

Золотовалютные резервы России: критический анализ¹

Н.П. ДЕМЕНТЬЕВ, доктор физико-математических наук
E-mail: dement@ieie.nsc.ru; ORCID: 0000-0001-5605-9640
Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН,
Новосибирск

Аннотация. Исследуется состояние золотовалютных резервов России на протяжении последних 15 лет. Показано, что положительное сальдо платежного баланса РФ, публикуемого Центробанком, в отдельные годы сильно превышало. В частности, в состав российских иностранных инвестиций включались так называемые «сомнительные операции», представляющие собой, по сути, безвозвратно выведенные из страны средства. Установлено, что золотовалютные резервы России в разы превышают потребности в них, если исходить из общепринятых в мире критериев достаточности международных резервов. Объясняется это главным образом тем, что для поддержки экспорта Банк России многие годы поддерживал заниженный обменный курс рубля и выводил с этой целью валюту за рубеж. Предприняты попытки оценить, во что реально обходится стране содержание громадных валютных резервов. Изучаются изменения в географическом распределении валютных резервов в связи с внешнеполитическими событиями. Указаны главные причины быстрого роста мировой цены на золото, вследствие чего золотые резервы, в отличие от валютных, имели приемлемую доходность.

Ключевые слова: золотовалютные резервы; Банк России; международная инвестиционная позиция; доходность иностранных инвестиций; затраты на производство золота; мировая цена на золото

Потери внешнего сектора российской экономики

Центральное место в статистике Банка России (БР) по внешнему сектору российской экономики занимают годовые таблицы платежного баланса (ПБ) страны и ее международной инвестиционной позиции (МИП), построенные в соответствии

¹ Работа выполнена по плану НИР ИЭОПП СО РАН. Проекты 5.6.6.4. (0260–2021–0008) «Методы и модели обоснования стратегии развития экономики России в условиях меняющейся макроэкономической реальности», № 121040100281–8.

с Руководством по платежному балансу и международной инвестиционной позиции МВФ (РПБ6) (6-е изд.)².

Международная инвестиционная позиция на определенный момент времени отражает финансовые активы резидентов в виде их финансовых требований к нерезидентам и золотых резервов страны, с одной стороны, и финансовых обязательств резидентов перед нерезидентами, с другой. Разность между этими активами и обязательствами называется чистой международной инвестиционной позицией (ЧМИП) страны.

В таблицах по МИП РФ приводятся остатки активов и обязательств на начало года, а также их годовые изменения, относящиеся к одной из трех категорий: *изменения в результате операций* показывают чистые изменения иностранных активов/обязательств, которые произошли в результате финансовых операций между резидентами и нерезидентами. В составе *изменений в результате переоценки* учитываются чистые изменения, обусловленные динамикой валютных курсов и цен на финансовые инструменты. К *прочим* относятся: изменения в результате списания активов или обязательств; перераспределение между институциональными секторами или функциональными категориями; изменения, вызванные сменой резидентной принадлежности институциональных единиц.

В таблице 1 приведены чистые международные инвестиционные позиции РФ за 2007–2021 гг. Следует отметить, что изменения ЧМИП в результате операций, произошедшие в течение отдельного года, в точности равны сальдо финансового счета из платежного баланса за этот год или, то же самое, величине чистого кредитования/заимствования из финансового счета.

Судя по данным БР, в последние 15 лет Россия неизменно была крупным чистым кредитором в отношении остального мира. За это время суммарный объем ее чистого кредитования (сумма величин третьего столбца таблицы) составил 899,9 млрд долл. Однако за те же годы чистая международная инвестиционная позиция повысилась с –14,8 до 483,4 млрд долл., т.е. на 498,2 млрд долл. Потери в 401,7 млрд долл. еще более возрастут, если учесть два обстоятельства.

² Balance of payments and international investment position manual. Sixth Edition (BPM6). International Monetary Fund. 2009. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (дата обращения: 22.08.2022).

Таблица 1. Чистые международные инвестиционные позиции РФ, 2007–2021 гг., млн долл.

Год	Остаток на 1 января	Изменения		
		в результате операций	в результате переоценки	прочие
2007	-14 838	51 820	-126 817	-58 806
2008	-148 642	100 692	345 816	-47 619
2009	250 248	31 519	-221 883	43 029
2010	102 912	58 278	-121 493	-21 288
2011	18 409	88 751	82 102	-39 812
2012	149 451	55 693	-22 930	-39 882
2013	142 332	24 136	-1 005	-33 726
2014	131 736	23 446	162 562	-4 496
2015	313 248	70 328	-26 659	-17 748
2016	339 169	18 305	-139 353	1 545
2017	219 666	34 570	4 805	21 255
2018	280 297	116 686	-32 246	9 668
2019	374 405	63 532	-69 882	-8 435
2020	359 620	39 319	111 302	6 853
2021	517 095	122 813	-153 194	-3 282
2022	483 432	...	...	...

Источник. Использованы данные из годовых отчетов Банка России (URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/god/ (дата обращения: 02.09.2022)) и из его материалов по внешнему сектору экономики (URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 02.09.2022)). Из-за многочисленности используемых данных ссылки на Банк России делаются не всегда.

Во-первых, часть резервных активов в МИП России составляют золотые резервы, выросшие за 15 лет с 8,2 до 133,1 млрд долл. Так как в российской практике они приобретаются только на внутреннем рынке страны, вклад внешнего сектора (платежного баланса) в прирост чистой международной инвестиционной позиции логично оценивать без учета золотых резервов. За 2007–2021 гг. ЧМИП возросла с -23 до 350,3 млрд долл., где $-23 = -14,8 - 8,2$, а $350,3 = 483,4 - 133,1$. Уточненный таким образом вклад можно оценить в 373,3 млрд долл. ($373,3 = 350,3 + 23$). И тогда потери внешнего сектора российской экономики возрастут до 526,6 млрд долл. ($526,6 = 899,9 - 373,3$), что составляет 58,5% от чистого кредитования остального мира со стороны России.

Во-вторых, приведенные величины были выражены в текущих ценах, тогда как покупательная способность доллара, как и прочих валют, от года к году, как правило, снижается. Поэтому картина реальных (а не номинальных) потерь внешнего сектора искажается. Для устранения этого эффекта следует все величины пересчитывать в сопоставимых ценах, что и было сделано на основе годовых индексов потребительских цен в США³, в качестве базисного периода был принят декабрь 2006 г.

За 2007–2021 гг. потребительские цены в США выросли в 1,38 раза, т.е. по покупательной способности доллар в декабре 2021 г. был равен 72,5 центам в декабре 2006 г. Тогда в сопоставимых ценах прирост чистых международных активов без учета золота можно оценить в 277 млрд долл. ($277 \approx 0,725 \cdot 350,3 + 23$). В каждом году величина чистого кредитования остального мира со стороны России также была пересчитана с учетом более низкой покупательной способности доллара в этом году по сравнению с декабрем 2006 г. В результате за 2007–2021 гг. сумма пересчитанных таким образом годовых величин составила около 773 млрд долл. в ценах декабря 2006 г., а прирост чистых международных активов России без учета золота – около 277 млрд долл. Возникает вопрос: как страна потеряла почти полтриллиона долларов?

За 2007–2021 гг. переоценки чистых активов в МИП России составили –259,2 млрд долл. (без учета переоценок золотых резервов). В эту сумму входят, в частности, годовые номинальные подорожания чистых активов вследствие инфляционного обесценения доллара. Поэтому в те годы реальные потери страны от переоценок существенно превышали 259,2 млрд долл. и составляли, по грубым прикидкам, около 350 млрд долл.

Большими были потери и в результате прочих изменений в МИП России. Согласно данным таблицы 1, за 2007–2021 гг. они составили –192,7 млрд долл., включая и прочие изменения золотых резервов (76,1 млрд долл.). Стало быть, прочие изменения валютных резервов (без учета золота) можно оценить в –268,8 млрд долл. На наш взгляд (см. также [Дементьев, 2018]), эти изменения почти полностью порождены так называемыми

³ URL: <https://top-rf.ru/investitsii/569-inflyatsiya-v-ssha.html> (дата обращения: 03.09.2022).

«сомнительными операциями», под которыми в платежном балансе понимаются имеющие признаки фиктивности финансовые комбинации, совершаемые с целью вывода капитала из страны (обычно безвозвратного). За 2007–2021 гг. такие операции составили 245,6 млрд долл.

Удивительно, но в 2008 и 2014 гг., когда отношения России с Западом резко ухудшались из-за событий в Южной Осетии и на Украине, переоценки в ее ЧМИП составляли громадные положительные суммы. Парадокс объясняется тем, что в международной инвестиционной позиции активы и обязательства страны в отношении остального мира выражаются в рыночных ценах. Действительно, в эти два года рейтинги России как заемщика снижались из-за внешнеполитических осложнений, а это порождало падение рыночной стоимости ее обязательств и, как следствие, рост ЧМИП страны, поскольку обязательства входят в нее со знаком «минус». За 2014 г., например, переоценки обязательств России в виде прямых и портфельных иностранных инвестиций составили соответственно –220,1 и –102,3 млрд долл.

Очень велики потери России, связанные с содержанием ее больших валютных резервов. Напротив, из-за быстрого роста мировой цены на золото переоценки золотых резервов в течение 2007–2021 гг. составили в сумме внушительную положительную величину. Далее эти вопросы рассматриваются подробнее.

Золотовалютные резервы России, их избыточность

Резервные активы (или международные, золотовалютные резервы) представляют собой высоколиквидные иностранные активы (валютные резервы) и монетарное золото, находящиеся в распоряжении Правительства РФ и Банка России и контролируемые ими в целях финансирования дефицита федерального бюджета, проведения валютных интервенций для воздействия на валютный курс, валютного рефинансирования и пр. В состав валютных резервов входят в основном наличная валюта, депозиты за рубежом и иностранные долговые бумаги, небольшую часть составляют также инструменты Международного валютного фонда – специальные права заимствования (SDR) и резервная позиция в МВФ. Ныне резервные активы составляют более трети всех активов в международной инвестиционной позиции России.

В последние годы бóльшая часть средств Правительства РФ, инвестируемых в резервные активы, принадлежит Фонду национального благосостояния (ФНБ), находящемуся под управлением Министерства финансов. В середине 2021 г. Фонд распоряжался пятой частью всех резервных активов России. Его целями являются обеспечение софинансирования добровольных пенсионных накоплений и обеспечение сбалансированности бюджета Пенсионного фонда России.

Банк России среди своих целей, на наш взгляд, наибольшее внимание уделяет регулированию обменного курса рубля путем интервенций на валютных рынках. В условиях высоких поступлений валюты в страну (вследствие растущих мировых цен на углеводороды) регулятор путем вывода ее за рубеж противодействует чрезмерному с его точки зрения укреплению рубля. В кризисные же годы обменный курс рубля, как правило, снижается, и тогда для его поддержки Банк России продает валюту на внутреннем рынке.

В стандартной статистике и официальных финансовых документах почти все золотовалютные резервы страны находятся на балансе Банка России и, стало быть, считаются его собственностью. На 1 января 2021 г., например, они составляли 630,6 млрд долл., из них 612,9 млрд долл. – резервы Центробанка.

Может показаться странным, что Правительство РФ направляет на приобретение резервов значительные средства, но формально резервов в его владении практически нет. Поясним это на примере Фонда национального благосостояния, который размещает бóльшую часть имеющейся валюты на своем счете в Банке России. Последний от своего имени вкладывает полученные средства в золотовалютные резервы и управляет ими. У Банка России не так уж много свободы в таких операциях, поскольку Правительство РФ и Минфин устанавливают предельные и нормативные доли отдельных видов финансовых активов в общем объеме размещенных средств ФНБ. Тем не менее формально собственником приобретенных резервов считается Банк России, а Фонд как владелец валютного счета получает процентный доход в соответствии с условиями банковского договора.

Вопрос о том, сколько той или иной стране нужно иметь золотовалютных резервов, в различных аспектах широко обсуждается в литературе, но универсальных рецептов нет.

Так, О. Сула и У. Огузоглу [Sula, Oguzoglu, 2021] констатируют, что «обширная теоретическая литература по оптимальной политике резервирования не дает однозначного ответа на чистое влияние резервов на экономический рост, главным образом потому, что эти эффекты работают косвенно, как в положительном, так и в отрицательном направлении». В частности, золотовалютные резервы, принося, как правило, низкую прибыль, одновременно способствуют росту рейтинга страны в финансовом мире и, как следствие, притоку иностранного капитала на более выгодных условиях. Сходные выводы в отношении международных резервов России были получены в работах отечественных исследователей [Сухарев, Бурутин, 2014; Лев, Лещенко, 2019]. Во второй из них справедливо, на наш взгляд, утверждается, что международные резервы страны чрезмерны, а доля монетарного золота в их составе недостаточна.

Существует целый ряд показателей достаточности международных резервов. В статистике Банка России используются пять из них, среди которых выделим два простейших: величина резервов, достаточная для финансирования трехмесячного импорта, и величина резервов, достаточная для финансирования 20% обязательств, входящих в широкую денежную массу М2Х. На 1 января 2022 г. международные резервы РФ и оба показателя оценивались соответственно в 631, 95 и 225 млрд долл. Как видно, резервы в разы превышали тогда значения обоих показателей достаточности. Схожие выводы справедливы и в отношении трех остальных критериев достаточности. Чрезмерность международных резервов РФ объясняется, скорее всего, тем, что для поддержки экспортоориентированных отраслей экономики Банк России многие годы выводил валюту за рубеж, понижая тем самым обменный курс рубля.

Валютные резервы России: убыточность, риски географического распределения

В 2007–2017 гг. крупнейшими партнерами в географическом распределении валютных резервов Банка России⁴ были США, Германия, Франция и Великобритания, а в последующие годы –

⁴ Географическое распределение строится по признаку регистрации контрагентов Банка России или иностранных эмитентов бумаг, входящих в резервные валютные активы БР.

еще Китай и Япония. По величине золотых резервов первые три страны занимают соответственно 1-е, 2-е и 4-е места в мире, что повышает надежность их государственных облигаций. На 1 января 2021 г. доля указанных шести стран в географическом распределении валютных резервов Банка России оценивалась в 80,1%. Тогда же на активы с высшими международными рейтингами «AAA», «AA» и «A» приходилось 91,1% всех валютных резервов БР.

На протяжении 2007–2021 гг. можно выделить 2014 и 2018 гг., в которые произошли существенные изменения в управлении валютными резервами. После государственного переворота на Украине в феврале 2014 г. и последовавших затем событий в Крыму и Донбассе (включая катастрофу авиалайнера Boeing 777) США и Евросоюз уже к осени ввели целый ряд антироссийских санкций. В частности было запрещено или ограничено финансирование крупнейших российских банков, топливно-энергетических компаний и оборонных корпораций⁵. Иностраный капитал начал уходить из страны, особенно из банковской системы. Судя по платежным балансам РФ, в 2014 г. иностранцы вывели из российских банков 37,5 млрд долл. в чистом выражении, в 2015 г. – 60 млрд долл., а всего за 2014–2021 гг. – 233 млрд долл. К тому же осенью 2014 г. снизились экспортные доходы из-за падения мировых цен на углеводороды. В результате предложение валюты на внутреннем рынке сократилось, отчего только за октябрь – декабрь 2014 г. доллар подорожал с 39,4 до 56,3 руб., а евро – с 50 до 68,3 руб. Быстрое обесценение рубля подогревало спрос на наличную валюту со стороны населения, что еще более сокращало ресурсы банковской системы. В 2014 г. чистые покупки валюты физическими лицами составили 40,2 млрд долл., тогда как в 2013 г. – 23,7 млрд долл.⁶ Падение обменного курса рубля стало одной из причин ускорения роста потребительских цен. Чтобы поддержать рубль и замедлить инфляцию, Банк России продавал валюту на внутреннем рынке, а также предоставлял ее на какое-то время банкам, испытывавшим трудности после ухода иностранных инвесторов.

⁵ URL: <https://tass.ru/info/4562428> (дата обращения: 02.03.2022).

⁶ Бюллетень банковской статистики. 2015. № 4. Табл. 3.2.4.

Поскольку для нужд внутри страны потребовалось много валюты, регулятору пришлось продать или закрыть (в случае депозитов) резервные активы на сумму в 107,5 млрд долл. (табл. 2). С учетом же переоценок и прочих изменений валютные резервы уменьшились за год на 130,2 млрд долл. Продавались в основном долговые обязательства США, за год их объем в составе валютных резервов БР уменьшился примерно на 55 млрд долл. С появлением же минских договоренностей по Донбассу напряженность в отношениях между Россией и Западом несколько спала, и Банк России возобновил покупки американских долговых обязательств, составивших в конце 2017 г. 36,1% от валютных активов БР.

Таблица 2. Валютные резервы в международной инвестиционной позиции РФ, 2007–2021 гг., млн долл.

Год	Остаток на 1 января	Изменения		
		в результате операций	в результате переоценки	прочие
2007	295568	148928	21177	1078
2008	466750	-38925	-16148	70
2009	411748	3377	3916	-2388
2010	416652	36751	-12173	2360
2011	443591	12630	-2305	35
2012	453952	30017	5292	-2682
2013	486579	-22077	3832	1271
2014	469605	-107547	-24373	1686
2015	339371	1704	-19049	-2190
2016	319836	8244	-10187	-345
2017	317547	22636	17364	-1452
2018	356095	38202	-15040	2335
2019	381592	66481	-2043	-2047
2020	443983	-13768	25169	1636
2021	457020	63525	-18391	-4597
2022	497557	...	...	...

Источник. Банк России.

Другой резкий разворот в инвестиционной политике Банка России произошел в 2018 г. Тогда в результате крупнейшего сброса долговых обязательств США их объем в резервных активах снизился со 130,9 до 46 млрд долл. Отказ от долга США в 2018 г. регулятор более чем наполовину компенсировал покупками долга Китая, доля которого в географическом распределении

валютных активов Банка России возросла за год с 3,1 до 17,2%. В результате по этому показателю США опустились с первого места на четвертое после Германии, Франции и Китая. Главной причиной столь резких перемен послужило расширение санкций со стороны США, обвинивших Россию в отравлении Скрипалей, во вмешательстве в президентские выборы в США и в иных надуманных прегрешениях.

Возможно, тревожным звонком для Банка России стала и заморозка валютных резервов Казахстана в октябре 2017 г. Тогда бельгийский филиал американского Bank of New York Mellon заблокировал хранившиеся в нем средства Национального суверенного фонда Казахстана в размере 22 млрд долл.⁷ под тем предлогом, что Казахстан не исполнил решение Стокгольмского арбитража по иску молдавского бизнесмена А. Стати, обязывающее выплатить последнему 0,5 млрд долл. Впрочем, и ранее США не церемонились с активами неудобных им стран, Ирану и Венесуэле, например, они до сих пор не вернули давно замороженные средства.

С 2018 г. Банк России в годовых отчетах стал указывать, что при принятии управленческих решений в отношении резервных активов он учитывает не только финансовые, но и неэкономические риски. Действительно, в 2018–2021 гг. в валютных резервах БР произошли существенные структурные изменения не в пользу доллара и долговых обязательств США. За это время доля США в географическом распределении валютных активов Банка России снизилась с 36,1 до 8,2%, зато значительно выросли доли Китая (с 3,1 до 21,4%) и Японии (с 1,8 до 11,8%). Распределение активов БР по иностранным валютам также изменилось: доля доллара снизилась с 55,3 до 13,9%, а доли евро и юаня возросли до 43,2% и 21,8% соответственно.

В резком снижении доли доллара немалой была роль Фонда национального благосостояния. Имея в начале 2021 г. более 51 млрд долл. на счетах в БР, Фонд летом полностью перевел

⁷ *Комраков А.* Суверенные резервы Казахстана оказались не суверенными. URL: https://www.ng.ru/economics/2017-12-27/2_7145_kazakhstan.html (дата обращения: 08.09.2022).

их в другие валюты и в золото в обезличенной форме (405,7 т на 1 января 2022 г.)⁸.

Переводом большей части американских долговых обязательств в другие активы Банк России рассчитывал защитить свои резервы от возможных санкций, инициатором которых всегда выступали США. Но добиться ему удалось немногого, поскольку взамен он приобретал большей частью долговые обязательства стран, которые, за исключением Китая, выступают обычно на стороне США в конфликтных ситуациях с Россией. Эти страны (Германия, Франция, Великобритания, Канада и Япония) вместе с Соединенными Штатами представляют группу G7 почти в полном составе. Если за 2018–2021 гг. доля США в географическом распределении валютных активов БР намного снизилась, то доли Германии и Японии заметно выросли. В результате доля всех шести стран сократилась не так уж и значительно – с 78,6 до 62,5%. На 1 января 2022 г. их долговые обязательства в валютных активах БР составляли 301 млрд долл. Неудивительно, что российские валютные резервы, замороженные после начала военной спецоперации на Украине, оцениваются примерно в 300 млрд долл.

Формально Банк России считается независимой организацией, однако ежегодно он должен отчитываться перед Государственной думой РФ. В апреле 2022 г. на обсуждении очередного годового отчета БР ряд депутатов обвинили Э. Набиуллину в грубых просчетах в размещении резервных активов страны. Однако в ее защиту выступил глава Думы В. Володин: «Мы ответственны тоже. Мы каждый год принимали отчеты: с чем-то соглашались, с чем-то не соглашались»⁹. Неоправданными назвал решения по размещению валютных резервов и секретарь Совета безопасности РФ Н. Патрушев¹⁰.

Согласно данным таблицы 2, за 2007–2021 гг. чистые покупки валютных резервов (сумма величин в третьем столбце) составили 250,2 млрд долл. в текущих ценах. Однако выросли валютные

⁸ URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=93488-dannye_o_dvizhenii_sredstv_i_rezultatakh_upravleniya_sredstvami_fonda_natsionalnogo_blagosostoyaniya (дата обращения: 03.09.2022).

⁹ URL: <http://duma.gov.ru/news/54139/> (дата обращения: 01.09.2022).

¹⁰ *Егоров И.* Патрушев: Запад создал империю лжи, предполагающее уничтожение России (Интервью Н. Патрушева) // Российская газета. 2022. 27 апр.

резервы за 15 лет с 295,6 до 497,8 млрд долл., т.е. на 202 млрд долл. Стало быть, переоценки и прочие изменения валютных резервов в сумме составили –48,2 млрд долл. ($-48,2 = 202 - 250,2$). Прочие изменения были относительно небольшими, а вот годовые переоценки за весь период оценивались в –43 млрд долл.

Главной причиной таких потерь послужило, скорее всего, укрепление доллара США относительно других валют. За 2007–2021 гг. обменный курс евро упал с 1,32 до 1,13 долл., а британского фунта стерлингов – с 1,97 до 1,34 долл. Поэтому переоценки российских резервных активов, номинированных в евро и ф. ст., могли выражаться в этих валютах положительными величинами, а в долларовом выражении – отрицательными.

Годовые приросты валютных резервов, выраженных в текущих ценах, обычно содержат в себе инфляционную составляющую. Более реальное представление об их динамике дает переход к сопоставимым ценам. За 2007–2021 гг. потребительские цены в США выросли на 38%. Стало быть, в ценах декабря 2006 г. прирост валютных резервов за 15 лет можно оценить в 65,1 млрд долл. ($65,1 \approx 497,8 / 1,38 - 295,6$). Пересчитанные в тех же ценах затраты на приобретение валютных резервов составили за эти же годы около 220 млрд долл., притом что сами они выросли всего лишь на 65,1 млрд долл. Итак, за 15 лет было потеряно около 155 млрд долл. в ценах декабря 2006 г., или около 215 млрд долл. в ценах декабря 2021 г.

В оценках эффективности инвестиций в валютные резервы следовало бы учитывать полученные от них процентные доходы, но их объемы в последние годы были незначительными. Начиная с мирового финансового кризиса 2007–2008 гг. ФРС США, Европейский центральный банк и Банк Англии проводят политику низких ключевых процентных ставок, а Банк Японии перешел к такой политике еще раньше. Подобным образом центральные банки пытались стимулировать экономический рост в своих странах. В результате доходность долговых инструментов, номинированных в долларах, евро, фунтах стерлингов и иенах, сильно упала, порой до отрицательных значений. Поскольку валютные резервы России состоят большей частью из депозитов и долговых ценных бумаг, номинированных в указанных четырех валютах, процентные доходы от них весьма невелики (табл. 3) и не покрывают даже инфляционных потерь. Между тем, как уже

отмечалось, в последние годы размеры золотовалютных резервов РФ чрезмерны, а значит, проблемы их доходности становятся особенно актуальными [Наркевич, 2016].

Таблица 3. **Фактическая доходность резервных валютных активов Банка России в 2010–2021 гг., %**

Валюта	2010	2012	2014	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Доллар США	1,16	0,29	0,33	0,56	0,82	0,94	1,88	0,56	0,05
Евро	1,26	0,53	0,39	-0,06	-0,55	-0,28	-0,40	-0,21	-0,74
Фунт стерлингов	1,29	0,38	0,99	0,92	-0,04	0,45	0,83	0,81	-0,32
Иена	0,15	0,13	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	0,04	-0,02	-0,07
Юань	н.д.	н.д.	н.д.	1,71	1,40	5,10	3,05	2,26	3,16

Источник. Годовые отчеты Банка России.

Вернут ли России ее замороженные валютные резервы или они будут конфискованы и переданы Украине под видом репараций – вопрос открытый. То, что конфискация столь значительных средств противоречит законодательству, мало смущает западных лидеров, уже сейчас предлагающих подправить законы в нужном направлении. Их могут остановить, пожалуй, лишь опасения, что конфискация, став прецедентом, обрушит и без того невысокое доверие к мировой финансовой системе. На 1 января 2022 г. государственные ценные бумаги зарубежных стран составляли почти половину валютных активов Банка России. Отказ платить по ним приведет к репутационным издержкам для страны-эмитента, к полному или частичному замораживанию ее отношений с Россией. Ныне основная часть замороженных валютных резервов Банка России находится в Германии, Франции и Японии. Все они сильно зависят от импорта сырья из РФ, поэтому по сравнению с США и Великобританией занимают более сдержанную позицию в антироссийских санкциях, и им нет выгоды в передаче российских денег Украине.

Золото в резервных активах России

В своих годовых отчетах Банк России использует два показателя в оценках стоимостных и физических объемов золота под его управлением – золотые активы и монетарное золото в их составе. Под монетарным золотом понимаются принадлежащие Правительству и Банку России стандартные золотые слитки и монеты, изготовленные из золота с пробой не ниже 995/1000, а также золото на их обезличенных золотых счетах

за рубежом. Практически все монетарное золото страны размещается в БР, на 1 января 2022 г., например, оно оценивалось в 131,5 млрд долл., тогда как золотые резервы страны составляли на ту же дату 133,1 млрд долл. Как уже отмечалось, Фонд национального благосостояния имеет ныне значительные золотые счета в обезличенной форме и, стало быть, владеет в конечном счете частью золотых резервов Банка России.

С 1 января 2006 г. Банк России оценивает золото в российских резервных активах, исходя из Лондонского золотого фиксинга, который практически совпадает с мировой ценой, рассчитываемой по результатам торговли золотом в Лондоне и на Нью-йоркской товарной бирже (COMEX).

До 2007 г. золотые резервы России были весьма незначительными, поскольку почти все добываемое в стране золото шло на экспорт [Катасонов, 2010]. По данным сайта «Золотодобыча»¹¹, за 1993–2006 гг. добыча россыпного и рудного золота составила около 1880 т без учета его попутного производства из руд цветных металлов. Однако за эти годы золотые резервы страны выросли с 267 до 415 т, т.е. всего лишь на 148 т. Конечно, 1993–2006 гг. были не самыми благоприятными для наращивания золотых запасов. Однако же это не помешало стране увеличить за эти годы валютные резервы с 1,9 до 295,6 млрд долл. (тогда как золотые резервы на 1 января 2007 г. оценивались в 8,2 млрд долл.). С середины 2005 г. мировая цена на золото стала стремительно расти, за 2005–2011 гг. в Лондоне оно подорожало с 435 до 1531 долл. за тройскую унцию, т.е. в 3,5 раза (в среднем за год темп прироста составлял около 20%). Возможность столь быстрого роста цены на золото явно не учитывалась монетарными властями России, и страна немало прогадала, экспортируя до 2007 г. почти все добываемое золото по низким ценам.

Впечатляющая динамика мировой цены на золото не осталась без внимания в литературе (см. [Алферов, Навой, 2014; Арженовский, 2015]), однако, как ни странно, в ней практически не рассматривался такой важный фактор удорожания золота в те годы, как рост затрат на его производство. К началу текущего столетия россыпные месторождения в мире, за исключением России, были практически выработаны [Быховский, Спорыхина, 2013],

¹¹ URL: <https://zolotodb.ru/> (дата обращения: 02.08.2022).

а более затратная добыча рудного золота ведется в шахтах, глубина которых все более увеличивается и ныне доходит в отдельных случаях до 4–5 км. Кроме того, в первую очередь обычно разрабатываются месторождения руд с высоким содержанием золота, но по мере их истощения приходится переходить на более бедные руды. По данным Bunker Group, ведущего дилера драгоценных металлов, «в 2000 г. среднее содержание золота составляло 19 г/т, а в 2020 г. – 6,5 г/т»¹².

Производство золота потребляет много энергии, а ее главным источником являются углеводороды. По данным таможенной службы РФ, за 2005–2011 гг. средние экспортные цены на сырую нефть выросли в 3,3 раза, на нефтепродукты – в 3,1 раза, на природный газ – в 3,1 раза. Истощение золотых месторождений и резкое подорожание углеводородов были главными причинами роста среднемировых полных затрат на производство унции золота с 330 долл. в 2004 г. до 1160 долл. в 2013 г.¹³

В 2011 г. ВВП всего мира в соизмеримых ценах на 23,5% превышал его уровень в 2004 г.¹⁴ Добыча золота росла намного медленнее¹⁵, что могло дополнительно способствовать росту цен на этот металл. Инфляционное обесценение доллара также содействовало росту номинальной цены золота, но насколько это было существенно? В статье В.Т. Алферова, А.В. Навой [Алферов, Навой, 2014] утверждалось, что «удорожание золота на протяжении 10 лет XXI в. более чем в 5,6 раза при достаточно стабильной структуре и объеме спроса на него свидетельствует скорее об обесценении валют, в которых оно котируется (доллар США, евро, иена, фунт стерлингов). Это доказывает, например, близкий темп роста котировок металла и денежной базы в долларах США». На наш взгляд, эти выводы не вполне обоснованы. Непонятно, почему подорожание золота надо было связывать с ростом денежной базы США, а не напрямую с темпами инфляции в этой стране, которые, несмотря громадную денежную эмиссию ФРС в те годы, были умеренными. Действительно,

¹² Bunker Group. Gold's Cost of Production Analysis. 2022. URL: <https://bunker-group.com/en/blog/gold-s-cost-of-production-analysis> (дата обращения: 14.08.2022).

¹³ Bunker Group. Gold's Cost of Production Analysis. 2022. URL: <https://bunker-group.com/en/blog/gold-s-cost-of-production-analysis> (дата обращения: 14.08.2022).

¹⁴ URL: <https://be5.biz/makroekonomika/gdp/world.html> (дата обращения: 12.08.2022).

¹⁵ URL: <https://zolotodb.ru/article/10714> (дата обращения: 12.08.2022).

за 2001–2012 гг. потребительские и экспортные цены в США выросли соответственно на 32 и 34%, или на 2,3 и 2,5% в среднем за год. Такие темпы инфляции не могли оказать серьезного влияния на стремительный рост цен на золото.

Быстрый рост цен на нефть и газ в 2005–2011 гг. обеспечил дополнительные ресурсы для покупок монетарного золота. Углеводороды составляют основу экспорта России, поэтому их подорожание сопровождалось ростом экспортных доходов. Судя по платежным балансам, в 2004 г. такие доходы оценивались в 177,9 млрд долл., тогда как в 2011 г. – в 515,4 млрд долл. Возросший приток валюты в страну и высокая доходность инвестиций в золото (вследствие роста его мировой цены) убедили, наконец, монетарные власти России в 2007 г. начать наращивать золотые резервы страны.

В таблице 4 приведены годовые изменения золотых резервов России в стоимостном и физическом выражении за 2006–2021 гг. В отличие от таблиц 1 и 2, в ней нет графы «Изменения в результате операций». Дело в том, что графа эта составляется на основе финансового счета в платежном балансе страны, а в России покупки и продажи монетарного золота осуществляются только на внутреннем рынке и потому не имеют отношения к платежному балансу. Согласно руководству МВФ¹⁶, операции с монетарным золотом на внутреннем рынке входят в состав прочих изменений.

Согласно данным таблицы, за 2007–2011 гг. было приобретено 496 т монетарного золота. Это не так много, ведь за эти годы «прочие изменения» (на практике они почти полностью состоят из покупок монетарного золота) оценивались в 17,6 млрд долл., а чистые вложения в валютные резервы – в 162,8 млрд долл. (табл. 2). В 2012 и 2013 гг. покупки монетарного золота сократились до 67 и 80 т соответственно. Вероятно, это было связано с начавшимся падением инвестиционной привлекательности золота: его мировая цена перестала расти в 2012 г. и за 2013–2015 гг. снизилась с 1680 до 1060 долл. Главной причиной обесценения стал, по всей видимости, перегрев рынка.

¹⁶ Balance of payments and international investment position manual. Sixth Edition (BPM6) (2009). International Monetary Fund. 2009. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (accessed 22.08.2022).

Таблица 4. Монетарное золото в международных резервах РФ, 2006–2022 гг.

Год	Золотые резервы на 1 января		Изменения, млн долл.		Изменения, т
	млн долл.	т	переоценки	прочие	
2006	6349	354	1533	282	16
2007	8164	370	2716	1132	47
2008	12012	418	606	1915	69
2009	14533	487	4049	4215	143
2010	22798	630	7447	5544	137
2011	35788	766	4161	4748	100
2012	44697	866	2467	3875	67
2013	51039	933	-14585	3536	80
2014	39990	1013	-862	6961	166
2015	46089	1179	-5055	7529	203
2016	48563	1382	3555	8076	200
2017	60194	1583	7410	9043	220
2018	76647	1808	-818	11074	270
2019	86903	2077	16455	7019	154
2020	110376	2231	26999	1379	24
2021	138754	2255	-5778	93	-7
2022	133070	2248	...	...	...

Источник. Банк России: годовые отчеты, статистика по внешнему сектору экономики.

К 2012 г. могла сложиться своеобразная пирамида инвестиций в золото: длительный рост цены металла в предшествующие годы подогревал спрос на него со стороны инвесторов (в надежде на дальнейшее подорожание), а это, в свою очередь, еще более ускоряло рост цены, а затем и спроса. Ясно, что такие спекулятивные пирамиды со временем должны обрушиться. В литературе выделяют четыре сектора использования золота: ювелирную отрасль, прочую промышленность, частные инвестиции и центральные банки. Среди них наиболее чувствительны к изменению цены частные инвестиции (приобретение слитков, монет, акций золотых биржевых фондов). Так, совокупный мировой спрос на золото в 2013 г. снизился по сравнению с 2011 г. только на 5%, тогда как спрос на частные инвестиции – в 2,2 раза¹⁷.

¹⁷ URL: <https://www.gold.org/goldhub/data/gold-demand-by-country> (дата обращения: 02.09.2022).

Начиная с 2014 г., российские золотые резервы стали быстро расти, хотя до 2016 г. мировая цена на золото продолжала снижаться. После событий на Украине в 2014 г. отношения России с Западом резко ухудшились, вследствие чего выросли риски ее валютных резервов, состоявших тогда в основном из государственных долговых обязательств США, Франции, Германии и Великобритании. В изменившихся условиях Банк России стал форсированно наращивать резервы в золоте, в рекордном 2018 г. им было приобретено 270 т монетарного золота, тогда как производство золота в стране составило 314 т (табл. 5). В результате за 2014–2018 гг. запасы монетарного золота выросли в физическом выражении с 1013 до 2077 т, а в стоимостном – с 40 до 86,9 млрд долл. Их доля в международных резервах России возросла за эти годы с 7,8 до 18,5%. В 2019 г. доля возросла до 19,9%, и в последующие два года Банк России практически перестал накапливать золотые резервы. Похоже, уровень в 20% был для него неким верхним ориентиром. Это значительно выше теоретических оценок оптимальной доли золота, полученных для некоторых развивающихся стран [Bhatia, 2012; Волков, 2013], но нужно учитывать, что в последние годы риски резервов России были очень высокими. Как бы то ни было, в июле 2020 г. Э. Набиуллина заявила, что «у нас золота достаточно для того, чтобы обеспечить диверсификацию наших золотовалютных резервов»¹⁸.

За 2020–2021 гг. экспорт золота составил 622 т (90,9% от его производства). В 2020 г. экспорт и покупки российского золота Банком России (соответственно 320 и 29 т) превышали его производство. Даже в отдельности экспорт перекрывал добычу и попутное производство золота. Стало быть, часть экспорта золота осуществлялась за счет сокращения его запасов в целом по стране. В первую очередь это относилось к банкам: за год их запасы драгметаллов в пересчете на золото снизились с 90,5 до 56 т¹⁹. Основная часть экспорта золота поступает на лондонский золотой рынок, за 2020–2021 гг., например, там было продано 556 т российского золота (89,4% от всего экспорта).

¹⁸ URL: https://www.rbc.ru/economics/11/01/2021/5ffc6e4d9a79471b76da7381?from=from_main_1 (дата обращения: 02.09.2022).

¹⁹ URL: <https://www.interfax.ru/business/748349> (дата обращения: 24.08.2022).

Таблица 5. Производство и использование золота в России, 2014–2021 гг., т

Производство	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Золото	290	294	297	308	314	344	340	346
В том числе:								
добыча	231	255	263	281	263	286	291	297
Попутное	...	...	...	...	...	19	17	...
Вторичное	...	...	...	...	...	39	32	...
Экспорт золота	6	39	22	57	17	123	320	302
Чистые покупки монетарного золота Банком России	166	204	200	220	270	156	24	-7
Золотые резервы РФ на конец года	1179	1383	1583	1808	2077	2231	2255	2248

Примечание. В добычу золота не включается его попутное производство из руд цветных металлов и вторичное производство из лома и отходов.

Источник. Годовые отчеты Банка России, сайт «Золотодобыча».

Громадному росту российского экспорта золота в 2020–2021 гг. способствовали и не ко времени принятые меры по либерализации его вывоза. Был расширен круг экспортеров: если раньше получить соответствующие лицензии могли только банки, то в апреле 2020 г. такое право предоставили и золотодобывающим предприятиям²⁰. Позже было отменено требование о репатриации валютной выручки для несырьевых экспортеров²¹ (экспортируемое аффинажное золото не считается сырьем). В Государственной думе РФ настороженно восприняли произошедшие изменения, и в декабре 2021 г. Дума решила обратиться за разъяснениями к Банку России.

Действительно, в последние годы геополитическая обстановка все более накаляется в связи с событиями на Украине, а золото в таких условиях – наиболее надежный резервный актив страны. Только после начала специальной военной операции и решения Евросоюза и США о блокировании почти половины международных резервов России регулятор возобновил покупки золота на внутреннем рынке. Впрочем, одновременно он перестал публиковать какие-либо сведения о золотых резервах, а в июле был принят закон, позволяющий засекречивать информацию

²⁰ URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202004200005> (дата обращения: 24.08.2022).

²¹ URL: <http://www.consultant.ru/law/hotdocs/69770.html/> (дата обращения: 0709.2022).

о размерах золотовалютных резервов страны. В пояснительной записке к законопроекту пояснялось, что такая информация должна быть защищена от возможности ее получения недружественными государствами. Однако эта аргументация не выглядит убедительной, ведь размеры резервов считаются важнейшим показателем кредитоспособности страны, и если дружественные и нейтральные государства тоже не смогут получать информацию о них, то это негативно скажется на иностранных инвестициях. А если смогут, то возникает вопрос: как это можно сделать втайне от недружественных государств?

За 2007–2021 гг. золотые резервы РФ выросли с 8,2 до 133,1 млрд долл., т.е. на 124,9 млрд долл. В составе последней величины на переоценки вследствие изменений мировой цены на золото приходилось 48,8 млрд долл., а на прочие изменения – 76,1 млрд долл. Если же провести расчеты в сопоставимых ценах декабря 2021 г., то прирост золотых резервов за те же годы можно оценить в 121,8 млрд долл., прочие изменения – в 90,2 млрд долл., переоценки цены на золото – в 31,6 млрд долл. Как видно, золотые резервы, в отличие от сильно убыточных валютных резервов, показали высокую доходность.

К концу июля 2022 г. Великобритания, США, Евросоюз, Канада и Япония ввели запрет на импорт золота из России. Ранее на эти страны приходился практически весь экспорт российского золота, и перенаправить его в страны Азии можно только с большими скидками (как это было с нефтью). Поэтому Минфин РФ предпринял ряд мер по увеличению внутреннего спроса. В мае Фонд национального благосостояния увеличил объемы своего золота в обезличенной форме с 405,7 до 554,9 т. Для физических лиц были отменены НДС на покупки золота и НДС/Л на его продажи (в 2022–2023 гг.).

Краткие выводы

В последние годы золотовалютные резервы России в разы превышали потребности в них, которые были рассчитаны на основе общепринятых в мире критериев достаточности международных резервов. Чрезмерность международных резервов РФ объясняется, скорее всего, тем, что для поддержки экспортоориентированных отраслей экономики Банк России долгие годы выводил валюту в западные страны (приобретая их

долговые обязательства) и тем самым понижал обменный курс рубля.

За 2007–2021 гг. Россия много потеряла от переоценок ее валютных резервов. Чтобы количественно оценить размеры потерь, затраты на приобретение валютных резервов в каждом году и валютные резервы на начало 2022 г. были выражены в сопоставимых ценах (в долларах декабря 2006 г.). В этих ценах на пополнение валютных резервов было израсходовано за 15 лет около 220 млрд долл., но возросли они только на 65 млрд долл. Как видно, чрезмерные валютные резервы очень дорого обходились стране.

За тот же период лондонская цена на золото возросла в 2,8 раза. Поэтому в среднем за 15 лет золотые резервы, в отличие от валютных, показывали высокую доходность. Главной причиной быстрого подорожания золота был 2,5-кратный рост среднемировых затрат на его производство. Издержки росли из-за выработки почти всех россыпных месторождений золота в мире, вследствие чего компаниям пришлось переключаться на дорогостоящую добычу рудного золота в шахтах. Кроме того, производство золота требует много энергии, а за те же годы в несколько раз подорожали углеводороды и, следовательно, энергия. Поскольку качество разрабатываемых золотоносных руд продолжает ухудшаться, то уже в среднесрочной перспективе можно ожидать дальнейшего роста мировой цены на золото. Поэтому России целесообразно наращивать золотые резервы, тем более что страны Запада ввели запрет на импорт ее золота.

Литература

Алферов В. Т., Навой А. В. Золото в структуре международных резервов российской федерации: трансформация подходов к управлению // Деньги и кредит. 2014. № 10. С. 53–59.

Арженовский С. В. Прогнозирование динамики цены и оценка риска инвестиций в золото // Экономический анализ: теория и практика. 2015. № 20 (419). С. 50–56.

Быховский Л. З., Спорыхина Л. В. Россыпные месторождения в сырьевой базе и добыче полезных ископаемых // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. 2013. № 6. С. 6–17.

Волков Р. Г. Золото в золотовалютных резервах России: сколько его нужно? // Экономический анализ: теория и практика. 2013. № 28 (331). С. 15–20.

Дементьев Н. П. Внешний сектор российской экономики: низкая инвестиционная доходность, вывод капитала // ЭКО. 2018. № 8 (530). С. 93–112. DOI: 10.30680/ЕСО0131-7652-2018-8-93-112

Катасонов В. Ю. Вывоз золота из Советской России, СССР и Российской Федерации: 1917–2005 гг. // ЭКО. 2010. № 3 (429). С. 118–134.

Лев М. Ю., Леценко Ю. Г. Экономическая безопасность России в аспекте управления международными резервами // Экономика, предпринимательство и право. 2019. Том 9. № 4. С. 223–244.

Наркевич С. С. Мировая практика управления валютными резервами // Мировая экономика и международные отношения. 2016. Т. 60. № 2. С. 40–51.

Сухарев А. Н., Бурутин А. Г. Обеспечение безопасности международных резервов Банка России // Финансы и кредит. 2014. № 42 (618). С. 2–12.

Bhatia A. Optimal gold allocation for emerging-market central banks, World Gold Council, RBS Reserve Management Trends, 2012. P. 71–89. URL:

https://www.gold.org/sites/default/files/documents/rmt_optimal_gold_allocations_for_emerging-market_central_banks1_0.pdf (дата обращения: 24.08.2022).

Sula O., Oguzoglu U. International reserves and economic growth // International Review of Economics & Finance. 2021. Vol. 72 (C). P. 16–28. DOI: 10.1016/j.iref.2020.10.022

Статья поступила 26.09. 2022

Статья принята к публикации 07.10.2022

Для цитирования: Дементьев Н. П. Золотовалютные резервы России: критический анализ // ЭКО. 2022. № 11. С. 67–89. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-11-67-89

Summary

Dementiev, N.P., *Doct. Sci. (Phys.-Math.). E-mail: dement@ieie.nsc.ru*
Institute of Economics and Industrial Engineering, SB RAS, Novosibirsk
Russia's Gold and Foreign Exchange Reserves: Critical Analysis

Abstract. The paper examines the condition of Russia's gold and foreign exchange reserves over the past 15 years. It is demonstrated that in some years the surplus of Russia's balance of payments published by the Central Bank was greatly overstated. In particular, in the Russian foreign investments were included so-called "suspicious transactions" being factually funds irrevocably withdrawn abroad. It is found that Russia's gold and foreign exchange reserves exceeded their requirements many times over, given the internationally accepted criteria of adequacy of international reserves. This is mainly because, with a view to export support, the Bank of Russia maintained for years undervalued ruble's exchange rate by foreign currency withdrawing abroad. Attempts have been made to assess what the maintenance of huge foreign currency reserves really costs the country. Changes in the geographic distribution of foreign exchange reserves due to foreign policy events are reviewed. The principal reasons for the rapid growth of the world price of gold, due to which gold reserves, in contrast to foreign exchange reserves, had an acceptable rate of return, are indicated.

Keywords: *gold and foreign exchange reserves; Bank of Russia; international investment position; return on foreign investment; gold production costs; world price of gold*

References

Alferov, V.T., Navoj, A.V. (2014). Gold in international reserves of the Russian Federation: Transformation of management methods. *Russian Journal of Money and Finance*. No. 10. Pp. 53–59. (In Russ.).

Arzhenovskij, S.V. (2015). Price Behavior Forecasting and Investment in Gold Risk Assessment. *Economic Analysis: Theory and Practice*. No. 20 (419). Pp. 50–56. (In Russ.).

Bhatia, A. (2012). *Optimal gold allocation for emerging-market central banks, World Gold Council, RBS Reserve Management Trends*. Pp. 71–89. Available at: https://www.gold.org/sites/default/files/documents/rmt_optimal_gold_allocations_for_emerging-market_central_banks1_0.pdf (accessed 24.08.2022).

Byhovskij, L.Z., Sporyhina, L.V. (2013). Placer deposits in the resource base and mineral mining. *Mineral recourses of Russia. Economics and management*. No. 6. Pp. 6–17. (In Russ.).

Dementiev, N.P. (2018). External sector of the Russian economy: low-yield investment and capital flight. *ECO*. No. 8 (530). Pp. 93–112. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2018-8-93-112

Katasonov, V. Yu. (2010). Export of gold from the Soviet Russia, the USSR and the Russian Federation: 1917–2005. *ECO*. No. 3 (429). Pp. 118–134. (In Russ.).

Lev, M. Yu., Leshchenko, Yu.G. (2019). Economic security of Russia in the sense of international reserves management. *Ekonomika, predprinimatel'stvo i pravo*. T. 9. No. 4. Pp. 223–244. (In Russ.).

Narkevich, S.S. (2016). International Practices in Foreign Exchange Reserves Management. *World Economy and International Relations*. Vol. 60. No. 2. Pp. 40–51. (In Russ.).

Suharev, A.N., Burutin, A.G. (2014). Ensuring the security of international reserves of the Bank of Russia. *Finance & Credit*. No. 42 (618). Pp. 2–12. (In Russ.).

Sula, O., Oguzoglu, U. (2021). International reserves and economic growth. *International Review of Economics & Finance*. Vol. 72 (C). Pp. 16–28. DOI: 10.1016/j.iref.2020.10.022.

Volkov, R.G. (2013). Gold in Russia's foreign exchange reserves: How much is needed? *Economic Analysis: Theory and Practice*. No. 28 (331). Pp. 15–20. (In Russ.).

For citation: Dementiev, N.P. (2022). Russia's Gold and Foreign Exchange Reserves: Critical Analysis. *ECO*. No. 11. Pp. 67–89. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2022-11-67-89