

Надежность и стабильность банковской системы и роль Банка России

Reliability and stability of the banking system and the role of the Bank of Russia

УДК 338.054.23

Получено: 17.10.2025

Одобрено: 20.11.2025

Опубликовано: 25.12.2025

Братищева Е.Н.

Генеральный директор, ООО «Рестомаркет», г. Москва

e-mail: el.bratischeva@yandex.ru

Bratischeva E.N.

General manager, "Restomarket" LLC, Moscow

e-mail: el.bratischeva@yandex.ru

Аннотация

Обосновывается необходимость наличия золотовалютных резервов в странах с неконвертируемой валютой. Предложено объяснение причины текущего мирового системного кризиса с точки зрения смены рентных приоритетов. Представлена аналитическая запись связи уровня кризисной девальвации рубля и покрытия денежной базы золотовалютными резервами Банка России. Рассмотрена статистика девальвации и инфляции основных мировых валют. Предложен портфельный подход по оптимизации величины и структуры валютных резервов.

Ключевые слова: валютно-финансовый кризис, системный кризис, рентные приоритеты, золотовалютные резервы, кредитор последней инстанции, резервная валюта, золото, девальвация, инфляция, портфельный подход, оптимизация, финансовые риски.

Abstract

The necessity of having gold and foreign exchange reserves in countries with non-convertible currencies is substantiated. An explanation of the cause of the current global systemic crisis in terms of changing rental priorities is proposed. An analytical record of the relationship between the level of crisis devaluation of the ruble and the coverage of the monetary base by the gold and foreign exchange reserves of the Bank of Russia is presented. The statistics of devaluation and inflation of major world currencies are considered. A portfolio approach is proposed to optimize the size and structure of foreign exchange reserves.

Keywords: monetary and financial crisis, systemic crisis, rental priorities, gold and foreign exchange reserves, lender of last resort, reserve currency, gold, devaluation, inflation, portfolio approach, optimization, financial risks.

Доллар становится проблемой и как резервная валюта, и как инструмент международных расчетов. При этом доллар будет еще долго оставаться основным расчетным инструментом и основной резервной валютой благодаря созданной на его основе огромной системе финансовых инструментов и механизмов влияния на цены, курсовую политику и т. д.

**Из выступления главы Роснефти
И.И. Сечина на ПМЭФ-2023**

Введение

В XXI в. экономическая гегемония перейдет от США к Китаю, а мировому сообществу придется пережить хаос. В этой связи проблемы антикризисного управления Центральным банком (ЦБ) Российской Федерации (РФ) также актуальны, как это было в конце 90-х. Ведь финансовый кризис – это, в первую очередь, кризис исполнения своих функций со стороны ЦБ. А поскольку прогнозы относительно цен на углеводородное сырье, зависящие сегодня как от масштабов биржевых спекуляций, так и от военно-политических амбиций Запада, делать бессмысленно даже на короткие сроки, то риски и неопределенности при управлении ЦБ РФ неизбежно сильно возрастают. И это все усугубляется тем, что в настоящее время не существует единого набора принципов, определяющих, как ЦБ должен осуществлять функции кредитора последней инстанции, поскольку принципы классического подхода к такому кредитованию перестали отвечать современным условиям функционирования финансового рынка. Поэтому адекватные текущему моменту антикризисные решения реализовать бывает проблематично и не только из-за сложной динамики финансовых мировых тенденций, но и из-за противоречивости правового положения ЦБ как независимого регулятора.

Портфельный подход для оптимизации золотовалютных резервов ЦБ РФ

В этой ситуации прослеживается возможность и необходимость использования портфельного подхода для обеспечения безопасности кредитно-денежной системы РФ, а также оценки комплексной стратегии в отношении инвестиционной политики, в частности, со стороны ЦБ РФ. Однако традиционные подходы по управлению финансовыми рисками в условиях кризисных ситуаций предполагают, чаще всего, лишь минимизацию этих рисков. При этом известный метод Г. Марковица для оптимизации финансовых рисков обладает двумя ограничениями: во-первых, использованием в качестве меры риска дисперсии инвестиционного портфеля, а во-вторых, использованием сугубо линейной постановкой в отношении структуры такого портфеля. А поскольку альтернативой накопления золотовалютных резервов (ЗВР) является инвестирование финансовых средств напрямую в экономику страны, то актуальной проблемой становится построение моделей и их математическая формализация для оптимизации одновременно как финансовых, так и реальных инвестиций. При этом анализ научных публикаций указывает на то, что даже на методологическом уровне вопрос о величине и структуре ЗВР на сегодняшний день остается открытым.

Тема исследования является актуальной в связи с тем, что настоящее исследование ставит задачу оптимизации величины и структуры ЗВР, а также касается вопроса о кредитовании отечественных народнохозяйственных проектов. Вопросы развития методологии поиска оптимальных инвестиционных решений в свете обеспечения минимизации ущерба от валютно-финансовых кризисов являются актуальными и

используемыми в качестве тем научных исследований. Наличие исследований данных вопросов в отечественных и зарубежных работах доказывает их актуальность.

Функции Центрального Банка России

Как ни парадоксально, но в этих условиях Банк России одновременно является как субъектом, регулирующим функционирование институциональных инвесторов, так и самим объектом с подобным типом функционирования. Он, как кредитор последней инстанции, эмитирует национальную валюту – рубли, которые инвестируются в реальные сектора экономики. Но в то же время Банк России является владельцем и управляющим ЗВР, которые в виде финансовых инвестиций размещены в ценных бумагах и казначейских обязательствах различных стран. Здесь налицо совмещение финансовых и реальных инвестиций. Аналогичная картина складывается и в отношении центральных банков других стран. Поэтому остановимся на проблемах эмиссии национальных валют и механизмов резервирования в отношении такой эмиссии более подробно.

Рассмотрим практику резервирования со стороны центральных банков различных стран за счет накопления ими ЗВР. Такие резервы необходимы кредиторам последней инстанции, в качестве которых как раз и выступают центральные банки, для обеспечения стабильности кредитно-денежной системы этих стран. Динамика изменений величин ЗВР, их структура, а также величина в них собственно монетарного золота будет рассмотрена ниже. Чтобы валюты разных стран считались конвертируемыми на внешнем рынке торговые операции должны осуществляться преимущественно с помощью именно их. Такие валюты как раз и входят наряду с монетарным золотом в состав ЗВР. Валюты мировой торговли представлены на рис. 1, причем совокупный ее объем составлял 38 трлн долл. на март 2018 г. Причем операций в собственно долларах США проходит примерно на 18 трлн. Но около 3,5% долларов от этого объема американцами вбрасывается туда незаметно в виде вновь напечатанных, что составляет 600 млрд долл. ежегодно. Эта процентная величина сопоставима с инфляцией доллара, хотя и незначительно ее больше. Когда США печатают деньги, они тем самым размазывают инфляцию по всем странам мира, а сами получают от этого реальные блага. Европейцы поступают аналогичным образом. Россия, к сожалению, этого сделать не может. Поскольку рублем в основном пользуются внутри самой России, то напечатав рубли мы эффект получим нулевой – получая блага мы одновременно получим и инфляцию. Именно поэтому Россия для обеспечения условий для мировой торговли должна иметь резервы в виде валют в такой торговле признаваемых. Это условие относится и к большинству развивающихся стран [1]. А поскольку монетарное золото считается наиболее ликвидным активом по причине постоянно увеличивающейся его стоимости, то оно без исключения входит в ЗВР всех стран наряду с конвертируемыми валютами.

На рис. 2 представлено изменение мировой цены на золото в виде интервалов котировок цен на Лондонской бирже за 30 последних лет [2]. При этом надо иметь в виду, что поскольку собственно доллар подвергается инфляции, и именно по этой причине покупательная способность его падает, то стоимость золота в долларах, для конкретного временного периода будет отличаться от той стоимости, что показана на графике рис. 2 [3]. В частности, на рис. 3 представлен график девальвации самого доллара за пятьдесят лет. За 20 последних лет доллар в своей покупательной способности потерял целых 33% [4], поскольку, согласно официальной статистике, инфляция в США на протяжении уже 28 лет составляет порядка 5% в год.



Рис. 1. Основные валюты мировой торговли на март 2018 г. (только трансграничные платежи), % [1]

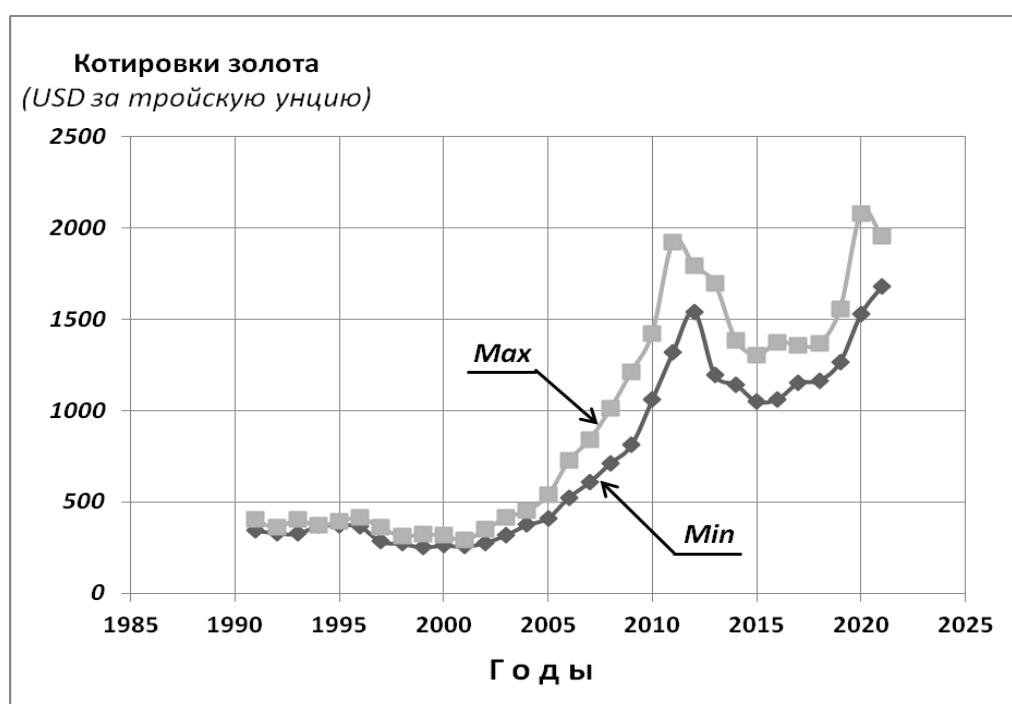


Рис. 2. Динамика котировок золота на бирже в Лондоне в период с 1991 по 2021 г., в USD за тройскую унцию [2]

Как было отмечено выше, количество денег, напечатанных Федеральной резервной системой (ФРС) США, напрямую определяет величину инфляции доллара. Стоимость денежных знаков тем ниже, чем больше их печатается.

При этом растет американский долг, в результате чего обесцениваются валюты и резервы других стран, поскольку им приходится поддерживать дефицит госбюджета США. Непрерывно растущий государственный долг покрывается золотыми запасами США всего лишь на **2%** от его общей величины.

Тем не менее, в ближайшее время заменить доллар как мировые деньги не сможет ни одна из существующих валют. «За прошедшие почти **120** лет доллар США потерял более **97%** своей покупательной способности, в то время как среднегодовая цена на золото выросла с **20 долларов** до более чем **1650 долларов** за одну тройскую унцию» [5].

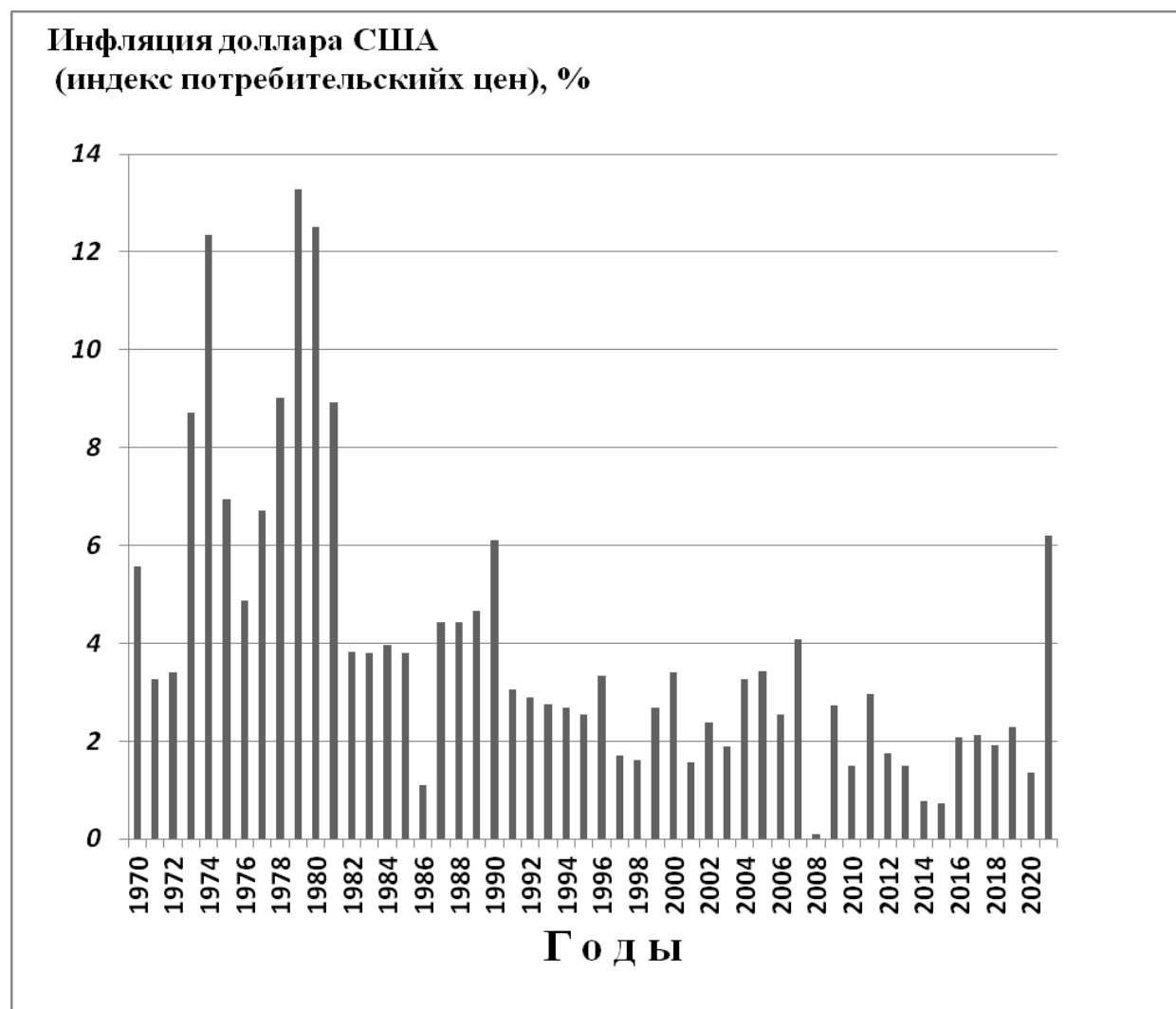


Рис. 3. Индекс потребительских цен (инфляция доллара) в США с 1970 по ноябрь 2021 г. [4]

Сразу же году после отказа от золотого стандарта в 1971, поскольку величина долларовой массы перестала быть чем-то регламентированной, доллар только за пять следующих лет потерял треть своей стоимости. А мировой нефтяной кризис 1979 г. стал причиной дополнительного обесценивания доллара на целых 30%, после чего, практически с 1983 г. и по текущее время доллар продолжает обесцениваться темпами порядка 5,5% в год [5].

Механизмы девальвации национальных валют

На этом фоне небезынтересно будет рассмотреть вопрос о девальвации рубля, как национальной денежной единицы в России, которую эмитирует ЦБ РФ, выступая при этом в качестве кредитора последней инстанции. Ниже на рис. 7 представлена динамика девальвации российского рубля по отношению к доллару США с 1994 по 2016 г. на фоне изменения обеспеченности денежной базы ЗВР. «Девальвация — это процесс обесценивания национальной валюты по отношению к твердым валютам, таким как доллар. Обычно о девальвации приходится говорить в контексте развивающихся экономик, в том числе российской. Развивающиеся экономики обычно носят сырьевой характер, то есть экспортируют товар с низкой добавленной стоимостью. Это модель со слабым запасом прочности: у нее небольшая маржинальность, есть геополитические риски и зависимость от рынков-потребителей» [6]. С целью получения от экспорта больше национальной валюты Центральные банки часто прибегают к обесцениванию своей национальной валюты. Такое обесценивание может преследовать разные цели: поддержка национальных экспортеров, снижение импортной зависимости, стимулирование собственного внутреннего

производства. Так девальвация юаня, проводимая Китаем периодически, нацелена на удешевление импорта и на обход ввозных пошлин США. «Если смотреть на историческую динамику валютной пары «доллар-рубль», то последний с сентября 1994 к октябрю 2020 года обесценился на 3500% — с 2,4 до 79,4 рублей за доллар. Только в 2020 году рубль потерял по отношению к доллару 20% стоимости» [6]. Валюты других развивающихся стран также обесцениваются со временем по отношению к доллару. Так с 2011 г. зафиксировано обесценивание на 40% индекса, описывающего десять валют развивающихся стран и отслеживаемого J.P. Morgan. На рис. 4 представлены величины девальвации валют развивающихся стран по отношению к доллару США за три квартала 2020 г. С целью поддержки экспортеров, а также компенсации потерь бюджета государства часто целенаправленно проводят девальвацию своих валют. Это приводит к повышению цены импортируемых товаров, а также местной продукции с импортным комплектованием, что неизбежно ведет к снижению уровня благосостояния граждан таких стран.

Инфляционные механизмы в национальных экономиках

Что касается инфляции, то она, в отличие от девальвации, вызывает повышение цен на товары, тем самым способствуя снижению покупательной способности национальной валюты. Уровень инфляции обычно не превышает нескольких процентов в год, но на значительных временных отрезках она может сильно обесценить сбережения граждан.

«Например, 1 доллар в 1920 году по покупательной силе эквивалентен 13 долларам в 2021 году. Что касается текущего уровня инфляции, то в РФ с начала 2020 года она официально составляет 4,05%, в США — 2,28%» [6]. На рис. 5 представлена инфляционная динамика российского рубля с 1998 по 2021 г.

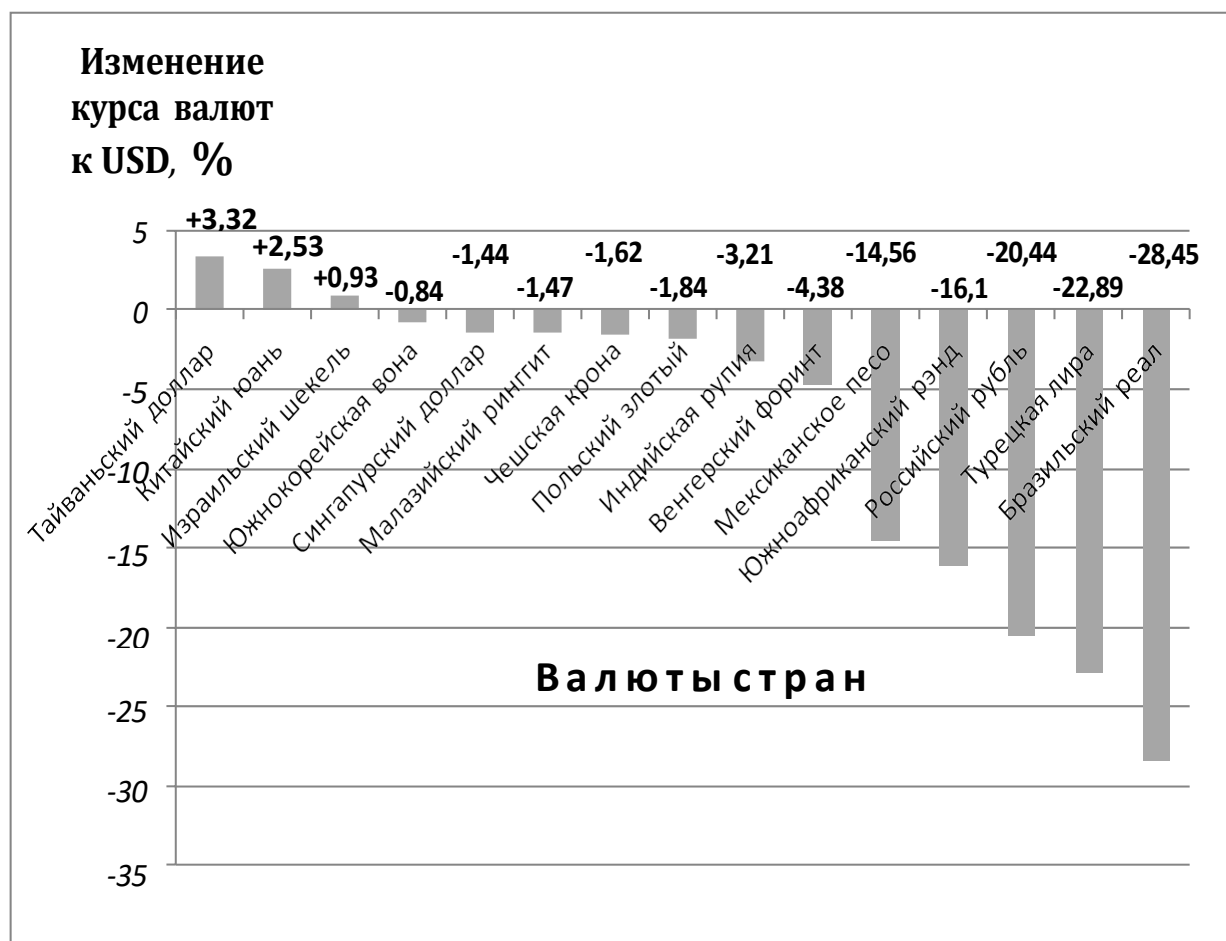


Рис. 4. Динамика валют развивающихся стран по отношению к доллару США с 31 декабря 2019 по 30 сентября 2020 г. [6]

Если инфляцию не контролировать и не предпринимать меры по ее снижению, то может произойти дефолт, который делает невозможным для государства исполнять свои финансовые обязательства. Масштабная инфляция может привести к дефолту. Дефолт — это неспособность государства отвечать по своим обязательствам. Именно это произошло в России в 1998 г. Тогда необходимые выплаты по государственным краткосрочным облигациям (ГКО) стали для бюджета страны не подъемными, а правительство, отказавшись от оплаты своих долгов, подорвало финансовую систему и привело страну к банкротству. В таких случаях стране приходится искать внешние займы либо у других государств, либо же у Международного валютного фонда (МВФ). Кроме того, государство может заморозить личные вклады населения и воспользоваться ими для погашения своих долгов. Есть и более рискованный вариант справиться с дефолтом — запустить печатный станок и увеличить денежную массу. Но этот путь приводит к обесцениванию национальной валюты, что способно спровоцировать уже гиперинфляцию.

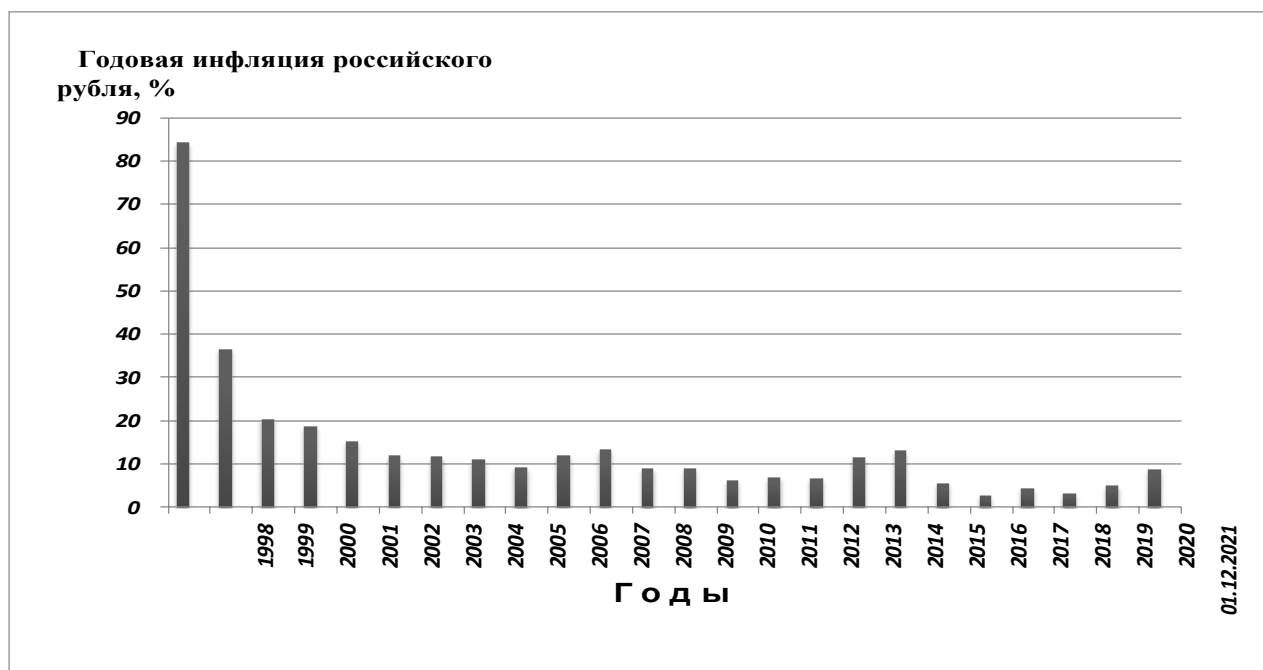


Рис. 5. Годовая инфляция российского рубля в период 1998 – 2021 гг. [7]

Минимизация последствий валютно-финансовых кризисов

Разразившийся мировой системный кризис, начало которого принято датировать 2008 г., не застал российскую экономику врасплох. «Золотовалютные резервы страны в 2021 году составляют порядка 600 млрд долларов. Эта сумма на 25% превышает весь государственный внешний долг РФ. Таким образом, на текущий период 2021 года Россия платежеспособна по своим обязательствам, и о банкротстве государства говорить не приходится. Не последнюю роль в этом играют запасы золота в составе ЗРВ ЦБ России» [8]. На рис. 6 представлена динамика роста запаса монетарного золота в РФ с 1993 по 2021 г. Отсутствие в настоящее время каких-либо научно-обоснованных и регламентированных методологических подходов для выбора той либо иной структуры ЗВР со стороны ЦБ РФ иллюстрирует следующий недавний эпизод из его стратегии управления ЗВР: «Неординарный валютный маневр, предпринятый Россией, произвел впечатление на экономических обозревателей по всему миру. Журналисты китайского издания Sohu пришли к выводу, что таких действий от РФ никто не ждал. «В последнее время за Россией закрепились репутация активного сторонника политики дедолларизации. Об этом свидетельствует и массовая распродажа долговых облигаций США, которые РФ заменяет в своих резервах золотом. Таким способом Москва защищала свою финансовую систему от рисков, связанных с американскими санкциями. Но не так давно Минфин США

опубликовал статистические данные, которые многих удивили.

Они показали, что российские инвестиции в американский госдолг выросли почти на 80%, составив 6,85 млрд долларов. *Центробанк РФ объяснил свои действия необходимостью корректировки финансовых резервов, что равносильно уходу от ответа»* [9]. При этом надо иметь в виду, что буквально три года назад Россия была одним из ведущих инвесторов в американский госдолг, владея американскими казначейскими обязательствами на 100 млрд долл. А уже к марту 2020 г. их у РФ осталось только 3,8 млрд. Конечно, может быть ЦБ РФ просто не афиширует детали своей идеологии и стратегических принципов управления как величиной, так и структурой ЗВР. Но это не очевидно.

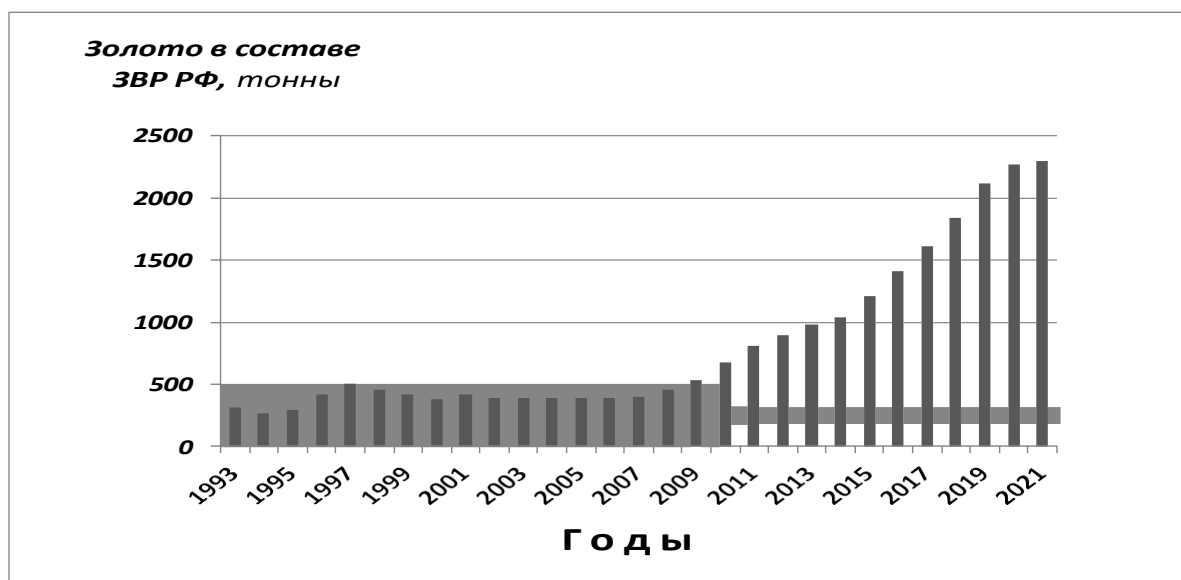


Рис. 6. Динамика роста золота в составе ЗВР ЦБ России с 1993 по 2021 г. (на начало года) [8]

Причины текущего мирового системного кризиса

Согласно теории циклического развития капитализма смена одного миропорядка другим сопровождается небывалым ростом финансового сектора в стране увядающего лидера [10]. Исторический опыт показывает, что, исчерпав возможности накапливать капитал за счет извлечения прибыли в реальном секторе, экономика страны-лидера неизбежно переходила в режим разрастания сектора финансовых услуг и спекуляций. При этом дальнейший переход экономической гегемонии к новому лидеру погружает всю мировую экономику в хаос. Однако, одно дело общие исторические тенденции, и совсем другое – конкретные формы их воплощения в данном месте и в данное время. Сегодня США теряют то самое экономическое лидерство вследствие истощения ими возможностей в единственном практически лице изымать технологическую ренту почти со всех стран без исключения, как это было еще совсем недавно. Из этого вытекает одно из возможных объяснений *причин текущего мирового системного кризиса* — это *переход от главенства технологической ренты, как источника сверхдохода и как базы для накоплений, к приоритету ренты сырьевой, а также традиционной – капиталистической* [11]. Дело в том, что на сегодня в экономической науке ставится под сомнение, ставшее почти аксиомой утверждение о том, что экономический рост – это поступательный процесс, который будет продолжаться всегда. Предполагается, что экономический скачок последних 250 лет – это уникальный случай в истории. После периода быстрого роста между 1890 и 1970 г., ставшего следствием второй индустриальной революции, начал действовать закон убывающей доходности, который вызвал замедление темпов роста производительности труда. Характерное свойство достижений второй индустриальной революции заключается в том, что почти все они могли произойти только единожды. И это означает, что столь же фундаментальные изобретения не ждут нас в будущем [12]. В 1870 - 1950 гг. труд и капитал обеспечивали 15% прироста валового внутреннего продукта (ВВП) США. Остальную часть

объясняют преимущественно вкладом научно-технического прогресса (НТП) в экономический рост. А это не что иное, как те самые инновации. И если они будут сокращаться, то сокращения экономического роста – неизбежны. Это все – что касается обоснования угасания НТП, в том числе накопления знаний как фундаментального, так и технико-технологического плана и, как следствие, – снижения экономического роста.

Переход к главенству сырьевой ренты в мировой экономике оборачивается сворачиванием глобализации в ее экспансионистском варианте. Но, как ни парадоксально, начало этому переходу положило не удорожание углеводородного сырья, как наиболее важного, а наоборот – его рыночное обесценивание. Напомним, что высокие цены на нефть стали возможны после глобальных сдвигов в мировой экономике, когда промышленность переехала в Азию, а развитые страны перешли на постиндустриальную экономику услуг. Баланс потребления углеводородов сместился в сторону развивающихся стран, которые в итоге и оплатили рост цен. Сегодня ситуация развернулась в обратную сторону. Америка берет курс на восстановление промышленности в рамках политически подконтрольного ей пространства, так называемого Большого Запада, и наращивает внутреннюю добычу нефти. Это, в свою очередь, заставит страны-экспортеры углеводородов отчаянно конкурировать за рынки сбыта. При этом низкие цены на нефть приведут к росту бюджетных проблем и социальной нестабильности в этих странах, следствием чего произойдет обострение межгосударственных отношений и распад слабых государств по конфессиональному и национальному признаку, что мы уже видим на примере Ближнего Востока. Ключевой ставкой в новой игре на понижение является восстановление утерянного ранее прямого контроля над источниками сырья. Цена на нефть в очередной раз превращается в политически обусловленную величину. А процесс моделирования будущего из области совместных экономических проектов перемещается в сферу военно-политических решений [13]. А это – еще одна важная гносеологическая особенность современных финансовых рисков.

Стратегия ЦБ РФ в условиях мирового системного кризиса

Что касается России, то ее экономика двояко зависит от цены на углеводородное сырье. С одной стороны, сам курс рубля сильно зависит от цены барреля нефти, а во-вторых, большая часть государственного бюджета России имеет источником выручку от продажи за рубеж все тех же нефти и газа. Но и это еще не все с нефтяными ценами. С 1986 г. официальные цены ОПЕК перешли в разряд справочных, а на нефтяном рынке воцарился фьючерс. Объем торгов деривативами на бирже без обязательств поставок начал преобладать над объемом торгов товарной нефтью. Резкий рост торгов так называемой бумажной нефтью произошел сразу после теракта в Нью-Йорке 11 сентября 2001 г. Биржевые спекуляции заняли 98-99% рынка, а объем торгов физической нефтью опустился до 2%. Товарный рынок нефти превратился в один из сегментов глобального финансового рынка, а цена на нефть стала в большей степени зависеть от спроса и предложения денег. То, что рынок вступает в период низких цен до момента выстраивания нового энергетического ландшафта, для России это плохо. Но и для США такая ситуация является неблагоприятной – ставки ФРС США находятся фактически на отрицательной территории. При этом девальвационный маневр отсутствует, фондовый пузырь давит на экономику Большого Запада изнутри, а искусственно сдерживаемые цены на нефть это давление увеличивают. А это значит, что риски и неопределенности при управлении ЦБ РФ сильно возрастают. И, как указывалось нами выше, принципы классического подхода к кредитованию со стороны ЦБ РФ перестали отвечать современным условиям функционирования финансового рынка [14]. Анализ глобального финансового кризиса, начавшегося в 2008 г. и продолжающегося сегодня, показал, в частности, что центральные банки могут столкнуться с тремя различными типами дефицита ликвидности. При этом характер и масштабы кредитования последней инстанции будут зависеть от того, на какой тип дефицита ликвидности должен отреагировать ЦБ в первую очередь. А это уже типичный

элемент «портфельности» в управлении.

Если же рассмотреть простые банки как приближенные аналоги ЦБ, но более низкого финансового уровня, о которых информация более доступна, – то их банкротство, как правило, в реальности никогда нельзя привязать к конкретной причине, которая к нему привела [15]. Так, с середины 2013 по конец 2016 г. из банковской системы РФ выбыл каждый третий банк (точнее 308 банков) с общим объемом пока лишь точно установленной дыры в капитале объемом 1,4 трлн руб. В балансах же более чем половине (точнее - 394) еще живущих банков могут быть спрятаны дыры в капитале на сумму 5,6% ВВП, или почти 4,7 трлн руб. Взыскать же ущерб с лопнувших банков удалось за указанный срок всего 0,18%, и то только с тех сумм, на которые суды выдали решения о взыскании (101,6 млрд руб.). Квалифицированный топ-менеджмент рухнувших банков считает, что в их крахе виновны регулятор в лице ЦБ и гипотетические конкуренты, а еще – непреодолимые обстоятельства. И даже скрупулезные судебные разбирательства, в результате которых и появляется возможность установить причину банкротства, констатируют, что такая причина сопровождалась еще массой объективных событий, на которые контролирующие банковские процессы лица, не могли повлиять. А значит, и не могут быть признанными виновными в организации криминальных банковских схем. Единственным критерием устойчивости того либо иного банка остается критерий резервирования и в крайнем случае, -отсутствия «кредитных дыр» в их балансе. А значит и антикризисное управление обычными банками следует ориентировать именно на эти показатели. Другие же, классические элементы системы антикризисного управления [16], сколь-либо эффективно применить в банковской сфере представляется очень проблематичным. Поэтому-то, с одной стороны банки, чувствуя правовую безнаказанность, преднамеренно обманывают своих вкладчиков руками своего же топ-менеджмента, а, с другой стороны, поиск пропавших активов сложен из-за хаотичности действий этого менеджмента, у которого также отсутствует и логика действий, и понимание ситуации и в стране в целом, и в их банке, в частности.

Если же теперь обратиться в качестве другого аналога, уже высшего по отношению к ЦБ финансового уровня, – к валютным мировым системам (союзам), там ситуация еще более парадоксальная в плане логики и последовательности управленческих, в том числе антикризисных, решений. История их функционирования показывает, что единственной причиной их краха являлась, казалось бы, банальная нехватка резервов [17]. Поэтому, что касается ЦБ РФ, то, как указывалось выше, адекватные текущему моменту антикризисные решения реализовать бывает проблематично. Но не только из-за сложной динамики мировых финансовых тенденций, но также из-за противоречивости правового положения ЦБ как независимого регулятора. Но при этом есть причины и более банальные – почти все сотрудники ЦБ РФ прямо либо косвенно, через личные доли в пакетах акций, связаны с контролируемыми ими банками, участвуя и в их управлении, и одновременно в их же контроле. И такая ситуация уже перешла в открытое противостояние между ЦБ РФ и банковским сообществом, к которому примкнули и пострадавшие клиенты банков, и эксперты-аналитики [18]. Вопрос же о недопустимости столь «независимого» от государства и общества статуса Банка России и невозможности привлечения его сотрудников к административной либо уголовной ответственности за злоупотребления своими полномочиями, в частности, за фальсификацию финансовой отчетности того же ЦБ, уже не раз обсуждался на различных уровнях. Даже Генпрокуратуре РФ автономность ведомства на Неглинной не позволяет оспорить его действия. Таким образом, проблемы антикризисного управления ЗВР носят как объективный, так и сугубо субъективный характер. В этих условиях вместо дифференцированного подхода к управлению функциями ЗВР, который по указанным выше причинам реализовать не удастся, следует использовать предложенный нами в работе [19] интегральный подход, основанный на портфельной оптимизации. Для этого есть как минимум один исходный параметр, выявленный на основе статистического анализа мировых валютно-финансовых кризисов.

Оптимальные величина и структура золотовалютных резервов

С увеличением денежных обязательств расширенного правительства страны с мягкой, неконвертируемой на внешнем рынке, валютой - должны увеличиваться и ее ЗВР. *Риски расхождения* в росте денежных обязательств и соответствующих им ЗВР выражаются в возможности возникновения внутреннего валютно-финансового кризиса. Согласно кривой валютных кризисов [20, с. 43], построенной по данным на конец 90-х годов, дефицит ЗВР в отношении расширенной денежной базы вызывает определенный уровень девальвации национальной валюты. Эта зависимость, рассчитанная для валютно-финансовых кризисов в различных странах в период с 1982 по 1999 г., имеет большой разброс, но при этом может быть приближенно описана линейной зависимостью величины девальвации при валютно-финансовом кризисе от обеспеченности расширенной денежной базы валютными резервами. В свою очередь, кризисная девальвация вызывает определенный ущерб в виде падения ВВП данной страны, вплоть до реальных дефолтов, банкротств фирм и разорения предпринимателей, как это случилось в России в августе 1998 г. [21]. Поскольку для выбора оптимальной величины ЗВР конкретной страны желательно знать кривую валютных кризисов этой же самой страны, то обратимся к конкретным условиям протекания кризисов в России в последние три десятилетия, т.е. в период с 1994 по 2016 г.

На рис. 7 представлена динамика соотношения денежной массы ЦБ РФ в виде агрегата М2 (в пересчете на доллары) и ЗВР (тоже в долларах) совместно с динамикой курса рубля к доллару с 1994 по 2016 г. (на начало года). Напомним, что одним из условий обеспечения стабильности курса национальной валюты является достаточное количество ЗВР. При этом достаточным является не менее чем 100% обеспечение денежной массы ЗВР исходя из валютного курса. Выполнение всех остальных критериев не способно полностью гарантировать стабильность национальной валюты. Если вся денежная масса национальной валюты не обеспечена ЗВР, то девальвация валюты лишь вопрос времени. Она произойдет в случае неблагоприятных внешних экономических условий, которые в силу цикличности экономики неизбежны. Вследствие неблагоприятной экономической конъюнктуры, когда резко повышается спрос на иностранную валюту со стороны субъектов экономики, ЦБ будет вынужден проводить интервенции, т.е. выкупать национальную валюту в обмен на имеющиеся резервы.

В силу неопределенности экономической действительности никто не может знать, сколько продлятся неблагоприятные условия. Следовательно, попытка поддержать фиксированный валютный курс в условиях неполной обеспеченности денежной массы валютными резервами подразумевает под собой надежду на скорое улучшение ситуации. Это, безусловно, неправильный подход. В силу неопределенности, при неполном обеспечении денежной массы на длительном промежутке времени ЗВР - девальвация рано или поздно произойдет. При этом не стоит путать денежную базу, т.е. деньги, выпущенные ЦБ РФ и денежную массу в виде агрегата М2, куда входят и безналичные деньги – фидуциарные (фиатные) средства обращения. Агрегат М2 еще называют расширенной денежной базой или обязательствами расширенного правительства. Проводя валютные интервенции, ЦБ выкупает эмитированную им же денежную массу за счет ЗВР. В результате происходит уменьшение денежной базы.

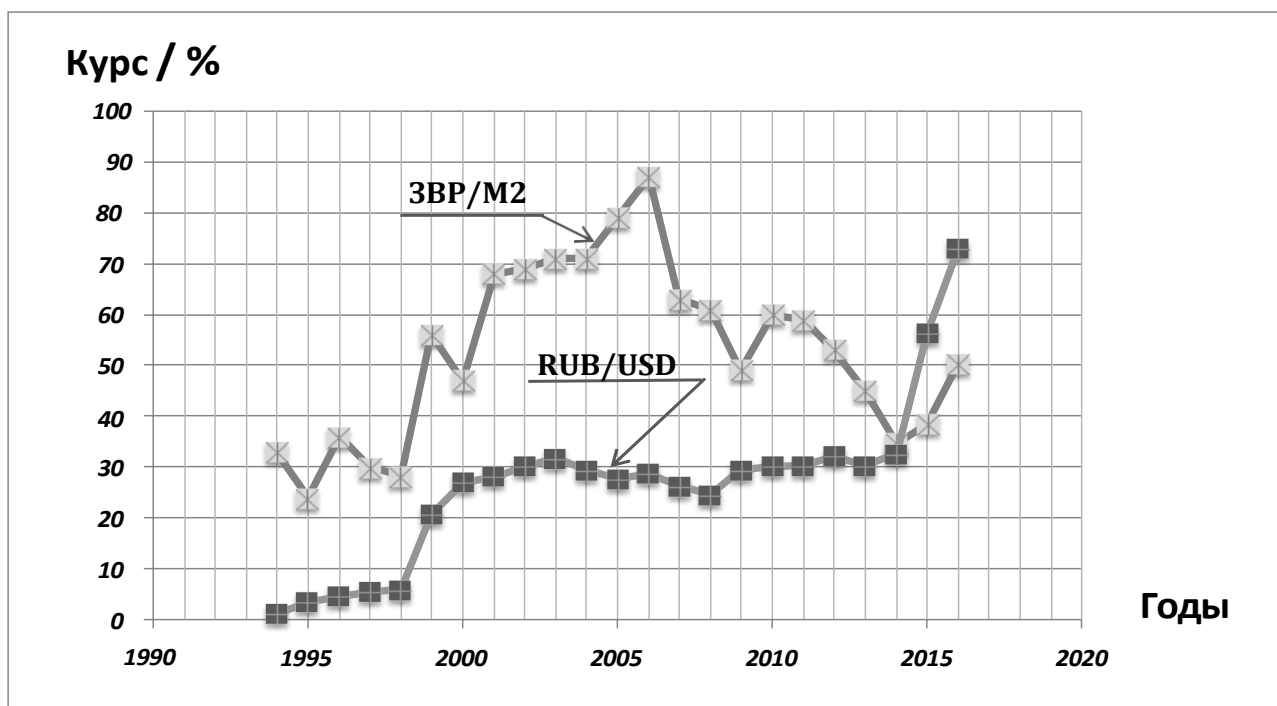


Рис. 7. Соотношение денежной массы в виде агрегата М2 и ЗВР (верхняя кривая) как индикатор девальвации рубля к доллару США (нижняя кривая) с 1994 по 2016 г. (на начало года) [22]

Однако безналичные деньги (вклады и счета, входящие в денежный агрегат М2) при этом не уменьшаются, а остаются на прежнем уровне. В результате происходит ухудшение ликвидности банковской системы: объем ресурсов у банков сокращается, а объем обязательств остается прежним. В итоге денежный и банковский мультипликаторы увеличиваются. Положение банковской системы становится более нестабильным. А поскольку ЦБ отвечает не только за стабильность национальной валюты, но и стабильность банковской системы, он вынужден через некоторое время увеличивать ликвидность банковской системы, т.е. тем или иным способом снабдить банковскую систему наличными деньгами (деньгами ЦБ), т.е. увеличить денежную базу. В итоге ЦБ остается с той же или большей денежной базой и меньшим объемом золотовалютных резервов.

Снижение обеспеченности денежной массы ЗВР ниже 50% является негативным сигналом, свидетельствующим о существенном увеличении рисков девальвации валюты. Снижение уровня достаточности ЗВР ниже 35% непосредственно предшествовало как девальвации 1998-1999 гг., так и девальвации 2014-2015 гг. Период относительной стабильности курса рубля (2000-2013 гг.) сопровождался обеспечением денежной массы ЗВР на уровне 50% и более [23]. На рис. 8 построена зависимость между уровнем итоговой девальвации рубля от относительной обеспеченности денежной массы ЗВР по итогам четырех кризисов за последние 30 лет. Такая более детальная кривая, привязанная к России как конкретной стране, носит уже сугубо нелинейный характер, и может быть описана квадратной параболой с практически нулевой погрешностью. И хотя через 4 точки предельно точно проводится кривая не ниже третьего порядка, но в данном случае при выборе точности до одного знака после запятой – коэффициент при кубе параметра оказался равен нулю. Так и получилась более простая аппроксимация - через квадратную параболу, а не кубическую, как бы это было в общем случае.

Девальвация 2014-2015 гг. стала следствием инфляционной политики Президента, Правительства, Банка России и банковской системы в 2006-2013 гг., которая выражалась в резком увеличении денежной базы относительно ЗВР, т.е. снижении обеспеченности денежной базы ЗВР. Анализируя обеспеченность денежной массы, необходимо также

обращать внимание на уровень ликвидности банковского сектора, т.е. банковский мультипликатор, поскольку его высокие значения свидетельствуют о возможности увеличения объема денежной базы и массы в ближайшем будущем [23].

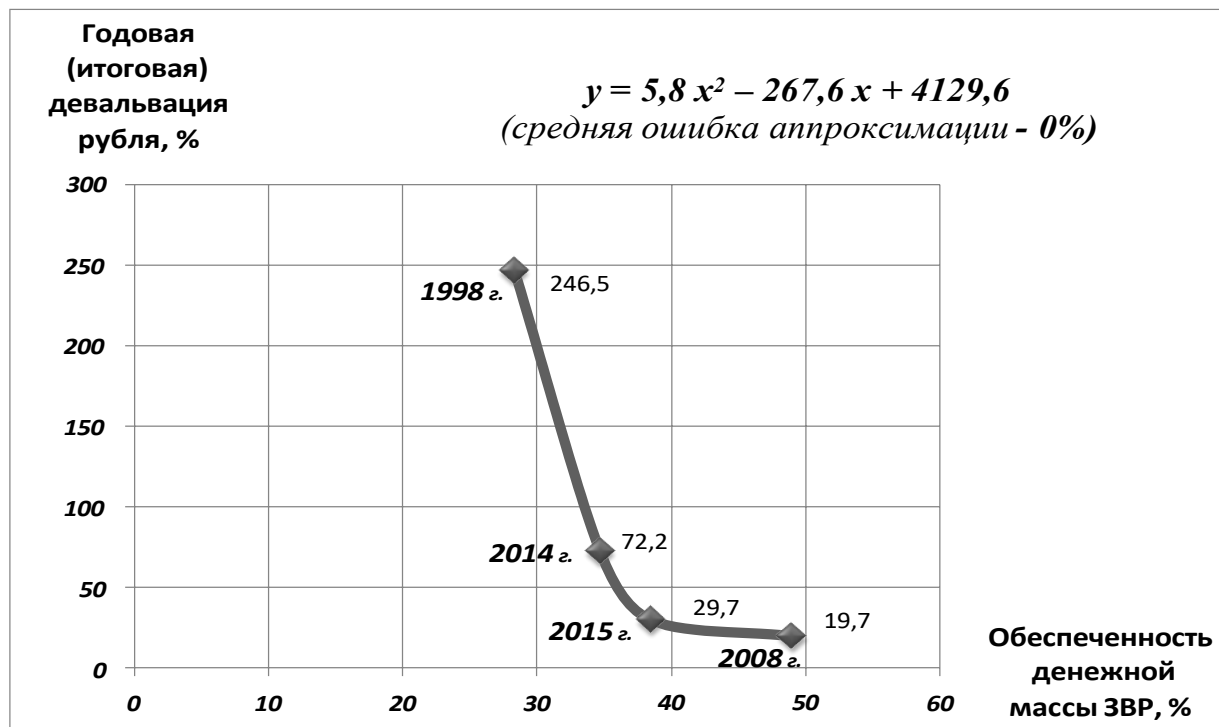


Рис. 8. Риски в виде кризисной девальвации в РФ при расхождении величины денежных обязательств расширенного правительства и величины ЗВР [23]

Рис. 9 иллюстрирует среднегодовое приращение денежной массы ЦБ РФ, т.е. объем обязательств расширенного правительства в рублях [24]. На 01.08.2020 г. денежная масса в России (54,7 трлн руб.) установила очередной исторический рекорд. Если номинально денежная масса выросла на 15,5%, то с учётом инфляции рост немного скромнее, +11,6%. Это скромно по сравнению с темпами 2000-2008 гг., доходившими до +50% и даже по сравнению с темпами 2010-2011 гг. (до +28,5%) [25].

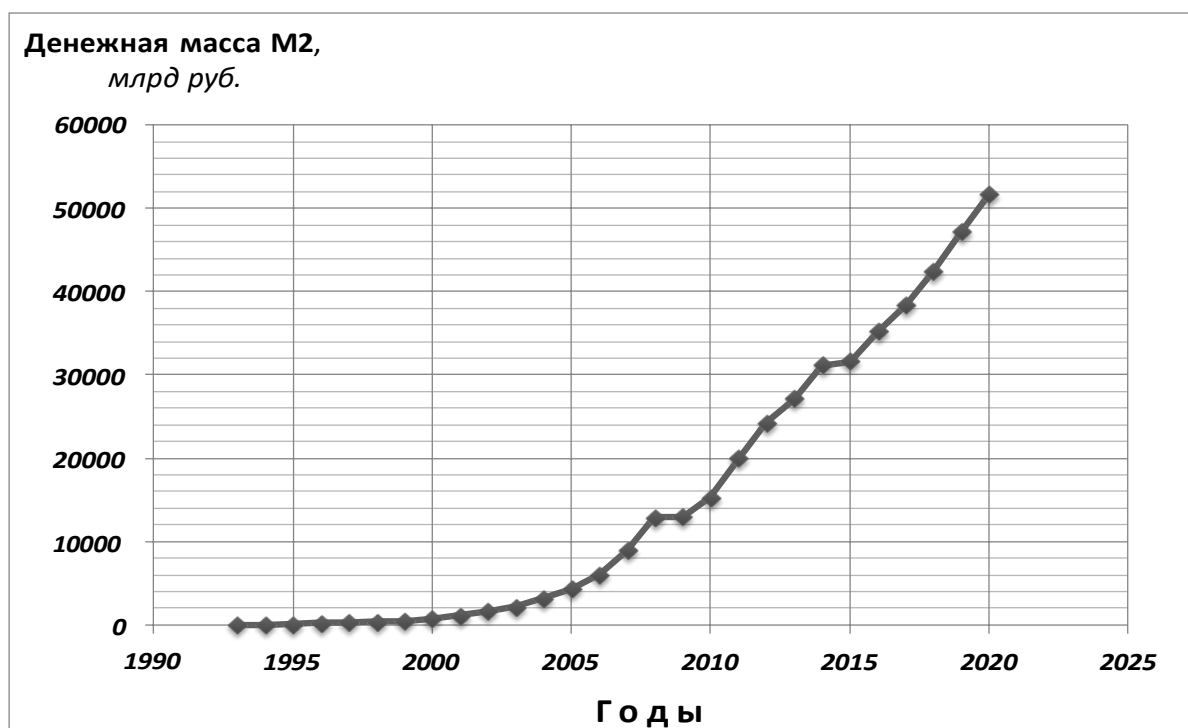


Рис. 9. Динамика прироста денежной массы $M2$ ЦБ России в период с 1993 по 2020 г. [24]

Заключение

В связи с вышеизложенным прослеживается возможность и необходимость использования портфельного оптимизационного подхода для оценки комплексной стратегии в денежно-кредитной политике, в частности, ЦБ РФ как приоритетного. Однако традиционные подходы по управлению финансовыми рисками в условиях кризисных ситуаций предполагают, чаще всего, лишь минимизацию этих рисков. При этом единственный известный метод Гарри Марковица для оптимизации финансовых рисков

[26] обладает двумя, хотя и достаточно формальными, ограничениями: во-первых, использованием в качестве меры риска - дисперсии инвестиционного портфеля, а, во-вторых, использованием линейной постановкой в отношении структуры такого портфеля.

Литература

1. Андриюшин С., Кузнецова В. Центральный банк как кредитор последней инстанции: новые вопросы теории денежно-кредитной политики // Вопросы экономики. 2010. №12. С. 70-81.
2. Буев М. Предсказанный хаос // Ведомости. 23.01.2017 г. С. 7.
3. Братищева Е.Н. Нелинейный портфель как инструмент антикризисного управления в отношении кредитора последней инстанции // Философия хозяйства. 2017. № 4 (112). С. 238 - 253.
4. Братищева Е.Н. Реформирование как преодоление фундаментальных противоречий через риски и кризисы // Постреформизм и развитие: монография / Под ред. Ю.М. Осипова, Е.С. Зотовой. - М.; Ирпень: Изд-во Национального университета ГНС Украины, 2013. 458 с. С. 364–371.
5. Блинов С. Денежная масса в России: очередной исторический рекорд // Блог С. Блинова. URL: <https://zen.yandex.ru/media/m2econ/denejnaia-massa-v-rossii-ocherednoi-istoricheskii-rekord-5f4cef42aacc899427d29aa4e> (дата обращения 01.11.2025).
6. Васильев А. Все о золотовалютных резервах в России и мире. Актуальное состояние на начало 2021 года // Портал «Банки Сегодня». URL: <https://bankstoday.net/last-articles/vse-o-zolotovalyutnyh-rezervah-v-rossii-i-mire-aktualnoe-sostoyanie-zvr-na-nachalo>

2021-goda (дата обращения 11.10.2025).

7. Власов А.В. Соотношение денежной массы и золотовалютных резервов как основной критерий их оптимальности // Современные фундаментальные и прикладные исследования. 2016. № 1 (20). С.80-88. Приложение 2.
8. Гордон Р.Дж. Закончен ли экономический рост? Шесть препятствий для инновационного развития // Вопросы экономики. 2013. № 4. С. 49-67.
9. Гасанов Г.С. Основные элементы антикризисного управления // Экономическая теория в XXI веке – 7(14): Инновационная экономика / Под ред. Ю.М. Осипова, И.В. Шевченко, Л.Н. Дробышевской, Е.С. Зотовой. М.: Краснодар, 2008. 578 с. С. 511- 516.
10. Денежная масса M2 в России 2020 ее динамика структура и показатели // Справочные таблицы «Infornfbles» URL: <https://infotables.ru/statistika/79-ekonomicheskaya-statistika-rossii/905-dinamika-denezhnoj-massy> (дата обращения 08.10.2025).
11. Джин В. Как защитить капитал от девальвации и дефолта // Тинькофф Журнал. URL: <https://journal.tinkoff.ru/money-devaluation/> (дата обращения 11.10.2025).
12. Золотой запас России: 1993-2021 // Портал «iFinance». URL: <http://global-finances.ru/zolotoy-zapas-rossii/> (дата обращения 11.10.2025).
13. Инфляция в США по годам // Портал «iFinance». URL: <http://global-finances.ru/inflyacziya-v-ssha-po-godam/> (дата обращения 11.10.2025).
14. Инфляция в России по годам: 1991-2021 // Портал «iFinance». URL: <http://global-finances.ru/inflyatsiya-v-rossii-po-godam/> (дата обращения 11.10.2025).
15. Иванова В.Н. Рента, валюты и платежные системы в контексте реформирования мировой финансовой архитектуры // Социальные и гуманитарные знания. 2015. Том № 2. С. 114-122.
16. Илларионов А. Мифы и уроки августовского кризиса // Вопросы экономики. 1999. № 11. С. 24-48.
17. Крутаков Л. Башни Трампа // Русский пионер № 9(69). Декабрь 2016 – январь 2017. С. 22-25.
18. Когда доллар станет «рисковой» валютой // Портал «AZE». URL: <https://aze.az/kogda-dollar-stanet-riskovoy-valyutoy.html> (дата обращения 11.10.2025).
19. Котировки золота: 1991–2021 гг. // Портал «iFinance». URL: global-finances.ru/kotirovki-zolota-dinamika-po-godam (дата обращения 11.10.2025).
20. Как изменилась цена золота за последние 20 лет // Портал «Goldomania». URL: https://goldomania.ru/articles-2/price_gold_20_year.html (дата обращения 11.10.2025).
21. Ленская Т. Sohu: Россия удивила весь мир нестандартным решением по госдолгу США // Портал «Конт». URL: <https://rueconomics.ru/449968-sohu-rossiya-udivila-ves-mir-nestandardnym-resheniem-po-gosdolgu-ssha> (дата обращения 25.10.2025).
22. Петров М. Механизмы противостояния Центробанку: анонсировано уникальное мероприятие // Московский комсомолец. 15.03.2018 г. С. 3.
23. Петрова С. Сбежавшие миллиарды // Ведомости. 06.02.2017 г. С. 20-21.
24. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения: учебник / А.А. Суэтин. Ростов - на - Дону: Феникс, 2010. 411 с.
25. Цена на золото и инфляция доллара США // Портал «Goldomania». URL: https://goldomania.ru/articles/gold_dollar.html (дата обращения 11.10.2025).
26. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М.: ИНФА-М, 2003. XII, 1028 с.