

## РОССИЯ И ЭКОНОМИКА ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКОВ

JEL: E5; F31; F34; F52; H3

УДК: 336; 338.2

### **Монетарная экспансия, фискальное стимулирование и международные резервы в системе национальных экономических интересов России: старые проблемы и новые вызовы**

*И. О. Нестеров*

Санкт-Петербургский государственный университет,  
Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., 7–9

**Для цитирования:** Нестеров И. О. (2021) Монетарная экспансия, фискальное стимулирование и международные резервы в системе национальных экономических интересов России: старые проблемы и новые вызовы. *Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика*. Т. 37. Вып. 3. С. 371–394. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2021.301>

Ультрамягкая денежно-кредитная политика, хронические бюджетные дефициты и, как следствие, растущий долг стали характерной чертой ведущих экономик в 2010-х годах. Однако глобальный кризис 2020 г., вызванный пандемией коронавируса, усилил масштабы монетарного и фискального стимулирования в мире. Россия, как и большинство стран, была вынуждена задействовать оба механизма поддержки отечественной экономики. Вместе с тем новая финансовая реальность сверхнизких процентных ставок и стремительно растущего долга в ведущих развитых экономиках формирует опасную комбинацию старых и новых вызовов, угрожающих стабильности национальной экономической системы. Центральной гипотезой исследования является предположение автора о том, что процесс аккумуляции Россией международных резервов в иностранных валютах в условиях, сложившихся в последнее десятилетие в мире монетарных и фискальных рисков, не только формирует зависимость отечественной экономики от денежно-кредитной политики развитых стран, но и оказывает девальвационное давление на курс рубля и, как следствие, усиливает инфляционные воздействия извне. В конечном итоге российская экономика, финансируя и без того раздутые дефициты бюджетов США, еврозоны и Японии и подпитывая тем самым надвигающийся из этих экономик вал «долгового цунами», теряет столь необходимые для восстановления собственного экономического роста инвестиционные ресурсы. Цель исследования — доказать, что в системе координат новой мировой финансовой реальности дальнейшее

© Санкт-Петербургский государственный университет, 2021

накопление международных валютных резервов подрывает процесс формирования условий для устойчивого роста российской экономики, ключевым элементом достижения которого, по мнению автора, может и должно стать укрепление курса национальной денежной единицы. Весомым аргументом в пользу данного предложения является скорректированная парадигма экономического развития, ориентированная сегодня на импортозамещение.

*Ключевые слова:* денежно-кредитная политика, фискальное стимулирование, международные резервы, национальные экономические интересы, мировая валютная система.

## Введение

В Стратегии национальной безопасности Российской Федерации, которая была утверждена Указом Президента РФ от 31 декабря 2015 г. № 683<sup>1</sup>, среди обширного перечня потенциальных угроз и факторов, способных оказать неблагоприятное влияние на национальные интересы Российской Федерации<sup>2</sup>, перечислялись «вероятное распространение эпидемий, вызываемых новыми, неизвестными ранее вирусами» и «последствия мировых финансово-экономических кризисов», которые «могут стать сопоставимыми по совокупному ущербу с масштабным применением военной силы»<sup>3</sup>. События 2020 г., к сожалению, подтвердили опасения разработчиков Стратегии. Текущие экономические потери стран из-за пандемии COVID-19 уже сопоставимы с итогами вооруженных конфликтов. Стремление поддержать национальные экономики, испытывающие разрушительное влияние масштабных локдаунов, заставили власти многих государств интенсивнее использовать рискованные с точки зрения долгосрочных последствий инструменты монетарного и фискального стимулирования. Серьезную опасность в этой связи представляет «усиление структурных дисбалансов в мировой экономике и финансовой системе, а также рост частной и суверенной задолженности»<sup>4</sup>.

Достижение целей обеспечения экономической безопасности Российской Федерации<sup>5</sup>, согласно обновленной Стратегии национальной безопасности Россий-

---

<sup>1</sup> Указ Президента Российской Федерации от 31 декабря 2015 г. № 683 «О Стратегии национальной безопасности Российской Федерации». — Здесь и далее все ссылки на российское законодательство приводятся по СПС «КонсультантПлюс». URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 31.03.2021).

<sup>2</sup> В Стратегии экономической безопасности Российской Федерации до 2030 года определены «национальные интересы Российской Федерации в экономической сфере как объективно значимые экономические потребности страны, удовлетворение которых обеспечивает реализацию стратегических национальных приоритетов Российской Федерации» (п. 7). При этом стратегические национальные приоритеты России — «важнейшие направления обеспечения национальной безопасности, по которым реализуются конституционные права и свободы граждан Российской Федерации, осуществляются устойчивое социально-экономическое развитие и охрана суверенитета страны, ее независимости и территориальной целостности» (п. 6). (Указ Президента Российской Федерации от 13 мая 2017 г. № 208 «О Стратегии экономической безопасности Российской Федерации на период до 2030 года»).

<sup>3</sup> Стратегия национальной безопасности РФ. (2015) (п. 10, 12).

<sup>4</sup> Стратегия экономической безопасности РФ до 2030 года (п. 12).

<sup>5</sup> Стратегия экономической безопасности РФ до 2030 года определяет «экономическую безопасность как состояние защищенности национальной экономики от внешних и внутренних угроз, при котором обеспечиваются экономический суверенитет страны, единство ее экономического пространства, условия для реализации стратегических национальных приоритетов Российской Федерации», а «экономический суверенитет Российской Федерации как объективно существующую

ской Федерации, утвержденной Указом Президента РФ от 2 июля 2021 г. № 400<sup>6</sup>, осуществляется путем решения целого перечня задач, среди которых в рамках настоящей статьи особый интерес представляют следующие: «сохранение макроэкономической устойчивости, поддержание инфляции на стабильно низком уровне, обеспечение устойчивости рубля и сбалансированности бюджетной системы», «обеспечение устойчивого развития реального сектора экономики», «преодоление критической зависимости российской экономики от импорта технологий, оборудования и комплектующих»<sup>7</sup>. Среди мер реализации указанных задач — «снижение критической зависимости национальной денежно-кредитной системы от колебаний конъюнктуры на международных финансовых и товарных рынках», «снижение использования иностранной валюты при осуществлении хозяйственной деятельности в российской юрисдикции», «совершенствование управления государственными финансовыми активами и долговыми обязательствами»<sup>8</sup>. Последний тезис приобретает особую актуальность в свете масштабной эмиссии резервных валют, осуществляемой ведущими центральными банками мира на протяжении 2020-х годов.

Заметим, что практически каждый кризис, переживаемый мировой экономикой за последние 30 лет, сопровождается обострением дискуссии о реформировании международной финансовой архитектуры. Центральное место в полемике традиционно отводится вопросу роли и места системы международных резервов. Подавляющее большинство экспертов отмечают, что практика накопления международных валютных резервов создает предпосылки для сохранения устойчивых дисбалансов в мировой экономике и служит источником повышенной волатильности (см.: [Нестеров, 2012; Ocampo, 2014; 2017; Prasad, 2014; Stiglitz, Greenwald, 2010; Williamson, 2010; Xiaochuan, 2009]). После глобального кризиса 2008–2009 гг. под эгидой ООН и Международного валютного фонда были проведены многочисленные исследования и опубликованы тысячи страниц рекомендаций по устранению существующих уязвимостей<sup>9</sup>. Вместе с тем, несмотря на известные и очевидные недостатки, трансформировать нынешнюю систему международных резервов в тех

---

независимость государства в проведении внутренней и внешней экономической политики с учетом международных обязательств» (п. 7). Согласно обновленной Стратегии национальной безопасности РФ, «целями обеспечения экономической безопасности Российской Федерации являются укрепление экономического суверенитета страны, повышение конкурентоспособности российской экономики и ее устойчивости к воздействию внешних и внутренних угроз, создание условий для экономического роста Российской Федерации, темпы которого будут выше мировых» (п. 66).

<sup>6</sup> Указ Президента Российской Федерации от 2 июля 2021 г. № 400 «О Стратегии национальной безопасности Российской Федерации».

<sup>7</sup> Стратегия национальной безопасности РФ. (2021) (п. 67).

<sup>8</sup> Стратегия экономической безопасности РФ до 2030 года (п. 17–19).

<sup>9</sup> См., например: Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System. (2009) *United Nations. Nations Unies*. September 21. 140 p. URL: [https://www.un.org/en/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport\\_CoE.pdf](https://www.un.org/en/ga/econcrisissummit/docs/FinalReport_CoE.pdf) (дата обращения: 30.03.2021); Reserve accumulation and international monetary stability. (2010) *International Monetary Fund*. April 13. 35 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf> (дата обращения: 30.03.2021); Reform of the international monetary system: A cooperative approach for the twenty first century. (2011) *Palais-Royal Initiative*. February 8. 23 p. URL: [http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport\\_Camdessus-integral.pdf](http://www.global-currencies.org/smi/gb/telechar/news/Rapport_Camdessus-integral.pdf) (дата обращения: 30.03.2021); Considerations on the Role of the SDR. (2018) *International Monetary Fund*. April. 46 p. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2018/pp030618role-of-the-sdr.ashx> (дата обращения: 30.03.2021).

направлениях, которые предлагает академическое сообщество, пока не удается. Более того, по мере отдаления от острой фазы каждого кризиса активность призывов что-либо изменить стихает. Количество публикаций на соответствующую тему сокращается. Дискуссия переходит в вялотекущий формат, ожидая очередного всплеска активности по мере нового обострения ситуации на финансовых рынках. Однако текущие процессы, происходящие в мировой валютной системе, создают предпосылки поистине революционной ситуации, способной привести к полной ревизии принципов международной финансовой архитектуры.

В настоящей публикации автор пытается доказать, что в контексте новой мировой финансовой реальности, характеризующейся агрессивной монетарной экспансией со стороны ведущих центральных банков мира и повсеместным фискальным стимулированием, процесс дальнейшего накопления международных валютных резервов Российской Федерации не только сопряжен с традиционными рисками зависимости от денежно-кредитной политики стран — эмитентов резервных валют и потери столь необходимых в условиях глобального кризиса инвестиционных ресурсов, но и таит в себе новые угрозы. Главная из них — вызревание опасной комбинации факторов, способствующей формированию саморазвивающегося порочного инфляционно-девальвационного круга, в котором растущее в мировой экономике инфляционное давление, приумноженное слабостью и недооцененностью рубля, сдерживает возможности модернизации отечественного производства и снижения его себестоимости и в то же время толкает монетарные власти на путь рестриктивной денежно-кредитной политики. В конечном итоге такое положение дел подрывает перспективы формирования условий для устойчивого роста российской экономики, одним из ключевых элементов достижения которого, по убеждению автора, может и должно стать укрепление курса национальной денежной единицы.

## 1. Денежно-кредитная экспансия в мире и российский монетарный путь

С момента публикации Стратегии экономической безопасности РФ до 2030 года прошло четыре года. Угрозы глобальных финансовых вызовов для России с тех пор лишь усилились. Один из факторов давления — продолжительный период имплементации сверхмягкой денежно-кредитной политики (ДКП) ведущими центральными банками мира. Долгосрочный тренд на снижение процентных ставок у лидеров мировой экономики начался еще до глобального кризиса 2008–2009 гг. Процесс был неспешным, фрагментированным и прерывистым. Великая рецессия ускорила это движение, превратив монетарное стимулирование в постоянный, но уже тогда малоэффективный инструмент<sup>10</sup> макроэкономической политики развитых государств.

Россия находилась в стороне от практики использования таких ортодоксальных инструментов, как сверхмягкая ДКП и «количественные смягчения». Непродолжительная фаза смягчения монетарных условий в ответ на вызовы глобального

---

<sup>10</sup> О том, что США, еврозона, Великобритания попали в так называемую ловушку ликвидности — ситуацию, когда денежно-кредитная политика оказалась недееспособной из-за нулевого или «околонулевого» уровня процентных ставок, — экономисты стали заявлять уже в 2010 г. (см.: [Krugman, 2010; 2011]). Применительно к японской экономике подобные предупреждения звучали уже в 1998 г. (см.: [Krugman, 1998]).

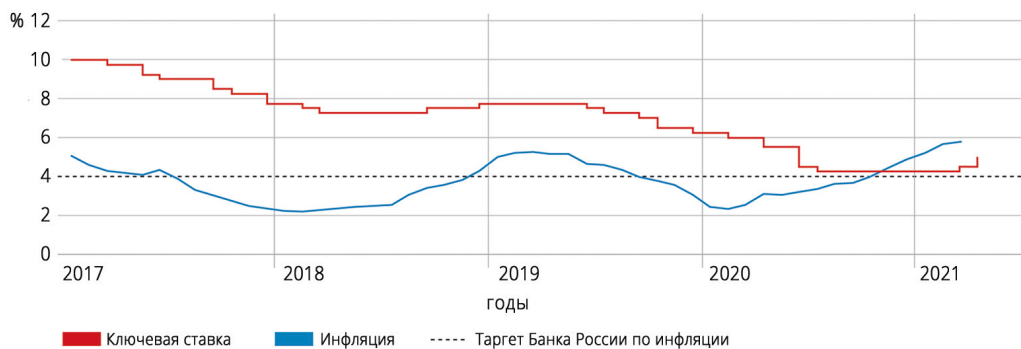


Рис. 1. Динамика ключевой ставки ЦБ РФ и инфляции в России

Источник: Доклад о денежно-кредитной политике. (2021) Банк России. Апрель. URL: [https://cbr.ru/analytics/dkp/ddcp/longread\\_2\\_34/page/](https://cbr.ru/analytics/dkp/ddcp/longread_2_34/page/) (дата обращения: 10.06.2021).

кризиса 2008–2009 гг. сменилась стабилизацией процентных ставок и даже их ростом под негативным давлением совокупности внешних и внутренних факторов. Однако инспирированный пандемией COVID-19 экономический кризис вынудил Банк России в 2020 г. достаточно резко снизить ключевую ставку до 4,25 % (рис. 1).

Следует отметить, что в сравнении с нулевыми и отрицательными ставками в ведущих экономиках исторически минимальное значение ключевой ставки ЦБ РФ не выглядело адекватным текущим вызовам в глазах представителей российского бизнеса, создавая благодатную почву для острой полемики и обвинения регулятора в «недостаточно решительных действиях, направленных на улучшение финансовых условий в стране»<sup>11</sup>. Более того, недовольство бизнес-сообщества вызывала и продолжает вызывать весьма своевольная трактовка руководством ЦБ своего мандата. Так, в соответствии с федеральным законом «О Центральном банке РФ» «основной целью денежно-кредитной политики Банка России является защита и обеспечение устойчивости рубля посредством поддержания ценовой стабильности, в том числе для формирования условий сбалансированного и устойчивого экономического роста»<sup>12</sup>. Однако в решениях регулятора по ключевой ставке ориентир на динамику развития российской экономики традиционно отсутствует. В трактовке целей и задач денежно-кредитной политики Банка России, представленной на официальном сайте ЦБ РФ, про «устойчивый экономический рост» не сказано ни слова<sup>13</sup>.

Несмотря на призывы российского бизнеса к проведению более мягкой ДКП, руководство регулятора настаивает на «традиционной» стратегии использова-

<sup>11</sup> Комментарии к пресс-конференции Э.Набиуллиной. (2020) 20 марта. URL: <https://deripaska.ru/stati/kommentarii-k-press-konferentsii-e-nabiullinoj-20-03-20> (дата обращения: 31.03.2021).

<sup>12</sup> Федеральный закон Российской Федерации от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации», ст. 34.1.

<sup>13</sup> На официальном сайте ЦБ РФ указано, что «основной целью денежно-кредитной политики Банка России является поддержание ценовой стабильности, то есть стабильно низкой инфляции». Ибо «ценовая стабильность — важный элемент благоприятной среды для жизни людей и ведения бизнеса» (Цели и принципы денежно-кредитной политики Банка России. (2021) URL: [https://cbr.ru/dkp/objective\\_and\\_principles/](https://cbr.ru/dkp/objective_and_principles/) (дата обращения: 30.03.2021)). Данная трактовка целей и принципов монетарной политики существенно отличается от версии, изложенной в ст. 34.1 Федерального закона от 10.07.2002 г. № 86 «О Центральном банке РФ».

ния мер монетарного стимулирования. Такая позиция нашла отражение в весьма умеренных и постепенных шагах по снижению уровня ключевой ставки в период с 2017 по 2020 г.

Обосновывая свой консерватизм, Банк России указывает на то, что «денежно-кредитная политика создает необходимые условия для устойчивого развития экономики, но сама по себе не может быть источником устойчивого повышения экономического потенциала. В долгосрочной перспективе основными факторами, определяющими потенциал роста экономики, являются изменение численности трудовых ресурсов, накопление капитала, рост производительности труда и капитала, внедрение новых технологий»<sup>14</sup>. Поэтому «решение задачи устойчивого расширения производственных возможностей экономики требует меры бюджетной и структурной политики»<sup>15</sup>. Только они вкупе с институциональными преобразованиями в случае эффективной реализации могут напрямую увеличить потенциальные темпы экономического роста. Практика использования «нетрадиционных» инструментов монетарного стимулирования ведущими странами мира — путь к финансовой пропасти, из которой невозможно выбраться, ибо подобная политика создает «множество рисков надувания пузырей» и не гарантирует экономического роста<sup>16</sup>.

В то же время, согласно прогнозу Международного валютного фонда, высокий уровень сбережений<sup>17</sup> населения в условиях продолжающейся неопределенности вокруг пандемии и депрессивные показатели объемов частных инвестиций будут способствовать сохранению низких процентных ставок в развитых экономиках и некоторых странах с формирующимися рынками на протяжении длительного периода времени<sup>18</sup>. Фактически это означает, что деньги в мировой экономике лились и будут литься рекой.

При этом угроза взрывного роста цен на финансовые активы (фондовые индексы, производные инструменты, криптовалюты) и, что более критично для реального сектора экономики, товары на мировых сырьевых и продовольственных рынках<sup>19</sup> в результате неиссякающего денежного потока уже реализуется. В Российской Федерации данный эффект, усиленный девальвацией рубля, привел к всплеску ин-

---

<sup>14</sup> Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2021 год и период 2022 и 2023 годов. (2021) *Банк России*. С. 7. URL: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/87358/on\\_2021\(2022-2023\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/87358/on_2021(2022-2023).pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>15</sup> Там же. С. 8.

<sup>16</sup> «Должны сдуться»: Набиуллина посетовала на финансовые пузыри. (2021) *Regnum*. 15 января. URL: <https://regnum.ru/news/economy/3164313.html> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>17</sup> Речь идет о предосторожных сбережениях (precautionary savings) — части не израсходованного домохозяйствами текущего дохода, откладываемого «на черный день» из-за неопределенности с будущими поступлениями.

<sup>18</sup> Fiscal Monitor: Policies for the Recovery. (2020) *International Monetary Fund*. October. P. 12. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>19</sup> Например, уже в марте 2021 г. среднее значение Индекса продовольственных цен Продовольственной и сельскохозяйственной Организации Объединенных Наций, отражающего ежемесячное движение международных цен корзины продовольственных товаров, составило максимальные с момента пересмотра структуры индекса в 2014 г. 118,5 пункта. В апреле и мае 2021 г. рост показателя продолжился и достиг 127,1 пункта, что на 36,1 пункта (39,7%!) выше уровня значения годичной давности (см.: FAO Food Price Index. (2021) *Food and Agriculture Organization of the United Nations*. URL: <http://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/> (дата обращения: 10.06.2021)).

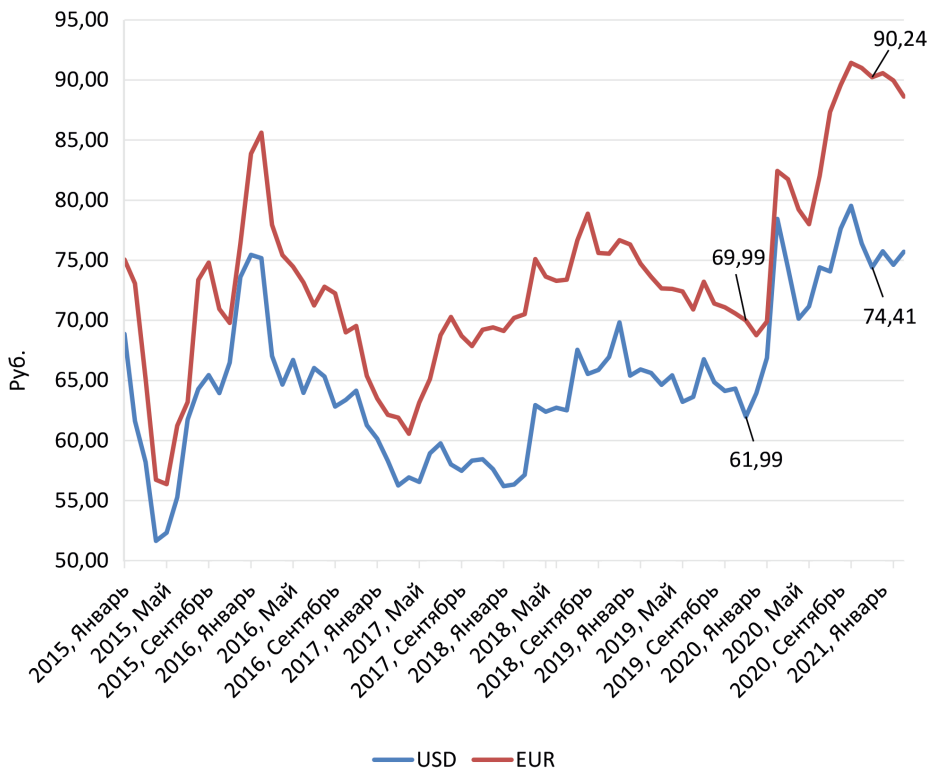


Рис. 2. Среднемесячные значения курса рубля к доллару США и евро с января 2015 г. по март 2021 г.

Составлено по: Average monthly U.S. dollar (USD) and euro (EUR) exchange rate to Russian ruble (RUB) from January 2008 to August 2021. (2021) Statista. URL: <https://www.statista.com/statistics/1200821/usd-eur-rub-exchange-rate-monthly/> (дата обращения: 22.04.2021).

фляции в конце 2020 — начале 2021 г.<sup>20</sup> и отправил реальную процентную ставку в отрицательную зону. Так, в 2020 г. снижение курса рубля стало одним из самых сильных среди валют стран с формирующимися рынками. За год стоимость российской валюты к доллару США снизилась на 20 %, к евро — на 30 %<sup>21</sup> (рис. 2), что является худшим результатом после девальвации в 2014 г. Как следствие, дискуссия о дальнейшем снижении ключевой ставки в краткосрочной перспективе оказалась закрыта, о чем однозначно было заявлено на пресс-конференции еще 12 февраля

<sup>20</sup> Согласно окончательной оценке Росстата, индекс потребительских цен на товары и услуги в России по итогам 2020 г. составил 4,91 % (показатель декабрь к декабрю). Это самый высокий уровень с 2016 г., когда годовая инфляция (декабрь к декабрю) составила 5,39 %. В январе 2021 г. инфляция ускорилась до 5,19 % (в годовом выражении), в феврале — до 5,67 %, в марте — до 5,78 %, а в мае достигла 6,02 %. При этом рост цен производителей в Российской Федерации, по данным Росстата, в январе 2021 г. вырос на 3,5 % (!), что сопоставимо с годовым ростом за 2020 г. (3,6 %). (См.: Индексы потребительских цен по Российской Федерации. (1991–2020) ЕМИСС. Государственная статистика. URL: <https://fedstat.ru/indicator/31074> (дата обращения: 10.06.2021).

<sup>21</sup> См.: Динамика курсов доллара США и евро к рублю и показатели биржевых торгов. (2020) Банк России. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/micex\\_doc/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2020&UniDbQuery.To=31.12.2020](https://www.cbr.ru/hd_base/micex_doc/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=01.01.2020&UniDbQuery.To=31.12.2020) (дата обращения: 30.03.2021).

2021 г. по итогам очередного заседания Банка России<sup>22</sup>. А уже в марте 2021 г., стремясь обуздать рост цен, монетарные власти были вынуждены начать ужесточение финансовых условий.

В результате обнажились сразу несколько проблем для перспектив развития российской экономики. Внешнее инфляционное давление, усиленное снижением курса российской валюты, сделало невозможным использование мер активной государственной денежно-кредитной политики, ориентированной на поддержку реального сектора (как заявлено в Стратегиях национальной и экономической безопасности Российской Федерации). Дистанцируясь в традиционной манере от вопроса «формирования условий для сбалансированного и устойчивого экономического роста», Банк России, по сути, переложил бремя восстановления российской экономики в период глобального пандемического кризиса «на меры бюджетной и структурной политики». При этом рост инфляции вкупе с ожиданиями участников финансовых рынков дальнейшего повышения ключевой ставки в 2021 г. сделали российские заимствования для финансирования расходов государственного бюджета более дорогостоящими (подробнее речь об этом пойдет в следующем параграфе).

Примечательно, что в контексте «инфляционного всплеска» конца 2020 — начала 2021 г. стало очевидным, что оторванная от валютной политики задача таргетирования инфляции — «священная мантра» ЦБ РФ в рамках проводимой им ДКП — оказалась невыполнима из-за роста цен на мировых рынках, который, как было отмечено выше, стал следствием безудержной денежной эмиссии ведущих центральных банков мира. Плавающий рубль не только не компенсировал давление «импортируемой» в Россию извне инфляции, но и усилил его из-за девальвации, вызванной совокупностью «внешних факторов»<sup>23</sup>, в том числе снижением мировых цен на нефть. Заметим, что избежать или ограничить глубину девальвации курса российской национальной валюты в 2020 г. не помогли существенные объемы накопленных ЦБ РФ международных резервов, ибо еще одной «священной мантрой» российских монетарных властей является позиция невмешательства в колебания курса рубля, гибкость которого, по мнению регулятора, должна «помогать экономике России подстраиваться под меняющиеся внешние условия, сглаживая воздействие на нее внешних факторов»<sup>24</sup>. История второй половины 2020 — начала 2021 г. показала, что вместо сглаживания негативных внешних эффектов получилось их усиление.

---

<sup>22</sup> Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 12 февраля 2021 года. (2021) *Банк России*. URL: <http://cbr.ru/press/event/?id=9577> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>23</sup> В Докладе о денежно-кредитной политике за февраль 2021 г. Банк России признал, что «повышение инфляции в октябре 2020 — январе 2021 г. было связано с ослаблением рубля, вызванным внешними факторами. Его прямое влияние было особенно выраженным в сегментах потребительского рынка с большой долей импорта — электроники, импортного продовольствия. Курсовая динамика оказывала также косвенное влияние на цены, в частности через расходы производителей на ввозимую промежуточную продукцию (сырье, материалы, комплектующие, оборудование). Их увеличение привело к нарастанию давления на стоимость товаров с заметной импортной составляющей в цене (автомобили, товары для дома и ремонта)». (Более подробно см.: Доклад о денежно-кредитной политике. (2021) *Банк России*. № 1. Февраль. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32026/2021\\_01\\_ddcp.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32026/2021_01_ddcp.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).)

<sup>24</sup> Режим валютного курса Банка России. (2020) *Банк России*. URL: [https://www.cbr.ru/DKP/exchange\\_rate/](https://www.cbr.ru/DKP/exchange_rate/) (дата обращения: 30.03.2021).



## 2. Фискальное стимулирование: в борьбе за утраченный экономический рост

Еще одной угрозой стабильности международной финансовой системы, а вместе с ней и национальной экономической безопасности России являются хронические дефициты государственных бюджетов ведущих экономик мира, превратившиеся в характерную черту мировой экономики еще в 2010-х годах (табл. 1). Однако борьба с пандемией в 2020 г. повсеместно потребовала от правительств мобилизации дополнительных, более масштабных, ресурсов. В результате совокупный объем налогово-бюджетных стимулов, анонсированных странами к концу 2020 г., составил 14 трлн долл. США<sup>25</sup>. Львиная доля — 11,8 трлн долл. США — пришлось на развитые экономики<sup>26</sup>.

Таблица 1. Уровень дефицита бюджета в некоторых экономиках мира в посткризисный период (% к ВВП)

Экономика	Год												
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (оценка)
Развитые экономики*	-3,7	-8,9	-7,7	-6,6	-5,5	-3,7	-3,1	-2,6	-2,7	-2,4	-2,7	-3,3	-13,3
США	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,0	-4,6	-4,1	-3,6	-4,4	-4,6	-5,8	-6,4	-17,5
Еврозона	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,7	-3,0	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0	-0,5	-0,6	-8,4
Япония	-4,1	-10,4	-9,4	-10,1	-8,6	-7,9	-5,6	-3,8	-3,7	-3,1	-2,6	-3,4	-13,8
Россия	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,4	-1,2	-1,1	-3,4	-3,7	-1,5	2,9	1,9	-4,6
Китай	-0,4	-3,1	-2,3	-1,2	-0,3	-0,8	-0,9	-2,8	-3,7	-3,8	-4,7	-6,3	-11,8

Составлено по: Fiscal Monitor: Taking Stock A Progress Report on Fiscal Adjustment. (2012) *International Monetary Fund*. October. 115 p. URL: [https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/\\_fm1202pdf.ashx](https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/fm/2012/02/pdf/_fm1202pdf.ashx) (дата обращения: 30.03.2021); Fiscal Monitor: Policies for the Recovery. (2020); Fiscal Monitor Update: Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate. (2021).

Примечание. \* — согласно классификации Международного валютного фонда (см.: World Economic Outlook. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO> (дата обращения: 30.03.2021)).

<sup>25</sup> Fiscal Monitor Update: Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate. (2021) *International Monetary Fund*. January. P. 1. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2021/01/20/fiscal-monitor-update-january-2021> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>26</sup> Процесс фискального стимулирования не завершился с окончанием 2020 г. Одним из первых решений вновь избранного Президента США Дж. Байдена было принятие так называемого Плана спасения американцев (American Rescue Plan) на общую сумму 1,9 трлн долл. США. Финансирование столь масштабной программы планируется целиком за счет дополнительных государственных заимствований (см.: [Sorkin et al., 2020]). Не лучшим образом обстоят дела и в Европейском союзе. На начало 2021 г. общий размер корпоративных потерь в ЕС, вызванных пандемией, оценивался экспертами PwC в 1 трлн евро. Эта сумма была неокончательная из-за продолжающихся в Европе локдаунов. Текущие программы государственного и частного финансирования позволяли рассчитывать на поддержку местного бизнеса в размере 400–550 млрд евро. Как следствие, в ближайшее время европейским правительствам совместно с Еврокомиссией придется оперативно изыскивать 450–600 млрд евро в качестве мер дополнительного финансирования потерь европейского бизнеса от коронавирусных ограничений (см.: Recapitalising EU businesses post COVID-19. (2021) *Association for Financial Markets in Europe*. January. URL: [https://www.afme.eu/portals/0/afme\\_covid-19recapitalisation2020.pdf?ver=2021-01-18-16152-010](https://www.afme.eu/portals/0/afme_covid-19recapitalisation2020.pdf?ver=2021-01-18-16152-010) (дата обращения: 30.03.2021)).

Неизбежным следствием фискального стимулирования стал рост государственного долга. Его навес над мировой экономикой, поступательно формировавшийся после кризиса 2008–2009 гг. стараниями преимущественно развитых стран, в 2020 г. резко вырос и вплотную приблизился к историческим максимумам<sup>27</sup>. По итогам 2020 г. средний уровень государственного долга для развитых экономик составил 122,7 % ВВП. Бессменным лидером по этому показателю давно выступает Япония — 258,7 % (оценка 2020 г.). В США текущий уровень госдолга оценивается в 128,7 % ВВП, в еврозоне — 98,1 %<sup>28</sup>.

Но растет не только уровень государственного долга! Общий объем задолженности в мире к концу 2020 г. достиг рекордных 277 трлн долл. США, или 365 % мирового валового продукта. В развитых странах этот показатель по итогам 3-го квартала 2020 г. превысил отметку 432 % ВВП, в странах с формирующимися рынками — 248 % ВВП! «Атака долгового цунами» на мировую экономику началась отнюдь не в 2020 г. С 2016 г. совокупный размер долга в мировой экономике вырос на 53 трлн долл. США, однако до «ковидной истории» 2020 г. среднегодовой прирост составлял «всего» 6 трлн долл. в год<sup>29</sup>.

К увеличению заимствований корпоративный сектор толкают не только последствия экономического кризиса и необходимость финансирования образовавшихся «дыр» в текущих бюджетах, но и исторически низкий уровень процентных ставок. По сути, эта история уже в 2010-х годах превратилась в порочный саморазвивающийся процесс, породивший во многих развитых странах целый пул «компаний-зомби», которые нуждаются в постоянных финансовых вливаниях и способны обслуживать лишь проценты, но не тело своего долга. Подчеркнем, что увеличение доли таких компаний эксперты фиксировали уже к середине 2010-х годов<sup>30</sup>, задолго до пандемии COVID-19. Вместе с тем кризис 2020 г. увеличил число «живых мертвецов» в мировой экономике<sup>31</sup>.

Де-факто конечными покупателями быстрорастущего объема долговых обязательств выступают центральные банки. В результате триллионных «программ выкупа активов» их балансы на протяжении последних десятилетий увеличивались в геометрической прогрессии. В 2010 г. Дж. Стиглиц и Б. Гринвальд, описывая устрашающие последствия глобального кризиса 2008–2009 гг., указывали на два «вызывающие тревогу мирового сообщества обстоятельства: чрезвычайный рост размера американского долга и раздувание баланса Федеральной резервной системы» [Stiglitz, Greenwald, 2010, p. 1]. Последний в декабре 2008 г. превысил казав-

<sup>27</sup> Fiscal Monitor: Policies for the Recovery. (2020) P. 2. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2020/October/English/text.ashx> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>28</sup> Fiscal Monitor Update: Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate. (2021) P. 2.

<sup>29</sup> Global Debt Monitor: Attack of the Debt Tsunami. (2020) *Institute of International Finance*. November. URL: <https://www.iif.com/Publications/Members-Only-Content-Sign-in?returnurl=/publications/id/4182> (дата обращения: 20.02.2021).

<sup>30</sup> В 14 странах ОЭСР доля «компаний-зомби» за период с конца 1980-х годов до 2016 г. выросла в 6 раз — в среднем с 2 до 12 % [Banerjee, Hofmann 2018, p. 70]. В 2019 г. Банк международных расчетов напрямую связывал рост числа подобных компаний с ультрамягкой денежно-кредитной политикой центральных банков (см.: Annual Report 2018/2019. (2019) *Bank for International Settlements*. P. 19. URL: <https://www.bis.org/about/areport/areport2019.pdf> (дата обращения: 30.03.2021)).

<sup>31</sup> Pandemic Debt Feeds Bankruptcy Concerns for Zombie Companies. (2020) *Bloomberg*. December 22. URL: <https://www.bloomberg.com/news/videos/2020-12-22/pandemic-debt-feeds-bankruptcy-concerns-for-zombie-companies-video> (дата обращения: 30.03.2021).

шиеся тогда астрономические 2,2 трлн долл. США. Авторы не предполагали, что через десять с небольшим лет «новой нормальностью» станет баланс Федеральной резервной системы в 7,4 трлн долл. (декабрь 2020 г.)<sup>32</sup>.

Для общей оценки масштабов монетарных стимулов в развитых экономиках достаточно взглянуть на цифры совокупного баланса крупнейших «покупателей финансовых активов» в мире — Федеральной резервной системы, Европейского центрального банка и Национального банка Японии. Если в декабре 2008 г. они составили 6,39 трлн долл. США<sup>33</sup>, что меньше текущего показателя одной лишь Федеральной резервной системы США, то в конце 2020 г. превысили 22,5 трлн долл. США [Yardeni, Quintana, 2021].

На этом фоне нельзя не отметить любопытную трансформацию теоретической парадигмы на фоне пандемического кризиса. Обновленная концепция буквально требует (!) продолжения фискального стимулирования в экономиках с устойчивыми макроэкономическими показателями и развитым внутренним финансовым рынком (к коим теперь относится и Россия)<sup>34</sup>. Более того, новые исследования настаивают, что ориентироваться следует не столько на уровень относительного размера государственного долга к ВВП, сколько на показатель стоимости заимствований, скорректированный на темпы прогнозируемого экономического роста в стране<sup>35</sup>. При соблюдении мер предосторожности и благоразумности со стороны властей такая теория превращает дальнейшее фискальное стимулирование в краеугольный камень экономической политики развитых стран с высокими показателями текущей задолженности и параллельно формирует дополнительные вызовы в международной финансовой системе.

В данном контексте отечественный показатель госдолга к ВВП в 21%<sup>36</sup> выглядит весьма комфортным, хотя и российские власти не остались в стороне от общемирового тренда. Для финансирования дефицита бюджета, который по итогам 2020 г. оценивается в 4,113 трлн руб.<sup>37</sup>, Министерство финансов Правительства РФ прибегло к масштабным заимствованиям на внутреннем рынке. За год Минфин разместил бумаг на 5,3 трлн руб. по номиналу — это исторический максимум. В итоге объем государственного внутреннего долга в 2020 г. вырос на 4,5 трлн руб. Примечательно, что, несмотря на санкционную риторику США и Евросоюза, регулярно звучащую последние годы, активными покупателями облигаций федерального займа оставались иностранцы. Несмотря на волатильность глобальных

<sup>32</sup> См.: Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet. (2021) *Board of Governors of the Federal Reserve System*. URL: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_recenttrends.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>33</sup> См.: Central bank balance sheets (s. a.). *Thomson Reuters Datastream*. URL: <http://fingfx.thomsonreuters.com/gfx/rngs/GLOBAL-CENTRALBANKS/010041ZQ4B7/index.html> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>34</sup> См.: World Economic Outlook Update. (2021) *International Monetary Fund*. January. P. 10. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2021/Update/January/English/text.ashx> (дата обращения: 30.03.2021); Russian Federation: 2020. Staff Report. (2021) *International Monetary Fund*. February. P. 12. URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2021/English/1RUSEA2021001.ashx> (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>35</sup> См.: Some pleasant fiscal arithmetic; Emerging economies. (2021) *The Economist*. February 13. Pp. 61–62.

<sup>36</sup> См.: Fiscal Monitor Update: Government Support Is Vital as Countries Race to Vaccinate. (2021) P. 2.

<sup>37</sup> Федеральный бюджет. Краткая информация об исполнении федерального бюджета. (2021) *Минфин России*. 3 февраля. URL: <https://minfin.gov.ru/ru/statistics/fedbud/> (дата обращения: 30.03.2021).

финансовых рынков, доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков облигаций федерального займа к марту 2020 г. достигла рекордных 34,9%<sup>38</sup>. Ключевым драйвером интереса нерезидентов к российским долговым бумагам в предыдущие годы выступала их относительно высокая доходность (табл. 2), особенно на фоне околонулевых и даже отрицательных доходностей американских, немецких и японских бумаг. Вкупе с укреплением курса рубля в отдельные временные периоды (2016–2017 гг., осень 2018 — конец 2019 г.) стратегия carry trade, целью которой была покупка бумаг Минфина РФ на привлекаемые в иенах, долларах и евро заемные средства, была вдвойне привлекательной для иностранцев.

Таблица 2. Значения кривой бескупонной доходности российских облигаций федерального займа (% годовых)<sup>39</sup>

Дата построения	Срок погашения, лет											
	0,25	0,5	0,75	1	2	3	5	7	10	15	20	30
31.05.2021	5,52	5,66	5,77	5,86	6,13	6,37	6,76	7,02	7,25	7,43	7,51	7,60
31.03.2021	4,77	4,86	4,99	5,14	5,73	6,18	6,74	7,03	7,23	7,38	7,45	7,53
30.12.2020	3,68	3,87	4,05	4,18	4,57	4,91	5,47	5,87	6,27	6,62	6,80	6,96
30.06.2020	4,09	4,18	4,25	4,32	4,57	4,81	5,27	5,65	6,05	6,44	6,66	6,88
30.12.2019	4,79	4,94	5,08	5,21	5,61	5,82	6,10	6,27	6,41	6,52	6,56	6,60
28.12.2018	7,18	7,27	7,37	7,48	7,89	8,18	8,53	8,69	8,81	8,89	8,92	8,95
29.12.2017	6,46	6,51	6,57	6,62	6,84	6,98	7,18	7,36	7,64	8,09	8,53	9,28
30.12.2016	8,34	8,40	8,44	8,45	8,36	8,30	8,30	8,35	8,45	8,61	8,75	8,95

Составлено по: Графики и значения КБД Московской биржи (2021).

Однако глобальные финансовые риски, связанные с коронавирусной пандемией, и, что немаловажно, девальвация рубля снизили интерес нерезидентов к новым покупкам российских бумаг уже весной 2020 г. Более того, «инфляционный всплеск» конца 2020 — начала 2021 г. и ожидания ужесточения ДКП в 2021 г. привели к росту кривой доходности российских бумаг, но не вернули былой интерес иностранцев, чье присутствие на рынке облигаций федерального займа снизилось к концу 2020 г. до 23,7%<sup>40</sup>, а к концу февраля 2021 г. — до 22%<sup>41</sup>. После введения

<sup>38</sup> См.: Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков облигаций федерального займа. (2021) *Банк России*. URL: [https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit\\_statistics/debt/table\\_ofz.xlsx](https://www.cbr.ru/vfs/statistics/credit_statistics/debt/table_ofz.xlsx) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>39</sup> Кривая бескупонной доходности (КБД Московской биржи) представляет собой общепринятый способ описания временной структуры процентных ставок для однородных финансовых инструментов (долговых ценных бумаг) с одинаковыми качественными характеристиками, в том числе сходного кредитного качества. КБД Кривая бескупонной доходности Московской биржи (MOEX GCURVE) является одним из главных индикаторов состояния финансового рынка и базовым эталоном для оценки различных облигаций и иных финансовых инструментов (см.: Графики и значения КБД Московской биржи. (2021) *Московская биржа*. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/> (дата обращения: 10.06.2021)).

<sup>40</sup> Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки. Декабрь 2020 года. Информационно-аналитический комментарий. (2020) *Банк России*. № 12 (58). URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/31903/LB\\_2020-58.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/31903/LB_2020-58.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>41</sup> Обзор рисков финансовых рынков. (2021) *Банк России*. № 2 (50). Февраль. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32076/ORFR\\_2021-02.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32076/ORFR_2021-02.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

дополнительных ограничений против российского долга со стороны США доля нерезидентов и вовсе опустилась до 18,8%<sup>42</sup> (конец апреля 2021 г.). В результате амбициозные планы Министерства финансов РФ на начало 2021 г. по размещению новых выпусков российских рублевых бумаг для целей финансирования бюджетных расходов были поставлены под угрозу. Отечественные покупатели запрашивали у эмитента более низкую цену и, соответственно, более высокую доходность, а нерезиденты, опасаясь инфляционных, санкционных, а вместе с ними и новых девальвационных рисков, оставались в стороне от активных покупок.

Таким образом, внешнее инфляционное давление, вызванное ростом цен на мировых товарных и сырьевых рынках, спровоцированное безудержной денежной эмиссией ведущих центральных банков мира и усиленное снижением курса национальной валюты в 2020 г., не только вынудило российские монетарные власти пойти на ужесточение ДКП, но и ограничило возможности использования фискального стимулирования за счет эмиссии внутренних долговых бумаг для финансирования бюджетных расходов.

### 3. Международные резервы России: издержки накопления в условиях новой финансовой реальности

Новая финансовая реальность, характеризующаяся продолжительной ультрамягкой ДКП в ведущих экономиках мира и практически повсеместным активным фискальным стимулированием, придает особую остроту вопросу «совершенствования управления государственными финансовыми активами», отдельно отмеченному в Стратегии экономической безопасности РФ до 2030 года.

Напомним, что в современной экономической литературе традиционно выделяют несколько причин накопления странами валютных резервов [Stiglitz, Greenwald, 2010; Wijnholds, Søndergaard, 2007]<sup>43</sup>. Первая причина — цикличность развития мировой экономики, переживающей регулярные неизбежные рецессии. В условиях глобализации растущая «открытость» национальных экономик делает их более уязвимыми к внешним шокам. Традиционная экономическая теория, к сожалению, не предлагает эффективных альтернативных инструментов защиты от подобных негативных явлений, кроме накопления «подушки безопасности» (precautionary savings) в период благоприятной экономической конъюнктуры. Расходование аккумулированных резервов частично компенсирует негативное воздействие внешних факторов на отечественную экономику в период кризиса, позволяя сглаживать давление на курс национальной валюты в условиях бегства иностранного капитала из страны и обеспечивать бесперебойность международных расчетов в ситуации ограниченного доступа (или полного его отсутствия) к мировым финансовым рынкам.

Вторая причина — популярность в конце XX — начале XXI в. среди многих стран с формирующимися рынками идеи экспортно ориентированного экономического роста. Модель ассоциировалась с возможностью стремительного преодоления отсталости и трансформации национальной экономики за счет расширения

<sup>42</sup> Обзор рисков финансовых рынков. (2021) *Банк России*. № 4 (52). Апрель. URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32279/ORFR\\_2021-04.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32279/ORFR_2021-04.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>43</sup> См. также: Reserve accumulation and international monetary stability. (2010).

объема экспортных поставок продукции на мировые рынки. Данный мотив влиял на процесс накопления валютных резервов заинтересованными государствами в двух аспектах. Во-первых, для снижения стоимости отечественной продукции для иностранных покупателей власти страны-экспортера зачастую использовали практику искусственного занижения курса национальной денежной единицы. Во-вторых, рост внешних продаж товаров и услуг создавал предпосылки для увеличения поступлений валютной выручки в страну, что, в свою очередь, могло спровоцировать укрепление местной валюты, лишив отечественных производителей важного конкурентного преимущества. В обоих случаях производным результатом проводимых монетарными властями валютных интервенций по покупке иностранной валюты становился рост международных резервов страны-экспортера. Данный мотив чаще всего ассоциируется с опытом стран Восточной и Юго-Восточной Азии, а лидером по количеству упоминаний в этом аспекте является Китайская Народная Республика. Однако это никоим образом не означает, что валютное манипулирование не использовалось в качестве инструмента экономической политики другими государствами.

Заметим, что в теории политика заниженной стоимости отечественной валюты при прочих равных условиях должна быть благоприятна и для местных компаний, работающих на внутреннем рынке, защищая их от конкуренции со стороны иностранной продукции, стоимость которой увеличивалась по мере снижения курса национальной денежной единицы. Последний аргумент приобрел дополнительную ценность на рубеже XX–XXI вв. из-за ограниченных международными соглашениями возможностей использования тарифных и нетарифных инструментов регулирования внешней торговли страны.

Третья причина накопления валютных резервов объясняется высокой волатильностью цен на мировых рынках сырьевых товаров, преобладающих в структуре экспорта многих стран Ближнего Востока, а также России и Норвегии. Логика аккумулирования международных резервов за счет покупки части валютной экспортной выручки в период благоприятной конъюнктуры продиктована по большому счету теми же мотивами создания «подушки безопасности» «на черный день» (precautionary savings), упомянутыми выше. Если (или когда) цена на сырьевую продукцию в мире начнет снижаться, власти страны-экспортера смогут использовать заранее накопленные резервы на покрытие дефицита бюджета и для частичной компенсации давления на курс национальной валюты из-за ухудшения состояния национального платежного баланса.

Такова была философия аккумулирования международных резервов в мире последние три десятилетия. Именно она способствовала взрывному росту валютных активов, накопленных в мировой экономике 2000–2015 гг. стараниями главным образом стран с формирующимися рынками (табл. 3).

Россия также активно накапливала международные резервы<sup>44</sup> на протяжении двух десятилетий XXI в. (рис. 3). Главный мотив был связан со стремлением

---

<sup>44</sup> Международные резервы страны (ранее — золотовалютные резервы) состоят из принадлежащих центральному банку и правительству монетарного золота, резервной позиции в Международном валютном фонде, специальных прав заимствований, а также иностранной валюты в наличной форме, в виде депозитов на счетах, открытых в зарубежных банках, и вложений в иностранные ценные бумаги.

Таблица 3. Объемы валютных резервов всех стран мира, 2000–2020 гг.

Год	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Объем валютных резервов, млрд долл. США	2027	4256	9657	11 298	11 065	11 803	11 797	12 200	13 061

Составлено по: Quarterly times series on World Official Gold Reserves since 2000. *World Gold Council*. URL: [https://www.gold.org/download/file/8052/quarterly\\_gold\\_and\\_fx\\_reserves\\_q4-2020.xlsx](https://www.gold.org/download/file/8052/quarterly_gold_and_fx_reserves_q4-2020.xlsx) (дата обращения: 30.03.2021).

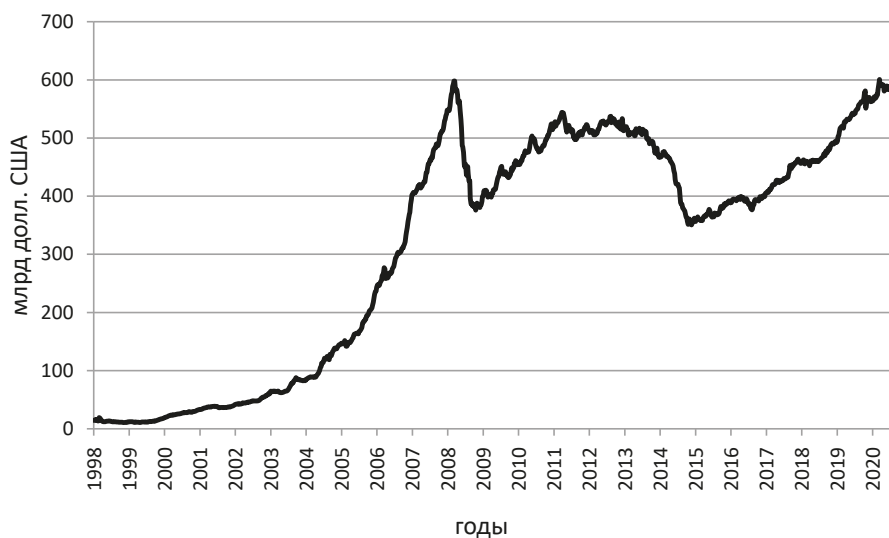


Рис. 3. Динамика международных резервов Банка России

Составлено по: Международные резервы Российской Федерации. (2021) *Банк России*. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/mrrf/mrrf\\_7d/](https://www.cbr.ru/hd_base/mrrf/mrrf_7d/) (дата обращения: 30.03.2021).

российских властей создать «подушку безопасности» на случай неблагоприятного развития событий в мировой экономике и «снижения влияния изменчивой конъюнктуры рынка энергоносителей на российскую экономику и государственные финансы»<sup>45</sup>. Об этом в том числе косвенно свидетельствует действующее в России «бюджетное правило», согласно которому Министерство финансов Правительства РФ покупает иностранную валюту для Фонда национального благосостояния при ценах на нефть марки Urals выше 40 долл. США за баррель в ценах 2017 г.<sup>46</sup>

При этом нельзя не отметить тот факт, что в 2020 г., имея достаточно солидные запасы международных резервов, экономические и монетарные власти России не стали предпринимать усилий по предотвращению снижения курса национальной денежной единицы, оказавшейся под давлением из-за неблагоприятной конъюнктуры на мировых финансовых и сырьевых рынках. Тот самый третий мотив накопления резервов, рассмотренный выше, не был реализован на практике. В итоге

<sup>45</sup> Об операциях на внутреннем валютном рынке. Информационное сообщение. (2017) *Минфин России*. 25 января. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=34609-informatsionnoe\\_soobshchenie](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=34609-informatsionnoe_soobshchenie) (дата обращения: 20.02.2021).

<sup>46</sup> См.: Там же.

снижение стоимости рубля усилило внешнее инфляционное давление и привело к резкому ускорению роста цен в российской экономике в конце 2020 — начале 2021 г. Результатом этого, как отмечалось выше, стали ужесточение денежно-кредитной политики Центральным банком РФ, повышение стоимости заимствований, привлекаемых Министерством финансов Правительства РФ для целей финансирования бюджетных расходов, снижение спроса на отечественные долговые бумаги со стороны нерезидентов. В совокупности данные события оказали негативное влияние на перспективы восстановления отечественной экономики от последствий пандемического кризиса.

Примечательно, что, несмотря на все финансовые катаклизмы последних десятилетий, в структуре резервов России продолжает доминировать именно валютная составляющая. Да, доля золота за счет активных покупок Банком России в 2010-х годах увеличилась. Если в канун кризиса 2008 г. она составляла лишь 2,1 %, то в начале 2020 г. превысила отметку 20 %, а в сентябре 2020 г. достигла 23,6 % (табл. 4).

Таблица 4. Распределение активов Банка России в иностранных валютах и золоте (% от их рыночной стоимости)<sup>47</sup>

Резервный актив	Дата	
	30.09.2019	30.09.2020
Золото	20,0	23,6
Евро	30,3	29,0
Доллар США	24,1	21,9
Юань	12,5	12,3
Фунт стерлингов	6,4	5,9
Прочие валюты	6,7	7,2

Составлено по: Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте. (2021) *Банк России*. № 2. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32169/2021-02\\_res.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/32169/2021-02_res.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

Тем не менее именно валютная составляющая, на которую по-прежнему приходится  $\frac{3}{4}$  международных резервов России, таит в себе главные риски. Накопление государством активов в иностранных валютах априори формирует зависимость отечественной экономики от сторонней денежно-кредитной политики, превращаясь в полноценную проблему по мере роста объема резервов. Наиболее часто упоминаемым в этой связи примером является «долларовая ловушка», в которую угодили Национальный банк Японии и Народный банк Китая — крупнейшие иностранные держатели американских государственных ценных бумаг<sup>48</sup>. В итоге сохранность накопленных азиатскими регуляторами резервов зависит от монетар-

<sup>47</sup> Последние данные о структуре корзины международных резервов РФ, опубликованные на 30 апреля 2021 г., см.: Обзор деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте. (2021).

<sup>48</sup> По данным Министерства финансов США, в декабре 2020 г. общая сумма американских государственных облигаций в обращении составляла 7053,6 млрд долл. США. Основными иностранными держателями являются Япония — 1256,8 млрд долл. США (или более 90 % общего объема резервов страны, составившего 1390,7 млрд долл. США) и Китай — 1061,5 млрд долл. США, или 32 % из 3357,2 млрд долл. США.



ной политики Федеральной резервной системы. Снижение курса доллара из-за денежно-кредитной экспансии провоцирует их обесценение. Попытки сократить объем путем продажи части или всего пакета бумаг грозят обвалить их стоимость, еще сильнее снизить курс доллара и обесценить оставшуюся часть накоплений.

Банальная диверсификация валютной корзины международных резервов не устраняет сути проблемы. Каждая новая иностранная денежная единица, включаемая в структуру резервов страны, формирует дополнительную зависимость отечественной экономики от ДКП соответствующего государства-эмитента и колебаний курсов резервных валют.

Так, в начале 2017 г., стремясь избавиться от европейских бумаг с отрицательной доходностью, российский регулятор продал часть резервов в евро, сократив их долю в общем объеме с 32,2 % (31.12.2016) до 21,7 % (31.12.2017). Большая часть средств была конвертирована в доллары США в начале 2017 г., когда курс европейской валюты к доллару находился вблизи своих минимальных значений 1,03–1,08. Однако во втором квартале 2017 г. евро начал расти по отношению к американской валюте, в итоге прибавив к концу 2017 г. почти 14 %, достигнув отметки 1,20. Столь неудачное «управление» валютными резервами привело к «упущенной» российским Центральным банком выгоде в размере 4,5 млрд долл. США.

Но уже в начале 2018 г. угроза введения финансовых санкций заставила Банк России оперативно избавляться от американских активов. Весной 2018 г. Российская Федерация вышла из списка двадцати крупнейших иностранных держателей американского госдолга. Значительная часть валютных резервов была переведена Банком России из долларов США в юани и... обратно в евро. По итогам конвертации доля резервов ЦБ РФ в американской валюте сократилась с 45,8 до 22,7 %, в китайской — увеличилась с 2,8 до 14,2 %, в евро вновь выросла до 32 % (табл. 5). При этом курс американского доллара на мировом валютном рынке в первой квартале 2018 г. находился на своих минимальных значениях, начав укрепление после того, как больший объем конверсионных операций российским Центробанком был завершен. В результате операция по диверсификации валютных резервов в 2018 г. принесла Банку России потери порядка 5 млрд долл. США.

Заметим, что более чем 10 % ослабление юаня в 2018 г.<sup>49</sup> вызвало жаркую дискуссию среди экономистов и участников валютного рынка. Эксперты высказывали предположения, что слабость ренминби была преднамеренно инспирирована китайскими властями как ответная мера на торговые ограничения, введенные администрацией Трампа, против экспорта Поднебесной в США [Вильдау, Кинд, 2018]. Если так, то от действий властей КНР в том числе «пострадали» и международные резервы России.

Еще большую угрозу сохранности валютным резервам России несет денежная эмиссия, осуществляемая Федеральной резервной системой, Европейским центральным банком и Банком Японии под гнетом кризиса. Она не просто разрушает стоимость международных активов, накопленных за предыдущие десятилетия, но ставит вопрос целесообразности таких накоплений. Так, доходность валютных

---

<sup>49</sup> В начале 2018 г. курс китайской валюты по отношению к доллару находился в пределах 6,28–6,35 юаня за 1 долл. США. После обострения торгового конфликта между США и КНР курс юаня к доллару начал снижаться: во втором квартале он потерял 5,2 % стоимости, опустившись до 6,62 юаня за доллар, а к концу третьего упал еще на 5 % — до 6,97.

Таблица 5. Объем и распределение активов Банка России в иностранных валютах и золоте

Дата	Общий объем, млрд долл. США	Резервный актив, % от рыночной стоимости									
		Евро	Доллар США	Юань	Фунт стерлингов	Канадский доллар	Австралийский доллар	Японская иена	Золото		
31.12.2016	389,6	32,2	40,4	0,1	7,6	3,4	1,0	0,1	15,1		
31.03.2017	402,8	25,7	45,3	0,1	8,2	3,3	1,0	0,0	16,4		
31.06.2017	417,8	25,1	46,3	0,1	8,2	3,2	1,0	0,0	16,1		
31.09.2017	432,8	24,1	46,5	1,0	8,1	3,2	1,0	0,0	16,3		
31.12.2017	437,8	21,7	45,8	2,8	8,3	3,1	1,0	0,0	17,2		
31.03.2018	460,0	22,2	43,7	5,0	7,9	3,0	1,0	0,0	17,2		
30.06.2018	458,1	32,0	21,9	14,7	6,3	2,9	1,0	4,5	16,7		
30.09.2018	459,7	32,1	22,6	14,4	6,5	2,7	0,9	4,2	16,6		
31.12.2018	473,9	31,7	22,7	14,2	6,0	2,5	0,8	4,0	18,1		

Составлено по: Обзоры деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте за 2017–2021 гг. URL: [http://www.cbr.ru/analytics/orer\\_br/](http://www.cbr.ru/analytics/orer_br/) (дата обращения: 30.03.2021).

Таблица 6. Доходность валютных активов Банка России (% годовых)

Отчетный период	Доллар США	Евро	Фунт стерлингов	Канадский доллар	Австралийский доллар	Юань	Иена
Октябрь 2019 — сентябрь 2020*	0,89	-0,44	0,76	2,34	1,35	2,45	0,02
2019	1,88	-0,40	0,83	1,80	2,11	3,05	0,04
2018	0,94	-0,28	0,45	1,77	2,05	5,10	-
2017	0,82	-0,55	-0,04	0,31	1,89	1,40	-
2016	0,95	-0,06	0,92	0,49	2,14	1,71	-

Примечание:\* — последние данные, опубликованные ЦБ РФ на 30 апреля 2021 г.

Составлено по: Обзоры деятельности Банка России по управлению активами в иностранных валютах и золоте 2017–2021 гг.

активов Банка России, размещенных в евро, на протяжении последних лет является стабильно отрицательной (табл. 6).

При этом не следует забывать, что аккумулирующая резервы экономика сталкивается с проблемой упущенной выгоды из-за нереализованного расширения внутреннего потребления и инвестиций. Приобретение отечественным Центральным банком иностранных ценных бумаг де-факто означает финансирование потребностей другого государства в ущерб внутренним экономическим интересам. Данный аспект особенно актуален в разгар кризиса, когда возможности дальнейшего применения инструментов монетарного стимулирования ограничены, а фискальное требует мобилизации дополнительных внутренних финансовых ресурсов.

В работах предыдущих лет упоминались сложности в получении достоверных количественных оценок издержек, связанных с накоплением страной международных резервов [Wijnholds, Søndergaard, 2007]<sup>50</sup>. Практически невозможно оценить стоимость тех нереализованных инвестиционных проектов и объем дополнительного внутреннего потребления, которые могли бы быть созданы за счет выбывших из отечественной экономики капитальных ресурсов. В то же время хорошо известно, что одним из главных недостатков существующей системы международных резервов является консервируемая в мире «серьезная несправедливость, поскольку бедные страны ссужают богатым странам под низкие процентные ставки и занимают назад средства под высокий процент» [Stiglitz, Greenwald, 2010, p. 6].

С учетом доходности валютных активов ЦБ РФ, размещенных в евро, долларах и иенах (см. табл. 6), и российских облигаций федерального займа (см. табл. 2) мы можем переформулировать постулат Стиглица и Гринвальда: такие государства, как Россия, не просто ссужают дешево развитым экономикам — они фактически кредитуют их бесплатно, а порой и «доплачивают» за приобретаемые резервные активы. Нулевые и отрицательные ставки лишают систему международных резервов мотива сохранения стоимости. В то же время структура внешнеэкономических операций и действующие критерии достаточности<sup>51</sup> требуют от монетарных властей аккумулировать убыточные активы с отрицательной доходностью. Если твой основной торговый и инвестиционный партнер — Евросоюз, копи резервы в евро.

Развивая идею неравенства, следует напомнить, что, будучи косвенным следствием положительного сальдо торгового баланса, «накопление валютных резервов приводит к перемещению ресурсов из развивающихся стран в страны — эмитенты резервных валют» [Осапро, 2014, p. 7]. В 2000-х годах практика занижения курсов валют стран с формирующимися рынками, обусловленная использованием модели экспортно ориентированного развития, позволяла развитым экономикам получать эти ресурсы дешево. Сегодня, опять же с учетом масштабов монетарного и фискального стимулирования последних, развитые экономики получают эти ре-

<sup>50</sup> См. также: Reserve accumulation and international monetary stability. (2010).

<sup>51</sup> Чаще всего критерии достаточности международных (золотовалютных) резервов привязывают их размер и структуру к объемам импортных операций страны в течение 3–6 месяцев и/или сумме внешнего долга, объясняя такой подход необходимостью обеспечить бесперебойные расчеты в случае наступления экстремальных условий и отсутствия доступа к мировому рынку капитала. (Подробнее о критериях достаточности международных резервов, см., например: Методологический комментарий к показателям достаточности международных резервов Российской Федерации. (2019) *Банк России*. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/adequacy\\_res\\_mk](https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/adequacy_res_mk) (дата обращения: 30.03.2021).)

сурсы фактически бесплатно. Речь идет не только об импортируемых товарах, услугах, природных ресурсах, но и об активах, расположенных на территории стран с формирующимися рынками. В то же время технологии и инновационные товары с высокой добавленной стоимостью, производимые ведущими экономикими и необходимые для интенсификации экономического роста, в такой конфигурации факторов остаются дорогими для потребителей из менее развитых стран.

Былой лоск идеи экспортно ориентированного экономического развития потускнел после глобального кризиса 2008–2009 гг. Сокращение абсолютного размера мирового экономического пирога и обострение конкуренции на внешних рынках со всей очевидностью продемонстрировали недостатки столь популярной ранее модели. В случае России к перечисленным вызовам добавилось политическое санкционное давление, сократившее, а порой полностью закрывшее доступ отечественным компаниям к иностранным потребителям. Результатом стала смена парадигмы экономического развития на модель импортозамещения, что нашло свое отражение в Стратегии экономической безопасности РФ до 2030 года и обновленной Стратегии национальной безопасности РФ.

Новая модель в корне меняет приоритеты национальной валютной политики: дешевый рубль более не является абсолютно привлекательным инструментом в борьбе за конкурентоспособность отечественной продукции, ибо он сдерживает процесс модернизации производства и консервирует сырьевую направленность отечественной экономики. Опросы российских компаний давно показывают, что многие из них, в том числе и экспортеры, заинтересованы в укреплении отечественной валюты, для того чтобы иметь возможность «провести модернизацию производства за счет импортного оборудования» и «снизить себестоимость своей продукции»<sup>52</sup>.

Кроме того, дешевеющая национальная валюта — предпосылка для сохранения инфляционного давления, с всплеском которого на фоне девальвации рубля отечественная экономика столкнулась в конце 2020 — начале 2021 г. Три четверти российских предприятий малого и среднего бизнеса зависят от динамики курсов на валютных рынках. Каждая четвертая компания сектора малого и среднего бизнеса, импортирующая иностранные комплектующие, вынуждена полностью перекладывать расходы от изменения курса рубля на потребителя, оперативно повышая отпускные цены (см.: [Старостина, 2020]). Резюмируя итоги опросов, можно констатировать, что в рамках модели импортозамещения плюсов от укрепления курса национальной валюты российский бизнес видит больше, нежели преимуществ от девальвации. А это значит, что еще один ключевой мотив активного накопления международных резервов в 2010-х годах — недопущение укрепления курса национальной валюты ради сохранения ценовой конкурентоспособности отечественной продукции на внешних и на внутреннем рынках — в России более не действует<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. (2016) *Банк России*. № 6. Май. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/358/bulletin\\_16-06.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/358/bulletin_16-06.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).

<sup>53</sup> Вопрос достижения конкурентоспособности отечественной продукции на внешних рынках за счет занижения курса национальной валюты сам по себе весьма дискуссионный. Такое «конкурентное преимущество» может быть легко устранено введением тарифных и нетарифных ограничений властями стран-партнеров. Подобная практика становится весьма распространенной на фоне растущей волны протекционизма в мировой экономике.

Более того, практика накопления международных валютных резервов, поддерживающая слабость рубля, формирует в российской экономике своеобразный порочный круг. Недооцененная национальная валюта не только сокращает возможности модернизации отечественного производства и снижения его издержек, но и усиленно раскручивает маховик инфляции, активное противостояние которой заставляет монетарных властей ужесточать денежно-кредитную политику. Подобные рестриктивные действия оказывают негативный эффект на перспективы внутреннего экономического роста, параллельно увеличивая стоимость внутренних заимствований, делая фискальное стимулирование более дорогостоящим. В конечном итоге все это подрывает процесс формирования условий для сбалансированного и устойчивого экономического роста.

### **Вместо заключения. Новая финансовая реальность как буревестник революции в мировой валютной системе**

Как было отмечено выше, в долгосрочной перспективе процесс накопления международных резервов приводит к потере инвестиционных ресурсов и оказывает депрессивное влияние на экономическое развитие аккумулирующей страны. Особую актуальность сей вывод приобретает в условиях глобального кризиса, когда власти ищут новые импульсы восстановления роста. Поистине экзистенциальный контекст проблематике придают затянувшиеся монетарные и фискальные экспансии в США, еврозоне и Японии, подрывающие доверие к основным резервным валютам.

В попытках минимизировать негативные последствия России следует активнее искать (и она уже это делает) возможности перевода международных расчетов в национальную валюту. Это не только снизит потребность отечественной экономики в международных резервах, но и позволит повысить эффективность ее функционирования за счет сокращения стоимости заимствований и снижения инфляционного давления. Более того, успешное решение данной задачи может способствовать укреплению курса рубля. Этот аспект, по глубокому убеждению автора, может и должен стать тем самым «мечом», который разрубит гордиев узел экономических проблем российской экономики и позволит ей вырваться из саморазвивающегося порочного инфляционно-девальвационного круга.

Если в конце XX — начале XXI в. доминирование в мировой валютной системе национальных денежных единиц развитых государств, в первую очередь доллара США, казалось незыблемым, то новая финансовая реальность формирует поистине революционную ситуацию. Действительно, «верхи» — США, Европа и Япония — вряд ли смогут отказаться от монетарной экспансии и фискального стимулирования в обозримом будущем. Накопленный ими долг, судя по его текущим размерам, никогда не будет погашен<sup>54</sup>. А «низы» — страны с формирующимися рынками — уже осознают, что аккумулирование резервов в иностранных валютах противоречит их собственным интересам, сдерживая восстановление отечественных экономик, при этом финансируя дефициты государственных бюджетов госу-

<sup>54</sup> Обсуждение вопроса реструктуризации и списания суверенных долгов, по сути, уже начато (см.: European Economists Urge Debt Cancellation. (2021) *Barron's*. February 5. URL: <https://www.barrons.com/news/european-economists-urge-debt-cancellation-01612505107> (дата обращения: 30.03.2021)).

дарств — эмитентов резервных валют и подпитывая вал «долгового цунами»... Какая именно система придет на смену ямайской фиатной архитектуре в результате надвигающейся революции, в настоящий момент предсказать сложно, но можно предположить, что у российского рубля есть шанс занять в ней достойное место.

## Литература

- Вильдау Г., Кинд Д. (2018) Ослабление юаня может предвещать валютные войны. *Ведомости*. Пер. А. Невельского. 3 июня. URL: [https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2018/07/03/774525-osl\)ablenie-yuanyu-valyutnie-voini](https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2018/07/03/774525-osl)ablenie-yuanyu-valyutnie-voini) (дата обращения: 30.03.2021).
- Нестеров И. О. (2012) Резервные валюты — источник нестабильности мировой валютной системы? *Вестник Санкт-Петербургского государственного университета. Экономика*. № 4. С. 115–123.
- Старостина Ю. (2020) Большинство предприятий малого и среднего бизнеса сильно зависят от курса рубля. *РБК*. 20 декабря. URL: <https://www.rbc.ru/economics/20/12/2020/5fdc56fd9a7947e4adec3df8> (дата обращения: 30.03.2021).
- Banerjee R., Hofmann B. (2018) The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*. September. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf) (дата обращения: 30.03.2021).
- Krugman P.R. (1998) It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Institution Press*, no. 2, pp. 137–205.
- Krugman P.R. (2010) How much of the world is in a liquidity trap? *The New York Times*. March 17. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2010/03/17/how-much-of-the-world-is-in-a-liquidity-trap/> (дата обращения: 30.03.2021).
- Krugman P.R. (2011). Way off base. *The New York Times*. October 7. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/07/way-off-base-2/> (дата обращения: 30.03.2021).
- Wijnholds J. Onno de Beaufort, Søndergaard L. (2007) Reserve Accumulation Objective Or By-Product? *ECB occasional paper series*, no 73. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp73.pdf> (дата обращения: 30.03.2021).
- Ocampo J.A. (2014) The provision of global liquidity. *WIDER Working Paper* 2014/141. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/107989/1/799320374.pdf> (дата обращения: 30.03.2021).
- Ocampo J.A. (2017) *Resetting the international monetary (non)system*. Oxford and Helsinki, Oxford University Press. 296 p. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198718116.001.0001>
- Prasad E.S. (2014) *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, Princeton University Press. 432 p.
- Sorkin A.R., Karaian J., de la Merced M. J., Hirsch L., Livni E. (2021) That's a Lot of Money. *The New York Times*. January 15. URL: <https://www.nytimes.com/2021/01/15/business/dealbook/biden-economy-deficit.html?searchResultPosition=2> (дата обращения: 15.01.2021).
- Stiglitz J.E., Greenwald B. (2010) Towards a new global reserve system. *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, no. 2, pp. 0000102202194818371126. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1126>
- Williamson J. (2010) The Future of the Reserve System. *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, iss. 2, pp. 1–12. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1112>
- Xiaochuan Z. (2009) Reform the International Monetary System. *The Central Bank of the People's Republic of China*. March 23. URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178> (дата обращения: 30.03.2021).

Статья поступила в редакцию: 30.03.2021

Статья рекомендована в печать: 30.06.2021

### Контактная информация:

Нестеров Игорь Олегович — канд. экон. наук, доц.; [i.nesterov@spbu.ru](mailto:i.nesterov@spbu.ru)

# Accommodative monetary policy, fiscal stimulus and foreign exchange reserves within the framework of Russian national economic interests: Long-standing problems and new challenges

I. O. Nesterov

St. Petersburg State University,  
7–9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

**For citation:** Nesterov I. O. (2021) Accommodative monetary policy, fiscal stimulus and foreign exchange reserves within the framework of Russian national economic interests: Long-standing problems and new challenges. *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, vol. 37, iss. 3, pp. 371–394. <https://doi.org/10.21638/spbu05.2021.301> (In Russian)

Ultra-accommodative monetary policy, fiscal stimulus, and, as a result, growing debt were the main features of advanced economies development in the 2010s. The pandemic crises of 2020 intensified those trends. Russian authorities had to respond to the new challenges inspired by the global economic slowdown and massive lockdowns thru adopting relaxing monetary conditions and employing fiscal impetus. However, “the new financial reality” of zero-negative interest rates and fast-growing public debt in major advanced economies highlighted the long-standing problems of international financial architecture as well as created new challenges for the Russian national economy. In the article, the author analyzes monetary, fiscal and debt risks challenging the world economy during the last decade and concludes that under current circumstances continuing accumulation of foreign exchange reserves is resulting in growing dependence of Russia economy on the monetary policy of the world’s leading central banks, creating devaluation pressures on the ruble and, consequently, increasing outside inflationary impact on the domestic economy. Ultimately financing the already inflated budget deficits of the United States, the Eurozone and Japan and thereby feeding the wave of “debt tsunami” that is looming from these economies, the Russian Federation is losing investment resources that are so vital for sustainable economic growth recovery. The main goal of the article is to prove that within the framework of the new global financial reality, the further accumulation of foreign exchange reserves preserves ruble undervaluation and ultimately undermines the sustainable development and economic growth of the Russian economy. The author suggests the key elements for national economic policy aimed to support the domestic economy may and should be ruble appreciation. The adjusted paradigm of Russian economic development based on the import substitution model is a strong argument in favor of this proposal.

*Keywords:* monetary policy, fiscal stimulus, foreign exchange reserves, national economic interests, international financial architecture.

## References

- Banerjee R., Hofmann B. (2018) The rise of zombie firms: causes and consequences. *BIS Quarterly Review*, September. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809g.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf) (accessed: 30.03.2021).
- Krugman P.R. (1998) It’s baaack: Japan’s slump and the return of the liquidity trap. *Brookings Institution Press*, no. 2, pp. 137–205.
- Krugman P.R. (2010) How much of the world is in a liquidity trap? *The New York Times*, March 17. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2010/03/17/how-much-of-the-world-is-in-a-liquidity-trap/> (accessed: 30.03.2021).
- Krugman P.R. (2011) Way off base. *The New York Times*. October 7. URL: <https://krugman.blogs.nytimes.com/2011/10/07/way-off-base-2/> (accessed: 30.03.2021).
- Nesterov I. O. (2012) Are reserve currencies a source of instability of the international monetary system? *St Petersburg University Journal of Economic Studies*, no 4, pp. 115–123. (In Russian)

- Wijnholds J. Onno de Beaufort, Søndergaard L. (2007) Reserve Accumulation Objective Or By-Product? *ECB occasional paper series*, no 73. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp73.pdf> (accessed: 30.03.2021).
- Ocampo J. A. (2014) The provision of global liquidity. *WIDER Working Paper* 2014/141. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/107989/1/799320374.pdf> (accessed: 30.03.2021).
- Ocampo J. A. (2017) *Resetting the international monetary (non)system*. Oxford and Helsinki, Oxford University Press. 296 p. <https://doi.org/10.1093/oso/9780198718116.001.0001>
- Prasad E. S. (2014) *The Dollar Trap: How the U. S. Dollar Tightened its Grip on Global Finance*. Princeton, NJ, Princeton University Press. 432 p.
- Sorkin A. R., Karaian J., de la Merced M. J, Hirsch L., Livni E. (2021) That's a Lot of Money. *The New York Times*. January 15. URL: <https://www.nytimes.com/2021/01/15/business/dealbook/biden-economy-deficit.html?searchResultPosition=2> (accessed: 15.01.2021).
- Starostina Yu. (2020) Most Russian SME depend heavily on ruble's rate. *RBC*. December 20. URL: <https://www.rbc.ru/economics/20/12/2020/5fdc56fd9a7947e4adec3df8> (accessed: 30.03.2021). (In Russian)
- Stiglitz J. E., Greenwald B. (2010) Towards a new global reserve system. *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, no 2, pp. 0000102202194818371126. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1126>
- Wildau G., Kind J. (2018) Renminbi's depreciation could lead to currency wars. *Vedomosti*. (Rus. ed.) June 3. URL: [https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2018/07/03/774525-osl\)ablenie-yuanyavalyutnie-voini](https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2018/07/03/774525-osl)ablenie-yuanyavalyutnie-voini) (accessed: 30.03.2021). (In Russian)
- Williamson J. (2010) The Future of the Reserve System. *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, iss. 2, pp. 1–12. <https://doi.org/10.2202/1948-1837.1112>
- Xiaochuan Z. (2009) Reform the International Monetary System. *The Central Bank of the People's Republic of China*. March 23. URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178> (accessed: 30.03.2021).

Received: 30.03.2021

Accepted: 30.06.2021

#### Author's information:

Igor O. Nesterov — PhD in Economics, Associate Professor; [i.nesterov@spbu.ru](mailto:i.nesterov@spbu.ru)