / Центральный Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cbr.ru/search/?text=Достаточность+международных+резервов+отд>

ельных+стран+ (дата обращения: 02.11.2023).

130. Показатели достаточности международных резервов Российской Федерации / Центральный Банк Российской Федерации : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cbr.ru/search/?Text=достаточность+международных+резервов&Category=Any&Time=Any&DateFrom=&DateTo=> (дата обращения: 17.09.2024).

131. Почему мир не становится многополярным, или грамматика международной (не) любви / РСМД : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/pochemu-mir-ne-stanovitsya-mnogopolyarnym-ili-grammatika-mezhdunarodnoy-ne-lyubvi/> (дата обращения: 20.04.2021).

132. Путин, В.В. Выступление на Мюнхенской конференции по вопросам политики безопасности 10 февраля 2007 г. / В.В. Путин. – Текст : электронный. – <http://www.kremlin.ru/events/president/transcripts/24034> (дата обращения: 11.11.2022).

133. Рубль немного укрепился к доллару и евро по итогам четверга на фоне дорожающей нефти // Интерфакс. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.interfax.ru/business/890367> (дата обращения: 17.04.2023). – Текст : электронный.

134. Руководящие принципы «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте» Форма представления данных / Международный валютный фонд : официальный сайт. – Текст: электронный. - URL: <https://www.imf.org/external/np/sta/ir/irprocessweb/pdf/guideRUS.pdf> (дата обращения: 11.11.2023).

135. Статистика внешнего сектора / Центральный Банк России : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/) (дата обращения: 02.10.2023).

136. Тихая диверсификация: утратит ли доллар мировое господство / ЭКОНС : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://econs.online/articles/ekonomika/tikhaya-diversifikatsiya-utratit-li-dollar->

mirovoye-gospodstvo/ (дата обращения: 08.05.2023).

137. Товарооборот России и Китая в 2022 году вырос на 29,3% / ТАСС : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://tass.ru/ekonomika/16791461> (дата обращения: 08.05.2023).

138. Торговый оборот России и Индии удвоится в 2022 году до рекорда / Вести : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.vesti.ru/finance/article/3113913> (дата обращения: 07.05.2023).

139. ЦБ возобновил публикацию структуры международных резервов / РБК : информационное агентство России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: [https://www.rbc.ru/finances/22/03/2023/641b028c9a794704149848da?from=from\\_main\\_1](https://www.rbc.ru/finances/22/03/2023/641b028c9a794704149848da?from=from_main_1) (дата обращения: 08.05.2023).

140. Экспорт товаров (по данным таможенной статистики) // ЕМИСС Государственная статистика : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – URL: <https://fedstat.ru/indicator/37149> (дата обращения: 01.09.2023). – Текст : электронный.

141. Юань и рубль впервые заняли половину в экспортных расчетах России : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/09/03/2023/6409deb29a7947280bbc1758> (дата обращения: 09.02.2025).

## Статьи

142. Андрюшин, С.А. Централизованные и децентрализованные денежные системы / С.А. Андрюшин // ВТЭ. – 2018. – № 1. – С. 26–49. – ISSN 2587–7666.

143. Антропов, В.В. Трансформация мировой валютно-финансовой системы в условиях турбулентности мировой политики и экономики / В.В. Антропов // Экономика. Налоги. Право. – 2021. – № 5. Том 14. – С. 8. – ISSN 1999-849X.

144. Бадалов, Л.А. Хеджирование политических рисков на примере диверсификации золотовалютных резервов / Л.А. Бадалов // Финансы, деньги, инвестиции. – 2019. – № 16–19. – С. 17. – ISSN 2222-0917.

145. Балюк, И.А. Место и роль России в трансформирующейся мировой валютно-финансовой системе / И.А. Балюк, М.А. Балюк // Экономика. Налоги. Право. – 2022. – № 4. – С.42–53. – ISSN 1999-849X.

146. Богатуров, А.Д. Плюралистическая однополярность и интересы России / А.Д. Богатуров // Свободная мысль. – 1996. – № 2. – С. 40. – ISSN отсутствует.

147. Бунич, Г.А. Современные аспекты теории и практики международных резервов / Г.А. Бунич // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 12 (125). – С. 34–40. – ISSN 1999-2300.

148. Винокуров, Е.Ю. Новая концепция международных резервов: безопасность, диверсификация, неортодоксальные подходы / Е.Ю. Винокуров, М.В. Гричик // Вопросы экономики. – 2022. – № 12. – С. 24–43. – ISSN 0042-8736.

149. Данилов, А.Н. Современный многополярный мир–мир всечеловеческий, многоцивилизационный / А.Н. Данилов // Социологический альманах. – 2021. – № 12. – С. 18. – ISSN 2077-9674.

150. Жариков, М.В. Проблемы дедолларизации российской экономики / М. В. Жариков // Теория и практика общественного развития. – 2019. – № 2. – С. 57. – ISSN 1815-4964.

151. Жулега, И.А. Международная система расчётов: диверсификация валютных резервов / И.А. Жулега // Вестник Санкт-Петербургского государственного университета технологии и дизайна. – 2022. – № 1. – С. 24–28. – ISSN 2079-8210.

152. Звонова, Е.А. Управление международными резервами Банка России и национальная экономическая безопасность / Е.А. Звонова // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2018. – № 1. Том 14. – С. 4–18. – ISSN 2073-2872.

153. Коков, Н.С. Влияние мирового финансового кризиса на международную валютную систему / Н.С. Коков, Ф.И. Пилова, М.Т.Бозиев // Журнал прикладных исследований. – 2022. – № 12. – С. 96-100. – ISSN 2949-1878.

154. Красин, Ю.А. Мирное сосуществование как форма классовой борьбы / Ю.А. Красин. – Москва : Политиздат, 1967. – 298 с. – ISSN отсутствует.

155. Крылова, Л.В. Доллар США в валютной структуре международных резервов / Л.В. Крылова // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – № 5. – С. 110–119. – ISSN 1999-849X.

156. Крылова, Л.В. Конкурентные позиции доллара США как мировой валюты в современных условиях / Л.В. Крылова // Финансовая экономика. – 2020. – № 3. – С. 273. – ISSN 2075–7786.

157. Крылова, Л.В. Направления повышения конкурентоспособности валют развивающихся стран в мировой валютной системе / Л.В. Крылова // Управленческий учет. – 2021. – № 62. – С. 313. – ISSN 1814-8476.

158. Крылова, Л.В. Санкции как новая реальность мировой экономики / Л.В. Крылова // Мировая экономика и мировые финансы. – 2024. – № 2. Том. 3. – С. 5–10. – ISSN 2949-6454.

159. Крылова, Л.В. Трансформации мировой валютно-финансовой системы в направлении полицентризма и регионализации / Л. В. Крылова // Экономика. Налоги. Право. – 2021. – № 5. – С. 39–50. – ISSN 1999-849X.

160. Кузнецов, А.В. Вызовы и возможности для России / А.В. Кузнецов // Экономика. Налоги. Право. – 2022. – № 4. – С. 17–29. – ISSN 1999-849X.

161. Кузнецов, А.В. Влияние геополитической ситуации на формирование новой мировой финансовой архитектуры: вызовы и возможности для России / А.В. Кузнецов // Экономика. Налоги. Право. – 2022. – № 4. – С.17–29. – ISSN 1999-849X.

162. Кузнецов, А.В. Императивы трансформации мировой валютно-финансовой системы в условиях многополярности / А.В. Кузнецов //

Финансы: Теория и практика. – 2022. – № 2. Том. 26. – С. 193. – ISSN 2587-5671.

163. Кузнецов, А.В. Россия и финансовый мир: на пороге системных трансформаций / А.В. Кузнецов // Проблемы постсоветского пространства. – 2020. – № 2. Том 7. – С. 190-207. – ISSN 2313-8920

164. Лещенко, Ю.Г. Инновационный вектор в системе экономической безопасности России / Ю.Г. Лещенко // Вопросы инновационной экономики. – 2019. – № 2. – С. 311. – ISSN 2222-0372.

165. Навой, А.В. Золото в структуре международных резервов Российской Федерации: трансформация подходов к управлению / А.В. Навой, В.Т. Алферов // Деньги и кредит. – 2014. – № 10. – С. 53–59. – ISSN 0130-3090.

166. Навой, А.В. Международные резервные активы Российской Федерации: анализ объема и структуры / А.В. Навой, Е.В. Пак // Деньги и кредит. – 2006. – № 10. – С. 41–48. – ISSN 0130-3090.

167. Наумова, Т.С. Доллар США – ключевая валюта мировой финансовой системы / Т.С. Наумова, Т.Н. Попова // Общество: политика, экономика, право. – 2017. – № 5. – С. 52. – ISSN 2071-9701.

168. Павлова, А.В. Анализ динамики, структуры и распределения международных резервов в период геополитической напряженности / А. В. Павлова // Экономические науки. – 2023. – № 4 (221). – С. 484–489. – ISSN 2072-0858.

169. Павлова, А.В. Рекомендации по совершенствованию структуры международных резервов с учетом санкционных ограничений / А. В. Павлова // Финансовый бизнес. – 2024. – № 2 (часть 2). – С. 115-117. – ISSN 0869-8589.

170. Павлова, А.В. Роль золота в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы / А.В. Павлова // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия «Экономика и право». – 2023. – № 9 – С. 66–69. – ISSN 2223-2974.

171. Павлова, А.В. Роль фунта стерлингов и индийской рупии в трансформирующейся мировой валютно-финансовой архитектуре /

А. В. Павлова // Международный научный журнал. – 2023. – № 1 (88) – С. 60–70. – ISSN 1995-4638.

172. Пертая, М.В. Критерии оптимальности размеров и динамика золотовалютных резервов России / М.В. Пертая // Известия Российского государственного педагогического университета им. А. И. Герцена. – 2007. – С. 108. – ISSN 1992–6464.

173. Пищик, В.Я. Оптимизация структуры международных резервов как фактор поддержания макроэкономической устойчивости / В.Я. Пищик // Банковские услуги. – 2022. – № 1. – С. 5–10. – ISSN 2075-1915.

174. Солуянов, В.С. Концепция многополярности: многообразие подходов и интерпретаций / В.С. Солуянов // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Политология. – 2021. – № 3. – С. 424–445. – ISSN 2313-1438.

175. Фетисов, Г. Золотовалютные резервы России: объем, структура, управление / Г. Фетисов // Вопросы экономики. – № 1. – С. 49–62. – ISSN 0042-8736.

176. Чэн, Ч. Перспективы национальных валют (деньги КНР) на мировом валютном рынке / Ч. Чэн // Экономика и социум. – 2019. – № 6 (61). – С. 940. – ISSN 2225-1545.

### **Источники на иностранном языке**

177. Aizenman, J. International Reserves Before and After the Global Crisis: Is There No End to Hoarding? / J. Aizenman, Y. Cheung, H. Ito // Journal of International Money and Finance. – 2015. – № 52. – P. 102–126. – ISSN 0261-5606.

178. Aizenman, J. The currency composition of international reserves, demand for international reserves, and global safe assets / J. Aizenman, Y. Cheung, X. Qian // Journal of International Money and Finance. Elsevier. – 2020. – № 102. – P. 3–13. – ISSN 0261-5606.

179. Alfaro, L. Optimal reserve management and sovereign debt / L. Alfaro,

F. Kanczuk // *Journal of International Economics*. – 2009. Volume 77. Issue 1. – P. 23–36. – ISSN 0022-1996.

180. Aniodoh, A.A. Host States' Monetary Sovereignty Within the Construct of Bilateral Investment Treaties / A. A. Aniodoh // *Journal of African law*. – 2021. – № 1. Volume 65. – P. 1–23. – ISSN 0021-8553.

181. Anneke, K. Will the real stablecoin please stand up? / K. Anneke, G. Marc, M. Ilaria, R. Tara // *BIS papers*. – 2023. – № 141. – P. 4. – ISSN 1682-7651.

182. Ben-Bassat, A. Optimal reserve management and sovereign risk / A. Ben-Bassat, D. Gottlieb // *Journal of International Economics*. – 1992. Volume 33. Issues 3-4. – P. 345–362. – ISSN 0022-1996.

183. Benigno, G. Reserve Accumulation, Growth and Financial Crisis / G. Benigno, L. Fornaro // *Journal of international economics*. – 2022. – Volume 139. – ISSN 0022-1996.

184. Blagden, D. Power, polarity and prudence: the ambiguities and implications of UK discourse on a multipolar international system / D. Blagden // *Defence Studies*. – 2019. – № 3. Volume 19. – P. 211. – DOI:10.1080/14702436.2019.1643243.

185. Borio, C. FX reserve management: elements of a framework / C. Borio, J. Ebbesen, G. Galati [et al.] // *BIS papers*. – 2008. – № 38. – P. 1–22. – ISSN 1609-0381.

186. Borio, C. FX reserve management: trends and challenges / C. Borio, G. Galati, A. Heath // *BIS papers*. – 2008. – № 40. – P. 1-30. – ISSN 1609-0381.

187. Calvo, G.A. A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectations / G.A. Calvo, C.A. Rodriguez // *Journal of Political Economy*. – 1977. – № 3. Volume 85. – P. 617–625. – DOI 10.1086/260586.

188. Eaton, J. LDC participation in international financial markets: Debt and reserves / J. Eaton, M. Gersovitz // *Journal of Development Economics*. – 1980. –

№ 7. Volume 7. – P. 3–21. – ISSN 0304-3878.

189. Eichengreen, B. The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace string as the leading reserve currency?) / B. Eichengreen, M. Flandreau // *European Review of Economic History*. – 2009. – № 13 (3). – P. 12. – DOI:10.1017/S1361491609990153.

190. Frenkel, J.A. International Reserves Under Alternative Exchange Rate Regimes and Aspects of the Economics of Managed Float / J.A. Frenkel // *Journal of Monetary Economics*. – 1980. – № 6 (2). – P. 295–302. – ISSN отсутствует.

191. Guidotti, P. Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse? / P. Guidotti, C. Rodriguez // *International Monetary Fund Staff Papers*. – 1992. – № 3. Volume 39. – P. 518–544. – ISBN 9781451973174.

192. Heller, H.R. Optimal International Reserves / H.R. Heller // *The Economic Journal*. – 1966. Volume LXXVI. – P. 296–311. – ISSN 0013-0133.

193. Kenen, P. The Demand for International Reserves / P. Kenen, E. Yudin // *The Review of Economics and Statistics*. – 1965. – № 3. Volume 47. – P. 242–250. – ISSN 0034-6535.

194. Kenen, P.B. Reserve-Asset Preferences of Central Banks and Stability of the Gold-Exchange Standard / P.B. Kenen // *The Economic Journal*. – 1964. – № 294. Volume 74. – P. 436–437. – ISSN 0013-0133.

195. Krugman, P. International Economics: Theory and Policy / P. Krugman, M. Obstfeld // *World Student Series*. – 2003. – sixth edition. – P. 294. – ISBN 0-321-11639-9.

196. Litsas, S. War, Peace and Stability in the Era of Multipolarity / S. Litsas, A. Tziampiris // *The Eastern Mediterranean in Transition: Multipolarity, Politics and Power* (1st ed.). – Routledge, 2016. – P. 11. – ISBN 9781315615851.

197. Machlup, F. Credit Facilities or Reserve Allotments? / F. Machlup // Reprinted from *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*. – 1967. – № 81. – P. 135–156. – ISSN отсутствует.

198. Perskaya, V. The Competitiveness of the National Economy under Multipolarity: Russia, India, China / V. Perskaya, M. Eskindarov. – Moscow :

Economics; 2015. – P. 190. – ISBN 978-5-282-03406-6.

199. Pilbeam, K. International Finance (4th ed) / K. Pilbeam. – Basingstoke : Palgrave Macmillan, 2013. – P. 257. – ISBN 100230362893.

200. Reddy, Y. External debt policies in emerging economies: new dimensions / Y. Reddy // Reserve Bank of India Bulletin. – 1999. – July 4. – P. 951–956. – ISSN отсутствует.

201. Rodrik, D. The social cost of foreign exchange reserves / D. Rodrik. – Cambridge, 2006. – P. 11–14. – ISBN отсутствует.

202. Vieira, F.V. The Role of International Reserves on Real Exchange Rate: A Panel ARDL Model Approach / F.V. Vieira // Economia Aplicada. – 2022. – № 2. Volume 26. – P. 221–238. – ISSN 1413-8050.

**Приложение А**  
(информационное)

**Классификация Всемирного банка по четырем группам доходов**

Таблица А.1 – Классификация Всемирного банка по четырем группам доходов

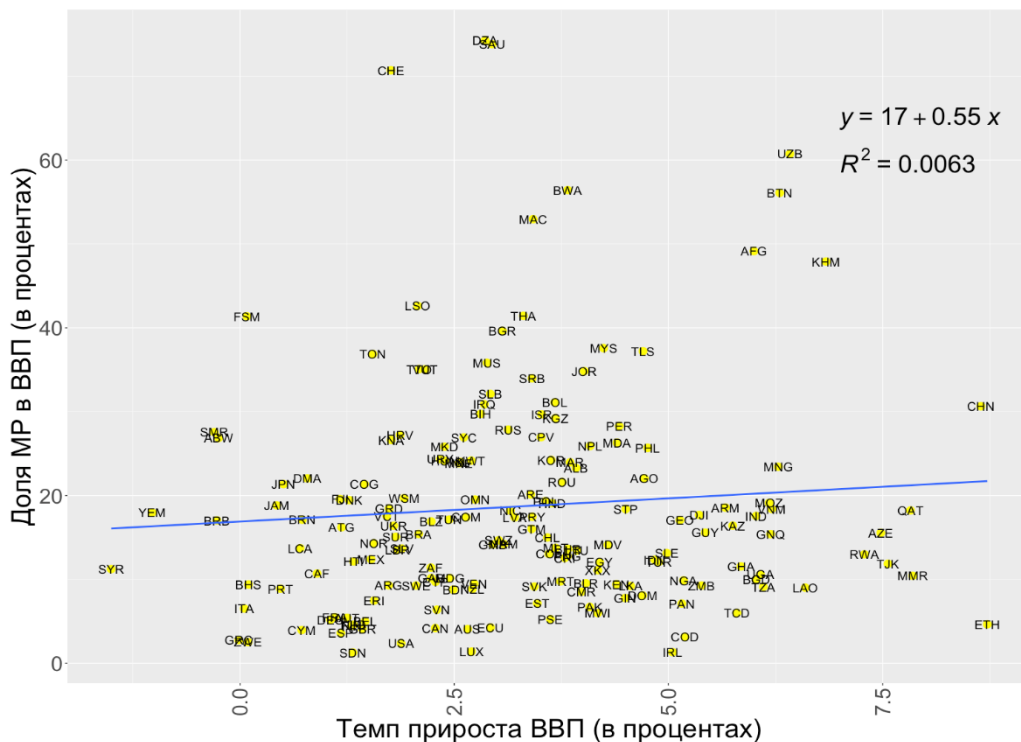
| ВЫСОКИЙ<br>(ВНД на душу<br>населения свыше<br>13 845 долл. США)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ВЕРХНИЙ<br>СРЕДНИЙ<br>(ВНД на душу<br>населения<br>4 466 – 13 845<br>долл. США)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | НИЖНИЙ СРЕДНИЙ<br>(ВНД на душу<br>населения<br>1136-4465 долл.<br>США)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | НИЗКИЙ<br>(ВНД на душу<br>населения<br>1135 долл. США)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 2                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 3                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 4                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Аруба<br>Андорра<br>Объединенные<br>Арабские Эмираты<br>Антигуа и Барбуда<br>Австралия<br>Австрия<br>Бельгия<br>Бахрейн<br>Багамы<br>Бермуды<br>Барбадос<br>Бруней-Даруссалам<br>Канада<br>Швейцария<br>Чили<br>Кюрасао<br>Острова Кайман<br>Кипр<br>Германия<br>Дания<br>Испания<br>Эстония<br>Финляндия<br>Франция<br>Фарерские острова<br>Соединенное<br>Королевство<br>Гибралтар<br>Греция<br>Гренландия<br>Гуам<br>Гонконг<br>Хорватия<br>Венгрия<br>Остров Мэн<br>Ирландия<br>Исландия<br>Израиль<br>Италия<br>Япония<br>Сент-Китс и Невис<br>Корея, Республика | Албания<br>Аргентина<br>Армения<br>Американское Самоа<br>Азербайджан<br>Болгария<br>Босния и Герцеговина<br>Беларусь<br>Белиз<br>Бразилия<br>Ботсвана<br>Китай<br>Колумбия<br>Коста-Рика<br>Куба<br>Доминика<br>Доминиканская<br>Республика<br>Эквадор<br>Фиджи<br>Габон<br>Грузия<br>Экваториальная Гвинея<br>Гренада<br>Гватемала<br>Гайана<br>Ирак<br>Ямайка<br>Иордания<br>Казахстан<br>Ливия<br>Сент-Люсия<br>Молдова<br>Мальдивы<br>Мексика<br>Маршалловы острова<br>Северная Македония<br>Черногория<br>Маврикий<br>Малайзия | Ангола<br>Бенин<br>Бангладеш<br>Боливия<br>Многонациональное<br>Государство<br>Бутан<br>Кот Д'Ивуар<br>Камерун<br>Конго<br>Коморы<br>Кабо-Верде<br>Джибути<br>Алжир<br>Египет<br>Микронезия,<br>Федеративные Штаты<br>Гана<br>Гондурас<br>Гаити<br>Индонезия<br>Индия<br>Иран (Исламская<br>Республика)<br>Кения<br>Киргизия<br>Камбоджа<br>Кирибати<br>Лаосская Народно-<br>Демократическая<br>Республика<br>Ливан<br>Шри-Ланка<br>Лесото<br>Марокко<br>Мьянма<br>Монголия<br>Мавритания<br>Нигерия<br>Никарагуа<br>Непал<br>Пакистан | Афганистан<br>Бурунди<br>Буркина-Фасо<br>Центрально-<br>Африканская<br>Республика<br>Конго, ДР<br>Эритрея<br>Эфиопия<br>Гвинея<br>Гамбия<br>Гвинея-Бисау<br>Либерия<br>Мадагаскар<br>Мали<br>Мозамбик<br>Малави<br>Нигер<br>Корея, Народно-<br>Демократическая<br>Республика<br>Руанда<br>Судан<br>Сьерра-Леоне<br>Сомали<br>Южный Судан<br>Сирийская Арабская<br>Республика<br>Чад<br>Того<br>Уганда<br>Йемен<br>Замбия |

Продолжение таблицы А.1

| 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 2                                                                                                                                                                          | 3                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 4 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|
| Кувейт<br>Лихтенштейн<br>Литва<br>Люксембург<br>Латвия<br>Макао<br>Сен-Мартен<br>(Французская Часть)<br>Монако<br>Мальта<br>Северные Марианские<br>Острова<br>Новая Каледония<br>Нидерланды<br>Норвегия<br>Науру<br>Новая Зеландия<br>Оман<br>Панама<br>Польша<br>Пуэрто-Рико<br>Португалия<br>Французская<br>Полинезия<br>Катар<br>Румыния<br>Саудовская Аравия<br>Сингапур<br>Сан-Марино<br>Словакия<br>Словения<br>Швеция<br>Сен-Мартен<br>(Нидерландская Часть)<br>Сейшелы<br>Острова Теркс и<br>Кайкос<br>Тринидад и Тобаго<br>Уругвай<br>Соединенные Штаты<br>Виргинские острова<br>(Британские)<br>Виргинские острова<br>(США) | Намибия<br>Перу<br>Палау<br>Парагвай<br>Россия<br>Сербия<br>Суринам<br>Таиланд<br>Туркменистан<br>Тонга<br>Турция<br>Тувалу<br>Сент-Винсент и<br>Гренадины<br>Южная Африка | Филиппины<br>Папуа Новая Гвинея<br>Палестина, Государство<br>Сенегал<br>Соломоновы Острова<br>Эль-Сальвадор Сан-<br>Томе и Принсипи<br>Эсватини<br>Таджикистан<br>Тимор-Лесте<br>Тунис<br>Танзания, Объединенная<br>Республика<br>Украина<br>Узбекистан<br>Вьетнам<br>Вануату<br>Самоа<br>Зимбабве |   |

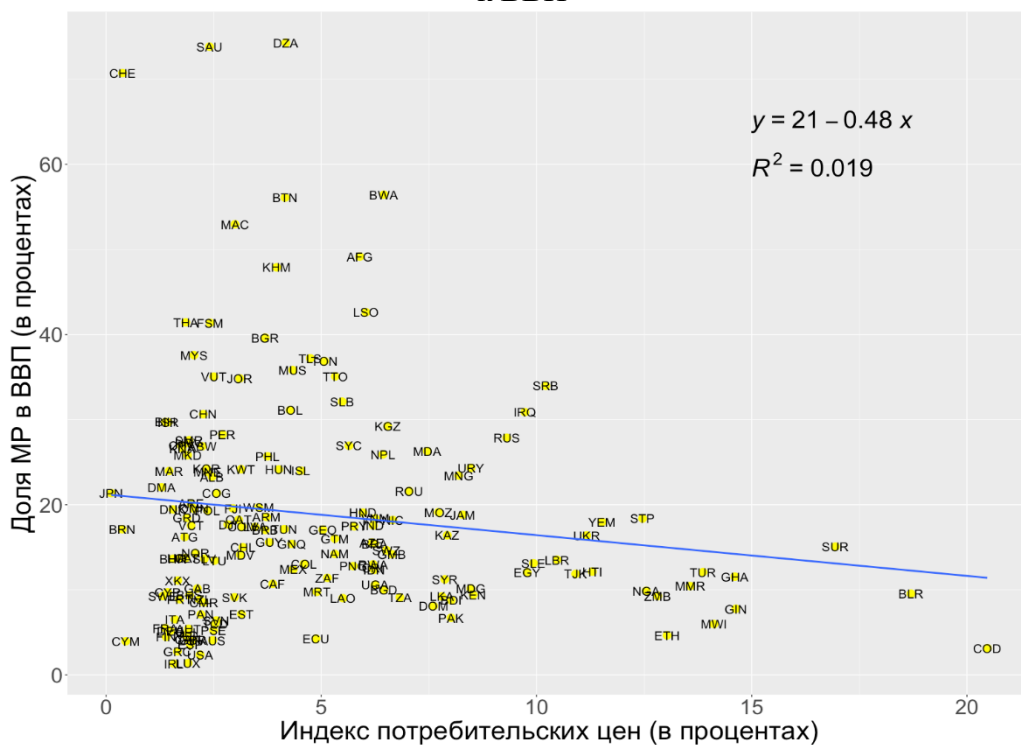
Источник: составлено автором по материалам [74].

**Приложение Б**  
(информационное)  
**Эконометрическое исследование**



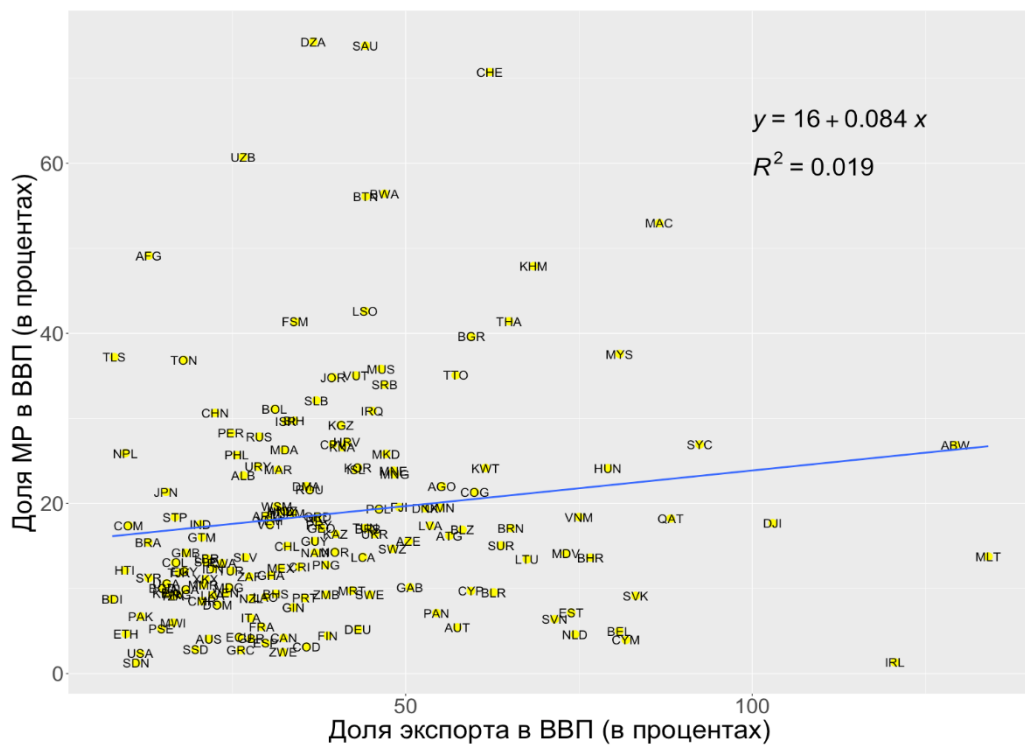
Источник: составлено автором на основе данных [48; 77].

Рисунок Б.1 – Зависимость между темпами прироста ВВП и Международными резервами к ВВП



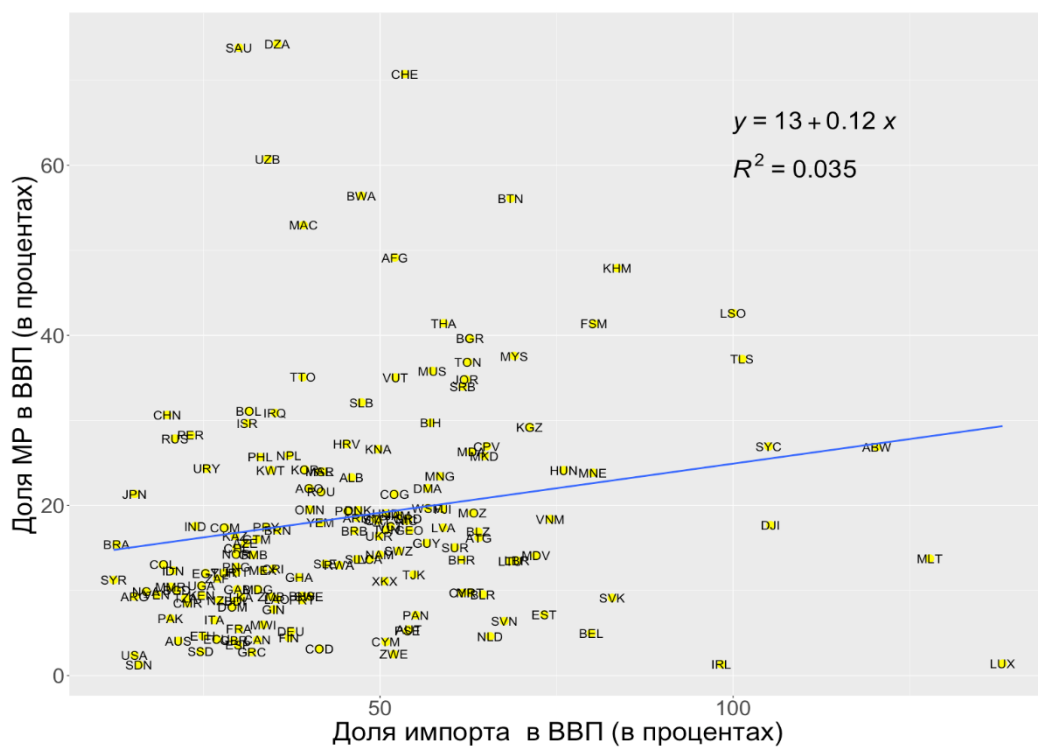
Источник: составлено автором на основе данных [34; 77].

Рисунок Б.2 – Зависимость между Индексом потребительских цен к ВВП и отношением резервов к ВВП



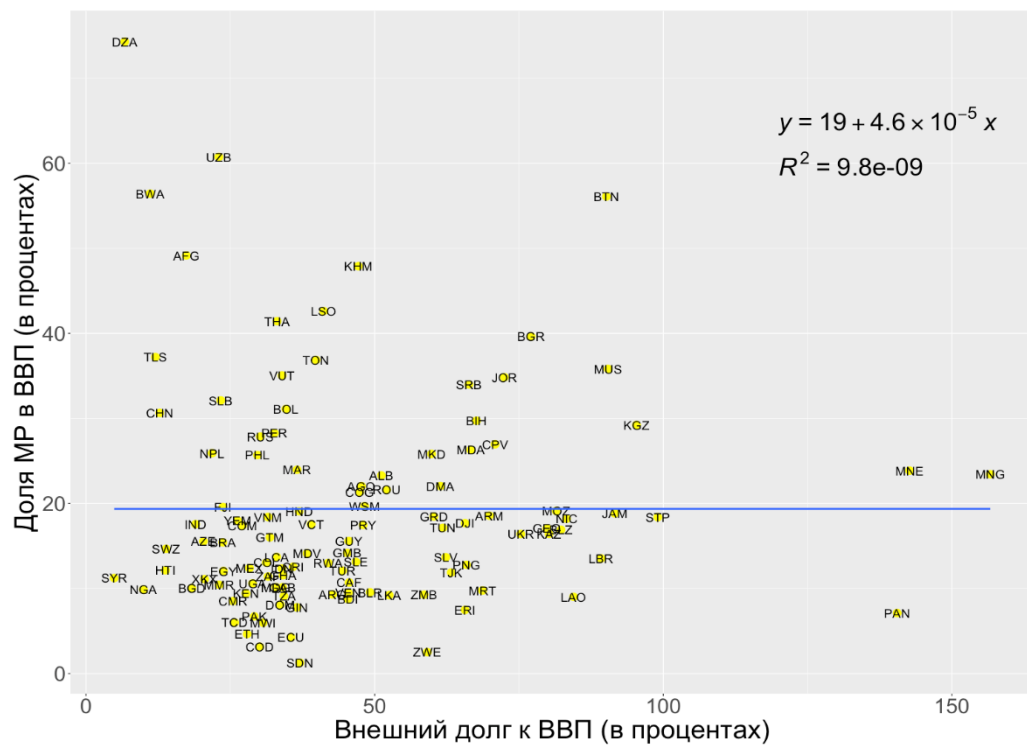
Источник: составлено автором на основе данных [43; 77].

Рисунок Б.3 – Зависимость между экспортом к ВВП и Международными резервами к ВВП



Источник: составлено автором на основе данных [55; 77].

Рисунок Б.4 – Зависимость между импортом к ВВП и Международными резервами к ВВП



Источник: составлено автором на основе данных [29; 77].

Рисунок Б.5 – Зависимость между внешним долгом к ВВП и Международными резервами к ВВП

**Приложение В**  
(информационное)

**Сравнительный анализ возможных инструментов размещения международных резервов ЦБ РФ с точки зрения влияния различных факторов**

Таблица В.1 – Сравнительный анализ возможных инструментов размещения международных резервов ЦБ РФ с точки зрения влияния различных факторов

| Инструмент        | Геополитическая позиция                 | Торговые и финансовые взаимоотношения страны-эмитента валюты с РФ | Риск (волатильность курса) | Доходность | Ликвидность в МВФС | Прямое воздействие финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки | Цифровизация денежной сферы |
|-------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|----------------------------|------------|--------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 1                 | 2                                       | 3                                                                 | 4                          | 5          | 6                  | 7                                                            | 8                           |
| Доллар            | очень высокая степень недружественности | умеренная степень зависимости                                     | умеренный                  | умеренная  | очень высокая      | слабое                                                       | слабая                      |
| Евро              | высокая степень недружественности       | умеренная степень зависимости                                     | умеренный                  | умеренная  | очень высокая      | слабое                                                       | слабая                      |
| Йена              | высокая степень недружественности       | слабая степень зависимости                                        | умеренный                  | низкая     | очень высокая      | слабое                                                       | слабая                      |
| Фунт стерлингов   | высокая степень недружественности       | слабая степень зависимости                                        | слабый                     | низкая     | очень высокая      | слабое                                                       | слабая                      |
| Швейцарский франк | нейтральность                           | слабая зависимость                                                | слабый                     | умеренная  | высокая            | слабое                                                       | слабая                      |
| Юань              | очень высокая степень дружественности   | очень высокая степень зависимости                                 | невысокий                  | умеренная  | средняя            | высокое                                                      | высокая                     |

Продолжение таблицы В.1

| 1                          | 2                               | 3                                   | 4                           | 5             | 6       | 7         | 8             |
|----------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|---------------|---------|-----------|---------------|
| Рупия                      | высокая степень дружественности | высокая степень зависимости         | умеренная                   | умеренная     | средняя | высокое   | слабая        |
| Турецкая лира              | средняя степень дружественности | высокая степень зависимости         | высокий                     | высокая       | средняя | умеренное | слабая        |
| Бразильский реал           | высокая степень дружественности | средняя степень зависимости         | умеренный                   | очень высокая | средняя | умеренное | слабая        |
| Дирхам ОАЭ                 | средняя степень дружественности | средняя степень зависимости         | слабый                      | умеренная     | средняя | высокое   | слабая        |
| Саудовский риял            | нейтральность                   | слабая зависимость                  | слабый                      | умеренная     | низкая  | высокое   | слабая        |
| Таиландский бат            | нейтральность                   | зависимость практически отсутствует | невысокий                   | низкая        | средняя | высокое   | слабая        |
| Золото                     | нейтральность                   | —                                   | умеренный                   | —             | высокая | слабое    | средняя       |
| Другие драгоценные металлы | нейтральность                   | —                                   | умеренный, ближе к высокому | —             | средняя | слабое    | отсутствует   |
| Криптовалюты               | нейтральность                   | —                                   | очень высокий               | —             | высокая | —         | очень сильная |

Источник: составлено автором.