

Танасова Анна Станиславовна — заместитель директора Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, кандидат экономических наук.

Цховребов Мелс Павлович — научный сотрудник Центра денежно-кредитной политики и финансовых рынков Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, кандидат экономических наук.

Anna S. Tanasova — Financial University under the Government of the Russian Federation.

Mels P. Tskhovrebov — Financial University under the Government of the Russian Federation.

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве РФ.

Современные проблемы управления международными резервами в России

Недавние прецеденты, связанные с возвращением золотовалютных резервов их владельцами (Венесуэла, Казахстан), повысили актуальность проблемы размещения таких резервов. Это особенно важно для России, которая находится под санкциями, имеет значительный объем резервов и проблемы экономического роста.

Избыточность резервов

Международными резервами, или золотовалютными резервами (ЗВР), являются внешние активы, имеющиеся в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и используемые для финансирования платежного баланса, управления валютным курсом и смягчения шоков во внешней торговле.

ЗВР страны могут включать не только резервы центрального банка, но также активы суверенных фондов (СФ), что объясняется их единой

природой: они предназначены для целей макроэкономической стабилизации, имеют общего собственника, используют один и тот же подход к управлению активами. Так, Фонд национального благосостояния (ФНБ) формально находится под управлением Министерства финансов РФ. Однако управлением и инвестированием основной части средств ФНБ занимается Банк России. При этом средства фонда включаются в состав резервных активов.

Управление золотовалютными резервами осуществляется исходя из текущих и будущих целей владения этими активами, которые могут быть использованы для реализации мер денежно-кредитной и курсовой политики (совершение интервенций на внутреннем валютном рынке), продажи иностранной валюты правительству с целью осуществления платежей по валютному государственному долгу и иным платежам, а также для управления финансовыми риска-

УДК 339.72

DOI: 10.33917/es-5.163.2019.100-107

Значительность объемов золотовалютных резервов обуславливает высокую значимость принятия обоснованных решений в процессе управления резервами. При сохранении общей установки на осуществление консервативной стратегии управления резервами инвестирование части средств в более рискованные финансовые инструменты может повысить доходность без риска для макроэкономической стабильности и потери резервов.

Ключевые слова

Золотовалютные резервы (ЗВР), золотые запасы, достаточность ЗВР.



ми Центрального банка. Управление резервными валютными активами осуществляется также с учетом обязательств Центрального банка в иностранной валюте в виде остатков средств суверенных фондов, которые могут понадобиться для покрытия дефицита бюджета или совершения платежей. Цели возможного использования резервных валютных активов являются основой для принятия решений в рамках инвестирования резервов.

Как было сказано выше, выделяются следующие основные мотивы формирования официальных валютных резервов [1]: поддержание ликвидности валютного рынка, покрытие временных дисбалансов платежного баланса, противодействие внешним шокам.

В целях поддержания ликвидности валютного рынка валютные резервы могут быть задействованы для сглаживания краткосрочных колеба-

ний обменного курса, которые могут возникать вследствие временного несоответствия спроса и предложения. Повышенная волатильность валютного курса снижает темпы экономического роста [2].

Золотовалютные резервы могут быть использованы для противодействия внешним шокам, которые могут возникать вследствие резкого изменения доходов и расходов по ключевым позициям национальной внешней торговли, а также значительных колебаний движения капитала. Существенные колебания валютного курса имеют целый ряд негативных эффектов: повышение инфляции (эффект переноса), снижение конкурентоспособности и торможение роста экономики, снижение реальных доходов населения, ограничение внешней торговли. Наличие валютных резервов позволяет сгладить процесс перестройки экономики, растянув его во времени, или вовсе избежать корректировок, если дисбаланс оказался временным. Потребность в формировании резервов также может быть связана с необходимостью поддержки банковского сектора, имеющего значительную внешнюю задолженность, в период резкой девальвации национальной валюты.

Вместе с тем в условиях перехода все большего числа стран к режиму плавающего обменного курса необходимость держать и пополнять резервы формально снижается. К примеру, Банк России в условиях действия режима плавающего курса не вмешивается в процесс курсообразования. Интервенции, проводимые в рамках «бюджетного правила», носят односторонний характер, вследствие чего резервные активы в основном не используются для реализации мер денежно-кредитной и курсовой политики, за исключением экстремальных ситуаций.

С другой стороны, на фоне быстрого роста международных резервов в последние годы их уровень значительно превысил минимально необ-

Modern Problems of Managing International Reserves in Russia

Significant volumes of the gold and foreign exchange reserves determines the high importance of taking well-based decisions in the process of managing reserves. While maintaining the overall set-up for implementing conservative strategy of reserves management, investing part of the funds in more risky financial instruments may increase profitability without risking macroeconomic stability and loss of reserves.

Keywords

Gold and foreign exchange reserves (GFX reserves), gold reserves, sufficiency of GFX reserves.

ходимый объем, став во многом избыточным. Согласно данным МВФ, с 2000 г. в мире наблюдался активный рост резервов (рис. 1). Их рост значительно опережал динамику мирового ВВП: за период 2000–2013 гг. общий объем резервов увеличился в 5,7 раза, в том числе в развитых странах — в 3,2 раза, в развивающихся странах — в 10,5 раза. Снижение мировых цен на сырьевые товары и проведение валютных интервенций центробанками разных стран привели к снижению совокупных международных резервов после 2013 г., после чего на фоне улучшения мировой конъюнктуры в 2017–2018 гг. произошло некоторое восстановление резервов. Международные резервы Банка России с начала 2000 г. выросли более чем в 41 раз.

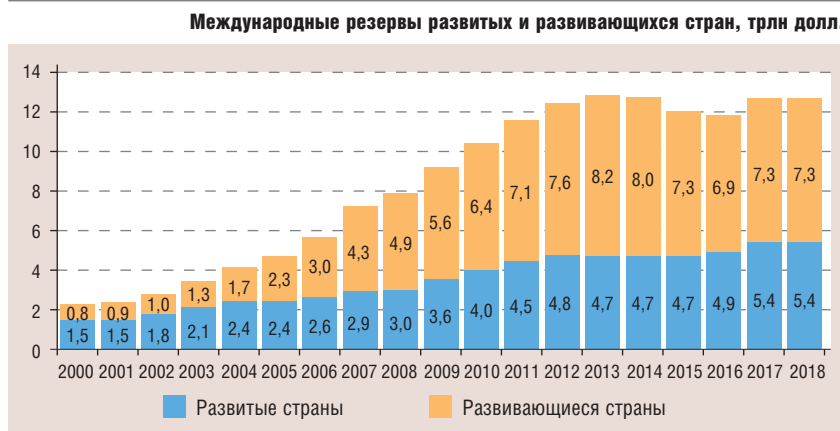
На фоне быстрого роста резервных активов происходит активизация деятельности центральных банков в качестве глобальных инвесторов на зарубежных финансовых рынках. Объем резервных активов, обращающихся на международном рынке, становится значимым фактором, определяющим конъюнктуру на мировых финансовых рынках.

При оценке уровня достаточности золотовалютных резервов МВФ опирается на несколько относительных показателей: коэффициент покрытия импорта, соотношение денежной базы и международных резервов, отношение международных резервов к краткосрочному внешнему долгу страны.

Традиционным показателем достаточности резервов является количество месяцев, в течение которых страна может продолжать поддерживать свой импорт на текущем уровне при условии оплаты исключительно за счет резервов. Принято считать, что объем резервов должен превышать трехмесячный импорт товаров и услуг. Уровень достаточности международных резервов в России значительно превышает этот показатель (рис. 2).

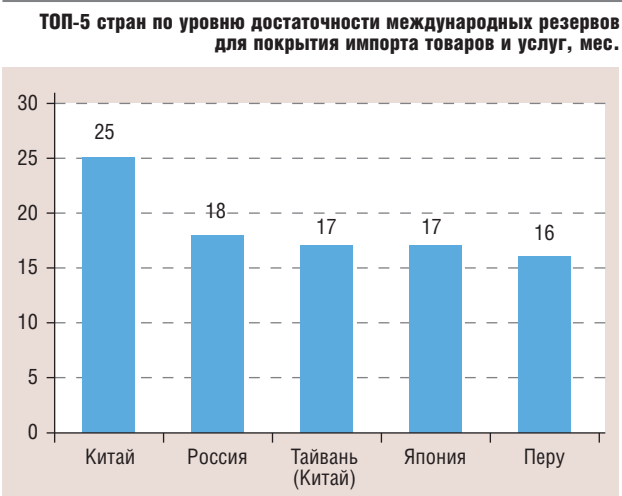
Показатель покрытия денежной базы в национальной валюте резервными активами особенно актуален для стран, где действует режим валютного правления (*currency board*), и денеж-

Рисунок 1



Источник: International Financial Statistics, IMF

Рисунок 2



Источник: Банк России

ные власти в рамках выполнения принятых обязательств по конвертации предъявляемых национальных денежных средств в иностранную валюту по фиксированному курсу должны располагать соответствующим объемом международных резервов. Вероятность бегства национального капитала в иностранную валюту велика для стран с нестабильным спросом на деньги или слабой банковской системой. Для России, где действует режим плавающего валютного курса, этот показатель в 2 раза выше нормы.

Учитывая, что шоки платежного баланса могут быть вызваны движением средств по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами, сопоставление уровня резервов с показателем внешней задолженности, в частности с краткосрочным внешним долгом (по сроку, оставшемуся до погашения), позволяет оценить

➤ Объем резервов должен превышать трехмесячный импорт товаров и услуг. Уровень достаточности международных резервов в России значительно превышает этот показатель.

риски, связанные с неблагоприятными изменениями на международных рынках капитала. Согласно правилу Гринспена — Гвидотти¹, международные резервы страны должны покрывать внешний долг до года как минимум на 100% для предотвращения риска дефолта в случае отсутствия внешних источников финансирования. Проведенные исследования [3] свидетельствуют о том, что соотношение резервов и краткосрочного внешнего долга является важным показателем адекватности резервов для стран, имеющих значительный, но неустойчивый доступ к внешним рынкам капитала. Меньшее значение данного показателя коррелирует с большей частотой и глубиной кризисов различных стран [4]. Наличие достаточного уровня резервов может служить положительным сигналом того, что страна способна в случае необходимости расплатиться по долгам, что позитивно влияет на ее кредитный рейтинг. Уровень международных резервов в российской экономике более чем в 8 раз выше показателя достаточности резервов, рассчитанного по этому критерию.

Таким образом, объем резервов в России намного превышает пороговый минимальный уровень достаточности по различным показателям. При этом на фоне проводимой валютной политики плавающего курса рубля потребность в поддержании существенных объемов международных резервов снижается. Сам факт наличия валютных активов обеспечивает доверие к валюте и финансовой системе в целом.

Повышение доходности резервов

Управление международными резервами предполагает определение перечня резервных иностранных валют и валютной структуры активов, разрешенных классов инвестиционных инструментов, выбор оптимальной структуры активов по срочности с учетом рыночных, валютных, кредитных и политических рисков, а также рисков ликвидности.

Обеспечение сохранности средств и поддержание необходимого уровня ликвидности, как правило, является приоритетным по сравнению с доходностью инвестирования средств. Основная часть международных резервов России инвестирована в высоколиквидные краткосроч-

ные и среднесрочные казначейские обязательства иностранных государств.

Согласно Закону «О Центральном банке Российской Федерации», управление золотовалютными резервами осуществляет Банк России. Главной особенностью управления золотовалютными резервами в РФ является достаточно высокая степень независимости Центрального банка в принятии инвестиционных решений. Сторонние организации к управлению активами в иностранных валютах и золоте не привлекаются.

При управлении золотовалютными резервами в России обеспечение сохранности и ликвидности является более приоритетной целью, чем доходность. При этом используются только высоколиквидные и низкорискованные инструменты. Минимальный кредитный рейтинг для иностранных контрагентов и эмитентов установлен на уровне А по классификации *Fitch Ratings* и *S&P Global Ratings* и уровне А2 по классификации *Moody's Investors Service* [5]. Перечень допустимых инструментов включает только долговые обязательства, номинированные в восьми валютах (в долларах США, евро, фунтах стерлингов, канадских и австралийских долларах, юанях, иенах, швейцарских франках). При этом использование долевых инструментов не предусмотрено.

Вместе с тем хранение резервных активов связано с издержками, выражающимися в виде доходов, которые не были получены вследствие размещения резервов в высоколиквидных, но низкодоходных активах.

После мирового финансового кризиса 2000–2009 гг. в структуре мировых золотовалютных резервов произошел сдвиг в сторону более доходных активов, таких как корпоративные облигации и акции, а также активов, номинированных в нетрадиционных резервных валютах, таких как австралийский или канадский доллар [6]. Это последовало за заметным снижением доходности традиционных резервных активов и накоплением значительных объемов золотовалютных резервов. Доля активов, номинированных в нетрадиционных валютах, выросла с 2% в 2009 г. до почти 7% в 2017 г. Аналогичным

➤ В отличие от обращающихся на международном рынке валют покупательная сила золота не зависит от политической воли государств-эмитентов.

образом увеличился объем акций в резервных портфелях. Данные различных опросов управляющих резервами показывают, что в настоящее время около 20% из них включают акции в свои резервные портфели (до кризиса — примерно 10%). Эти управляющие обычно выделяют на акции около 7–10% от общего объема средств. Такое смещение структуры резервных портфелей в сторону более доходных активов является значительным, учитывая, что изменения в распределении имеют тенденцию происходить постепенно, отражая в целом консервативный характер управления резервами. Добавление различных типов активов в резервный портфель делает портфель более диверсифицированным, увеличивая доход от портфелей.

Включение акций в портфель ведет к диверсификации активов, вследствие чего волатильность портфеля может снизиться. Известно, что между динамикой индексов рынка акций и рынка облигаций существует устойчивая обратная корреляция.

В связи с этим показателен пример Норвегии. В соответствии с принципами управления золотовалютными резервами Банка Норвегии [7] к валютным резервам относятся собственно золотовалютные активы Банка Норвегии, часть которых размещается на денежном рынке, оставшаяся часть формирует инвестиционный портфель с более высокой дюрацией и с более высоким уровнем риска². Валютные резервы должны быть доступны для использования в операциях

на валютном рынке или в рамках проведения денежно-кредитной политики в целях содействия финансовой стабильности и выполнению международных обязательств Банка Норвегии.

Утвержденные принципы управления золотовалютными резервами в Норвегии просты. Главной целью управления ЗВР является максимально возможная доходность в установленных пределах риска. Резервы подразделяются на портфель с фиксированной доходностью и портфель акций. Портфель инструментов с фиксированной доходностью управляется подразделением Банка Норвегии (операции Центрального банка — *Central Banking Operations/CBO*) и может включать денежные депозиты, казначейские векселя и государственные облигации, выпущенные Францией, Германией, Японией, Великобританией и США. На портфель акций (управляется Управлением инвестиций Банка Норвегии — *Norges Bank Investment Management/NBIM*) приходится примерно 35% суммарного портфеля. Акции должны котироваться на одной из признанных финансовых площадок. Максимальная ожидаемая относительная волатильность для портфелей акций и ценных бумаг с фиксированной доходностью должна составлять 0,5 процентного пункта.

Средняя доходность управления валютными резервами Норвегии за 2008–2017 гг. составила 6,3%, в 2017 г. — 4,42%, в том числе по портфелю акций — 12,93%. Для сравнения: процентный доход и переоценка ценных бумаг обеспечили в 2017 г. доходность размещения Банком России золотовалютных резервов на уровне 0,2%.

Ранее Банк России практиковал деление резервных валютных активов на операционный и инвестиционный портфели [9]. Активы операционного портфеля являлись краткосрочными (срок до погашения — не более одного года), в то время как активы инвестиционного портфеля — преимущественно долгосрочными. Решение об увеличении активов инвестиционного портфеля принималось в расчете на получение большей доходности.

О важности изменения структуры вложений

Банк России допускает инвестирование в инструменты, номинированные в долларах США, евро, фунтах стерлингов, канадских и австралийских долларах, юанях, иенах,

Таблица 1

Норвегия: основные показатели доходности управления валютными резервами в иностранной валюте, %

Показатель	9 мес. 2018 г.	2017 г.	Средняя за 2015–2017 гг.	Средняя за 2013–2017 гг.	Средняя за 2008–2017 гг.
Доходность в целом	2,5	4,42	5,36	5,22	6,3
Доходность по портфелю инструментов с фиксированной доходностью	-0,33	-0,44	0,25	1,46	3,5
Доходность по портфелю акций	7,21	12,93	14,58	11,85	10,72

Источник: *Norges Bank* [8]

швейцарских франках и специальных правах заимствования. Такой выбор обусловлен большей стабильностью этих валют, а также тем, что международные финансовые организации и рейтинговые агентства, как правило, ориентируются на уровень резервов в определении МВФ, которое учитывает активы только в валютах, включенных в корзину валют, используемую для расчета стоимости специальных прав заимствования. Формирование мультивалютной структуры международных резервов обусловлено необходимостью снижения зависимости от экономической ситуации и политических целей страны — эмитента резервной валюты, а также минимизации валютного риска.

Санкции против России, которые были введены США и другими странами в 2014 г. и продолжают расширяться, обуславливают необходимость изменения подхода к управлению российскими ЗВР. Однако изменения начали происходить только в первой половине 2018 г., то есть через четыре года после введения санкций. С 2007 г. основной объем ЗВР размещался в американских казначейских облигациях. В апреле-мае 2018 г. РФ резко сократила свои вложения в эти облигации — с почти 100 млрд долл. до 15 млрд долл. (в результате чего Россия уже не входит в десятку стран, являющихся крупнейшими держателями американских казначейских бондов). Вложения в долларовые активы в целом сократились до 22%, однако почти половина из них (9,5% всех ЗВР) хранятся на территории США. Иначе говоря, по сути, пятая часть ЗВР подвергается рискам замораживания в случае дальнейшей эскалации конфликта между РФ и США. Более того, хранение долларовых резервов в банках стран, которые ввели санкции против РФ, не снижает для России риски замораживания или ограничения доступа к резервным средствам.

Отметим, что США практикуют замораживание золотовалютных резервов. Так, в 2017 г. ЗВР Казахстана, размещенные в американском банке, были заморожены вследствие исков против правительства этой страны. Аналогичные меры применялись и по отношению к другим странам.

Российским регулятором принято решение о существенном наращивании в 2018 г. активов в юанях, а также о резком увеличении закупок золота, что представляется целесообразным [10]. В отличие от обращающихся на международном рынке валют покупательная сила золота не зависит от политической воли государств-эми-

➤ Пятая часть ЗВР подвергается риску замораживания в случае дальнейшей эскалации конфликта между РФ и США.

тентов, действия которых могут привести к обесценению номинированных в той или иной валюте активов, замораживанию счетов в результате санкционных и ограничительных мер.

В последние годы в связи с осложнением геополитической ситуации в мире спрос на золото растет как со стороны центральных банков многих стран, так и со стороны частных инвесторов. В 2018 г. центральные банки купили рекордное за последние 50 лет количество золота. Причем более 40% закупок пришлось на Банк России. В целом за последние 19 лет запасы золота в ЗВР России увеличились в 5 раз — с 422 т в 2000 г. до 2113 т к февралю 2019 г. Масштабно наращивают золотые запасы также страны, которые имеют осложнения на международной арене, в частности Китай и Турция. Бывший глава Банка Англии Мэрвин Кинг, комментируя ситуацию в Китае, сказал, что Китай и другие страны не хотят оказаться в ситуации, когда их международные активы будут зависеть от положения в США. «Если произойдут серьезные обострения, все китайские активы могут быть аннулированы» [11]. В условиях высокой вероятности рецессии в мировой экономике более активно наращивать золотые запасы могут начать и другие, в том числе развитые страны.

Покупка золота на внутреннем рынке и его нахождение на территории РФ (золото хранится в Гохране России) представляются вполне оправданными. В то же время большинство стран хранят свои золотые запасы в «золотых хабах»; в числе наиболее надежных — Великобритания, США и Швейцария. Напомним, однако, что Германия с трудом вернула свое золото из США; Великобритания в 2018 г. отказалась вернуть Венесуэле ее золото под предлогом, что глава государства может его присвоить; в Китае обнаружили, что часть слитков, которые были привезены из США, поддельные.

Наряду с достоинствами золото как актив, конкурирующий с различными финансовыми инструментами, имеет недостатки: оно не приносит процентного дохода (доход увеличивается только от положительной переоценки его стоимости); для цен на золото характерна высокая

Таблица 2

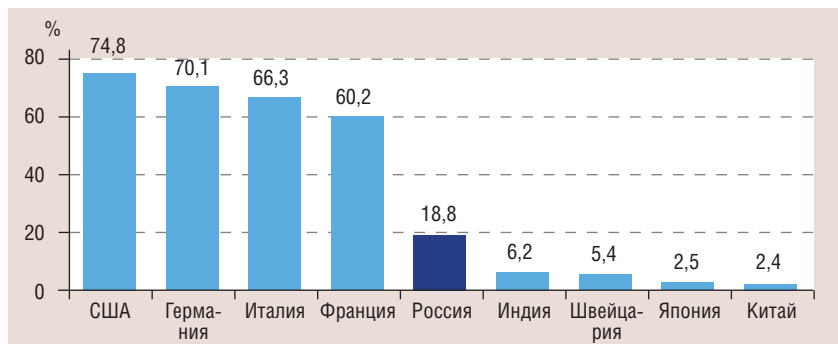
Экспорт золота и закупки Банка России, т

Показатель	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Экспорт золота	–	140	76	39	22	57	16
Закупки золота Банком России	74,6	78	171	208	199	224	274

Источники: Пробирная палата России, ФТС

Рисунок 3

Доля золота в общем объеме национальных резервов стран, февраль 2019 г., %



Источник: World Gold Council

волатильность; инвестиции в монетарное золото сопряжены с затратами на его хранение; у золота относительно меньший, хотя и достаточно высокий, уровень ликвидности.

Масштабная закупка золота регулятором на внутреннем рынке ведет к сокращению доходов от экспорта золота. В 2018 г. почти 90% произведенного в РФ золота было куплено Банком России, при этом российские поставки золота на мировой рынок сократились более чем в 3 раза. Снижается и доля золота, использованного в ювелирной промышленности, от объема золота, произведенного в России (23,3% в 2014 г., 11% в 2017 г.).

Высокая доля монетарного золота в структуре резервных активов развитых стран исторически обусловлена большими запасами золота, связанными с действием в мировой денежной системе

«золотого стандарта», ростом цен на него за последние десятилетия. Значение показателя доли золота в международных резервах России является одним из самых высоких среди стран с формирующейся рыночной экономикой (рис. 3).

Таким образом, вопросы размещения золотовалютных резервов России в сложившихся условиях становятся весьма актуальными. Минфин России, как стало известно, планирует изменение нормативной базы с целью диверсификации вложений Фонда национального благосостояния. Министерство предполагает расширить набор инструментов для вложения средств по типу Норвежского суверенного фонда. При этом также планируется поддержка в виде льготного

кредитования иностранных предприятий за рубежом, которые покупают продукцию российского несырьевого экспорта.

Однако, учитывая, что в российской экономике сохраняется проблема длинных денег, а внешние рынки ограничивают предоставление финансовых ресурсов российским компаниям, представляется более целесообразным использовать часть золотовалютных резервов в качестве инвестиционных кредитов для высокоэффективных, надежных проектов в первую очередь именно внутри страны. По оценкам [12], 150–200 млрд долл. золотовалютных резервов в ближайшие годы России не понадобятся, они могли бы быть направлены на финансирование приоритетных проектов.

Кроме того, ЗВР России целесообразно размещать в финансовые инструменты в странах, ко-

References

1. *Assessing reserve adequacy — specific proposals*. IMF, Washington, 2015.
2. Aghion P., Bacchetta P., Ranciere R., Rogoff K. Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *NBER Working Paper*. 2006. N 12117.
3. Bussière and Mulder. External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion. *Working Paper WP/99/88*. 1999, July.
4. *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*. IMF, 2000. March.
5. *Obzor deyatel'nosti Banka Rossii po upravleniyu aktivami v inostrannykh valyutakh i zolote* [Overview of the Bank of Russia activities in Managing Assets in Foreign Currencies and Gold]. 2019, no 1, available at: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14216/2019-01_res.pdf.

➤ По оценкам, 150–200 млрд долл. золотовалютных резервов в ближайшие годы России не понадобятся, они могли бы быть направлены на финансирование приоритетных проектов.

торые не являются источником санкционного воздействия на РФ. К таковым могут относиться в первую очередь основные торговые партнеры, которые имеют постоянные торгово-экономические отношения с нашей страной.

Вместе с тем, когда объем резервов настолько велик, что намного превышает пороговый минимальный уровень достаточности резервов по различным показателям (как это имеет место в РФ), целесообразно также использовать общепринятые принципы рыночного управления портфелем финансовых активов. Для проведения операций на внутреннем валютном рынке необходимо обеспечить поддержание достаточного запаса ликвидных активов. Оставшаяся часть резервов может быть инвестирована в различные финансовые инструменты, относительно доходные и с невысоким риском без угрозы для макроэкономической стабильности.

Такая диверсификация резервных активов, преимущественно ориентированная на внутреннюю экономику, позволит снизить риски их заморозки или конфискации другими странами, при этом способствуя усилению финансирования важных сфер российской экономики и увеличению глубины финансового рынка. Это повысит доходы от вложений резервов и даст возможность проводить денежно-кредитную политику, менее подверженную внешним рискам.

■

ПЭС 19048 / 23.05.2019

Примечания

1. Фактически одновременно об этом показателе высказались заместитель министра финансов Аргентины Пабло Гвидотти на конференции G33 в Бонне и председатель ФРС Алан Гринспен накануне конференции Всемирного банка.

2. Сюда же относится резервный (буферный) нефтяной портфель (носит технический транзитный характер и служит для взаиморасчетов с Государственным глобальным пенсионным фондом).

Источники

1. Assessing reserve adequacy — specific proposals. IMF, Washington, 2015.
2. Aghion P., Bacchetta P., Ranciere R., Rogoff K. Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. NBER Working Paper. 2006. N 12117.
3. Bussière and Mulder. External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion. Working Paper WP/99/88. 1999, July.
4. Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability. IMF, 2000. March.
5. Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте [Электронный ресурс]. 2019. № 1. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/14216/2019-01_res.pdf.
6. Sunner D. Trends in Global Foreign Currency Reserves. Reserve Bank of Australia, 2017.
7. Principles for the management of Norges Bank's foreign exchange reserves [Электронный ресурс]. URL: <https://www.norges-bank.no/en/about/Mandate-and-core-responsibilities/foreign-exchange-reserves/Principles-for-the-management-of-Norges-Banks-foreign-exchange-reserves/>
8. Management of Norges Bank's foreign exchange reserves. 2018. November.
9. Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами [Электронный ресурс]. 2007. № 3. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7924/2007-03_res.pdf.
10. Ершов М.В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? М.: Экономика, 2011. 295 с.
11. King M. Misguided policies and economic risk. *Gold Investor*. 2016. June.
12. Аганбегян А.Г. Финансы, бюджет и банки в новой России. М.: ИД «Дело» РАНХиГС, 2018. 400 с.

6. Sunner D. *Trends in Global Foreign Currency Reserves*. Reserve Bank of Australia, 2017.
 7. *Principles for the management of Norges Bank's foreign exchange reserves*, available at: <https://www.norges-bank.no/en/about/Mandate-and-core-responsibilities/foreign-exchange-reserves/Principles-for-the-management-of-Norges-Banks-foreign-exchange-reserves/>
 8. *Management of Norges Bank's foreign exchange reserves*. 2018. November.
 9. *Obzor deyatel'nosti Banka Rossii po upravleniyu rezervnymi valyutnymi aktivami* [Overview of the Bank of Russia Activities on Managing Reserve Currency Assets]. 2007, no 3, available at: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/7924/2007-03_res.pdf.
 10. Ershov M.V. *Mirovovoi finansovyi krizis. Chto dal'she?* [World Financial Crisis. What's Next?]. Moscow, *Ekonomika*, 2011, 295 p.
 11. King M. Misguided policies and economic risk. *Gold Investor*. 2016. June.
 12. Aganbegyan A.G. *Finansy, byudzhel i banki v novoi Rossii* [Finance, Budget and Banks in the New Russia]. Moscow, ID "Delo" RANKHiGS, 2018, 400 p.