

УДК 338.92

ББК 65.9(2Р)30-2

Э40

DOI 10.36264/978-5-89665-403-2-2026-039

А в т о р ы:

Алексеев А.В., д.э.н. – предисловие, гл. 3, заключение; Базаров А.Б., к.э.н. – гл. 10; Баранов А.О., д.э.н. – гл. 4, гл. 7; Гильмундинов В.М., д.э.н. – гл. 10; Гореев А.В., к.э.н. – гл. 4; Дементьев Н.П., д.ф.-м.н. – гл. 6; Казанцева Л.К., к.и.н. – гл. 10; Казанцев С.В., д.э.н. – гл. 5; Колложнов Д.В., PhD in economics, к.э.н. – гл. 12; Колложнов Е.Д. – гл. 12; Комарова А.В., к.э.н. – гл. 9; Музыко Е.И., д.э.н. – гл. 8; Павлов В.Н., д.т.н. – гл. 7; Рыженков А.В., д.э.н. – гл. 11, приложение; Савина А.И., к.э.н. – гл. 10; Слепенкова Ю.М., к.э.н. – гл. 4; Тагаева Т.О., д.э.н. – гл. 10; Тесля П.Н., к.э.н. – гл. 2; Филимонова И.В., д.э.н. – гл. 9; Фомин Д.А., к.э.н. – гл. 1.

Рецензенты:

д.э.н. Н.И. Суслов, д.э.н. Н.М. Ибрагимов, к.э.н. М.А. Ягольницер

Э40

Экономика России в новой макроэкономической реальности: от структурных диспропорций к новой модели роста / под ред. А.В. Алексеева, Л.К. Казанцевой. – Новосибирск: Изд-во ИЭОПП СО РАН, 2026. – 426 с.

ISBN 978-5-89665-403-2

В монографии дается анализ новой макроэкономической реальности – ее производственной, финансовой, демографической, эколого-экономической составляющих – сложившейся под воздействием внешних и внутренних факторов. Рассматриваются вопросы создания диверсифицированной национальной экономики в противовес курсу на консервацию сырьевой модели развития. Внимание фокусируется на инструментах стратегического развития, на моделях поиска компромисса между целями экономической политики, на проблемах адаптации нефтегазового сектора к новым реалиям. Теоретико-методологическим фундаментом исследования стали передовые концепции моделирования экономической динамики, промышленных циклов и условий макроэкономической стабильности.

Монография подготовлена по плану НИР ИЭОПП СО РАН по проектам № 121040100281-8 «Методы и модели обоснования стратегии развития экономики России в условиях меняющейся макроэкономической реальности» и № 126020516495-3 «Методология и методика разработки и обоснования приоритетов инвестиционной, кредитно-денежной и фискальной политики структурной трансформации российской экономики в новых геополитических условиях»; адресована ученым-экономистам, работникам государственных служб, частных корпораций и учебных заведений.

УДК 338.92

ББК 65.9(2Р)30-2

ISBN 978-5-89665-403-2

© ИЭОПП СО РАН, 2026

© Коллектив авторов, 2026

Полная электронная копия издания расположена по адресу:

http://lib.ieie.nsc.ru/docs/2026/039-EconRus/Ekonomika_Rossii_v_Novoy_macrocon_realnosti.pdf

Глава 6

ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ РОССИИ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА СТРАНЫ

По определению Банка России, международные резервы (золотовалютные резервы) Российской Федерации представляют собой высоколиквидные иностранные активы, имеющиеся в распоряжении Банка России и Правительства РФ. Создаются они в целях финансирования дефицита платежного баланса страны, проведения операций на валютных рынках для воздействия на обменный курс валюты, поддержания доверия к отечественной экономике и к рублю, в частности.

В российских экономических журналах не так много публикаций по международным резервам страны. Интерес к этой проблематике заметно возрос после блокирования большей части российских валютных резервов в 2022 г. Критики справедливо, на наш взгляд, упрекали Банк России в том, что он в виде валютных резервов выводил из страны чрезмерно большие инвестиционные ресурсы. К тому же Россия на протяжении многих лет несла большие убытки из-за отрицательной доходности валютных резервов в реальном выражении. Скорее всего, регулятор целенаправленно занижал курс рубля на валютном рынке для поддержки экспортно ориентированных отраслей экономики (нефтегазового сектора, в первую очередь).

С 2022 г. быстро сокращалось участие Правительства РФ и управляемого им Фонда национального благосостояния в формировании и поддержке золотовалютных резервов. ФНБ выводил из Банка России не только валютные активы (что было понятно на фоне геополитических событий), но и обезличенное золото, несмотря на стремительный рост мировой цены золота в эти годы и, стало быть, его высокую доходность. Считается обычно, что полученные взамен золота рубли потребовались Минфину для покрытия дефицита федерального бюджета. Но это верно лишь отчасти: значительная часть вырученных денег шла на долгосрочное целевое кредитование крупнейших банков России, что не очень вяжется с декларируемыми целями Фонда.

Быстрое подорожание золота и высокая инфляция в стране стали причиной того, что активы Банка России росли намного быстрее, чем его обязательства, номинированные большей частью в рублях. В результате, к концу 2024 г. собственный капитал регулятора почти сравнялся по величине с его обязательствами, что нехарактерно для центральных банков развитых стран.

Не вполне ясно, почему Банк России уже шесть лет не пополняет золотые резервы в физическом выражении, хотя мировая цена золота выросла за это время почти в два раза. Затронутые выше факты и вопросы рассматриваются в настоящей главе более обстоятельно.

6.1. Золотовалютные резервы в балансах Банка России

Как известно, золотовалютные резервы России находятся в основном на балансе Центрального банка, и, стало быть, им же управляются. Однако в публикуемых балансах регулятор их отдельно не выделяет. Например, в активах баланса БР не выделяется монетарное золото, но имеется статья под более общим названием «Драгоценные металлы». Находящиеся в распоряжении БР валютные резервы страны не совпадают по объему со статьей баланса «активы в иностранной валюте». Кроме того, статистика Банка России по золотовалютным резервам ведется в долларах, тогда как его балансы – в рублях. Все это несколько затрудняет понимание роли БР в золотовалютных резервах страны. В данном разделе затронутые вопросы рассматриваются более подробно.

До 2022 г. данные по драгоценным металлам и активам в иностранной валюте (средствам, размещенным у нерезидентов, и ценным бумагам иностранных эмитентов) показывались в годовых балансах Банка России раздельно. Согласно табл. 6.1, на 31 декабря 2021 г. активы в иностранной валюте оценивались в 35 284 млрд руб. Но валютными активами БР считаются также специальные права заимствований (СДР) и резервная позиция страны в МВФ. Эти активы входят в состав требований регулятора к МВФ, на 31 декабря 2021 г. они в сумме составляли 2 190 млрд руб. Стало быть, валютные активы БР оценивались тогда в 37 474 млрд руб. ($37\,474 = 35\,284 + 2\,190$) или 71,5% от всех активов БР. Как видно, большую

часть своих активов Банк России размещал в других странах и международных организациях. Для сравнения, на ту же дату кредиты и депозиты, предоставленные регулятором российским резидентам (главным образом, кредитным организациям-резидентам), в сумме не превышали 2 903 млрд руб. (5,5% от всех активов БР).

Входящие в состав активов БР ценные бумаги российских резидентов также весьма незначительны по объему. В США, наоборот, активы ФРС практически полностью состоят из казначейских ценных бумаг и ипотечных бумаг, выпущенных государственными агентствами. В России же закон запрещает регулятору напрямую предоставлять кредиты Правительству РФ для финансирования дефицита федерального бюджета, покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении, если это не предусматривается законом о федеральном бюджете [Федеральный...]. На 1 января 2025 г., например, задолженность Минфина РФ перед Банком России составляла всего лишь 389,9 млрд руб. (0,55% от всех активов регулятора), что практически совпало со всеми активами БР в ценных бумагах (см. табл. 6.1).

На практике запрет прямого кредитования Правительства РФ со стороны Банка России не мешает последнему финансировать Минфин РФ опосредованно. В таких случаях регулятор предлагает какому-то российскому банку купить ценные бумаги Минфина, а затем выкупает у банка эти бумаги в рамках операции РЕПО. Судя по публикуемой статистике Банка России, масштабы его опосредованных кредитов правительству относительно невелики. Так, на 31 декабря 2024 г. средства регулятора, размещенные в российских кредитных организациях по операциям РЕПО, составили 1,4 трлн руб. (2% от всех активов БР на ту же дату).

Тот факт, что активы Центробанка размещаются большей частью за границей, объясняется тем, что Российская Федерация имеет крупные международные резервы (с учетом заблокированных резервов в западных странах), которые почти полностью находятся на балансе регулятора. Действительно, на 1 января 2022 г. валютные активы в составе международных резервов РФ составляли 497,6 млрд долл., а в переводе на рубли по тогдашнему курсу доллара – 36 968 млрд руб. Эта сумма незначительно отличается от стоимости зарубежных валютных активов БР на 31 декабря 2021 г., оцененных выше в 37 474 млрд руб. Аналогично можно сравнить

вторую часть международных резервов – стоимость монетарного золота – со стоимостью драгоценных металлов в Банке России. На 1 января 2022 г. российское монетарное золото оценивалось в 133,1 млрд долл. или в 9 888 млрд руб. в соответствии с курсом доллара к рублю. Последняя сумма практически совпадает со стоимостью цветных металлов во владении БР на 31 декабря 2021 г. (9 995 млрд руб.). Как видно, почти все международные резервы страны действительно находятся на балансе Банка России.

Таблица 6.1

Годовые балансы Банка России на 31 декабря 2021–2024 гг., млрд руб.

Финансовый показатель	2021	2022	2023	2024
Активы, всего, из них:	52 412	47 223	61 519	70 949
Активы в иностранной валюте и драгоценные металлы	45 279	39 034	50 878	58 722
Активы в иностранной валюте	35 284	н/д	н/д	н/д
Драгоценные металлы	9 995	н/д	н/д	н/д
Кредиты и депозиты	2 903	4 731	6 290	7 346
Ценные бумаги	972	470	437	391
Требования к МВФ	3 152	2 842	3 668	4 052
Прочие активы	107	147	246	437
Обязательства, всего, из них:	36 205	34 481	37 689	39 527
Наличные деньги в обращении	14 069	16 348	18 321	18 512
Средства на счетах в Банке России, всего, из них:	19 135	15 405	15 819	17 167
– средства Правительства РФ и единого казначейского счета	12 304	7 045	6 725	6 544
– средства кредитных организаций – резидентов	6 277	8 126	8 730	10 082
Обязательства перед МВФ	2 827	2 543	3 328	3 632
Прочие обязательства	175	184	221	216
Капитал и прибыль, всего, из них:	16 207	12 743	23 829	31 422
Капитал	16 207	12 743	23 689	31 222
Прибыль отчетного года	0	0	140	200
Обязательства, капитал и прибыль	52 412	47 223	61 519	70 949

Источники: Годовые отчеты Банка России за 2021–2024 гг.

Впрочем, независимость Банка России в управлении международными резервами следует считать довольно условной. Так, например, в конце 2021 г. средства Правительства РФ и средства единого казначейского счета в БР составляли 12 304 млрд руб. (треть всех обязательств регулятора), из которых на долю Фонда национального благосостояния приходилось 8 453 млрд руб. Ясно, что и Минфин РФ, и управляемый им ФНБ, будучи крупнейшими депозиторами Банка России, могли влиять на его решения по инвестированию полученных от правительства средств. К тому же, Правительство РФ прямо устанавливает предельные и нормативные доли отдельных видов финансовых активов в общем объеме размещенных средств ФНБ. Регулятор в своих методологических материалах всегда указывает, что международными резервами страны распоряжаются два органа денежно-кредитного регулирования страны – Банк России и Правительство РФ.

В 2010–2017 гг. большая часть валютных резервов России была размещена в США, Германии, Франции и Великобритании. В конце 2017 г. на долю США в географическом распределении валютных активов России приходилось 36%. Но в 2018 г. Банк России осуществил крупнейший сброс долговых обязательств США, и их объем в резервных активах снизился со 130,9 до 46 млрд долл. Главной причиной тому послужило расширение антироссийских санкций со стороны американских властей, обвинявших тогда Россию во вмешательстве в президентские выборы 2016 г. в США и в иных надуманных прегрешениях. Тревожным звонком для Банка России стала и заморозка валютных резервов Казахстана в октябре 2017 г. Тогда бельгийский филиал американского банка Bank of New York Mellon заблокировал хранившиеся в нем средства Национального суверенного фонда Казахстана в размере 22 млрд долл.¹. И до этого США не раз легко обращались с активами неугодных им стран. Взамен Россия стала покупать ценные бумаги Китая и Японии, но до сих пор основная часть российских валютных резервов (с учетом замороженных в 2022 г.) размещается в странах Евросоюза (большой частью в Бельгии в настоящее время).

¹ Суверенные резервы Казахстана оказались не суверенными. Комраков А. Независимая газета. 27.12.2017. URL: https://www.ng.ru/economics/2017-12-27/2_7145_kazakhstan.html (дата обращения: 27.11.2025).

6.2. Центробанки мира покупают золото на фоне геополитической нестабильности

В последнее десятилетие на фоне роста геополитической напряженности и антироссийских санкций значительно возросла роль монетарного золота в международных резервах России. Как известно, под монетарным золотом понимаются принадлежащие Банку России и Правительству РФ золотые слитки и монеты, изготовленные из золота не ниже 995 пробы. Судя по публикуемой статистике, стоимость его регулятор рассчитывает в соответствии с эталонной ценой на золото в слитках на Лондонской бирже (LBMA Gold Price), которая считается ключевым индикатором на мировых рынках золота. Например, на 1 января 2025 г. запасы монетарного золота в России оценивались Банком России в 75 млн тройских унций (2 333 т), а в стоимостном выражении – в 195 707 млн долл. [Банк...] Стало быть, цена 1 унции составляла 2609 долл., что в точности совпадает с эталонной ценой золота в Лондоне на ту же дату [InvestFunde...].

До 2022 г. в публикуемой годовой статистике Банка России по международным резервам страны отражались не только объемы резервов на начало и конец года, но и их изменения за год, поделенные на три категории. К первой категории относятся изменения резервных активов в результате операций между резидентами и нерезидентами, ко второй категории – переоценки активов из-за изменений валютных курсов и рыночных цен, а к третьей категории – прочие изменения резервов. Следует отметить, что в табл. 6.2, отражающей динамику золотых резервов России, нет графы «Изменения резервных активов в результате операций между резидентами и нерезидентами». Дело в том, что в России операции с монетарным золотом осуществляются только на внутреннем рынке (т. е. продавцы и покупатели являются российскими резидентами) и, согласно руководству МВФ по платежному балансу и международной инвестиционной позиции, входят в состав прочих изменений [Balans, 2009].

Из табл. 6.2 видно, что за 2014–2019 гг. запасы монетарного золота возросли в 2,19 раза (с 1 036 до 2 271 т), а в стоимостном выражении – в 2,78 раза (с 40 до 110,4 млрд долл.). Стало быть, за шесть лет цена золота выросла на 27% (тогда как эталонная цена в Лондоне за то же время – на 26%).

Таблица 6.2

**Международная инвестиционная позиция
по монетарному золоту РФ, 2010–2025 гг.**

Год	Золотые резервы на 1 января		Изменения, млн долл.		Измене- ния, т
	млн долл.	т	переоценки	прочие изменения	
2010	22 798	649	7 447	5 544	140
2011	35 788	789	4 161	4 748	94
2012	44 697	883	2 467	3 875	75
2013	51 039	958	-14 585	3 536	78
2014	39 990	1 036	-862	6 961	171
2015	46 089	1 207	-5 055	7 529	208
2016	48 563	1 415	3 555	8 076	199
2017	60 194	1 614	7 410	9 043	224
2018	76 647	1 838	-818	11 074	274
2019	86 903	2 112	16 455	7 019	159
2020	110 376	2 271	26 999	1 379	28
2021	138 754	2 299	-5 778	93	3
2022	133 070	2 302	...	...	31
2023	136 077	2 333	...	...	0
2024	155 858	2 333	...	...	0
2025	195 707	2 333	...	...	...

Примечание. Пересчет золотых запасов из долларов в тонны был произведен на основе котировок золота в Лондоне.

Источник: Банк России. Статистика внешнего сектора. Международные резервы.

Быстрое подорожание золота на мировых рынках было связано с ростом затрат на его производство. К тому времени россыпные месторождения в мире были в основном выработаны, и пришлось переходить на более затратную добычу рудного золота в шахтах, глубина которых постепенно увеличивалась и доходила в отдельных случаях до 4–5 км. Как правило, в первую очередь осваиваются месторождения богатых золотых руд, поэтому со временем количество золота на тонну добытой руды сокраща-

ется. По некоторым оценкам [Bunker Group..., 2022], в 2020 г. для извлечения одного и того же количества золота требовалось добыть и переработать в 3–4 раза больше руды, чем 2000 г. 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.

К концу 2019 г. доля золота в международных резервах РФ возросла с 7,8 до 19,9%. Похоже, Банк России придерживается 20-процентного целевого ориентира по использованию этого металла в составе международных резервов, поскольку в последующие годы он практически перестал его покупать. Действительно, в июле 2020 г. Э. Набиуллина заявила, что «у нас золота достаточно для того, чтобы обеспечить диверсификацию наших золотовалютных резервов»¹. За 2020–2024 гг. физические запасы монетарного золота в стране увеличились всего лишь на 2,7% – с 2 271 до 2 333 т. За 2020–2021 гг. экспорт золота составил 622 т (около 90% от его производства)².

Вопрос, какой должна быть доля золота в международных резервах страны, остается в литературе дискуссионным. Его разрешение зависит, в частности, от того, какие цели преследуют монетарные органы страны. В работах Р.Г. Волкова и И.С. Иванченко, например, были предприняты попытки найти оптимальную долю золота в золотовалютных резервах России [Волков, 2013; Иванченко, 2025]. Так, И.С. Иванченко на основе портфельного подхода (модифицированной модели Марковица) определил такую долю в 72%, если Центробанк минимизирует санкционные риски.

С 2022 г. центральные банки многих стран мира стали ускоренно наращивать запасы золота. Если в 2014–2021 гг. годовые нетто-покупки золота со стороны всех центральных банков составляли в среднем 490 т, то в 2022–2024 гг. – в среднем 1 072 т

¹Золото впервые обошло доллар в резервах России. РБК. 11.01.2021. URL: https://www.rbc.ru/economics/11/01/2021/5ffc6e4d9a79471b76da7381?from=from_main_1 (дата обращения: 27.11.2025).

²ФИНМАРКЕТ. 10.02.2022. В 2021 году Россия сократила экспорт золота на 6%, до 302 тонн. URL: <https://www.finmarket.ru/news/5646930> (дата обращения: 27.11.2025).

[World...]. Рекордные закупки были проведены в III квартале 2022 г. – 457 т. Схожие события происходили в 2010–2012 гг. на фоне тогдашнего мирового экономического кризиса [Bhatia..., 2012]. Здесь же причиной возросшего интереса регуляторов к покупкам золота стало дальнейшее обострение геополитической обстановки в мире. Определенную роль сыграли и противозаконные действия западных стран по «заморозке» российских валютных резервов, после чего доверие центральных банков к основным мировым резервным валютам (долларам, евро, британским фунтам) снизилось, и они стали заменять валютные резервы более надежным активом – золотом.

Только за 2020 г. цена золота на Лондонской бирже выросла на 24,6% – с 1514,8 до 1887,6 долл. за 1 унцию. Взлету цены способствовали как возросшие покупки золота со стороны зарубежных биржевых инвестиционных фондов (ETFs) из-за рисков, связанных с пандемией COVID-19, так и смягчения в монетарной политике правительств США и ряда других стран по стимулированию экономического роста («вертолетные деньги», низкие процентные ставки). В течение 2021–2022 гг. мировая цена на золото была относительно стабильной, но затем быстрый рост ее возобновился, причиной чему послужил высокий спрос на золото со стороны центральных банков. За 2023–2024 гг. золото на Лондонской бирже подорожало на 43,8% – с 1813,8 до 2609,1 долл. за 1 унцию. Поскольку в физическом выражении запасы российского монетарного золота оставались неизменными на уровне в 2 333 т, то в стоимостном выражении они увеличились за два года на те же 43,8% – со 136,1 до 195,7 млрд долл. (см. табл. 6.2).

На фоне антироссийских санкций, резко возросшего спроса на золото со стороны центральных банков в мире и стремительного роста его цены возникает вопрос, почему Россия не наращивает запасы монетарного золота в своих активах. Ответ, скорее всего, следует искать в жесткой денежно-кредитной политике Центробанка, которую он несколько лет проводит в целях снижения высокой инфляции в стране. Действительно, для масштабных покупок золота ему наверняка пришлось бы печатать деньги, а это способствовало бы росту инфляции.

Тарифные войны в мире, развязанные Д. Трампом в первые месяцы своего второго президентства, еще более снизили доверие

к доллару как мировой резервной валюте. Это вызвало ажиотажный спрос биржевых инвестиционных фондов (а точнее, их пайщиков) на золото. Если за 2023 г. и 2024 г. такие фонды сократили запасы золота на 244,2 и 6,7 т соответственно, то за первые три квартала 2025 г. они пополнили запасы на 619 т. В результате на Лондонской бирже золото подорожало за это время почти в полтора раза – с 2609 до 3872 за 1 тройскую унцию.

С 1 января 2020 г. по 1 октября 2025 г. золотые резервы России выросли всего лишь на 59 т. – с 2271 до 2330, тогда как только за 2020–2021 гг. экспорт золота из страны составил 622 т. (90,7% от производства металла в эти годы). Для сравнения, в предшествующие два года за рубеж было продано в 140 т. Бурному росту экспорта российского золота способствовали принятые тогда меры по его либерализации. Если раньше лицензии на экспорт могли получить только банки, то в апреле 2020 г. такое право предоставили золотодобывающим предприятиям. Также было отменено требование о репатриации валютной выручки для несырьевых экспортеров (аффинажное золото не считается сырьем). Предпринятые меры по поощрению экспорта золота оказались явно несвоевременными, поскольку с 1 января 2020 г. по 1 октября 2025 г. мировые цены на золото выросли в 2,6 раза.

6.3. Золотовалютные резервы и рост собственного капитала Банка России

В последние годы активы Банка России росли быстрее, чем его обязательства, вследствие чего намного вырос его собственный капитал (который по определению равен разности между активами БР и его обязательствами с годовой прибылью). Согласно табл. 6.1, за 2023–2024 гг. активы БР возросли на 50,2%, его обязательства – на 14,6%, а собственный капитал – почти в два с половиной раза. Если на 31 декабря 2022 г. капитал регулятора был равен 27% от его активов, то на 31 декабря 2024 г. – 44%. Такой уровень капитала БР выглядит аномально высоким. Для сравнения, на протяжении последних пяти лет собственный капитал Федеральной резервной системы США не превышал 0,7% от ее активов [Federal]. Главными причинами быстрого роста активов

БР и, как следствие, его капитала послужили изменения на мировом рынке золота и на российском валютном рынке.

За 2023–2024 гг. курс доллара к рублю вырос на 44,6% – с 70,34 до 101,68 руб. за 1 доллар. Выше уже говорилось, что международные резервы РФ практически полностью находятся на балансе Банка России и составляют большую часть его активов. За два года (с 1.01.2023 г. по 1.01.2025 г.) международные резервы возросли с 582 до 609,1 млрд долл. (табл. 6.3), причем за это время валютные резервы снизились на 32,5 млрд долл., а запасы монетарного золота не изменились в физическом выражении. Уменьшения международных резервов РФ не произошло только потому, что из-за повышения мировой цены золота на 43,8% стоимость монетарного золота России возросла за два года на 59,6 млрд долл.

Таблица 6.3

Международные резервы РФ, на 1 января года, млрд долл.

Финансовый показатель	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Резервные активы	432,7	468,5	554,4	595,8	630,6	582,0	598,6	609,1
Валютные резервы	356,1	381,6	444,0	457,0	497,6	445,9	442,7	413,4
Монетарное золото	76,6	86,9	110,4	138,8	133,1	136,1	155,9	195,7

Источники: Годовые отчеты Банка России за 2018–2024 гг.

Если в долларовом выражении международные резервы выросли за 2023–2024 гг. на 4,7%, то в перерасчете на рубли по текущему официальному курсу доллара они увеличились на 51,4%: $(1,514 \approx 1,047 \times 1,446)$ – с 40,9 до 61,9 трлн руб. Как и следовало ожидать, прирост международных резервов в 21 трлн руб. ненамного уступал по величине приросту всех активов Банка России за два года в 23,7 трлн руб. Что же касается обязательств БР, то они выросли всего лишь на 5 трлн руб. – с 34,5 до 39,5 трлн руб.

Быстрый рост капитала Банка России в последние годы объяснить несложно. Если активы БР были номинированы большей частью в мировых резервных валютах, то его обязательства состояли в основном из рублевых инструментов. Только наличные рубли в обращении составляли в последние три года почти поло-

вину обязательств БР. Рост курса резервных валют к рублю и мировой цены на золото способствовали тому, что в результате переоценок стоимость активов быстро росла, а вот рублевые обязательства БР в результате переоценок росли намного медленнее. В результате росла разница между активами и обязательствами регулятора, и, как следствие, увеличивался его капитал. Чем выше инфляция в России, тем при прочих равных условиях скорее растет курс резервных валют к рублю. И тогда возникает парадоксальная на первый взгляд ситуация – высокая инфляция способствует быстрому росту собственного капитала БР. В особенности это относится к наличным рублям в обращении: в этом случае население платит так называемый инфляционный налог в виде убытков от снижения покупательной способности принадлежащей ему рублевой наличности, а получает этот неявный налог регулятор как эмитент рублей.

Следует отметить, что прирост собственного капитала Банка России за счет удорожания золотовалютных резервов не считается источником его прибыли, он не облагается налогом и почти полностью поступает в резервы и фонды БР, специально созданные для исполнения им функций, предусмотренных Федеральным законом о Центральном банке РФ. На фоне быстрого роста капитала регулятора роль его в финансировании и обслуживании международных резервов страны намного усилилась, тогда как роль денег Минфина РФ (особенно Фонда национального благосостояния под его управлением), наоборот, намного уменьшилась.

Согласно Годовому отчету Банка России за 2021 г., в конце декабря этого года средства ФНБ в БР составляли 8 453 млрд руб. В последующих отчетах регулятор перестал публиковать такие показатели, но их можно примерно рассчитать на основе материалов Минфина РФ. По данным министерства, на 30 сентября 2025 г. средства ФНБ в Банке России практически полностью состояли из 209,15 млрд китайских юаней (2 426 млрд руб. по курсу юаня к рублю на ту дату) и 173,11 тонн обезличенного золота (21,29 млрд долл. или 1 764 млрд руб. в соответствии с лондонской ценой золота и курсом доллара к рублю). Таким образом, на 30 сентября 2025 г. средства ФНБ в Банке России можно оценить в 4 190 млрд руб. (49,6% от аналогичного показателя на 31 декабря 2021 г.). По официальным данным, за 3 года и 9 месяцев потребительские це-

ны в стране выросли на 37,3%, а потому в реальном выражении средства ФНБ в БР снизились до 36,1% ($36,1 \approx 49,6/1,373$) от уровня конца 2021 г. Снижение могло быть еще большим, не будь более чем двукратного роста мировой цены золота за это время.

Двукратное снижение средств ФНБ в Банке России было связано, с одной стороны, с уменьшением общей суммы его активов: за три года и девять месяцев их объем снизился на 3% в текущих ценах, а в сопоставимых ценах – примерно на 29%. С другой стороны, за это время Фонд продал большую часть своих золотых и валютных активов, а рубли, полученные взамен, разместил вне Банка России. Если на 31 декабря 2021 г. ФНБ держал в БР две трети своих активов, то на 30 сентября 2025 г. – менее трети.

На 31 декабря 2021 г. валютные средства ФНБ в Банке России были номинированы в четырех валютах – в евро, британских фунтах, японских иенах и китайских юанях. Но уже к концу 2023 г. Фонд полностью обнулil средства в валютах «недружественных» стран, средства же в китайской валюте остались на прежнем уровне в 227 млрд юаней, но затем немного уменьшились – до 209 млрд юаней на 30 сентября 2025 г.

На фоне антироссийских санкций со стороны стран Запада политика ФНБ в отношении его валютных активов была вполне предсказуемой, несколько сложнее объяснить резкое сокращение быстро растущих в цене золотых активов Фонда. С 31 декабря 2021 г. по 30 сентября 2025 г. они снизились с 405,7 до 173,1 т. Считается обычно, что деньги, вырученные от продажи золотых активов, потребовались для покрытия дефицита федерального бюджета. На деле же их немалая часть использовалась для других целей. За 2024 г., например, золотые активы ФНБ снизились на 171 т, но, по данным Банка России, на покрытие бюджетного дефицита потребовалось только 59 т. Остальные вырученные деньги Фонд использовал, в частности, для наращивания номинированных в рублях активов, которые увеличились за этот год на 924 млрд руб.

В связи с этим возникает вопрос, зачем ФНБ переводил быстро растущее в цене золото в рублевые активы. Ответ довольно прост: в условиях недостатка финансовых ресурсов в стране правительство стало использовать средства ФНБ для кредитования значимых для государства проектов. В 2025 г., например, кредитование осуществлялось большей частью через субординиро-

ванные депозиты ФНБ в банках и инвестиционных корпорациях. За первые девять месяцев этого года Фонд предоставил таким способом 500 млрд руб. четырем системообразующим банкам (Сбербанку, Банку ВТБ, Газпромбанку и Совкомбанку) для кредитования строительства высокоскоростной железнодорожной магистрали «Москва – Санкт-Петербург» и комплекса переработки этансодержащего газа в Усть-Луге в Ленинградской области. За те же девять месяцев Фонд почти на 400 млрд руб. увеличил свои обычные и субординированные депозиты в государственной корпорации ВЭБ.РФ, осуществляющей совместно с коммерческими банками крупные социально-экономические проекты.

6.4. Убыточность золотовалютных резервов России. Сколько их нужно?

Банк России и Правительство РФ содержат международные резервы для того, чтобы при необходимости можно было профинансировать дефицит платежного баланса страны, провести интервенции на валютных рынках для оказания воздействия на обменный курс рубля, поддержать доверие к национальной экономике. Но создание и обслуживание международных резервов связано с рядом негативных моментов. Во-первых, валютные резервы – это выведенные из России деньги. Во-вторых, они могут быть заблокированы или даже конфискованы за рубежом, т. е. временно или навсегда выведены из страны. В-третьих, издержки по обслуживанию валютных резервов на практике часто оказываются чрезмерно большими, а сами резервы – убыточными в реальном выражении.

За 2010–2021 гг. Россия понесла большие убытки от переоценок ее валютных резервов (табл. 6.4). За эти годы переоценки составили отрицательную сумму в –51,9 млрд долл. Главной причиной таких убытков стал, скорее всего, рост курса доллара США к другим мировым резервным валютам. Действительно, в такой ситуации положительные переоценки резервов, номинированных, например, в евро, могут стать отрицательными, если пересчитать резервы из евро в доллары по текущему обменному курсу.

Таблица 6.4

**Международная инвестиционная позиция
по валютным резервам РФ, 2010–2025 гг., млн долл.**

Год	Остаток на 1 января	Изменение:		
		в результате операций	в результате переоценки	прочие изменения
2010	416 652	36 751	–12 173	2 360
2011	443 591	12 630	–2 305	35
2012	453 952	30 017	5 292	–2 682
2013	486 579	–22 077	3 832	1 271
2014	469 605	–107 547	–24 373	1 686
2015	339 371	1 704	–19 049	–2 190
2016	319 836	8 244	–10 187	–345
2017	317 547	22 636	17 364	–1 452
2018	356 095	38 202	–15 040	2 335
2019	381 592	66 481	–2 043	–2 047
2020	443 983	–13 768	25 169	1 636
2021	457 020	63 525	–18 391	–4 597
2022	497 557	...	...	...
2023	445 912	...	...	...
2024	442 734	...	...	...
2025	413 361	...	...	...

Источник: Банк России. Статистика внешнего сектора. Международные резервы.

За 2010–2021 гг. величины в столбце «Изменения в результате операций» из табл. 6.4 (покупки валютных резервов за вычетом их продаж) составили сумму в 136,8 млрд долл. в текущих ценах. Однако из-за переоценок и прочих изменений валютные резервы выросли за 12 лет только на 80,9 млрд долл. – с 416,7 до 497,6 млрд долл. Поскольку за 12 лет потребительские цены в США выросли на 29%, то по покупательной способности 497,6 млрд долл. в конце 2021 г. были равны 385,7 млрд долл. в ценах начала 2010 г. ($385,7 \approx 497,6/1,29$). Получается, что за 12 лет Россия дополнительно вложила 136,8 млрд долл. в свои ва-

лютные резервы, а они снизились в реальном выражении на 31 млрд долл. ($31 = 416,7 - 385,7$).

Громадные издержки по обслуживанию валютных резервов связаны также с их низкой доходностью. До 2022 г. большую часть российских валютных резервов составляли долговые ценные бумаги правительств стран Запада. Такие бумаги считаются высоконадежными инвестиционными инструментами (поскольку за ними стоит государство), они пользуются высоким спросом у центральных банков многих стран, вследствие чего им (банкам) приходится соглашаться с низкой доходностью бумаг. Нередко доходы от валютных резервов, размещенных в ценных бумагах правительств зарубежных стран, не покрывают снижения их стоимости от инфляции, и в таком случае резервы становятся убыточными в реальном выражении. Все это хорошо согласуется с данными Банка России по доходности его активов в главных резервных валютах (табл. 6.5).

Таблица 6.5

Фактическая доходность резервных валютных активов Банка России, %

Валюты	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Доллар США	0,29	0,25	0,33	0,29	0,56	0,82	0,94	1,88	0,56	0,05
Евро	0,53	0,04	0,39	0,10	-0,06	-0,55	-0,28	-0,40	-0,21	-0,74
Фунт стерлингов	0,38	0,20	0,99	0,53	0,92	-0,04	0,45	0,83	0,81	-0,32
Иена	0,13	0,08	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	0,04	-0,02	-0,07
Юань	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	1,71	1,40	5,10	3,05	2,26	3,16

Источники: Годовые отчеты Банка России за 2012–2021 гг.

Согласно Годовым отчетам Банка России, на 1 января 2012 г. около 97% резервных валютных активов регулятора было номинировано в главных тогда мировых резервных валютах – долларах США, евро и фунтах стерлингов. Затем доля постепенно снизилась до 74% на 1 января 2021 г. В 2012–2021 гг. доходность резервов в указанных трех валютах была весьма скромной или даже отрицательной. После мирового финансового кризиса 2008–2011 гг. ФРС США, ЕЦБ и Банк Англии стремились стимулировать экономический рост в своих странах и проводили с этой це-

лью политику низких ключевых процентных ставок. Это и способствовало поддержанию доходности долговых ценных бумаг на очень низком уровне.

В табл. 6.5 обращает на себя внимание тот факт, что доходность резервов в евро была отрицательной в 2016–2021 гг. В качестве гипотезы можно предположить, что доходность недолларовых долговых бумаг пересчитывалась в долларах. Если, например, за год рыночная стоимость еврооблигации выросла на 2%, а курс евро к доллару снизился на 3%, то ее доходность в пересчете на доллары окажется отрицательной (–1%). Как бы то ни было, реальная (с учетом инфляции) годовая доходность резервов в трех главных резервных валютах была, как правило, отрицательной.

Поскольку содержание больших валютных резервов дорого обходится России, то возникает вопрос об их минимальном достаточном размере для страны. В международной практике используется несколько показателей достаточности международных резервов страны. До 2022 г. Банк России публиковал пять таких показателей, но затем сократил их до двух показателей, наиболее простых для понимания и расчетов. Один из них представляет собой трехкратную величину финансирования среднемесячного импорта товаров и услуг за предыдущие 12 месяцев. Именно эта величина чаще всего используется для оценок минимального уровня достаточности международных резервов. Второй показатель – величина, достаточная для финансирования 20% обязательств, включаемых в широкую денежную массу M2X (в которую помимо денежной массы M2 входят депозиты в иностранной валюте и долговые ценные бумаги).

Судя по обоим публикуемым показателям, в последние годы международные резервы России в несколько раз превышают минимальные уровни их достаточности. На 1 января 2021 г. резервы составляли 595,8 млрд долл., а приведенные выше показатели – 76,2 и 203,8 млрд долл. соответственно. Как видно, международные резервы России превышали первый показатель минимального уровня достаточности в 7,8 раза, а второй показатель – в 2,9 раза. По данным МВФ, Россия за счет своих международных резервов могла тогда покрывать импорт в течение 24 месяцев и занимала третье место по этому показателю среди 70 стран, предоставивших Фонду информацию об их резервах и импорте.

Для сравнения, международных резервов США, Великобритании и Франции хватило бы финансировать лишь их трехмесячный импорт, а резервов Германии – ее двухмесячный импорт.

В течение 2010–2024 гг. Банку России дважды пришлось пойти на значительное сокращение валютных резервов (см. табл. 6.4).

Сокращение в 2014 г. было связано не столько с внутрисистемными экономическими проблемами, сколько с уходом иностранного капитала из страны на фоне событий на Украине и последовавшего ужесточения антироссийских санкций. В частности было запрещено или ограничено финансирование крупнейших российских банков, топливно-энергетических компаний и оборонных корпораций¹. Иностранный 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, а в 2015 г. – 60 млрд долл. К тому же, осенью 2014 г. снизились экспортные доходы из-за снижения мировых цен на углеводороды. В результате предложение валюты на внутреннем рынке снизилось, а спрос на нее со стороны банков и населения (вследствие девальвационных ожиданий с его стороны) резко возрос. За год курс доллара к рублю вырос на 72,2% – с 32,66 до 56,24 руб. за 1 долл. Падение обменного курса рубля стало одной из причин ускорения роста потребительских цен (на 11,4% за год). Все это, надо полагать, и вынудило Банк России спасать рубль валютными интервенциями за счет резервных активов. За год продажи валюты на внутреннем рынке составили 83,1 млрд долл. По данным БР, в первом полугодии 2014 г. население приобрело 32,5 млрд наличной валюты и оставило ее большей частью у себя «под матрасами»². За этот год. объемы резервных активов уменьшились на 24,4% – с 509,6 до 385,5 млрд долл. В 2015 г. снижение резервов продолжилось, но оно было относительно небольшим, а в 2016 г. возобновился их рост. Как видно, потребовалось израсходовать только около четверти резервов, чтобы стабилизировать финансовую систему в стране.

¹ ТАСС. 14.09.2017. Санкции ЕС в отношении России. Досье. URL: <https://tass.ru/info/4562428> (дата обращения: 28.11.2025).

² Россияне подготовились к валютным скачкам / Алексеевских А., Подрез Т., Чернышов П. Известия 16.09.2014. URL: <https://iz.ru/news/576726> (дата обращения: 28.11.2025).

Второе ошутимое сокращение валютных резервов РФ произошло в 2022–2024 гг. опять же из-за геополитических осложнений. За три года они сократились на 84 млрд долл. – с 497,6 до 413,6 млрд долл. К тому же в середине марта 2022 г. на Западе было заблокировано примерно 300 млрд долл. валютных резервов в рамках антироссийских санкций США, Евросоюза и их союзников. Последняя сумма составляла почти половину резервных активов России в начале этого года (630,6 млрд долл.). Хотя доступных резервов стало вдвое меньше, их, как утверждается в Годовом отчете Банка России за 2024 г. (с. 101), оказалось достаточно для поддержания финансовой стабильности и выполнения других функций регулятора. Золотые же резервы (в физическом выражении) оставались неизменными в течение 2022–2024 гг. За 2022 г. все резервные активы РФ снизились с 630,6 до 582 млрд долл., т.е. 7,7%, но в последующие два года они стали расти в результате подорожания золота на мировых рынках (см. табл. 6.3). Как видно, в обеих сложных ситуациях золотовалютных резервов России оказалось в разы больше того, что требовалось для поддержания финансовой стабильности в стране. Схожие выводы о чрезмерности международных резервов России в предыдущие годы были получены в работах [Дементьев, 2022; Лев, Лещенко, 2019]. В общем случае, однако, однозначных рецептов по оптимизации величины международных резервов не существует. Как отмечалось в работе [Sula, Oguzoglu, 2021], резервы порождают ряд разнонаправленных эффектов влияния на экономический рост, а потому в каждой конкретной ситуации требуется сложить их в один результирующий эффект.

6.5. Золотовалютные резервы как инструмент Банка России в управлении валютным курсом рубля

Частичное объяснение очень высоких золотовалютных резервов России следует искать в политике заниженного курса рубля на валютном рынке, которую много лет проводит Центральный банк для поддержки экспортно ориентированных сырьевых отраслей экономики (нефтегазового сектора, прежде всего). Для

этого БР выводит валюту за рубеж путем наращивания международных резервов, отчего предложение валюты внутри страны уменьшается, а ее курс к рублю растет. В этом регулятору помогли и хозяева экспортно ориентированного сырьевого бизнеса, на протяжении многих лет выводившие громадные капиталы за рубеж. Получалась странная картина: чем больше они выводили валюты за рубеж, тем больше выигрывали от высокого курса ее к рублю. Вообще говоря, для поддержки экспорта многие развивающиеся страны сознательно занижают курс национальной валюты, но здесь следует проявлять взвешенный подход, поскольку высокий курс иностранной валюты негативно влияет на производства, работающие на внутренний спрос.

В публикуемой статистике Банка России нет сведений о курсе доллара к рублю по паритету покупательной способности (ППС). Но приблизительно о нем позволяют судить сведения МВФ и Всемирного банка по валовому внутреннему продукту России как в номинальном выражении, так и по паритету покупательной способности. По данным ВБ, в 2024 г. номинальный ВВП России в переводе на доллары составлял 2,16 трлн долл., тогда как номинальный ВВП США был в 13,5 раза больше – 29,18 трлн долл. Если же сравнивать ВВП обеих стран по паритету покупательной способности, то Россия отставала от США по этому показателю только в 4,2 раза (соответственно 6,92 и 29,18 трлн международных долларов) [ВВП...]. Здесь под международными долларами понимается условная валюта, единица которой имеет в стране ту же покупательную способность, что 1 доллар в США. В расчетах ВВП России по ППС за 2024 г. ВБ приравнял 1 международный доллар 29,06 рублям. Тогда с некоторой долей условности эту величину можно считать курсом доллара к рублю по ППС.

За 2024 г. средневзвешенный официальный курс доллара составил 92,66 рублей за 1 доллар¹. Таким образом, в среднем за год фактический курс доллара к рублю более чем в три раза превышал его курс по ППС. Столь значительное расхождение между

¹ BestStocks. Курс доллара США USD ЦБ РФ на 01.01.2024-31.12.2024. URL: <https://beststocks.ru/currency/usd/history/2024-01-01-2024-12-31> (дата обращения: 28.11.2025).

обоими курсами позволяет утверждать, что через завышенный курс иностранных валют страна, по сути, сильно дотирует экспортный сектор. А в проигрыше остается население, которому приходится покупать импортные предметы потребления по высокой цене, и те неработающие на экспорт производства, которым трудно или даже невозможно обойтись без импортных товаров – оборудования, комплектующих изделий и материалов.

ВЫВОДЫ

В последние 15 лет почти все золотовалютные резервы (международные резервы, то же самое) страны находятся на балансе Банка России, составляя большую часть его активов. В течение этого периода времени регулятору и правительству дважды пришлось пойти на существенный расход валютных резервов, но оба раза расходы не превышали четверти имеющихся тогда золотовалютных резервов. Если исходить из принятых в мире показателей минимального уровня достаточности международных резервов, то в России они по объему в несколько раз превышают потребности в них. Выводя огромные валютные резервы за рубеж, Россия несла большие убытки, поскольку номинальная доходность таких резервов, как правило, очень низка, а в реальном выражении (с учетом инфляции и переоценок) – отрицательна.

За 2022–2024 гг. валютные резервы России сократились на 84 млрд долл. (на 17%), но мировая цена золота выросла за это время в полтора раза, и в целом золотовалютные резервы страны мало сократились в номинальном долларовом выражении. Взлет цен на золото в последние годы был связан с высоким спросом центральных банков и инвестиционных фондов на этот металл в обострившейся геополитической обстановке, а также с ростом себестоимости его добычи из-за ухудшения качества разрабатываемых месторождений (увеличивалась глубина шахт, снизилось содержание золота в руде). В среднесрочной и долгосрочной перспективе мировая цена на золото наверняка продолжит быстро расти. С начала 2020 г. Банк России перестал накапливать золотые резервы, что на фоне геополитических обострений и намного возросших закупок золота центральными банками других стран выглядит сомнительным решением.

Путем размещения громадных валютных резервов за рубежом Центробанк сокращал предложение валюты внутри страны, отчего ее курс к рублю возрастал. Этим он, по сути, сильно дотировал экспортно ориентированные отрасли (нефтегазовый сектор, в первую очередь), но тормозил развитие других отраслей, если они используют в производстве импортные товары – оборудование, комплектующие изделия и материалы. Более чем двукратный рост собственного капитала Банка России в последние два года объясняется тем, что его активы состояли большей частью из золотовалютных резервов страны (золота и китайских юаней) с положительной доходностью, тогда как обязательства – из быстро обесценивающихся рублевых инструментов вследствие инфляции (наличных рублей, главным образом).

Из изложенного выше следует, что валютные резервы России (с учетом заблокированных) чрезмерно велики, убыточны и поэтому должны быть сокращены. Похоже, что Центробанк не предвидел быстрого роста мировой цены на золото в последние 6 лет и потому не пополнял золотые резервы страны. Сейчас же покупать золото рискованно из-за его явной переоцененности. Но после существенно понижающей коррекции мировой цены на золото следует возобновить его покупки.