

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ РЕЗЕРВЫ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ:
ВОПРОСЫ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ****Артур Андроникович НАЗАРЬЯНЦ**

студент Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация
 artur_1001@mail.ru
 ORCID: отсутствует
 SPIN-код: 5340-0180

История статьи:

Получена 20.03.2019
 Получена в доработанном виде 03.04.2019
 Одобрена 17.04.2019
 Доступна онлайн
 30.05.2019

УДК 336.011**JEL:** E58**Аннотация**

Предмет. Комплекс экономических отношений, возникающих по поводу формирования и управления международными резервами Российской Федерации. Основные тенденции и факторы динамики международных резервов России.

Цели. Проанализировать структуру и динамику международных резервов РФ в банковском секторе, выявить основные проблемы, связанные с формированием и управлением международными резервами России.

Методология. Общенаучные методы анализа и синтеза, синтез, сравнительный и сопоставительный анализ, графический метод анализа.

Результаты. Показаны основные тенденции в динамике международных резервов Российской Федерации, выявлены основные проблемы в данной области, показаны причины их возникновения.

Выводы. Международные резервы являются обособленной частью иностранных активов государства с особым режимом использования и особыми формами размещения. Международные резервы играют важную роль в денежно-кредитном регулировании национальной экономики, выступают значимым фактором обеспечения экономической безопасности страны, условием сбалансированности платежного баланса. В России международные резервы, которыми управляет Банк России, в целом увеличиваются с начала 2000-х гг. за исключением периодов 2008—2009 гг., когда часть резервов была использована для поддержания стабильности валютного курса российского рубля. Основным механизмом наращивания объема международных резервов служило и служит изъятие через стерилизацию и бюджетное правило части поступающей в страну валютной выручки от экспорта углеводородных и других ресурсов. При этом вопрос о целесообразности замораживания значительных ресурсов в составе международных резервов с размещением их в активы в промышленно-развитых странах вместо инвестирования в экономику России, является неоднозначным и дискуссионным.

Ключевые слова:

международные резервы,
 валютный курс, денежно-
 кредитная политика

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Назарьянц А.А. Международные резервы Российской Федерации: вопросы формирования и управления // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25, № 5. — С. 1101 — 1116.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.5.1101>

Международные или золотовалютные резервы (далее в статье эти термины используются как синонимы) — особый вид иностранных активов в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования страны и удовлетворяющих определенным критериям.

Эти критерии вытекают из определения международных резервов, которое в России, так же как и во многих других странах, основывается на международных подходах,

закрепленных, в частности, в руководящих документах МВФ.

В документе МВФ «Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте: руководящие принципы представления данных», международные резервы определяются как «внешние активы, которые имеются в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и контролируются ими в целях удовлетворения

потребностей в финансировании платежного баланса, проведения интервенций на валютных рынках для оказания воздействия на валютный курс и в других соответствующих целях (таких как поддержание доверия к валюте и экономике, а также в качестве основы для внешнего заимствования)»¹.

Под органами денежно-кредитного регулирования здесь подразумеваются прежде всего центральные банки, под внешними активами — их иностранные активы.

Аналогичным определением, но в несколько сокращенном виде, пользуется и Банк России, который под международными резервами понимает «высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении органов денежно-кредитного регулирования страны — Банка России и Правительства Российской Федерации»².

Эти определения дают представление об особенностях международных резервов, которые отличают последние от прочих иностранных активов, то есть от требований к нерезидентам.

Прежде всего таким отличием можно назвать высокую ликвидность и наличие в свободном доступе, распоряжении органов денежно-кредитного регулирования. Это означает, во-первых, что к числу международных резервов относятся только высоколиквидные активы, которые без существенных издержек могут трансформироваться в денежную форму, и, во-вторых, что центральный банк или другие государственные органы могут в любой момент иметь доступ к таким активам для использования их в определенных целях.

Фраза «имеющиеся в распоряжении» из приведенных определений применительно к иностранным активам, включаемым в состав международных резервов, может трактоваться по-разному. В России это иностранные активы, которыми распоряжается Банк России

в общем случае со сроком погашения не более года.

Исходя из особых требований к международным активам в их состав как в России, так и в международной практике включаются обычно:

- наличная иностранная валюта;
- высоколиквидные долевыми и долговыми ценными бумагами нерезидентов в иностранной валюте;
- депозиты национальных органов денежно-кредитного регулирования в банках-нерезидентах, которые могут использоваться по требованию;
- монетарное золото в виде слитков и на металлических счетах;
- резервная позиция страны в МВФ, СДР;
- некоторые прочие активы.

При этом валюта, в которой номинированы иностранные активы, входящие в состав международных резервов, как правило, должна широко использоваться в международных расчетах, банки, в которых размещаются депозиты, должны иметь высокую надежность, подтвержденную международными рейтингами, а ценные бумаги, в которых размещены резервы, как правило, являются низкорисковыми³.

Приведенное в начале развернутое определение международных резервов содержит указание на современные экономические функции международных резервов.

В современных условиях международные резервы используются прежде всего для обеспечения сбалансированности платежного баланса и выполняют роль буфера, сглаживающего колебания конъюнктуры внутреннего валютного рынка.

Кроме того, поскольку денежное обращение в настоящее время обслуживается кредитными

¹ Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте: руководящие принципы представления данных. Вашингтон: Международный валютный фонд, 2014. 116 с.

² Методологический комментарий к международным резервам Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/meth/i-res_com.pdf

³ Международные резервы и ликвидность в иностранной валюте: руководящие принципы представления данных. Вашингтон: Международный валютный фонд, 2014. 116 с.

необеспеченными деньгами, наличие достаточного объема международных резервов служит немаловажным фактором доверия к национальной валюте. А это в свою очередь одна из составляющих суверенных рейтингов страны, влияющих на потенциальные объемы внешних заимствований.

Наконец, международные резервы в особых случаях могут использоваться просто как источник для погашения международных обязательств страны, а значит объем этих резервов — одна из составляющих экономической безопасности государства.

В соответствии с законодательством Российской Федерации эффективное управление золотовалютными резервами относится к основным функциям Банка России, он же организует составление платежного баланса Российской Федерации, статистики международных резервов.

Изменение золотовалютных резервов является одним из целевых ориентиров денежно-кредитной политики, который закрепляется в ее Основных направлениях на соответствующий трехлетний период, показатель чистых международных резервов выступает обязательным элементом денежной программы, на основании которой устанавливаются количественные параметры и целевые ориентиры Основных направлений.

Банк России укрупненно включает в состав международных резервов:

- монетарное золото — стандартные золотые слитки, принадлежащие Банку России и Правительству Российской Федерации, в том числе находящиеся в хранилищах, в пути, на ответственном хранении, на обезличенных металлических счетах у нерезидентов;
- СДР — резервные активы, пропорциональные квоте России в МВФ;
- резервная позиция в МВФ — валютная составляющая квоты России в МВФ и требования к МВФ в рамках соглашений о заимствованиях;

– прочие активы — наличная иностранная валюта, депозиты со сроком до погашения и до 1 года в иностранных банках и Банке международных расчетов, долговые ценные бумаги нерезидентов, кредиты в рамках операций РЕПО, прочие требования к нерезидентам со сроком до 1 года⁴.

Укрупненную структуру международных резервов Российской Федерации и динамику их общего объема показывает *рис. 1*. На рисунке явно видно, что стабильный и достаточно существенный рост международных резервов в России начался с 2000 г. и продолжался до кризиса 2008—2009 гг., когда резервы использовались для поддержания курса рубля, в связи с чем их объем уменьшился. Далее с 2009 по 2012 г. резервы вновь росли, после чего в 2013—2015 гг. снова использовались для поддержания динамики валютного курса в рамках валютного коридора, установленного Банком России.

С 2015 г., когда Банк России отказался от прямого вмешательства в рыночные процессы курсообразования и удалил валютный курс из числа ориентиров денежно-кредитной политики с переходом к таргетированию инфляции, международные резервы росли преимущественно в рамках действия механизма бюджетного правила.

Бюджетное правило, так же как и политика стерилизации избыточной иностранной валюты, поступавшей в российскую экономику в периоды благоприятной конъюнктуры внешних рынков, выступали и выступают основными механизмами увеличения объема международных резервов Российской Федерации, поэтому на них следует остановиться более подробно.

В странах с ресурсоориентированными экономиками, как правило, осуществляется стерилизация, то есть изъятие избыточных, по мнению правительств и центральных банков, поступлений валютной выручки от экспорта природных ресурсов. В числе прочего это

⁴ Методологический комментарий к международным резервам Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/meth/i-res_com.pdf

должно предотвращать повышающее давление на номинальный и в особенности на реальный курс национальной валюты, что в свою очередь чревато различными негативными последствиями для экономики.

Для этого применяются различные механизмы, связанные как с налогово-бюджетной политикой правительств, так и с денежно-кредитной политикой центральных банков [1, 2]. Россия в данном случае не является исключением.

В России, по крайней мере с начала 2000-х гг., важнейшим официальным промежуточным ориентиром политики Банка России служил валютный курс.

Он контролировался в реальном и номинальном выражении в силу экспорто- и ресурсоориентированности российской экономики для предотвращения возможных негативных последствий так называемой голландской болезни или эффекта Гронингена, в частности для предотвращения избыточного поступления экспортной выручки в экономику, которое могло оказывать давление на курс рубля, стимулировать избыточный импорт, вызывать другие нежелательные эффекты [3].

Основным инструментом центрального банка, с помощью которого он может прямо повлиять на текущую динамику номинального валютного курса, является покупка-продажа иностранной валюты на валютном рынке [4]. Использовались валютные интервенции и Банком России, который в благоприятные с точки зрения внешней конъюнктуры периоды покупал иностранную валюту, что одновременно позволяло увеличивать и международные резервы страны. В период 2008—2009 гг. и с 2013 по конец 2014 г., накопленные резервы, наоборот, использовались

Это видно на *рис. 1*, рост резервов происходил с начала 2000 гг. до кризиса 2008—2009 гг., потом до 2013 г., затем с 2016 г. Все это периоды роста цен на нефть на мировых рынках, как показывает *рис. 2*. В 2008—2009 гг. и в 2013—2014 гг., наоборот,

наблюдается снижение объема международных резервов (*рис. 1*), и происходило это в периоды падения цен на нефть.

В целом на *рис. 2* видно, что существует тесная корреляция между изменением средней цены на нефть, динамикой экспорта, валютного курса российского рубля, который в значительной мере определяет уровень инфляции, а все это в комплексе оказывает значимое воздействие на темпы роста экономики России (*рис. 2*). Объясняется такая взаимосвязь тем фактом, что в России — экспортоориентированная стратегия развития, причем около половины и более стоимостного объема российского экспорта — это нефть и газ, а также продукты их переработки.

Для таких стран в определенные периоды характерны проблемы, которые в научной литературе с 1990-х гг. принято называть термином «голландская болезнь» или «эффект Гронингена» [3, 5], используется также термин «ресурсное проклятие», который подчеркивает негативное влияние этих проблем на экономику [6].

Макроэкономические эффекты голландской болезни связаны в целом с притоком иностранной валюты от экспорта невозобновляемых природных ресурсов в национальную экономику. Этот приток оказывает влияние на макроэкономическую ситуацию в стране по нескольким каналам.

Во-первых, изменяются сравнительные темпы развития отраслей, ориентированных на экспорт, прежде всего добывающих и экспортирующих сырьевые ресурсы, и отраслей, работающих на внутренний рынок, в частности обрабатывающей промышленности, малого бизнеса и сектора услуг. Это в свою очередь приводит к структурным изменениям в экономике.

В рыночной экономике с достаточно развитой конкуренцией и свободным перетоком факторов производства между отраслями отрасли, получающие сверхдоходы от добычи и экспорта природных ресурсов и продуктов их переработки, привлекают дополнительную рабочую силу более высокими заработными

платами, а также инвестиции — более высокой доходностью по сравнению с отраслями, ориентированными на внутренний рынок.

Отрасли, ориентированные на внутренний рынок, оказываются в менее выигрышном положении как за счет того, что вынуждены повышать заработные платы сверх экономически оправданного динамики производительности уровня, так и за счет снижения конкурентоспособности по сравнению с импортом, что происходит в частности из-за роста реального курса национальной валюты.

Перекося в экономическом развитии в сторону добывающих и экспортирующих ресурсы отраслей опасен в связи с тем, что при серьезных изменениях внешней конъюнктуры эти отрасли уже не могут обеспечивать экономический рост, а прочие отрасли находятся в упадочном состоянии.

Во-вторых, за счет притока в экономику дополнительных ресурсов может возникать избыточный рост государственных расходов, так называемый кредитный бум, в том числе в сфере потребительского кредитования, рост совокупного потребления и прочие эффекты перегрева экономики. В данном случае, по аналогии с описанным, опасность состоит в том, что при негативных изменениях внешней конъюнктуры, государственные расходы падают, потребительский спрос снижается, возникают сложности с обслуживанием кредитов.

В-третьих, поступление сверхдоходов от экспорта ресурсов, увеличение государственных расходов и кредитования приводит к укреплению курса национальной валюты в номинальном и реальном выражении. Причем более важно реальное укрепление национальной валюты.

Чем ниже реальные курсы национальной валюты по отношению к валютам стран — конкурентов на мировых рынках, чем ниже реальный эффективный курс национальной валюты, тем выше при прочих равных условиях (налоги, производительность труда, ценовые и неценовые торговые барьеры и т.п.)

внешняя ценовая конкурентоспособность национального экспорта.

Зеркальным отражением этой закономерности является тот факт, что повышение реального курса создает условия для роста доступности импорта, то есть экспорта зарубежных государств в национальную экономику — также при прочих равных условиях.

Приток сверхдоходов от экспорта природных ресурсов приводит к укреплению национальной валюты в номинальном выражении, а также к относительному росту издержек в отраслях, не ориентированных на экспорт. Это в свою очередь делает экономически выгодным потребление импорта, который в связи с этим растет, подавляя отечественные товары на внутреннем рынке [7].

Сверхдоходы от экспорта, рост государственных расходов, кредитования, рост спроса на импортные товары и услуги также способствуют опережающему развитию секторов, не производящих реальных товаров, однако активно создающих добавленную стоимость финансового сектора, розничной торговли, секторов, обслуживающих экспортеров ресурсов. Само по себе это способствует созданию добавленной стоимости в экономике, однако, во-первых, зависит от внешней конъюнктуры, во-вторых, создает дополнительные предпосылки для деиндустриализации страны.

Существование перечисленных симптомов и побуждает центральные банки изымать поступления валютной выручки, которые считаются избыточными и могут стимулировать развитие нежелательных процессов в экономике. Одновременно центральные банки отвечают за стабильность национальной валюты, а по этой причине предотвращают нежелательные колебания номинальных и реальных курсов национальной валюты.

Именно такая стратегия использовалась до 2015 г. Банком России. Однако наряду с этим для изъятия избыточной валютной выручки использовалось так называемое бюджетное правило и суверенные фонды благосостояния.

(далее — СФБ): Стабилизационный фонд существовал с 2004 по 2008 г., Резервный фонд действовал в 2008—2017 гг., Фонд национального благосостояния функционирует с 2008 г. по настоящее время.

Суверенные фонды или как их еще называют суверенные фонды благосостояния (англ. — sovereign wealth funds) представляют собой активы под управлением государства, имеющие специализированный правовой статус, порядок учета, механизм формирования и использования. Формируются они, как правило, за счет поступлений от добычи полезных ископаемых и их поставки на экспорт [8].

В России эти фонды формируются за счет поступлений от добычи и экспорта углеводородов в рамках так называемого бюджетного правила, в соответствии с которым при цене нефти выше установленного порогового значения (в настоящее время это 40 долл. США) они направляются в суверенные фонды.

Объем средств, аккумулировавшихся в СФБ, достаточно значителен, как это видно на *рис. 3*, который отражает в динамике общий объем средств СФБ, поступления в эти фонды и расходование средств СФБ в Российской Федерации. В качестве справочной информации на рисунке приведена также динамика средней мировой цены на нефть, от изменения которой зависели названные показатели.

При этом средства суверенных фондов хранятся в валютных активах, которые в России включаются в состав международных резервов и управляются Банком России. Доля совокупных средств СФБ в международных резервах Российской Федерации показана на *рис. 3*. Как видно из рисунка, в настоящее время доля СФБ в золотовалютных резервах России относительно невелика, хотя в отдельные периоды она превышала 40 и даже 50% совокупного объема международных резервов.

Соответственно, изъятие дополнительных поступлений от экспорта углеводородов в периоды высоких цен на энергоносители с

помощью бюджетного правила и суверенных фондов оказывает на валютный курс рубля и международные резервы точно такое же воздействие, что и интервенции Банка России.

В настоящее время экспортеры углеводородов для того, чтобы перечислить необходимые средства в государственный бюджет, сначала продают иностранную валюту на рынке, а затем она покупается обратно Министерством финансов РФ или Банком России для пополнения суверенных фондов, а значит — международных резервов [9].

Банк России при этом с 2015 г. не отвечает за динамику валютного курса и не вмешивается напрямую в рыночный механизм курсообразования в связи с переходом к таргетированию инфляции.

В настоящее время в области формирования международных резервов и управления ими в Российской Федерации явные проблемы отсутствуют, во всяком случае такова позиция Банка России, отражаемая, в частности, в разделах Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики и годовых отчетов, касающихся вопросов управления иностранными активами.

Этот вопрос дискутируется на протяжении многих лет, с момента введения в 2004 г. бюджетного правила, которое с некоторыми изменениями продолжает действовать и в настоящее время. Соответственно, с этого момента обсуждается вопрос о целесообразности политики стерилизации, а в более широком контексте — изъятия из экономической системы России «излишней» иностранной валюты через суверенные фонды и операции Банка России на валютном рынке, и «избыточной» денежной массы различными методами, их перенаправление в экономики зарубежных государств, прежде всего США, Франции, Великобритании и др.

Так, в рамках этой дискуссии можно упомянуть, например, научные доклады: 2011 г. С.Ю. Глазьева, В.В. Ивантера, В.Л. Макарова по вопросам экономического развития России, 2015 г. С.Ю. Глазьева, в которых рассматриваются данные вопросы [10, 11].

По мнению автора настоящей статьи, эффективность политики наращивания международных резервов через изъятие поступлений валютной выручки в экономику России, в особенности в последние два года, неочевидна.

Во-первых, такую точку зрения можно аргументировать сопоставлением изменения широкой денежной массы (M2), переведенной с использованием среднегодового курса в долларовой эквивалент, международных резервов и прироста долга российских предприятий и банков перед нерезидентами (*рис. 5*).

В 2003—2007 гг. наблюдался постоянный рост резервов, как это видно на *рис. 5*. Денежная масса, которая обслуживала хозяйственную деятельность в России, поступала в оборот преимущественно через закупку экспортной валютной выручки Банком России, что, соответственно, увеличивало золотовалютные резервы.

Однако экономике не хватало денег для нормального функционирования, поэтому возрастали зарубежные заимствования предприятий и банков. На временном отрезке 2003—2007 гг. суммы прироста резервов, денежной массы и внешних частных заимствований практически эквивалентны. В дальнейшем связь не так очевидна, однако определенная закономерность просматривается и до настоящего времени.

Во-вторых, изъятие денег из экономики через бюджетное правило происходит в последние два года на фоне политики бюджетной консолидации, то есть сокращения бюджетных расходов (*рис. 6*).

В данном случае в условиях нестабильной внутренней и внешней макроэкономической ситуации до 2016 г. снижались доходы федерального бюджета, как это видно на *рис. 6*. Одновременно антикризисные мероприятия Правительства Российской Федерации увеличили расходы федерального бюджета в 2015—2016 гг., что также видно на *рис. 6*. В результате, в период с 2013 по 2017 г. федеральный бюджет исполнялся с дефицитом.

Как следствие принимались меры для обеспечения его сбалансированности, в том числе за счет бюджетной консолидации.

На этом фоне с помощью бюджетного правила из Резервного фонда и Фонда национального благосостояния в 2016 г. было на чистой основе, то есть поступления минус расходование средств, изъято 2,1 трлн руб., в 2017 г. — 1,6 трлн руб., в 2018 г., правда, было израсходовано больше, чем изъято на 0,2 трлн руб.

В данном контексте следует отметить, что ситуация может измениться с началом реализации национальных проектов о серьезности подхода к планированию которых говорилось в Послании Президента РФ Федеральному Собранию в 2019 г. В числе прочего проекты, которые могут дать существенный мультипликативный эффект для экономики, предполагается финансировать и за счет средств Фонда национального благосостояния, соответственно, текущую политику изъятия средств с помощью бюджетного правила и увеличения международных резервов в данном смысле можно считать оправданной.

Помимо экономической целесообразности политики изъятия денег из экономики при одновременном увеличении международных резервов возникает также вопрос о безопасности размещения их в долговые инструменты США и стран Европы в условиях санкций и роста напряженности в отношениях между Россией и США и их европейскими «партнерами».

Однако в данном случае однозначные рекомендации или суждения вряд ли возможны, во-первых, в силу того, что Банк России действует в рамках законодательства и сложившейся в мире практики, во-вторых, по причине отсутствия альтернатив, которые не требовали бы переустройства всей системы управления в Российской Федерации и многих институтов, что позволило бы эффективно сохранять резервы внутри страны и использовать их на цели социально-экономического развития.

Рисунок 1**Динамика объема и структура международных резервов Российской Федерации****Figure 1****Changes in the volume and structure of the international reserves of the Russian Federation**

Источник: разработка автора на основе: Международные резервы Российской Федерации / Ежемесячные значения на начало отчетной даты. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=mrrf_m

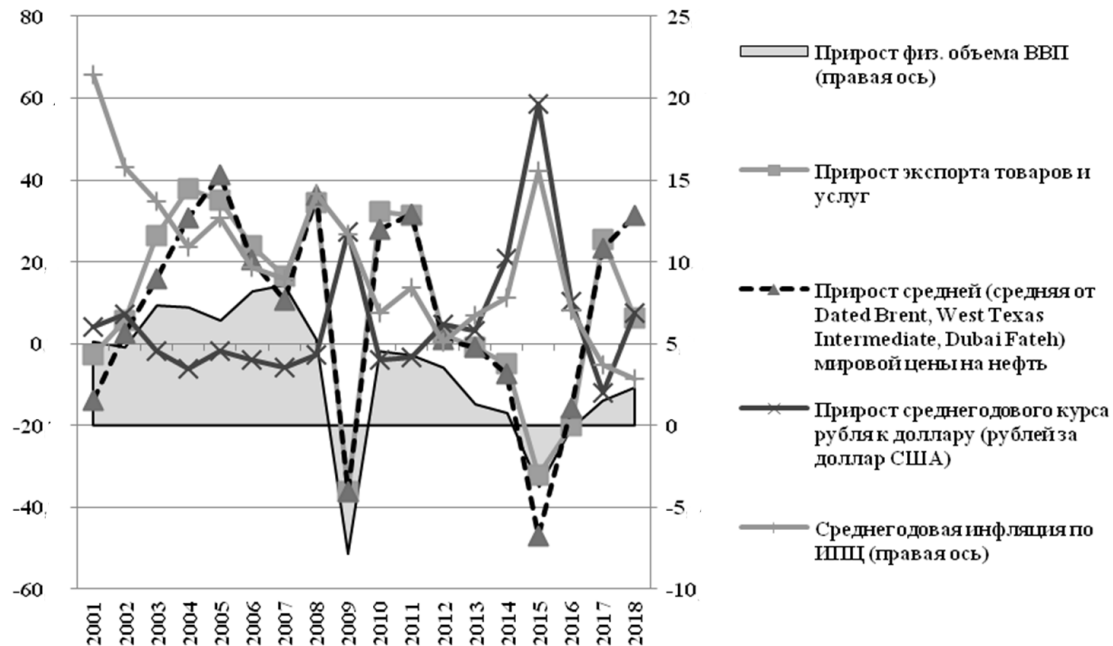
Source: Authoring, based on International Reserves of the Russian Federation. Monthly values at the beginning of the reporting date. The Bank of Russia. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=mrrf_m (In Russ.)

Рисунок 2

Динамика отдельных макроэкономических показателей Российской Федерации и средней мировой цены на нефть, прирост год к году в процентах

Figure 2

Changes in the macroeconomic indicators of the Russian Federation and the average world oil price, YoY percent point



Источник: разработка автора на основе: Российский статистический ежегодник.

URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087342078;
World Economic Outlook Database, October 2018.

URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>

Source: Authoring based on: Russian Statistical Yearbook. Federal State Statistics Service.

URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087342078
(In Russ.); World Economic Outlook Database, October 2018. IMF.

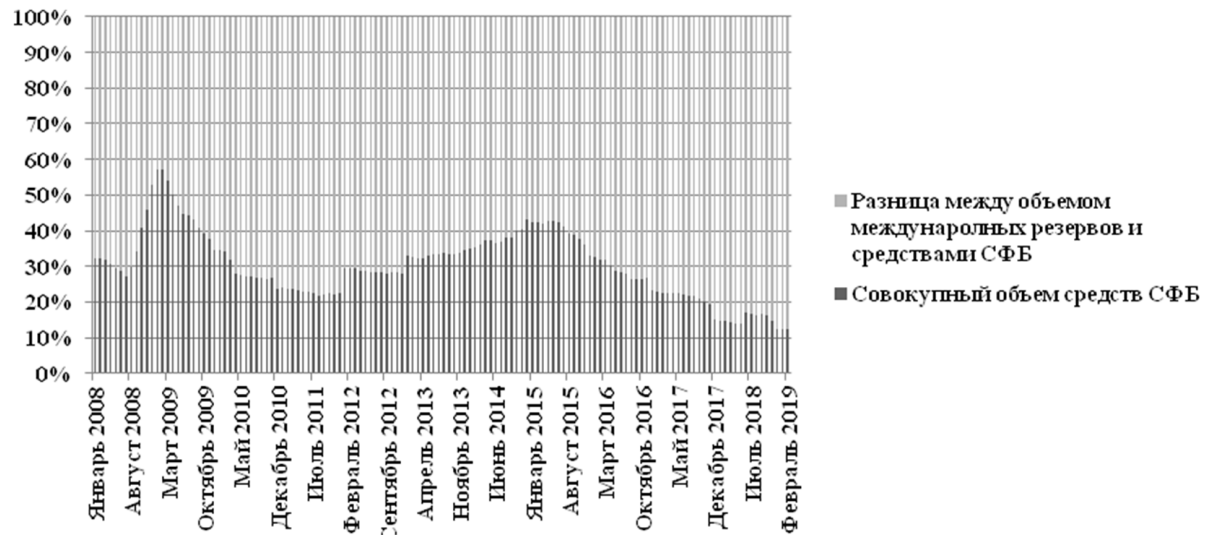
URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>

Рисунок 3

Удельный вес средств СФБ в составе международных резервов Российской Федерации

Figure 3

The share of SWF funds in the international reserves of the Russian Federation



Источник: разработка автора на основе: Международные резервы Российской Федерации / Ежемесячные значения на начало отчетной даты. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtd=mrrf_m; Суверенные фонды. URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/>

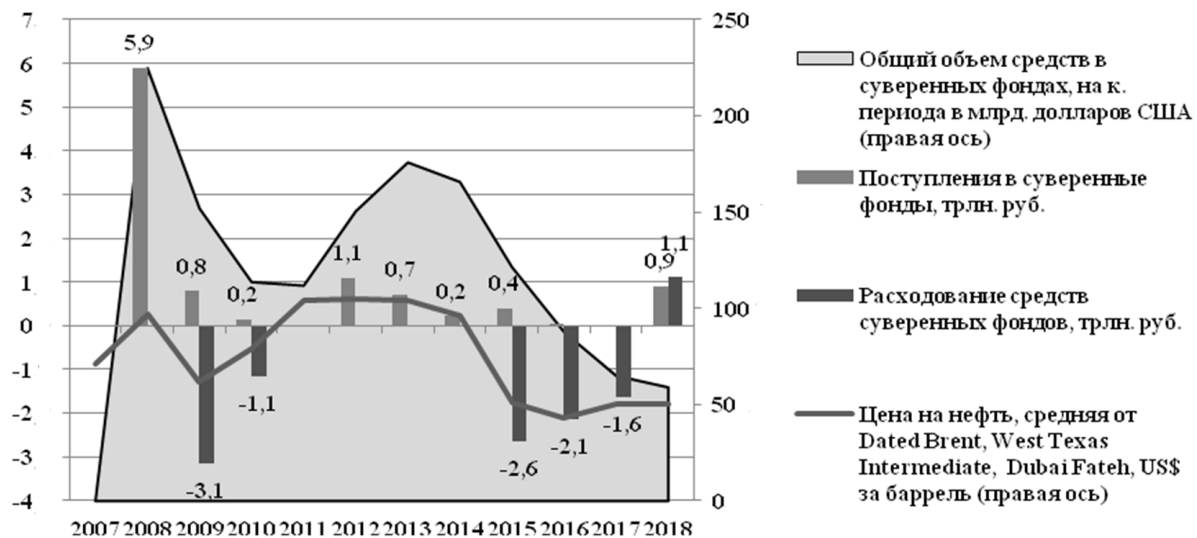
Source: Authoring, based on: International Reserves of the Russian Federation. Monthly values at the beginning of the reporting date. Bank of Russia. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtd=mrrf_m; Sovereign Funds. Ministry of Finance of the Russian Federation. URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/> (In Russ.)

Рисунок 4

Поступления и расходование средств СФБ Российской Федерации, средняя мировая цена на нефть (2007–2018 гг.)

Figure 4

SWF receipts and expenditures in the Russian Federation, the average world oil price (2007–2018)



Источник: разработка автора на основе: Суверенные фонды // Министерство финансов Российской Федерации.
URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/>

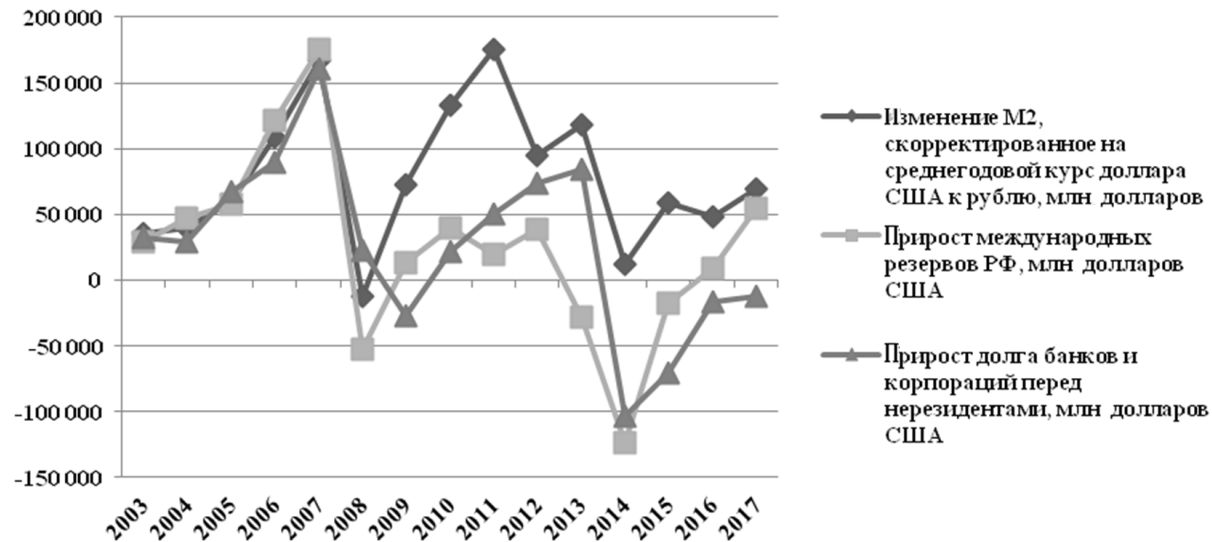
Source: Authoring, based on Sovereign Funds. Ministry of Finance of the Russian Federation.
URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fonds/> (In Russ.)

Рисунок 5

Прирост эквивалента М2, международных резервов, внешнего долга банков и предприятий Российской Федерации в номинальном выражении, год к году

Figure 5

Increase in M2 equivalent, international reserves, external debt of banks and enterprises of the Russian Federation in nominal terms, YoY



Источник: разработка автора на основе: Внешний долг Российской Федерации. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs#QA_IncFile_28946; Международные резервы Российской Федерации / Ежемесячные значения на начало отчетной даты. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=mrrf_m; Структура денежного агрегата М2. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ms&pid=dkfs&sid=dm>

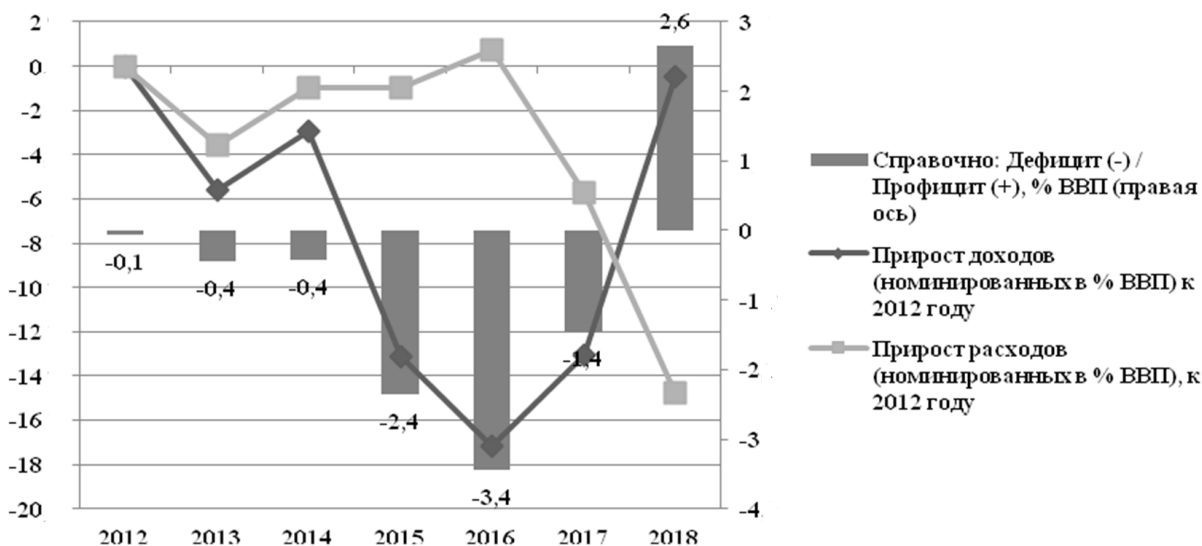
Source: Authoring, based on: External Debt of the Russian Federation. Bank of Russia. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs#QA_IncFile_28946; International Reserves of the Russian Federation. Monthly values at the beginning of the reporting date. Bank of Russia. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtid=mrrf_m; The Structure of the M2 Monetary Aggregate. Bank of Russia. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=ms&pid=dkfs&sid=dm> (In Russ.)

Рисунок 6

Показатели исполнения федерального бюджета Российской Федерации, прирост в процентах к уровню 2012 г.

Figure 6

The Federal budget of the Russian Federation indicators, percent points to 2012



Источник: разработка автора на основе: Информация об исполнении федерального бюджета.

URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fedbud/>

Source: Authoring, based on Information on the Execution of the Federal Budget. Ministry of Finance of the Russian Federation. URL: <https://www.minfin.ru/ru/statistics/fedbud/> (In Russ.)

Список литературы

1. Bova E., Medas P., Poghosyan T. Macroeconomic Stability in Resource-Rich Countries: The Role of Fiscal Policy. *IMF Working Papers*, February 2016, no. WP/16/36, 28 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1636.pdf>
2. Faltermeier J., Lama R., Medina J.P. Foreign Exchange Intervention and the Dutch Disease. *IMF Working Papers*, 2017, no. WP/17/70, 36 p. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2967425>
3. Шевчук О.А., Мартынов А.С. Развитие эффекта Гронингена в экономике Российской Федерации // *Актуальные проблемы науки и практики*. 2017. № 1. С. 17—25.
4. Моисеев С.Р. Валютные интервенции. Мотивы центральных банков и их инструментарий // *Деньги и кредит*. 2016. № 3. С. 12—19. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/26540/moiseev_03_16.pdf
5. Ембулаев В.Н. Развитие экономики России и «голландская болезнь» // *Территория новых возможностей. Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса*. 2017. Т. 9. № 2. С. 53—63. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-ekonomiki-rossii-i-gollandskaya-bolezn>
6. Некипелов А.Д. О ресурсном проклятии и его влиянии на тактику и стратегию экономического развития // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2015. № 2. С. 205—209. URL: <http://journal.econorus.org/pdf/NEA-26.pdf>

7. Чибисова Е.И., Чибисов О.В., Хмелев И.Б. Исследование механизмов формирования валютных курсов, валютная политика и генезис валютного курса рубля. М.: АР-Консалт, 2017. 132 с.
8. Al-Hassan A., Brake S., Papaioannou M.G., Skancke M. Commodity-based Sovereign Wealth Funds: Managing Financial Flows in the Context of the Sovereign Balance Sheet. *IMF Working Papers*, 2018, no. 18/26, 35 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484340967.001>
9. Балихина Н.В. Особенности управления суверенными фондами России в современных условиях // Экономика и предпринимательство. 2018. № 12. С. 212—215.
10. Глазьев С.Ю., Ивантер В.В., Макаров В.Л. и др. О стратегии экономического развития России // Экономическая наука современной России. 2011. № 3. С. 7—31.
11. Глазьев С.Ю. О неотложных мерах по укреплению экономической безопасности России и выводу российской экономики на траекторию опережающего развития // Научные труды вольного экономического общества России. 2015. Т. 196. № 7. С. 86—186.
URL: https://neuromir.tv/media/1981/doklad-glazyeva-s-yu-_o-merakh-ek-bezopasnosti.pdf

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**INTERNATIONAL RESERVES OF THE RUSSIAN FEDERATION:
THE ISSUES OF FORMATION AND MANAGEMENT****Artur A. NAZAR'YANTS**Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
artur_1001@mail.ru
ORCID: not available**Article history:**Received 20 March 2019
Received in revised form
3 April 2019
Accepted 17 April 2019
Available online
30 May 2019**JEL classification:** E58**Keywords:** international
reserves, exchange rate,
monetary policy**Abstract****Subject** This article considers the main tendencies and factors of formation and management of international reserves of the Russian Federation.**Objectives** The article aims to analyze the structure and changes in the international reserves of the Russian Federation regarding the banking sector and identify the main problems related to their formation and management.**Methods** For the study, I used the methods of analysis and synthesis, comparative analysis, and the graphical approach.**Results** The article shows the main tendencies in the dynamics of international reserves of the Russian Federation and reveals the main problems in this area, revealing the causes of their occurrence.**Conclusions** In Russia, the international reserves managed by the Bank of Russia have been generally increasing from the beginning of the 2000s, except for periods of 2008–2009, when part of the reserves was used to maintain the stability of the Russian ruble exchange rate. The question of the advisability of "freezing" significant resources in international reserves and placing them in assets in industrialized countries instead of investing in the Russian economy is ambiguous and controversial.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Nazar'yants A.A. International Reserves of the Russian Federation: The Issues of Formation and Management. *Finance and Credit*, 2019, vol. 25, iss. 5, pp. 1101–1116.
<https://doi.org/10.24891/fc.25.5.1101>**References**

1. Bova E., Medas P., Poghosyan T. Macroeconomic Stability in Resource-Rich Countries: The Role of Fiscal Policy. *IMF Working Papers*, February 2016, no. WP/16/36, 28 p.
URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1636.pdf>
2. Faltermeier J., Lama R., Medina J.P. Foreign Exchange Intervention and the Dutch Disease. *IMF Working Papers*, 2017, no. WP/17/70, 36 p. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2967425>
3. Shevchuk O.A., Martynov A.S. [Development of the Groningen effect in the economy of the Russian Federation]. *Aktual'nye problemy nauki i praktiki = Actual Problems of Science and Practice*, 2017, no. 1, pp. 17–25. (In Russ.)
4. Moiseev S.R. [FX Interventions. Motives and Instruments of Central Banks]. *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2016, no. 3, pp. 12–19.
URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/26540/moiseev_03_16.pdf (In Russ.)
5. Embulaev V.N. [The development of Russia's economy and the "Dutch disease"]. *Territoriya novykh vozmozhnostei. Vestnik Vladivostokskogo gosudarstvennogo universiteta ekonomiki i servisa = The Territory of New Opportunities. The Herald of Vladivostok State University of*

Economic and Service, 2017, vol. 9, no. 2, pp. 53–63.

URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitiye-ekonomiki-rossii-i-gollandskaya-bolezn> (In Russ.)

6. Nekipelov A.D. [On the Resource Curse and its Effect on Tactics and Strategy of Economic Development]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of the New Economic Association*, 2015, no. 2, pp. 205–209. URL: <http://journal.econorus.org/pdf/NEA-26.pdf> (In Russ.)
7. Chibisova E.I., Chibisov O.V., Khmelev I.B. *Issledovanie mekhanizmov formirovaniya valyutnykh kursov, valyutnaya politika i genezis valyutnogo kursa rublya* [Research of the mechanisms of exchange rate formation, currency policy, and the genesis of the ruble exchange rate]. Moscow, AR-Konsalt Publ., 2017, 132 p.
8. Al-Hassan A., Brake S., Papaioannou M.G., Skancke M. Commodity-based Sovereign Wealth Funds: Managing Financial Flows in the Context of the Sovereign Balance Sheet. *IMF Working Papers*, 2018, no. 18/26, 35 p. URL: <https://doi.org/10.5089/9781484340967.001>
9. Balikhina N.V. [Features of the management of sovereign funds of Russia in modern conditions]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2018, no. 12, pp. 212–215. (In Russ.)
10. Glaz'ev S.Yu., Ivanter V.V., Makarov V.L. et al. [About the strategy of economic development of Russia]. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii = Economic Science of Modern Russia*, 2011, no. 3, pp. 7–31. (In Russ.)
11. Glaz'ev S.Yu. [On the urgent measures to enhance the economic security of Russia and set the Russian economy on course to priority development]. *Nauchnye trudy vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii = Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, 2015, vol. 196, no. 7, pp. 86–186. URL: https://neuromir.tv/media/1981/doklad-glazyeva-s-yu-_o-merakh-ek-bezopasnosti.pdf (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.