Департамент образования города Москвы

Государственное бюджетное общеобразовательное учреждение города Москвы «Школа № 1505 «Преображенская»»

**ДИПЛОМНОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ**

на тему

**Изменение стратегии по управлению золотовалютными резервами России в 2014-2015гг.**

Выполнила:

Жукова Анна Владимировна

Руководитель:

Маргаритов Виталий Сергеевич

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (подпись руководителя)

Рецензент:

ФИО рецензента

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (подпись рецензента)

 Москва

 2020/2021 уч.г.

# Введение

**Актуальность.**

Золотовалютные резервы (ЗВР) являются ключевым инструментом поддержания макроэкономической стабильности государства, его платежного баланса, а также обеспечения эффективной деятельности экономических агентов. Общепринятым подходом к хранению ЗВР является их размещение в высоконадежных инструментах валютного рынка, таких как свободно-конвертируемые валюты крупнейших экономик, инструментах долгового рынка, государственные (казначейские) обязательства этих стран, а также золото. У каждого из этих активов есть свои преимущества и недостатки. К примеру, валюта является наиболее ликвидной, но она не обеспечивает доходность. Золото является, фактически, единственным инструментом, который защищен от инфляции, но при этом он относительно менее ликвиден. В свете этого в настоящее время наиболее активно используемым инструментом для хранения ЗВР являются государственные облигации крупнейших экономик, которые до недавнего времени считались таким же надежным инструментом, как и свободно конвертируемая валюта.

В конце 20-начале 21 века достаточно большое распространение получило размещение ЗВР в казначейские обязательства США, которые представлялись оптимальными в точки зрения критериев доходность/ликвидность. Однако приемлемость такого подхода для России не оправдалась. События 2014-2015 годов показали, что стратегию управления ЗВР необходимо корректировать, так как ввиду угрозы применения санкций существенно выросли риски надежности для России таких инструментов хранения ЗВР как казначейские обязательств США. Обострение геополитической ситуации, катализатором которой стало возвращения Крыма в состав России и последовавшие за этим санкции, привело к необходимости кардинального изменения в стратегии управления золотовалютными резервами России. Как показывает наш анализ, эти меры оказались своевременными, а подход доказал свою эффективность.

Второй важной функцией ЗВР является роль «подушки», которая позволяет смягчать влияние негативных изменений экономических условий на бюджет страны, прежде всего, помогая даже при сокращении доходов, сохранять социальные расходы и ключевые инвестиции. В 2020 году мировая экономика пережила беспрецедентный со времен Великой депрессии экономический спад, вызванной эпидемией COVID-19. При этом, по прогнозам экономистов, мировая экономика восстанавливается такими же беспрецедентными темпами. Происходящее в мире вместе с эпидемией оказывает влияние на российскую экономику, которая, хотя и не упала так значительно, как экономика США, восстанавливается не так легко. Основной фактор наполнения бюджета, нефтегазовые доходы, существенно снизился из-за падения мировых цен на нефть. Восстановления цен на нефть до уровня, предшествовавшего развалу нефтяной сделки Опек+, несмотря на быстрые темпы восстановления мировой экономики, не ожидается. В связи с этим российский бюджет находится под давлением, и правительство вынуждено использовать золотовалютные резервы для финансирования бюджетного дефицита. Продолжает нарастать санкционное давление на Россию в связи с избранием новой администрации нового президента США. Есть опасения о новом витке эскалации санкций против России. В этих обстоятельствах тема эффективного управления золотовалютными резервами, а также минимизация рисков их потери являются как никогда актуальными. Продолжающийся экономический рост Китая и амбиции китайского руководства сделать юань резервной валютой предоставляют новую возможность для ребалансировки золотовалютных резервов и снижения рисков, связанных с инвестициями в долларовые активы.

**Цель.** Выявление причин и анализ результатов изменения стратегии управления золотовалютными резервами России с 2014-2015гг. Насколько эффективной оказалась новая стратегия для достижения основных целей: обеспечения надежности ЗВР, и смягчения воздействия снижения экономического роста на осуществление бюджетных расходов.

**Задачи.**

1. Проанализировать изменения в структуре золотовалютных резервов России в период с предкризисного 2008г по настоящее время (2021 г).
2. Описать экономическую ситуацию в России в 2014-2015гг.
3. Описать геополитическую ситуацию в России в 2014-2015гг.
4. Сопоставить мнения различных экспертов и проанализировать освещение в различных русскоязычных и иностранных СМИ вопроса об изменении стратегии по управлению ЗВР России в 2014-2015гг.
5. Определить структуру золотовалютных резервов Китая с 2008 по 2020 год.
6. Сравнить структуру ЗВР России и Китая.
7. Оценить эффективность изменений в политике по управлению золотовалютными резервами России с конца 2014-2015 по 2020 год.
8. Сопоставить мнения различных экспертов и проанализировать освещение в различных русскоязычных и иностранных СМИ политики по управлению ЗВР России в 2020г.

**Проблема.** Планирование стратегии по управлению ЗВР в условиях нарастания экономических и политических рисков.

**Гипотеза.** Стратегия управления золотовалютными резервами меняется в ответ на внешние риски.

**Структура исследовательской работы**

[Введение 2](#_Toc67424466)

[1. Золотовалютные резервы Центрального Банка России. 5](#_Toc67424467)

[1.1. Понятие золотовалютных резервов и их состав. 5](#_Toc67424468)

[1.2. Признаки и функции золотовалютных резервов. 6](#_Toc67424469)

[1.3. Источники формирования золотовалютных резервов. Управление ими. 8](#_Toc67424470)

[2. Управление золотовалютными резервами ЦБ РФ с 2008 по 2021гг. 10](#_Toc67424471)

[2.1. Состав и стратегия по управлению золотовалютными резервами в период с 2008 по 2014 гг. 10](#_Toc67424472)

[2.2. Влияние экономических и политических событий 2014 года на структуру золотовалютных резервов страны. 12](#_Toc67424473)

[2.3. Стратегия по управлению золотовалютными резервами с 2015 по 2021гг. 15](#_Toc67424474)

[3. Сравнительный анализ политики управления золотовалютными резервами России и Китая. 18](#_Toc67424475)

[Заключение 21](#_Toc67424476)

[Список источников 22](#_Toc67424477)

# Золотовалютные резервы Центрального Банка России.

# Понятие золотовалютных резервов и их состав.

Официальные золотовалютные резервы — это резервные активы, которые имеются в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и контролируются ими в целях финансирования платежного баланса, проведения интервенций на валютных рынках для поддержания валютного курса, обеспечения общего доверия к национальной валюте и экономике страны[[1]](#footnote-1). В России такие резервы управляются Банком России. Накопление резервных активов является одной из важнейших функций Центрального Банка. Резервы также используются для обеспечения бесперебойности расчетов между странами в международных экономических отношениях.

В состав золотовалютных резервов входит монетарное золото и валютные резервы (см. график №1). Валютные резервы включают в себя позицию в Международном валютном фонде (МВФ), специальные права заимствования (англ. Special Drawing Rights, SDR, СДР) и запасы иностранных свободно конвертируемых валют. Последние являются требованиями государственных валютных органов к нерезидентам в форме остатков, находящихся на текущих счетах в иностранных банках, и краткосрочных банковских депозитов, рыночных ликвидных финансовых инструментов, которые являются результатом официальных сделок данной страны с центральными банками и правительственными учреждениями других стран[[2]](#footnote-2). Помимо этого, в составе золотовалютных резервов также имеется часть Резервного фонда и Фонда национального благосостояния Российской Федерации, которая номинирована в иностранной валюте и размещена Правительством Российской Федерации на счетах в Банке России, и инвестируется Банком России в иностранные финансовые активы.

Специальные права заимствования — это международные резервные активы, которые были созданы МВФ с целью пополнения резервов государств, являющихся членами МВФ. В соответствие с квотами каждой страны, СДР распределяется пропорционально и находятся на счете страны в Департаменте СДР МВФ. Резервная позиция в МВФ является суммой позиций по резервному траншу и требований страны к МВФ в рамках Новых соглашений о заимствованиях.

Монетарное золото определяется как стандартные золотые слитки и монеты, которые изготовлены из золота с пробой металла не ниже 995/1000 и принадлежат Банку России и Правительству Российской Федерации. В эту категорию включается как золото в хранилище, так и находящееся в пути или на ответственном хранении; а также золото на обезличенных золотых счетах, представляющее собой требования к нерезидентам[[3]](#footnote-3). Резидентная принадлежность представляет собой «прикрепленность» любого экономического агента к одной экономической территории, с которой он наиболее связан, и которая служит центром его экономических интересов.

Стоит отметить, что у каждого из этих активов есть свои преимущества и недостатки. К примеру, валюта является наиболее ликвидной, но она не обеспечивает доходность. Золото является, фактически, единственным инструментом, который защищен от инфляции, но при этом он относительно менее ликвиден. Поэтому активно используемым инструментом для хранения ЗВР являются государственные облигации крупнейших экономик, прежде всего таких как США, которые до недавнего времени считались таким же надежным инструментом, как и свободно конвертируемая валюта.

|  |
| --- |
| График №1. Пример структуры золотовалютных резервов |
|  |

# Признаки и функции золотовалютных резервов.

**Внешние активы.** Валюта номинирования активов в валютных резервах должна быть иностранной и представлять собой требования к нерезидентам. Активы, эмитированные внутренними резидентами, не входят в состав валютных резервов, которые могут быть также могут быть номинированы в иностранной валюте[[4]](#footnote-4) .

**Ограниченный список целей.** Золотовалютные резервы должны быть использованы с целью финансирования платежного баланса, проведения интервенций на валютных рынках для поддержания валютного курса, обеспечения общего доверия к национальной валюте и экономике страны[[5]](#footnote-5).

**Контроль и доступность для монетарных властей.** Для достижения целей, предназначенных золотовалютным резервам, они должны иметься в свободном доступе для монетарной власти, находиться под ее контролем и беспрепятственно ею использоваться. Для обеспечения контроля в достаточной степени активами, классифицируемыми как резервные, необходимо выполнение данных условий:

* возможность проведения операций с данными активами для резидентов только на условиях монетарных властей или с их явно выраженного одобрения;
* доступность активов для финансирования платежного баланса по запросу Центрального банка;
* существование для данного органа денежно-кредитного регулирования законодательного подтверждения прав и обязанностей на выполнение операций, связанных с валютными резервами[[6]](#footnote-6).

**Ликвидность.** Одним из самых значимых признаков является ликвидность ЗВР, то есть активы могут покупаться, продаваться и ликвидироваться за иностранную валюту с минимальными затратами времени и средств и без существенной потери стоимости. При этом резервные активы не обязательно должны обращаться на рынке[[7]](#footnote-7).

Основной функцией золотовалютных резервов является обеспечение международной валютной ликвидности государства, что является его способностью своевременно погашать международные обязательства приемлемыми для кредитора способами. Таким образом, международная валютная ликвидность употребляется как показатель международной платежеспособности государства.

**Надежность и доходность.** Важнейшей функцией ЗВР является их надежность, которая, фактически, приносится в жертву другой важной функции финансового актива – доходности. Доходность – доход, получаемый финансовым активом, относительно его стоимости, измеряется в % годовых. ЗВР традиционно размещаются в очень консервативные, то есть низкодоходные, финансовые инструменты. Надежность этих инструментов, здесь речь прежде всего о свободно конвертируемой валюте, а также казначейских обязательств стран эмитентов, основывается на безусловном ожидании, что правительства этих стран погасят предъявляемые им долговые обязательства. Любые намеки правительства страны на возможность отказа или на введение селективных ограничений подрывает доверие в надежности финансовых инструментов, выпущенных этой страной.

Кроме функций золотовалютных резервов, следуемых из определения, они также могут использоваться для финансирования дефицита платежного баланса, обеспечения финансовой стабильности и экономической безопасности страны в целом, являясь ее резервными ресурсами.

# Источники формирования золотовалютных резервов. Управление ими.

Существует несколько источников наполнения золотовалютных резервов: профицит бюджета государства, добытое на территории данного государства золото и бюджетное правило.

**Профицит бюджета государства.** Превышение государственных доходов над расходами называется профицитом бюджета. Профицит возникает при относительной стабильности экономики и резком увеличении доходов в определенной сфере, например повышении стоимости углеводородов (нефть, газ). За счет образовавшихся вследствие профицита средств пополняются запасы резервов, погашаются государственные долги и др.

**Бюджетное правило России.** Бюджет России формируется за счёт налога на добавленную стоимость, налога на добычу полезных ископаемых, налога на прибыль организаций и других налогов, акцизов, пошлин и прочих видов доходов. Однако важнейшей доходной частью бюджета являются нефтегазовые доходы. Бюджетное правило, составленное Министерством Финансов РФ, предполагает понятие цены отсечения стоимости нефти. Она фиксирует цену нефти, выше которой доходы от добычи и экспорта нефти и газа попадают в специально созданные фонды и не принимают участия в формировании расходной части бюджета. То есть в случае, когда цены на нефть превышают цену отсечения, на это превышение происходит приобретение валюты, которая поступает в золотовалютные резервы государства. На 2020 год эта цена составила 42,4$ за баррель.

**Управление золотовалютными резервами.** Одним из важных критериев управления **резервами является адекватность их размера.** Существуют несколько вариантов определения достаточного размера ЗВР для государства, самым универсальным является традиционный критерий: это коэффициент покрытия импорта, то есть величина резервов должна превышать его трехмесячный объем для обеспечения бесперебойности расчетов. Однако для России наиболее подходящим долгое являлся "узкий" критерий, или критерий Редди, - минимальный объем резервов для покрытия импорта суммируется с платежами по внешнему государственному долгу, чтобы исключить дефолт по государственным обязательствам. Другим важным аспектом является определение финансовых инструментов для инвестирования ЗВР и **выбор и соотношение между отдельными компонентами резервов**; эта проблема практически сводится к фиксированию соотношения между иностранной валютой и монетарным золотом, определению размеров золотого запаса. А данное соотношение в сумме с инструментами инвестирования является компромиссом между стремлением к обеспечению доходности ЗВР и требованиями поддержания надлежащего уровня их ликвидности. Также, перед властями стоит задача диверсификации валютных резервов, а именно выбора конкретных валют и установления их удельного веса. И наконец, при определенных обстоятельствах власти могут использовать ЗВР для финансирования расходов государственного бюджета и решения важнейших социально-экономических задач[[8]](#footnote-8).

Основная задача Центрального Банка при планировании стратегии управления ЗВР – обеспечить надежность резервов. Поэтому основным фактором, почему стратегия управления международными резервами меняется, служит именно опасение касательно надежности финансовых активов.

# Управление золотовалютными резервами ЦБ РФ с 2008 по 2021гг.

# Состав и стратегия по управлению золотовалютными резервами в период с 2008 по 2014 гг.

Адекватный объем, сбалансированная структура и эффективное управление золотовалютными резервами представляют первоочередную значимость для любого государства. В январе 2003 года Центральный Банк опубликовал пресс-релиз, в котором был описан вкратце состав золотовалютных резервов, а также цели их управления. Основной курс стратегии по управлению международными резервами РФ был оглашен в декабре этого же года, когда первый зампред Центробанка Олег Вьюгин сделал заявление: «В принципе, мы хотим нарастить долю золота в наших резервах до 10%». На тот момент доля золота в ЗВР составляла 5,7%. Он отметил, что закупка золота будет осуществляться лишь при благоприятных условиях: «Когда именно это будет сделано, не известно. Это зависит от условий, от ценовых параметров, от того, как сложится ситуация с денежно-кредитной политикой. Когда мы покупаем золото, мы эмитируем рубли, а сейчас мы считаем объем эмиссии достаточным. Поэтому эта цель не определена во времени», – подчеркнул он.  “Желательно делать эти закупки на отечественном рынке, но может быть всякое, -отмечает зампред ЦБ - мы смотрим на все рынки”. Таким образом, в 2003 году был взят принципиальный курс на увеличение доли золота в составе золотовалютных резервов России.

Мы можем предположить, что решение о повышении доли золота в структуре ЗВР было вызвано желанием несколько снизить вложения в финансовые активы, которые обесцениваются в результате инфляции за счет увеличения вложений в золото – актив, который принято считать защищенным от риска инфляционного обесценения. Можно напомнить, что до введения Бреттон-Вудской системы в 1944 году, был общепринят так называемый «золотой стандарт» формирования ЗВР стран. Согласно этому стандарту, страны полностью покрывали свои выпущенные денежные обязательства физическим золотом. Наличие золотого стандарта ограничивало денежную эмиссию, потребность в которой резко возросла для финансирования государственных расходов во время Второй Мировой войны. После 1944 года с отменой «золотого стандарта» оценка кредитоспособности стран стала работой аналитиков и рейтинговых агентств.

В период с 2003 по 2008 год объем золотовалютных резервов ЦБ РФ постепенно увеличивался на фоне благоприятной эконмической конъюнктуры. При этом цель, поставленная О. Вьюгиным, к этому времени еще не была достигнута, так как доля золота составляла примерно 3% в структуре ЗВР. На 2008-2009 годы пришелся мировой кризис, который, конечно же, повлиял на объемы золотовалютных резервов России. При этом, в результате следования поставленной цели в увеличении доли золота в составе ЗВР, его объем увеличился на 10%. В августе 2008 года размер резервов достиг рекордных значений: 596,6 млрд. долл., из которых 582,3 млрд. долл. приходились на иностранную валюту, 1 млрд. долл. на счет в СДР, 384 млн. долл. на резервную позицию в МВФ и 13,9 млрд. долл. на монетарное золото. Но уже к маю 2009 года вследствие мирового кризиса размер международных резервов уменьшился до 383,8 млрд. долл., из которых 367,2 млрд. долл. были в иностранной валюте, 2 млрд. долл. в счете в СДР, 1,2 млрд. долл. в резервной позиции в МВФ и 15,4 млрд. долл. в монетарном золоте. Важно отметить, что, несмотря на сокращение общего объема резервов, размер резервной позиции в МВФ, счета в СДР и количество монетарного золота выросли.

После кризиса перед Центральным Банком стала задача восстановления международных резервов до оптимального для экономики РФ уровня. Напомним, что «оптимальный размер» ЗВР определяется Банком России как объем активов, достаточный для превышения трехмесячного объема импорта. Восстановление мировой экономики после кризиса в сочетании с высокими ценами на нефть позволили увеличить к началу 2014 году резервы до 509, 6 млрд. долл., включая 456,4 млрд. долл. в иностранной валюте, 8,8 млрд. долл. в счете в СДР, 4,4 млрд. долл. в резервной позиции в МВФ и 40 млрд. долл. в монетарном золоте. Таким образом объем резервов к началу 2014 года в счете в СДР увеличился в 8,7 раз с 2008 года, резервная позиция в МВФ в 11,4 раза, а доля монетарного золота в составе ЗВР выросла быстрее всего и составила 7,8%, что было более чем в 3 раза больше, чем в 2008 году (см. таблица №1)

|  |
| --- |
| **Таблица №1. Структура золотовалютных резервов ЦБ РФ в 2008,2009, 2014 и 2015 годах, в процентах** |
|

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **дата** | **иностранная валюта** | **счет в СДР** | **резервная позиция в МВФ** | **монетарное золото** |
| дек.08 | 97% | 0% | 0% | 3% |
| дек.09 | 92% | 2% | 0% | 5% |
| янв.14 | 90% | 2% | 1% | 8% |
| янв.15 | 85% | 2% | 1% | 12% |

 |
| Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) |

Начиная со второй половины 2008 года в структуре золотовалютных резервах начала уменьшаться доля резервов в иностранной валюте, увеличиваться доля монетарного золота, счета в СДР и резервной позиции в МВФ (см. график №2). Согласно заявлению председателя Центрального банка Российской Федерации Э.С. Набиуллиной от 18 июня 2015 года важным фактором увеличения доли «не иностранно-валютных» резервов являлся «принцип диверсификации наших золотовалютных резервов». То есть стратегия по управлению резервами в период с 2008 по 2014 года заключалась в уменьшении доли резервов в иностранной валюте и увеличении других резервных позиций. Отсюда можно сделать вывод, что уже в период с 2008 по 2014 год ЦБ РФ начал снижать роль доллара и зависимость от него золотовалютных резервов, при этом осуществляя валютные интервенции для смягчения колебаний курса.

|  |
| --- |
| **График №2. Динамика составляющих золотовалютных резервов ЦБ РФ с 2008 по 2015 г., в млн долл.** |
|  |
| Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) |

# Влияние экономических и политических событий 2014 года на структуру золотовалютных резервов страны.

После относительно благоприятных для экономики страны шести лет в конце 2014 «российская экономика … испытала два достаточно серьезных внешних шока. Это и закрытие внешних финансовых рынков под влиянием санкций и драматическое падение цен на нефть». (Э. С. Набиуллина) Это привело к тому, что в стране сложилась необычная экономическая и политическая ситуации, которые послужили толчком к изменению объема и структуры золотовалютных резервов.

Важным политическим событием этого года стало присоединение Крыма и Севастополя к России. 18 марта 2014 года был подписан договор о принятии Республики Крым и образовании новых субъектов в составе Российской Федерации. События, произошедшие на Украине в 2014 году, и подписание вышеупомянутого договора привели к последствиям международного характера. На присоединение Республики Крым к России отреагировали отрицательно практически все западные страны, такие как США, Великобритания, Канада и члены Евросоюза. Официально присоединение Крыма признали лишь 7 стран.

Соответственно, в 2014-2015 годах против России были введены санкции со стороны США и стран-членов Евросоюза. На 2014 год пришелся основной пакет этих санкций: санкции в отношении высокопоставленных российских политиков, санкции в отношении российских официальных лиц, считаемых виновными в "подрыве территориальной целостности Украины" и др.; позже санкции стали вводиться в отношении большего количества чиновников, компаний и банков. Введение санкций против России безусловно повлияло на экономику страны: значительно упал курс рубля, сократился экспорт и импорт товаров и т.д. Также в сентябре 2014 Европарламент предложил ЕС изучить вопрос об отключении РФ от системы SWIFT в своей резолюции по ситуации на Украине и взаимоотношениям ЕС с РФ. К этому прибавились опасения о заморозке части золотовалютных резервов России в виде казначейских облигаций США.

Таким образом в стратегии управления ЗВР России образовалась новая важная вводная. Если раньше, казначейские обязательства США рассматривались как высоконадежный актив, то новая риторика со стороны американских политиков привела к пересмотру этого фундаментального предположения, на котором основывалась стратегия управления ЗВР. Соответственно, возникновение этого риска повлияло на оценку надежности 85% ЗВР России.

Другим неблагоприятным событием для российской экономики в 2014 году стало огромное падение цен на нефть, с 115,19 долларов за баррель (пик 19 июня 2014г) до 55,27 долларов за баррель 31 декабря 2014г. Такой обвал, по мнению экспертов, был связан с превышением глобального предложения над спросом. Также, «[Снижение нефтяных цен] было связано с тем, что США начали наращивать добычу нефти, а значит, объем импорта нефтепродуктов будет сокращаться», – отмечал начальник управления инвестиций Raiffeisen Capital Владимир Веденеев. Являясь основным источником дохода бюджета Российской Федерации (около 30% в доходах бюджетной системы), стоимость нефти, а именно ее снижение на 50$ за баррель практически за 5 месяцев, существенно повлияло на экономику страны. Падение цен на нефть и, как результат, снижение нефтегазовых доходов государственного бюджета стало причиной для еще одного риска – неисполнения ключевых расходных статей бюджета России. Как было отмечено выше, ЗВР страны исполняют важную функцию – помогают смягчать воздействие неблагоприятной экономической конъюнктуры на расходные статьи бюджета. Напомним, что ЗВР России включают Фонд Национального Благосостояния (ФНБ), в который накапливаются доходы согласно бюджетному правилу, и который предназначен для использования, в том числе, в таких экстренных экономических ситуациях.

Таким образом, к 2015 году российская экономика пережила сразу два шока, один из которых –введение санкций) – привел к сокращению валютных поступлений в страну, а второй – введение санкций и угроза новых – дополнительно ухудшил состояние торгового баланса. К весне 2015 года эти процессы привели к снижению валютной части ЗВР до минимума с 2007 года в 356 млрд. долл., что составляет 60% от максимума 2008 года.

Согласно данным ЦБ РФ с начала 2014 года золотовалютные резервы начали стремительно уменьшаться с темпом 10-20 млрд. долл. в месяц. При этом резко уменьшался именно объем валютных резервов: их доля в ЗВР снизилась с 89,6% до 83,4%. Это, во-первых, было связано с тем, что ЦБ стремился минимизировать последствия «шоков» и начал тратить валюту: «Мы ввели новые для российского Центрального банка инструменты, - отмечает Э.С. Набиуллина, – мы из золотовалютных резервов стали предоставлять валюту в долг банкам, для того чтобы компании могли пройти пик внешних платежей», во-вторых, с выплатой внешних долгов и, наконец, с «принципом диверсификации резервов», который основан на уменьшении зависимости от американского доллара, так как в следствие введения санкций существовал риск замораживания международных резервов со стороны США.

Важной особенностью политики по управлению международными резервами в 2014-2015 годах стал перевод основной части валютных активов из американских в европейские банки. Это стало следствием опасений касательно надежности размещенных в американских банках финансовых активов России из-за возможных санкций со стороны США в виде отключения России от американской платежной системы SWIFT, а также заморозки долларовых платежей и активов. К марту 2015 года 26,5% резервов были размещены во Франции, 22% в США, тогда как на 1 января 2013 года 34,8% активов приходились на долю США. Такое изменение было связано с желанием «обезопасить» резервы от влияния политики США и проведением Банком России операций по предоставлению ликвидности в иностранной валюте российским кредитным организациям. Опираясь на вышеизложенные факты, можно сделать вывод, что изменение политики управления золотовалютными резервами дало уже первые плоды к 2015 году: была снижена доля долларовых активов, увеличились вложения в золото, а также была проведена общая диверсификация ЗВР, в том числе относительно стран размещения резервов.

# Стратегия по управлению золотовалютными резервами с 2015 по 2021гг.

 В конце 2013 года ЦБ представил «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов». Одним из положений этого документа стало завершение начатого еще в 2011 году перехода к новому способу проведения политики — инфляционному таргетированию для обеспечения устойчивости экономики страны, то есть поддержанию инфляции на уровне 4%. Одной из составляющей этой политики является плавающий курс рубля, что, фактически, облегчает (но не упраздняет) один из способов использования золотовалютных резервов, а именно проведение интервенций на валютном рынке с целью поддержания курса.

5 марта 2015 года новый куратор денежно-кредитной политики Дмитрий Тулин дал интервью, касающееся денежно-кредитной политики, в котором затронул тему управления золотовалютными резервами: «С переходом к инфляционному таргетированию принципы управления резервами не изменились, при такой неспокойной обстановке, когда мы постоянно нуждаемся в ликвидных валютных резервах, не стоит менять подход к их управлению». 15 июня того же года Э.С. Набиуллина более четко сформулировала стратегию по управлению золотовалютными резервами на ближайшие несколько лет: «… одна из задач на ближайшее время – нарастить в течение ряда лет запас резервов. В оптимальном случае резервов должно быть достаточно, чтобы покрывать значительные оттоки капитала на протяжении двух-трех лет. Поэтому мы сейчас оцениваем как комфортный, очень комфортный уровень резервов, покрывающий длительные стрессовые ситуации, на уровне до 500 млрд долларов. Это тот уровень, к которому мы были привычны. Но при этом мы считаем, что накопление резервов должно осуществляться постепенно, исключительно таким образом, чтобы это не противоречило основной цели денежно-кредитной политики, а именно снижению инфляции до 4% в среднесрочной перспективе». На тот момент объем резервов составлял 356 млрд. долл.

Эта политика не была воспринята однозначно российским финансовым рынком. «Банк России погнался за тремя зайцами сразу: и цели по инфляции, и поддержке экономического роста, и наращиванию золотовалютных резервов. В результате все три цели под угрозой — а рубль опять вошел в полосу волатильности, - так оценил новую стратегию ЦБ Сергей Романчук, руководитель на валютном и денежном рынке АКБ «Металлинвестбанк», - ЦБ не удалось убедить рынок в том, что эти планы осуществимы и безвредны для курсовой динамики и целей денежно-кредитной политики».

В ноябре 2015 года произошло значимое событие для мировой экономики: МВФ принял решение о включении китайского юаня в корзину ключевых международных резервных валют, на основе которой рассчитывается стоимость специальных прав заимствования. Это решение вступило в силу в октябре 2016 года. Таким образом, для диверсификации корзины валют ЗВР России появился новый доступный инструмент. Здесь важно отметить, что, с одной стороны, геополитические риски в отношении Китая являются относительно низкими для России, так как эта страна проводит независимую и, в целом, дружелюбную политику в отношении нашего государства. Основные валюты, которые традиционно наполняли ЗВР России, были доллар США и евро, обе из которых выпускаются правительствами, зачастую проводящими враждебную внешнюю политику в отношении нашей страны. В то же время, Китай, хоть и является самой быстрорастущей и крупнейшей экономикой в мире, все еще далек от уровня стабильности и надежности стран с развитой экономикой, поэтому вложения в его национальную валюту являются более рискованными, чем вложения в доллар или евро. В итоге юань стал третьей по весу валютой в корзине ЗВР России (10,92%), что, с учетом аргументов, изложенных выше, было отчасти и политически-мотивированным решением, так как по критерию надежности, юань проигрывает доллару США и евро.

Олег Вьюгин, бывший представитель ЦБ отметил, что вложения в юань связаны с политикой дедолларизации и западными санкциями. «Это достаточно рискованная инвестиция для государственных резервов, потому что китайская экономика хотя и очень сильная, но институционально она не гарантирует отсутствия достаточно серьезных кризисов в будущем. Я бы не слишком сильно увеличивал. Там уже есть около 14%. Я бы дальше и не шел»,— отметил он.

«Юань — не та валюта, у которой существует перспектива укрепления на сегодняшний день. Вложение резервов в юани было политическим решением, и тому, насколько маниакально это делалось, можно только удивляться. Но Китай будет продолжать использовать наши слабости в своих целях и избегать рисков, связанных с санкциями», — говорит Сергей Пузов из Центра развития Высшей школы экономики.

Помимо снижения веса долларовых активов и роста юаня, ЦБ продолжил увеличивать вложения в золото. Напомним, что, по нашему мнению, основным мотивом для этого стали опасения обесценения финансовых активов в эпоху «количественного смягчения», то есть печатания денег правительствами практически ведущих экономик мира, прежде всего США и Евросоюза. Эти действия не были однозначно восприняты аналитическим сообществом. «Цель понятна, это диверсификация. Стратегия, с моей точки зрения, дальнейшего наращивания уже достаточно спорная. Золото не такое ликвидное — раз. Плюс, рост ставки ФРС более чем вероятен, соответственно доллар будет дорожать. Ну и при прочих равных золото будет дешеветь. Поэтому, с моей точки зрения, дальнейшее наращивание позиции по золоту в резервах не является правильным шагом», — высказался директор аналитического департамента компании «Альпари» Александр Разуваев в эфире «Коммерсантъ FM».

Опираясь на данные Центрального Банка, с 2015 по 2021 год в умеренных темпах наращивались золотовалютные резервы и к январю 2021 они составили 595,8 млрд. долл., что на 239,4 млрд. долл. больше минимального объема 2015 года. Структура ЗВР к 2021 году сформировалась следующим образом: 444,5 млрд. долл. – в иностранной валюте, 7 млрд. долл. в счете в СДР, 5,5 млрд. долл. в резервной позиции в МВФ и 138,8 млрд. долл. в монетарном золоте (см. график №3).

|  |
| --- |
| **График №3. Динамика составляющих золотовалютных резервов ЦБ РФ с 2015 по 2021 г., в млн долл.** |
| Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) |
|  |

С 2015 года были диверсифицированы не только международные резервы в целом, но и именно валютные резервы ЦБ РФ. На 30 июня 2020 года 12,3% активов Банка России находились в банках Японии, 14,2% - в банках Китая, 22,9% составляло золото в хранилище Банка России, а доля активов в банках США снизилась до 7,1%. При этом 12,2% всех активов имелись в китайском юане, 29,5% в евро и 22,2% в долларах США.

Приобретя достаточное количество монетарного золота в структуру ЗВР, 30 марта 2020г. пресс-служба ЦБ РФ сообщила о прекращении покупки золота на внутреннем рынке драгоценных металлов. «… сейчас золото достаточно востребовано на мировом рынке, и это может привести к тому, что будет увеличиваться экспортная выручка и приток валюты на российский рынок. Мы видим, что действительно экспортеры золота этим пользуются.» - объяснила приостановку закупки золота Е.С Набиуллина. Она также пояснила, что продавать золото Банк России не собирается, поэтому доля золота на январь 2021 год составила 23,2%, что на 15,4 процентных пункта больше, чем в январе 2014 года. При этом, доли резервной позиции в МВФ и счете в СДР остались примерно такими же (см. таблица №2).

|  |
| --- |
| **Таблица №2.** **Структура золотовалютных резервов ЦБ РФ с декабря 2015 г. по январь 2021г., в процентах**  |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **дата** | **иностранная валюта** | **счет в СДР** | **резервная позиция в МВФ** | **монетарное золото** |
| дек.14 | 86% | 2% | 1% | 11% |
| дек.15 | 73% | 2% | 1% | 11% |
| дек.16 | 82% | 2% | 1% | 16% |
| дек.17 | 80% | 2% | 1% | 18% |
| дек.18 | 80% | 1% | 1% | 18% |
| дек.19 | 79% | 1% | 1% | 20% |
| дек.20 | 75% | 1% | 1% | 23% |
| янв.21 | 74% | 1% | 1% | 23% |

|  |
| --- |
| Источник: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) |

# Сравнительный анализ политики управления золотовалютными резервами России и Китая.

Интересным примером для сравнения стратегий управления ЗВР является Китай. Пять стран: Китай, Россия, Бразилия, Индия и ЮАР объединились в группу «БРИКс», так как они демонстрировали похожие темпы роста, схожие стадии развития экономики (развивающиеся рынки) и претендовали на роль скорого выхода в число развитых мировых держав. С учетом схожего коммунистического прошлого и похожих задач по переходу из плановой в рыночную экономику Россию часто сравнивают с Китаем с точки зрения экономических достижений.

На сегодняшний день золотовалютные резервы Китая стоят на первом месте по объему в мире. На конец 2020 года их размер был равен 3,4 трлн. долл. В 2019 году он превышал размер ЗВР Японии, находящейся на втором месте, в 2,43 раза и в 7 раз РФ, стоящей на 5 месте. При этом размер ЗВР Китая соответствует размеру китайской экономики, которая является второй крупнейшей в мире после США.

В процентном соотношении объема ЗВР к годовому ВВП, ЗВР Китая составляли на 2019 год 22% от ВВП, а ЗВР России – 58%. В данном случае золотовалютные резервы РФ покрывают большую часть ВВП, чем резервы Китая, тем самым демонстрируя более эффективную политику управления ЗВР. Здесь стоит отметить, что ВВП Китая составляет 14 трлн. долл. против ВВП России в 1,7 трлн. долл.

Информация о полной структуре международных резервов Китая до 2015 года является государственной тайной. Однако имеются данные о доле монетарного золота и валютных резервах в составе международных резервов Китая.

Общий размер резервов Китая вырос с 2,0 трлн. долл. в 2008 году до 3,4 трлн. долл. в 2015 году. В 2008 году валютные резервы составляли 97,7% от общего объема, монетарного золота в резервах имелось на сумму равную 16,8 млрд.$. К 2014 году доля золота снизилась с 2,34% до 1,04% и в 2015 составила 1,76% от международных резервов.

Вероятнее всего, доля золота в структуре золотовалютных резервов Китая составляет такой маленький процент из-за, во-первых, желания иметь наиболее ликвидные финансовые активы в составе резервов, во-вторых, огромного размера всех ЗВР. То есть для увеличения доли монетарного золота в структуре резервов Китая, ему было бы необходимо скупать значительные количества этого металла, что снизило бы как общую ликвидность, так и доходность резервов.

К 2019 году международные резервы Китая уменьшились до 3,2 трлн. долл. При этом структура ЗВР осталась примерно такой же: золото составляло 2,9% резервов, валютные резервы - 97,1% (см. график №4).

Есть публичная информация о том, сколько казначейских обязательств США держит Китай как их крупнейший держатель. Отсюда можно сделать следующие выводы: с одной стороны, Китай не боится американских санкций, потому что является крупнейшим торговым партнером США, поэтому остается большим держателем американского долга. С другой стороны, Китаю, в силу огромного размера своих ЗВР, просто больше некуда их инвестировать, так как гос. долг США является крупнейшим надежным финансовым активом. Делать какие-то более детальные выводы мы не можем, так как доступной информации недостаточно.

В то время, как Россия активно наращивает монетарное золото в структуре ЗВР, Китая сохраняет долю золота около 2% при общем сокращении резервов Китая. Несмотря на то, что обе страны входят в «БРИКс», стратегии по управлению ЗВР у них различные. Китай не боится тратить резервы, в первую очередь обеспечивая рост экономики. Такую политику он проводит ввиду большей сбалансированности и диверсифицированности его экономики. Таким образом, это доказывает, что управление золотовалютными резервами действительно является инструментом проведения экономической политики.

|  |
| --- |
| **График №4. Валютные резервы и монетарное золото в составе международных резервов ЦБ Китая с 2008 по 2019г, в млн. долл.** |
|  |
| Источник: data.worldbank.org |

Несмотря на столь значимое количественное превосходство золотовалютных резервов Китая, в структуре золотовалютных резервов РФ объем монетарного золота с 2008 по 2019 был примерно равен китайским резервам (см. график №6). Учитывая объемы общих международных резервов РФ и Китая, которые относятся друг к другу как 1:7 (см. график №7), в процентном соотношении доля монетарного золота в РФ составляла около 15-20% на протяжении этого периода, а доля в резервах Китая- 1-3%. «В ближайшие годы Китай и другие развивающиеся страны значительно нарастят свои золотые запасы. Это произойдет в рамках общей балансировки распределения драгметалла в мире — сейчас его наибольшие запасы сосредоточены в развитых странах, что уже не отражает фактического соотношения масштабов экономик и тенденцию к накоплению богатств,»- прогнозируют эксперты Официального форума монетарных и финансовых институтов — влиятельной экспертной группы для закрытого обмена мнениями между государственными и частными финансовыми институтами.

|  |
| --- |
| **График №6. Динамика составляющих золотовалютных резервов ЦБ РФ и ЦБ КНР с 2008 по 2019 год, в долл.** |
|  |
| Источник: data.worldbank.org |

# Заключение

До 2014 года политика по управлению золотовалютными резервами учитывала относительно небольшие внешнеполитические риски, и структура резервов им соответствовала: около 90% активов ЦБ РФ составляли валютные резервы, которые были представлены, в основном, долларовыми активами, которые хранились в американских банках, и имели наибольшую ликвидность. После присоединения Крыма к России в 2014 году геополитическая ситуация стала быстро ухудшаться, существенно выросли внешнеполитические риски: были введены санкции против граждан РФ, частных компаний и нескольких банков. В ответ на это ЦБ РФ поменял стратегию управления ЗВР: начал резко сокращать валютную составляющую резервов, уменьшать позицию в долларовых активах и переводить деньги из американских банков. Часть рисков, таких как угроза отключения от SWIFT, замораживания долларовых активов и введение новых санкций, так пока и не материализовались, но остается существенной, продолжая оказывать влияние на стратегию управления ЗВР России. В свете возникновения этих рисков стратегия по управлению золотовалютными резервами в 2015 году изменилась в сторону диверсификации. Последовательно реализуя обновленную стратегию, к 2020 году ЦБ РФ увеличил долю монетарного золота в составе международных резервов до 22,9%, снизил долю долларов до 22,2%, разместив их в европейских банках, и увеличил долю юаня до 12,2%. В результате этих действий золотовалютные резервы к 2021 году стали более надежными и менее подверженными риску неблагоприятных действий со стороны США в долларовой зоне. По мнению некоторых аналитиков, диверсификация ЗВР в пользу юаня было неоднозначным решением, так как юань не входит в число резервных валют и его надежность проигрывает золоту и доллару. Это решение было мотивировано политически как еще один шаг в сторону укрепления экономических связей с Китаем. При этом такое решение подразумевает под собой и новые риски для золотовалютных резервов России. Также относительно объема золотовалютных резервов, и по традиционному, и по критерию Редди, который наиболее подходит для России по мнению ученых, на 2021 год они являются достаточными.

Таким образом, стратегия управления ЗВР поменялась в ответ на внешние вызовы: санкции, а именно из-за опасений в снижении надежности в размещении ЗВР ЦБ РФ в долларовые активы – отсюда выход из доллара; и общее опасение обесценения финансовых активов – отсюда выход из финансовых активов в принципе и увеличение доли физических активов – золота.

В общем и целом, можно заключить, что, благодаря успешной диверсификации резервов, Центральный Банк Российской Федерации гораздо лучше готов к возможному витку новых санкций со стороны США из-за прихода Дж. Байдена на пост президента. Также следует отметить, что рост доли золота в резервах призван нивелировать курсовые колебания валют в корзине ЗВР, что также демонстрирует эффективность управления в сложных экономических реалиях.

# Список источников

В. Белкин, В. Стороженко Золотовалютные резервы России и направления их рационального использования // Вопросы экономики. - 2007. - №10. - С. 41-51.

Наркевич С. С Золотовалютные резервы: история, определение, состав и современные функции // Вопросы экономики. - 2015. - №4. - С. 86-105.

Федякина, Л. Н.  Международные экономические отношения в 2 ч. Часть 2 : учебник и практикум для вузов // Л. Н. Федякина. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва : Издательство Юрайт, 2020. — 374 с.

World Bank Group Data [Электронный ресурс] – <https://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD?view=chart&locations=CN-RU>

Алексей Шаповалов ЦБ попрекнули юанями // Коммерсантъ [Электронный ресурс] – <https://www.kommersant.ru/doc/3855334>

Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://cbr.ru/>

Сергей Романчук Падение рубля: чем грозит экономике план ЦБ // РБК [Электронный ресурс] – <https://www.rbc.ru/opinions/money/05/06/2015/561d155d9a79474efe90ebef>

Станислав Кувалдин Золото стечется в Китай // Коммерсантъ [Электронный ресурс] – <https://www.kommersant.ru/doc/2568428?query=золотовалютные%20резервы%20золото>

1. Cbr.ru (Банк России) [↑](#footnote-ref-1)
2. В. Белкин, В. Стороженко Золотовалютные резервы России и направления их рационального использования, 2007, С.41 [↑](#footnote-ref-2)
3. Cbr.ru (Банк России) [↑](#footnote-ref-3)
4. Наркевич С. С Золотовалютные резервы: история, определение, состав и современные функции- 2015 [↑](#footnote-ref-4)
5. Там же [↑](#footnote-ref-5)
6. Наркевич С. С Золотовалютные резервы: история, определение, состав и современные функции- 2015 [↑](#footnote-ref-6)
7. Там же [↑](#footnote-ref-7)
8. В. Белкин, В. Стороженко Золотовалютные резервы России и направления их рационального использования, 2015, С.45 [↑](#footnote-ref-8)