

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

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Крылова Любовь Вячеславовна,  
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 18 июня 2025 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.103 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, аудитория 214.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: [www.fa.ru](http://www.fa.ru).

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Толмачев П.И., д.э.н., профессор;  
заместитель председателя – Соколова Е.С., д.э.н., профессор;  
ученый секретарь – Глебова А.Г., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Абрамов В.Л., д.э.н., профессор;  
Авдокушин Е.Ф., д.э.н., профессор;  
Балюк И.А., д.э.н., доцент;  
Бунич Г.А., д.э.н., профессор;  
Кашбразиев Р.В., д.э.н., профессор;  
Кузнецов А.В., д.э.н., с.н.с.;  
Леонтьева Л.С., д.э.н., профессор;  
Логинов Е.Л., д.э.н.;  
Навой А.В., д.э.н., доцент;  
Перская В.В., д.э.н., профессор;  
Пищик В.Я., д.э.н., профессор;  
Саввина О.В., д.э.н., доцент;  
Сапир Е.В., д.э.н., профессор;  
Сильвестров С.Н., д.э.н., с.н.с.;  
Стародубцева Е.Б., д.э.н., профессор;  
Шкута А.А., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 18 апреля 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета  
Финансового университета Д 505.001.103

А.Г. Глебова

## **I Общая характеристика работы**

**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 обеспечение международного долга, 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 геополитические и внешнеэкономические приоритеты государств. 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, когда против России ведется гибридная война, в которой блокирование международных резервов играет роль специфического оружия, подрывающего финансовую независимость страны, одним из приоритетных направлений политики Центрального банка Российской Федерации (далее – ЦБ РФ) становится разработка новых подходов к управлению международными 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.

Вопросы управления международными резервами, анализ закономерностей изменений резервов центральных банков также исследовали Клаудио Б. (Claudio B.), Яннеке Э. (Jannecke E.), Габриэле Г. (Gabriele G.), Александра Х. (Alexandra H.), Махлуп Ф. (Machlup F.), Кенен П. (Kenen P.) и Юдин Е. (Yudin E.).

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

Значительное внимание в современной экономической литературе уделяется проблеме достаточности и оптимального уровня международных резервов. Это направление разрабатывали Хеллер Х. (Heller H.), Альфаро Л. (Alfaro L.), Бен-Бассет А. (Ben-Bassat A.), Гвидотти П. (Guidotti P.), Готтлиб Д. (Gottlieb D.), А. Гринспен, Итон Дж. (Eaton J.), Кальво Ж. (Calvo G.), Редди У. (Reddy Y.), Родрик Д. (Rodrik D.), Френкель Дж. (Frenkel J.) 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 научной школы Финансового университета: Антропов В.В., Бунич Г.А., Балюк И.А., Звонова Е.А., Крылова Л.В., Кузнецов А.В., Пищик В.Я., Навой А.В. и другие.

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 международным 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** диссертации 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 был 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, отчеты, научные исследования, проведенные специалистами Банка международных расчетов, Международного валютного фонда (далее – МВФ), 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 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 возможных сценариев трансформации мировой валютно-финансовой системы и разработке практических рекомендаций по оптимизации структуры резервных портфелей с учетом 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 с учетом 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 диссертационном исследовании положения способствуют дальнейшему развитию практики управления международными резервами центральных банков. Результаты проведенного исследования могут быть использованы в деятельности Центрального банка России, 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 диссертационного 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 следующих 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 11 научных статьях общим объемом 6,51 п.л. (авторский объем – 6,46 п.л.), в том числе 6 работ авторским объемом 4,4 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

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

## II Основное содержание работы

В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты:

**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.**

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, необходимо учитывать специфические для страны факторы, такие как режим обменного курса, открытость счета движения капитала, а также ликвидность и развитие финансового рынка. Эффективное использование международных резервов зависит от соответствия объема и структуры резервов потребности в них для проведения политики центральных банков конкретных стран.

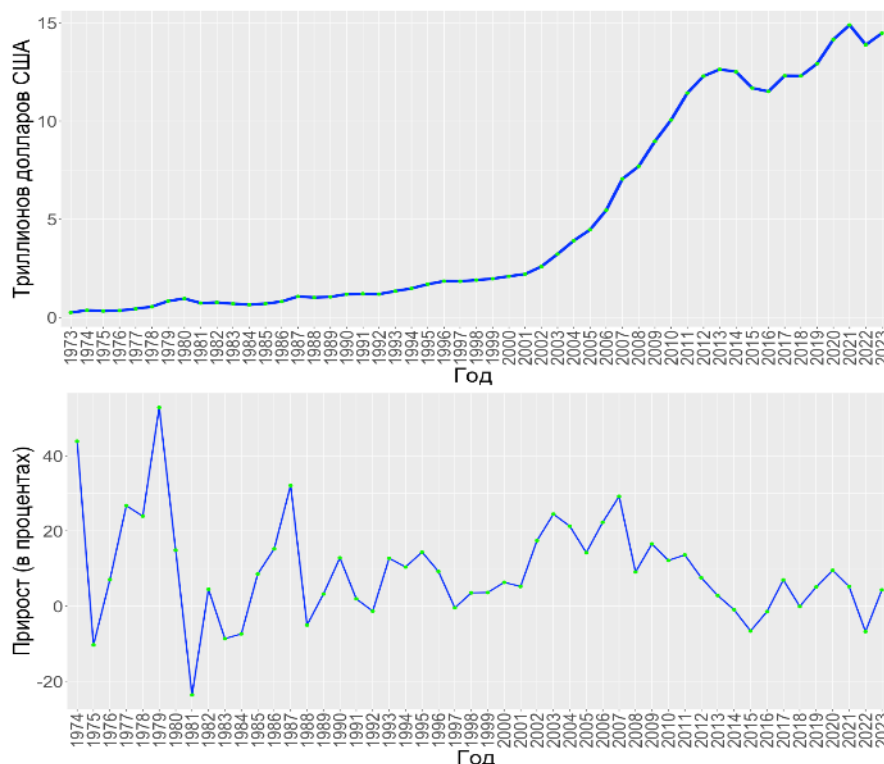
В связи с этим мы вводим понятие *функциональной адекватности международных резервов* страны, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой регулятор, управляющий ими, и которые обусловлены спецификой структуры экономики и финансового сектора и степенью их развития в данной стране.

Оценку функциональной адекватности международных резервов страны предлагается осуществлять на основе Композитного индикатора достаточности международных резервов МВФ – Assessing Reserve Adequacy Emerging Market (далее – ARA EM), за счет применения альтернативных весовых коэффициентов, корректируемых управляющим резервами конкретной страны и отражающих

приоритетность целей и направлений их использования. Данный показатель следует применять для всех стран, а не только государств с формирующимися рынками, как предусматривает политика МВФ в настоящее время.

**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. 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 помощью методов корреляционно-регрессионного анализа выявлена слабая статистически значимая прямая зависимость объема международных резервов и долей экспорта и импорта в валовом внутреннем продукте (далее – ВВП).**

Усиление деглобализационных процессов и протекционизма, замедление темпов роста глобального ВВП и международной торговли после мирового кризиса 2008-2009 гг., 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, согласно рисунку 1. Однако основной период накопления резервов пришелся на период перед мировым кризисом 2008-2009 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.



Источник: составлено автором на основе данных: 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).

Рисунок 1 – Динамика и годовые темпы прироста совокупных глобальных валютных резервов

Классификация Всемирного банка стран по доходу на душу населения взята за основу в диссертации как более соответствующая цели исследования. По методике Всемирного банка, с точки зрения уровня дохода на душу населения, все страны делятся на четыре категории – высокий, верхний средний, нижний средний, низкий. За период 2000–2021 гг. совокупные международные резервы стран с высоким уровнем дохода на душу населения выросли в 5,2 раза. Для стран группы «*верхний средний*» рост составил 12,27%; группы «*нижний средний*» рост составил 8,72%; группы «*низкий*» рост составил 2,29%.

Традиционно в экономической науке наиболее пристальное внимание уделялось странам с низкими доходами. Данная группа стран имеет самое низкое значение показателя отношения международных резервов к ВВП, самую низкую долю экспорта в ВВП, при этом отношение внешнего долга к ВВП и доля импорта в ВВП у данной категории стран находятся на достаточно высоком уровне, согласно таблице 1.

Таблица 1 – Сравнение групп стран с разным уровнем доходов на душу населения по макропоказателям

| Макроэкономические показатели  | В процентах от ВВП |                      |                     |          |
|--------------------------------|--------------------|----------------------|---------------------|----------|
|                                | «Высокий»          | «Верхний<br>средний» | «Нижний<br>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             | 44,1               | 22,59                | 28,52               | 26,69    |
| Отношение внешнего долга к ВВП | 68,23              | 22,51                | 27,61               | 27,3     |

Источник: составлено автором на основе данных: Consumer price index / 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); 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.PC> (дата обращения: 08.05.2023); 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>. (дата обращения: 16.04.2023); Total reserves (includes gold, current US\$) / World bank data : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://databank.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff> (дата обращения: 11.03.2023).

Самая стабильная ситуация наблюдается у стран, относящихся к группе доходов «*верхний средний*». Страны данной группы имеют положительное сальдо торгового баланса, умеренное отношение внешнего долга к ВВП и, самый высокий из всех групп стран показатель отношения международных резервов к ВВП, согласно таблице 1.

Выявлено, что основным «драйвером» роста совокупных международных резервов в мире выступают страны из группы «*верхний средний*» доход. Страны из данной группы являются активными участниками внешнеэкономической деятельности.

Наша гипотеза состояла в том, что рост экспорта и импорта ведет к увеличению международных резервов. Рассматривались показатели за период 2010-2022 гг. Данный период учитывает как посткризисные явления в мировой экономике, так и влияние пандемии.

Выявлена статистически значимая 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.

Выявлена слабая статистическая связь между отношением долей экспорта в ВВП и динамикой доли резервов в ВВП (на уровне значимости  $\alpha = 0,1$ ). Изменение доли экспорта объясняет 2% вариации показателя отношения резервов к ВВП. Увеличение доли экспорта в ВВП на 1 п.п. ведет к росту отношения резервов к ВВП на 0,084 п.п.

Анализ парной корреляции доли золота и доли юаня в совокупных международных резервах за период 2000–2022 гг. показал, что увеличение доли золота сопровождается увеличением доли юаня. Корреляция между долей юаня и золота за указанный период составила 0,87. Корреляция значима на уровне значимости 0,95.

Эти результаты свидетельствуют, что в современных условиях величина резервов, структура и динамика их накопления связана с развитием внешней торговли и изменением направлений внешнеэкономических связей. Замедление темпов роста международной торговли, усиление протекционизма и сокращение цепочек создания стоимости отражается в замедлении темпов накопления глобальных международных резервов.

**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 национальных валют дружественных стран, отражая изменение валютной структуры своих международных расчетов. Снижение доверия к основным резервным валютам обусловят большую диверсификацию валютного портфеля и, что важнее, диверсификацию в направлении новых классов резервных активов.**

В качестве наиболее вероятного варианта дальнейшего развития МВФС определена геополитическая фрагментация (разделение групп стран на геополитические блоки).

Фрагментация глобальной валютно-финансовой системы на блоки, Западный и Восточный, объединяющие геополитически близкие государства с разными идеологиями, политическими системами, техническими стандартами, трансграничными платежными и торговыми системами, изменяют структуру и направления внешнеэкономического взаимодействия этих стран.

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 национальных валют дружественных стран, прежде всего юаня, при сокращении доли традиционных резервных валют и усиления дедолларизации международных резервов.

Определены основные факторы, которые будут определять политику управления международными резервами в условиях геополитической фрагментации:

- 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.

- Защитная антикризисная функции резервов, как и обеспечительная функция, сохраняют свое значение. Резервы будут формироваться для противодействия внешним шокам и финансовым кризисам, для обеспечения международных обязательств. Гарантии беспрепятственного доступа к резервным активам, их сохранность и защита от блокировок становятся ключевыми факторами, имея в виду, 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.

– Формирование валютной части международных резервов, скорее всего, будет происходить на основе валют блоковых союзников, торговых и геополитических партнеров, при условии, что данные валюты отвечают требуемым критериям надежности и ликвидности. Снижение доверия к основным резервным валютам обуславливает не только большую диверсификацию валютного портфеля, но и диверсификацию в направлении новых классов резервных активов.

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.

Сделан вывод о целесообразности коллективными усилиями заинтересованных стран продвигать внесение в документ МВФ, – «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте. Форма представления данных: руководящие принципы»<sup>1)</sup> (Guidelines for a data template. «International reserves and foreign currency liquidity»), - изменений, направленных на защиту резервных активов от геополитических рисков. Прежде всего это касается их характеристики как «внешних» активов. Это позволит включать в состав резервов более широкий перечень не только финансовых, но и реальных активов.

Исходя из вышеизложенного в качестве базового сценария был выбран вариант блочного использования национальных валют ведущих дружественных

---

<sup>1)</sup> 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).

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.

**4) Разработана система критериев для отбора резервных активов с учетом 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 (Центральных Банков) на валютные рынки, потенциал цифровизации резервного актива. 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).**

Для отбора резервных активов был разработан авторский алгоритм, *включающий*: выбор и обоснование критериев отбора с учетом геополитических рисков; тестирование основных резервных валют, валют участников межгосударственных объединений, не присоединившихся к западному альянсу и альтернативных резервных активов по выбранным критериям; отбор резервных активов с оптимальным критериальным профилем для формирования портфеля резервов.

Активы тестировались по следующим критериям: геополитическая позиция страны-эмитента валюты, степень воздействие финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки, ликвидность, доходность и рискованность того или иного актива, потенциал цифровизации инструмента.

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 и физических лиц недружественные действия»<sup>1)</sup>, а также с учетом результатов голосования по резолюции Организации Объединенных Наций<sup>2)</sup> в отношении конфликта на Украине от 02.03.2022;

– санкционная политика 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 вероятности блокировки активов.

Степень воздействие финансовых властей (Центральных банков) на валютные рынки определяет возможность нерыночной динамики резервного актива в интересах отдельного государства. При отборе валют по этому критерию мы использовали данные ежегодных докладов МВФ о валютных режимах стран-членов<sup>3)</sup>.

Потенциал цифровизации резервного актива как критерий их отбора отражает базовый тренд трансформации МВФС с учетом концепции будущей мировой валютной системы в трактовке Банка международных расчетов (далее – БМР) и МВФ. Рассматривая данный критерий, мы ориентировались на активность тестирования и перспективы внедрения цифровых валют центральных

---

1) 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 : [сайт]. – 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).

2) 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).

3) 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-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10> (дата обращения: 18.03.2024).

банков, используя материалы Трекера Цифровых Валют Центральных Банков (далее – ЦВЦБ) МВФ<sup>1)</sup>.

Изменение соотношения сил в мировой экономике и обострение геополитического противостояния приводят к снижению инвестиционных качеств основных резервных валют за счет появления рисков их использования. Возможность их использования для давления на страны-соперники, угроза блокировок, санкций или торговых барьеров стимулирует страны уменьшать долю активов, номинированные в этих валютах, за счет введения в состав резервных портфелей альтернативных валют и инструментов.

**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.**

В работе разработаны рекомендации для существующей в рамках действующей МВФС системы международного резервирования, принципы функционирования которой закреплены документами МВФ.

При разработке рекомендаций по портфелю резервных активов с учетом геополитических рисков учитывались следующие аспекты, общие 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;

---

<sup>1)</sup> Today's Central Bank Digital Currencies Status / CBDC Tracker : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://cbdctracker.org/> (дата обращения: 18.03.2024).

– перспективы ввода в оборот ЦВЦБ, расширение использования цифровых финансовых активов в МВФС.

Сформулированы 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.

На базе авторской системы критериев с помощью корреляционного анализа, были проанализированы различные активы, которые могут быть включены в состав международных резервов. Рекомендации учитывают как фактические, так и потенциальные санкционные риски. Мы не можем не принимать во внимание решение Правительства Российской Федерации, в рамках которого исключена возможность инвестирования средств Фонда национального благосостояния (далее – ФНБ) в активы, номинированные в долларах США, обнулены остатки средств на счетах ФНБ в Банке России в фунтах стерлингов, евро и японских иенах. Инвестировании средств ФНБ предусмотрено только в китайские юани и золото<sup>1)</sup>.

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 Российской Федерации, ограничением доступности

---

<sup>1)</sup> 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).

замороженных активов считаем целесообразным поддерживать высокий уровень международных резервов. Учитывая санкционный потенциал доллара США и евро, а также политику США и Европейского Союза в отношении России, считаем нецелесообразным увеличивать долю этих валют в составе международных резервов Банка России сверх уже имеющихся, но блокированных объемов.

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.

Удержание повышенной по сравнению со среднемировой доли золота в портфеле резервных активов Банка России обусловлено его геополитической нейтральностью, оптимальной комбинацией параметров «риск-доходность-ликвидность», возможностью размещения его на подконтрольной территории и способности обеспечить преимущества диверсификации портфеля резервов страны.

### **III Заключение**

Основным результатом исследования является 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.

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 должны 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.

Фрагментация глобальной валютно-финансовой системы на блоки, Западный и Восточный, изменяют структуру и направления внешнеэкономического взаимодействия этих стран. Соответственно изменятся и подходы к управлению международными резервами: страны Западного блока сохраняют традиционные принципы формирования резервных портфелей, а страны Восточного блока будут активно наращивать золотую компоненту, расширять использование альтернативных валют дружественных стран, прежде всего юаня, при сокращении доли традиционных резервных валют и усилении дедолларизации международных резервов.

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

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, подконтрольные монетарным регуляторам. В существующих геополитических условиях будет наблюдаться снижение инвестиционных качеств резервных 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 в составе международных резервов эти виды активов могут быть токенизированы или стать обеспечением, например, стейблкоинов.

В результате проведенного исследования сделан вывод, что эволюция структуры и динамики 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.

#### **IV Список работ, опубликованных по теме диссертации**

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,  
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. 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 2658-5286. – 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).

2. Павлова, А.В. Эволюция международных резервов в мировых валютных системах / А. В. Павлова // Московский экономический журнал. – 2023. – № 21. Том 8. – С. 403-412. – ISSN 2413-046X. – Текст : электронный. – DOI 10.14451/1.221.484. – URL: <https://qje.su/ru/nauka/issue/4618/view> (дата обращения: 17.09.2024).

3. 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.

4. 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.

5. 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.

6. Павлова, А.В. Рекомендации по совершенствованию структуры международных резервов с учетом санкционных ограничений / А.В. Павлова //

*Публикации в других научных изданиях:*

7. Павлова, А.В. Эволюция международной валютной системы XXI веке: Ожидания и реальность (п. 1.12 «Тренд в развитии мировой валютной системы в направлении многополярности») : монография / А.В. Павлова, Л.В. Крылова : в 2 томах. Том 2 ; под редакцией Е.А. Звоновой [и др.]. – Москва : Прометей, 2022. – С. 107-114. – 220 с. – 500 экз. – ISBN 978-5-00172-391-2.

8. 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. – 100 экз. – ISBN 978-5-392-39658-0.

9. 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.

10. 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.

11. 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.