

УДК 33

DOI: 10.34670/AR.2022.97.77.009

## Оценка эффективности управления золотовалютными резервами России

**Мутафян Анна Сергеевна**

Магистр экономики,  
консультант по вопросам налогообложения в налогово-правовом отделе,  
АО «КПМГ»,  
129090, Российская Федерация, Москва, Олимпийский просп., 16/5;  
e-mail: anna.s.mutafyan@gmail.com

### Аннотация

Статья посвящена рассмотрению понятия золотовалютных резервов государств, роли данных резервов в обеспечении платежеспособности и валютной ликвидности стран. Проведен анализ структуры международных резервов России, осуществлена оценка их управления в динамике и сравнении с золотовалютными резервами других развивающихся и развитых государств. Проанализированы показатели международных резервов за 2010-2021 гг. в разрезе видов активов. На основе проведенного анализа динамики показателей выявлены основные тенденции в управлении золотовалютными резервами Российской Федерации. Сделаны выводы о том, что изменение структуры золотовалютных резервов России направлено на снижение зависимости России от западных стран и укреплении тенденции к повороту России «на восток». Также анализ статистических показателей в совокупности с анализом текущей экономической и политической ситуации позволил определить наиболее перспективные методы управления международными резервами Российской Федерации в ближайшей перспективе.

### Для цитирования в научных исследованиях

Мутафян А.С. Оценка эффективности управления золотовалютными резервами России // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2022. Том 12. № 3А. С. 67-75. DOI: 10.34670/AR.2022.97.77.009

### Ключевые слова

Золотовалютные резервы, золото, ликвидность, платежный баланс, экспорт, Центральный Банк России, международные резервы.

## **Введение**

В настоящее время все государства создают запас валютных и иных активов, которые формируют платежеспособность государства на мировом рынке. В последнее время таким резервам уделяют повышенное внимание. Это связано, в первую очередь, с высокой значимостью платежеспособности отдельно взятого государства и ее крупных компаний перед другими государствами, банками, международными организациями в условиях глобализированной экономики. Также динамика и структура золотовалютных резервов страны может не только сигнализировать о наличии проблем с ликвидностью, но и показывать предпочтения и планы государства на мировом рынке.

Применительно к России вопрос о золотовалютных резервах остро встал после введения США экономических санкций, в результате которых Россия существенно изменила структуру своих резервов в пользу «неамериканских» активов. Сегодня же, в условиях заморозки активов Центрального Банка России в зарубежных странах, вопрос управления международными резервами имеет первостепенную важность.

## **Методика проведения исследования**

Анализ проведен на основе статистических данных Всемирного банка, Всемирного совета по золоту, а также данных Центрального Банка России. На первом этапе рассмотрены теоретические аспекты формирования и управления золотовалютными резервами государства. На втором этапе проанализированы показатели международных резервов России за 2010-2021 гг., их динамика, также проведено сравнение с показателями ЗВР зарубежных стран. На третьем этапе раскрывается структура золотовалютных резервов России и проводится анализ влияния каждого актива на обеспечение международной валютной ликвидности России. На четвертом этапе сделаны выводы о степени эффективности управления международными резервами России и дальнейших направлениях его осуществления.

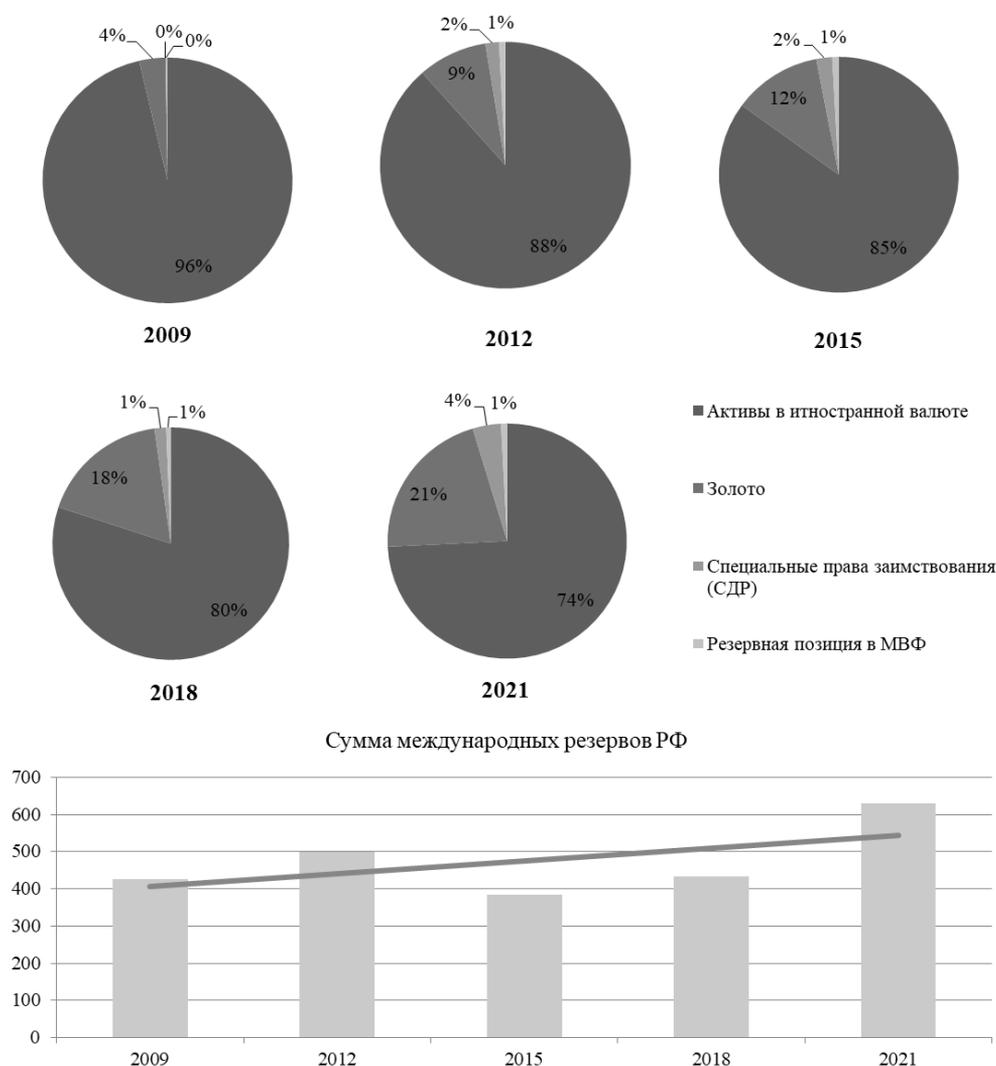
## **Результаты исследования**

Золотовалютными (международными) резервами (ЗВР) в экономике называют официальные запасы высоколиквидных активов центрального банка страны или его правительства. Международные резервы обеспечивают государству международную валютную ликвидность, выражающуюся в способности государства обеспечивать своевременное погашение своих обязательств в форме, приемлемой для контрагента в соответствии с заключенным договором [Красавина, 2018]. Так, в связи с введенными против Российской Федерации санкциями в марте 2022 года, резервы Центрального Банка России в размере 300 млрд. долл. США были заморожены [Алексеевских, www], что привело к снижению валютной ликвидности России, которая выразилась в нехватке запасов иностранной валюты для расчетов по обязательствам [Блискунов, 2022]. Такая ситуация обусловила необходимость поиска новых методов управления международной валютной ликвидностью России для обеспечения экономической безопасности государства в быстроменяющихся условиях экономической и политической конъюнктуры рынка.

Международные резервы государства решают и другие задачи: финансирование дефицита платежного баланса государства и покрытия внешнего государственного долга, проведение интервенций на рынке валюты с целью поддержания курса национальной валюты или

обеспечения прибыли от обращения активов. Международные резервы выступают как показатель устойчивости национальной валюты, обеспечение кредитоспособности государства и стабильности национальной экономики [Мелетиди, 2021].

В состав резервов стабильно входят: монетарное золото, национальная валюта, валюта развитых иностранных государств, ценные бумаги иностранных эмитентов, резервный фонд и Фонд национального благосостояния, специальные права заимствования, резервная позиция в МВФ. Структура международных резервов отдельно взятого государства всегда различна и зависит от множества факторов: степени развитости экономики государства, устойчивости национальной валюты, степени вовлеченности государства в международные экономические отношения, объема экспортных и импортных операций, а также основных контрагентов на мировой арене (рис. 1).



**Рисунок 1 - Динамика и структура международных резервов России в 2009-2021 гг., млрд. долл. <sup>1</sup>**

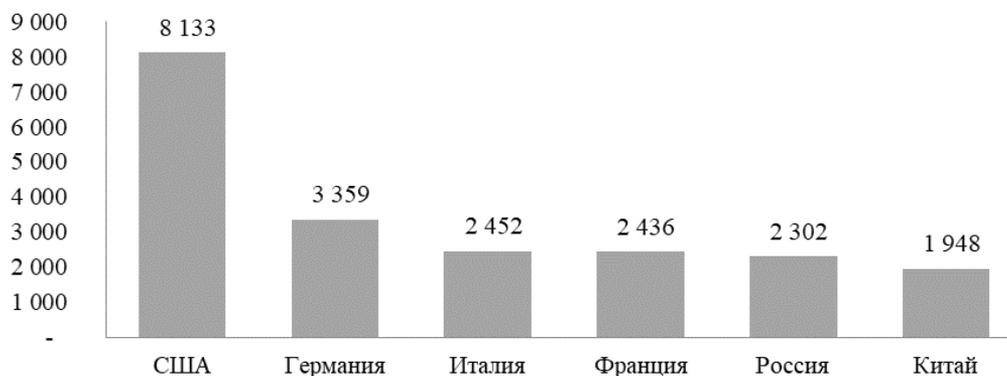
<sup>1</sup> Сайт Центрального Банка РФ. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/) (дата обращения: 04.04.2022).

На основании анализа данных Центрального Банка России о структуре международных резервов можно увидеть, что последнее десятилетие характеризовалось:

- приростом золотовалютных резервов Центральным Банком Российской Федерации;
- стабильной тенденцией к уменьшению активов в иностранной валюте в структуре ЗВР;
- ростом доли невалютных активов, в первую, очередь, монетарного золота.

Рассмотрим более подробно состав золотовалютных резервов России.

Наименее рискованным и наиболее стабильным активом в структуре ЗВР является золото. Базель III включил золото в категорию безрисковых активов, банкам же было рекомендовано увеличить долю золота в золотовалютных резервах государств до 4-6% [там же]. Сегодня золото дает возможность сохранить текущие запасы в будущем с существенным сохранением их стоимости. Преимущества золота заключаются в нескольких особенностях. Во-первых, золото характеризуется следующими свойствами, которые обосновали его использование в качестве меры стоимости и средства обмена: делимость, долговечность, однородность. Во-вторых, золото представляет собой реальный актив, не подразумевающий возникновения каких-либо долговых обязательств у эмитента, что и обеспечивает его практически нулевую рискованность как актива. Сегодня золото выступает как важнейший стратегический актив, который может обеспечить стабильную доходность, диверсификацию и ликвидность финансового портфеля. Оно занимает особую роль в структуре международных резервов стран, даже несмотря на тот факт, что оно уже долгое время не выполняет роль денег в экономике. Так, в течение последних десятилетий крупнейшим держателем золота являются США (рис. 2).

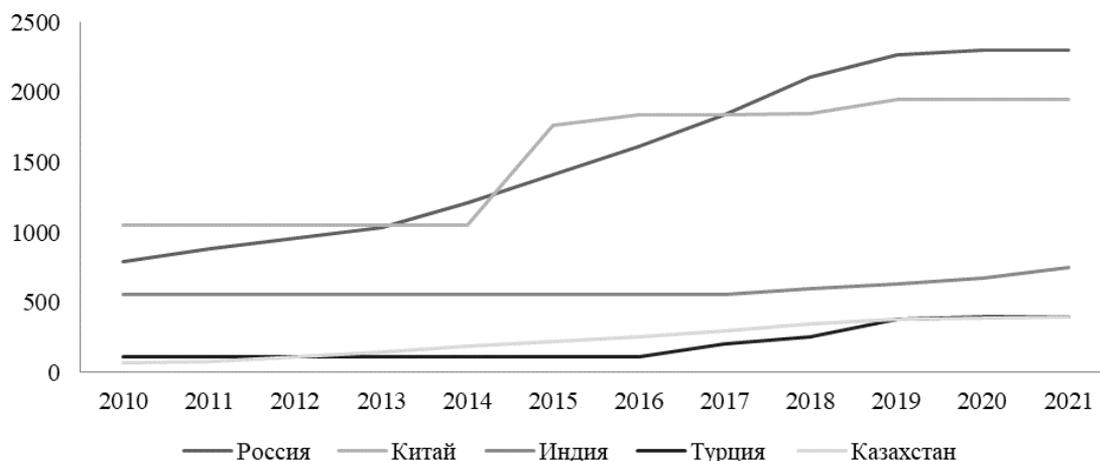


**Рисунок 2 - Запасы золота в структуре золотовалютных резервов в мире, тонн.<sup>2</sup>**

Последнее десятилетие было закономерно отмечено увеличением запасов золота в ЗВР, в первую очередь, в развивающихся государствах (рис. 2). Причина возросшей популярности золота в качестве золотовалютных резервов кроется не только в его стабильности и низкой рискованности как актива. Рост золотых запасов центральных банков носит также и политический характер. Так, другим активом международных резервов, характеризующимся безрискованностью, являются американские государственные облигации. Приобретение данных облигаций обеспечивает стабильные потоки денежных средств в бюджет США, которых они могут лишиться в случае более масштабных закупок золота центральными банками

<sup>2</sup>Сайт Всемирного совета по золоту. URL: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country> (дата обращения: 03.04.2022)

и правительствами государств. Так, увеличение доли золота в составе ЗВР приведет к проблемам с государственным долгом США и, как результат, снижению стоимости доллара США – другого важного актива международных резервов любого государства. Все это приводит к тому, что развивающиеся страны, в т.ч. Россия и Китай, нацелены на дальнейшее увеличение объемов золота в своих резервах (рис. 3).



**Рисунок 3 - Динамика роста золота в международных резервах развивающихся стран в 2010-2021 гг., тонн.<sup>3</sup>**

Важно отметить, что золото, несмотря на его текущее положение, обуславливающее его использование, как правило, только в качестве резервного актива, может использоваться на рынке и в качестве средства платежа. Так, Иран уже многие годы использует золото в расчетах в связи с введенными против него санкциями, ограничивающими возможность Ирана использовать доллар США и евро в своих расчетах [Радиков, 2020]. Пример Ирана может стать показательным для России, которая, начиная с 2014 года, активно снижает долю доллара США, а также переключилась на покупку европейских ценных бумаг взамен американских государственных облигаций. В связи с запретом на продажу и поставку наличных евро и долларов Банку России, а также заморозкой Евросюзом, США, Великобританией и Канадой части ЗВР в иностранной валюте, находящихся на счетах в данных странах. Россия может начать испытывать нехватку иностранной валюты, что, в свою очередь, также может существенно простимулировать увеличение золотых запасов в Российской Федерации.

Существенную долю международных резервов России составляют активы в иностранной валюте (табл. 1).

**Таблица 1 - Структура активов в иностранной валюте в составе международных резервов России в 2021 году, млрд. долл.<sup>4</sup>**

Актив	Сумма актива	Доля актива в структуре ЗВР
Ценные бумаги	279,2	44%
в т.ч. наличная валюта и депозиты	184,7	29%

<sup>3</sup> Сайт Всемирного совета по золоту. URL: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-reserves-by-country>

<sup>4</sup> Запад замораживает резервы Банка России и ФНБ. Finanz.ru. URL: <https://www.finanz.ru/>

Актив	Сумма актива	Доля актива в структуре ЗВР
Активы в других центральных банках, БМР, МВФ	140,2	22%
Активы в банках, имеющих головное отделение за пределами России	44,6	7%
Всего международных резервов	630,6	-

Как можно увидеть в таблице 1, наибольшую долю активов в иностранной валюте имеют наличная валюта и средства в депозитах.

В состав данных активов, как правило, входят активы в наиболее твердых валютах развитых государств, а именно: доллар США, евро, фунт стерлингов, японская йена, швейцарский франк, китайский юань.

Помимо этого, государства могут включать в состав международных резервов валюты государств, имеющих с ними тесные торговые связи. Включение различных валют в состав золотовалютных резервов, во-первых, диверсифицирует портфель, существенно снижая риски снижения стоимости портфеля при ослаблении отдельных национальных валют, а во-вторых, обеспечивают государству необходимую ликвидность при осуществлении экспортно-импортных сделок. Как правило, валютные резервы государств хранятся за пределами страны и находятся на депозитных счетах в зарубежных банках для получения дополнительного дохода за счет инвестирования имеющихся валютных активов. Так, например, большая часть международных резервов России находится за пределами страны.

В составе международных резервов России присутствует большое количество национальных валют, однако их пропорция претерпевает существенные изменения, как уже было отмечено ранее. На сегодняшний день таким валютами, в т.ч., являются: евро, доллар США, китайский юань, фунт стерлингов. Как можно заметить, несмотря на снижение доли доллара США и евро в составе ЗВР, они продолжают занимать лидирующее положение в состав активов в иностранной валюте. И, несмотря на планомерное увеличение объемов китайского юаня, на сегодняшний день его доля не превышает 15%.

Еще одним активом в структуре золотовалютных резервов государств является ценные бумаги. В состав золотовалютных резервов включают долговые и долевыми ценные бумаги эмитентов-нерезидентов, номинированные в иностранной валюте. Как было отмечено ранее, основными ценными бумагами, широко приобретаемыми центральными банками и правительствами государств являются американские государственные облигации. Инвестиции в подобные долговые ценные бумаги в наиболее ликвидных национальных валютах являются достаточно универсальным средством управления международными резервами, в особенности, данными инструментами пользуются ресурсозависимые экономики. Владение такими ценными бумагами обеспечивает высокую ликвидность международных резервов, но при этом приводит к возникновению процентного риска.

Специальные права заимствования (СДР) – активы Международного валютного фонда, представляющие собой корзину из 5 валют: доллар США, евро, китайский юань, японской йены, фунта стерлингов. СДР были созданы в качестве резервного актива Бреттонвудской валютной системы. На сегодняшний день специальные права заимствования представляют собой актив, обеспечивающий дополнительную ликвидность в дополнении к официальным международным резервам государств-членов МВФ. Распределение данного актива происходит пропорционально квотам стран в МВФ, которые, в свою очередь, рассчитываются на основе средневзвешенного значения ВВП, степени открытости и экономической изменчивости, а также

размера международных резервов. Помимо распределенных объемов, СДР могут продаваться и покупаться на свободном рынке государствами-членами МВФ и назначенными держателями.

Помимо СДР в структуре международных резервов России присутствует резервная позиция в МВФ. Резервная позиция в МВФ – запасы средств государства в МВФ, которые были внесены им при вступлении в фонд. По сути, резервная позиция в МВФ является обязательством фонда перед государством. Средства резервной позиции находятся на счете в Фонде. Данный актив, наряду со специальными правами заимствования, представляет собой некий резервный актив, который может быть использован Россией при нехватке остальных резервов для погашения своих обязательств перед контрагентами. Данные активы, вероятно, останутся неизменными в структуре золотовалютных резервов России.

### Основные результаты и выводы

Сделан вывод о том, что золотовалютные резервы России в настоящий момент имеют эффективную диверсификацию, что обеспечивает России высокую международную валютную ликвидность. Однако наличие высокой доли неопределенности относительно валютных активов, находящихся на счетах за рубежом, может говорить о том, что в ближайшей перспективе мы можем увидеть рост закупок золота Центральным Банком России и китайского юаня. Также возможной становится продажа государственных облигаций США, а также доллара США и евро.

Также при дальнейшем неблагоприятном развитии отношений России с международными организациями которое может выразиться в выходе России из ВТО, МВФ, высока вероятность избавления Центрального Банка от резервной позиции в МВФ и СДР.

Все указанные действия могут привести к краткосрочному снижению валютной ликвидности, однако в условиях уменьшения торговых взаимоотношений с западными странами в пользу Китая, стран Ближней Азии и СНГ, данное снижение не окажет влияния на реальную платежеспособность России.

### Библиография

1. Алексеевских А. Вряд ли такое положение надолго. URL: <https://www.gazeta.ru/>
2. Блискунов К. Заморозка резервов ЦБ. Почему наш банк хранит свои деньги за рубежом? 2022. URL: <https://vc.ru/finance/386223-zamorozka-rezervov-cb-pochemu-nash-bank-hranit-svoi-dengi-za-rubezhom>
3. Запад замораживает резервы Банка России и ФНБ. URL: <https://www.finanz.ru/>
4. Красавина Л.Г. (ред.) Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: Юрайт, 2018. 534 с.
5. Мелетиди К.Л. Проблемы управления международными резервами России в современных условиях // Инновационные аспекты развития науки и техники. 2021. № 7. С. 150-156.
6. Радиков И.В. Противодействие Ирана и России экономическим санкциям: сходство и различие стратегий // Политэкс. 2020. № 1. С. 113-127.
7. Сайт Всемирного совета по золоту. URL: <https://www.gold.org/>
8. Сайт МВФ. URL: <https://www.imf.org/ru/Home>
9. Сайт Центрального Банка РФ. URL: <https://www.cbr.ru/>
10. Allegret J.-P., Allegret A. The role of international reserves holding in buffering external shocks // Applied Economics. 2018. 50:29. P. 3128-3147. DOI: 10.1080/00036846.2017.1418075
11. Sula O., Oгуzoglu U. International reserves and economic growth // International Review of Economics & Finance. 2021. Vol. 72 (C). P. 16-28. DOI: 10.1016/j.iref.2020.10.022

---

## Assessment of the effectiveness of the management of gold and foreign exchange reserves of Russia

**Anna S. Mutafyan**

Master of Economics,  
Tax Consultant in Tax and Legal Department,  
JSC “KPMG”,  
129090, buil. 5, 16, Olimpiyskii ave., Moscow, Russian Federation;  
e-mail: anna.s.mutafyan@gmail.com

### Abstract

The research in economics presented in this article is devoted to analysis of the term international reserves consideration of the concept of gold and foreign exchange reserves of states, the role of these reserves in ensuring the solvency and foreign exchange liquidity of governments. The analysis of the Russia's international reserves structure and an assessment and management in dynamics and comparison with the gold and foreign exchange reserves of other developing and developed countries was carried out. The indicators of international reserves for 2010-2021 were analyzed in the context of the types of assets that make up such reserves. Based on the analysis of the dynamics of indicators, the main trends in the management of the international reserves of the Russian Federation were identified. It is concluded that the change in the structure of Russia's gold and foreign exchange reserves is aimed at reducing Russia's dependence on Western countries and strengthening the tendency for Russia “to turn to the east”. Also, the analysis of statistical indicators in conjunction with the analysis of the current economic and political situation made it possible to determine the most promising methods for managing the international reserves of the Russian Federation in the short term.

### For citation

Mutafyan A.S. (2022) Otsenka effektivnosti upravleniya zolotovalyutnymi rezervami Rossii [Assessment of the effectiveness of the management of gold and foreign exchange reserves of Russia]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: Yesterday, Today and Tomorrow], 12 (3A), pp. 67-75. DOI: 10.34670/AR.2022.97.77.009

### Keywords

Gold and foreign exchange reserves, gold, liquidity, payment balance, export, Bank of Russia, international reserves.

### References

1. Alekseevskikh A. *Vryad li takoe polozhenie nadolgo* [It is unlikely that this situation will last long]. Available at: <https://www.gazeta.ru/> [Accessed 03/03/2022]
2. Allegret J.-P., Allegret A. (2018) The role of international reserves holding in buffering external shocks. *Applied Economics*, 50:29, pp. 3128-3147. DOI: 10.1080/00036846.2017.1418075
3. Bliskunov K. (2022) *Zamorozka rezervov TsB. Pochemu nash bank khranit svoi den'gi za rubezhom?* [Freezing of Central Bank reserves. Why does our bank keep its money abroad?]. Available at: <https://vc.ru/finance/386223-zamorozka-rezervov-cb-pochemu-nash-bank-hranit-svoi-dengi-za-rubezhom> [Accessed 03/03/2022]
4. Krasavina L.G. (ed.) (2018) *Mezhdunarodnye valyutno-kreditnye i finansovye otnosheniya* [International monetary and

- 
- financial relations]. Moscow: Yurait Publ.
5. Meletidi K.L. (2021) Problemy upravleniya mezhdunarodnymi rezervami Rossii v sovremennykh usloviyakh [Problems of management of Russia's international reserves in modern conditions]. *Innovatsionnye aspekty razvitiya nauki i tekhniki* [Innovative aspects of the development of science and technology], 7, pp. 150-156.
  6. Radikov I.V. (2020) Protivodeistvie Irana i Rossii ekonomicheskim sanktsiyam: skhodstvo i razlichie strategii [Opposition of Iran and Russia to Economic Sanctions: Similarities and Differences in Strategies]. *Politeks* [Politex], 1, pp. 113-127.
  7. *Sait MVF* [IMF website]. Available at: <https://www.imf.org/ru/Home> [Accessed 03/03/2022]
  8. *Sait Tsentral'nogo Banka RF* [Website of the Central Bank of the Russian Federation]. Available at: <https://www.cbr.ru/> [Accessed 03/03/2022]
  9. *Sait Vsemirnogo soveta po zolotu* [Website of the World Gold Council]. Available at: <https://www.gold.org/> [Accessed 03/03/2022]
  10. Sula O., Oguzoglu U. (2021) International reserves and economic growth. *International Review of Economics & Finance*, 72 (C), pp. 16-28. DOI: 10.1016/j.iref.2020.10.022
  11. *Zapad zamorazhivaet rezervy Banka Rossii i FNB* [The West freezes the reserves of the Bank of Russia and the NWF]. Available at: <https://www.finanz.ru/> [Accessed 03/03/2022]