

УДК 336.711

НОВОЕ НАПОЛНЕНИЕ ФУНКЦИИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ ПО УПРАВЛЕНИЮ МЕЖДУНАРОДНЫМИ РЕЗЕРВАМИ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

Навой А. В., д-р экон. наук,
Центральный банк России
E-mail: nav2@cbr.ru

Аннотация. Статья посвящена проблемам функционирования центральных банков в условиях глобальной экономики, в частности реализации одной из важнейших функций - управления международными резервами, претерпевшей существенную модификацию в ходе преодоления последствия мирового финансово-экономического кризиса.
Ключевые слова: международные резервы, резервные активы, приток капитала, глобальный финансовый рынок, органы глобального монетарного регулирования.

NEW FILLING OF FUNCTIONS OF CENTRAL BANKS ON THE MANAGEMENT OF INTERNATIONAL RESERVES IN THE GLOBALIZATION OF THE WORLD ECONOMY

NavoyA.

Abstract. The article investigates the functioning of the central banks in the global economy, in particular the implementation of one of the most important functions - management of international reserves, which has undergone substantial modification in the process of overcoming the consequences of the global financial and economic crisis.

Keywords: international reserves, reserve assets, capital inflows, global financial market, authorities of global monetary regulation.

Проблема управления международными резервами центральных банков обострилась в течение последнего десятилетия на фоне «разбухания» массы резервных активов практически у всех развивающихся стран. Повышение цен на энергоносители, возросшие масштабы притока капитала на формирующиеся рынки создали основу для увеличения предложения на внутренних рынках последних. Учитывая то, что большинство крупнейших развивающихся стран поддерживают режим управляемого плавления обменного курса, расширение предложения иностранной валюты обусловило активизацию прове-

дения интервенций центральных банков и, как следствие, ускорение темпов увеличения международных резервов.

В свою очередь, объем резервных активов, обращающихся на международном рынке, становится значимым фактором, определяющим конъюнктуры финансовых активов как развитых, так и развивающихся стран. Некоторые исследователи видят в «разбухших» резервных активах важнейший источник глобальных дисбалансов.

Данные явления побудили как международные финансовые организации (Международный валютный фонд), так и

органы глобального монетарного регулирования вплотную обратиться к проблеме регулирования объема международных резервов, включая выработку критерия оптимального размера резервов для той или иной страны. Мы считаем, что попытки регулирования объема международной ликвидности не только и не столько представляют собой технический аспект проблемы, связанной с регулированием финансового рынка, сколько содержат в себе глобальный контекст, непосредственно выходящий на проблемы монетарного регулирования в условиях глобализации экономики. Более того, вопрос управления резервными активами имеет непосредственное отношение к реализации денежно-кредитной политики Банком России, поскольку международные резервы Российской Федерации представляют собой наиболее крупный агрегат национальных сбережений, не задействованных в национальной экономике.

Под резервными активами понимаются внешние активы, которые имеются в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и контролируются ими в целях удовлетворения потребностей в финансировании платежного баланса, проведения интервенций на валютных рынках для оказания воздействия на валютный курс и в других соответствующих целях (таких как поддержание доверия к валюте в экономике, а также в качестве основы для иностранных заимствований) [1, с. 143].

Как следует из определения, международные резервы рассматриваются как чрезвычайный финансовый запас государства на случай непредсказуемого ухудшения геополитической ситуации или ситуации с платежным балансом страны, а также в случае колебаний конъюнктуры на внутреннем валютном рынке. Несмотря на обобщающие формулировки МВФ, по нашему мнению, функции резервных активов в развитых и развивающихся странах существенно различаются.

Лидеры мирового хозяйства, обладая монопольным правом эмиссии свободно используемых валют, в течение длительного времени поддерживают стабильные объемы валютных резервов и высокую долю золота в них: в настоящее время объем резервных авуаров развитых стран составляет 4,8 трлн долл. США, из них 26,8% (1,3 трлн долл. США) приходится на Японию, обладающую наиболее крупными резервами среди развитых стран. За вычетом Японии на лидеров мировой экономики приходится 33,6% мировых авуаров (3,5 трлн долл. США). В структуре резервных активов развитых стран на государства ЭВС (включая ЕЦБ) приходится 17,8% резервов (0,9 трлн долл. США), на Соединенные Штаты Америки - 11,3% (0,5 трлн долл. США) [2].

Валютная составляющая резервных активов развитых стран в течение длительного периода остается устойчивой. Лидеры мирового хозяйства почти не прибегают к расходованию и пополнению валютного компонента резервов. Относительно небольшие по объему коллективные интервенции (например, в отношении японской иены и швейцарского франка) фондируются в основном за счет операций СВОП, заключенных между центральными банками развитых стран [3].

Удельный вес монетарного золота в составе резервных активов развитых стран составляет 22,3%. Доля металла в совокупных авуарах ЭВС (включая ЕЦБ) оценивается в среднем в 63,3%, в том числе у Португалии - 90,7%, у Германии - 72,0%, у Италии - 71,6%. Наиболее крупными запасами золота обладают Соединенные Штаты Америки.

В свою очередь, развивающиеся страны в настоящее время являются обладателями основной части мировых резервных активов, более того, их резервы продолжают динамично расти. В руках формирующихся рынков сосредоточено 5,7 трлн долл. США официальных авуаров. Основная доля этих активов аккумуляиро-

вана в азиатском регионе - 71,3% (4,1 трлн долл. США), внутри которого самым крупным держателем является Китай - 56,6% (3,2 трлн долл. США). Относительно невелики международные резервы у стран Центральной и Восточной Европы, без учета России - 6,6% (0,4 трлн долл. США). В 2011 г. наиболее динамично росли международные резервы государств Центральной и Южной Америки, они достигли 0,7 трлн долл. США [4]. Подавляющая часть активов развивающихся стран номинирована в валюте, лишь незначительная - около 3,5% - в золоте [5].

Нормативное определение целей аккумуляции международных резервов отражается в требованиях, предъявляемых МВФ к их сохранности, ликвидности и надежности. Руководящими принципами управления валютными резервами закреплено, что, во-первых, резервные активы размещаются «...на рынках, обладающих достаточной глубиной и ликвидностью, а также способных обеспечить проведение операций надежным и эффективным способом...» [6, с. 10], а во-вторых, «...состоят... прежде всего ... из ликвидных или реализуемых без затруднений валютных активов... Кроме того, для обеспечения ликвидности этих активов и их свободного использования в расчетах по международным операциям они должны храниться в виде требований к нерезидентам в конвертируемых иностранных валютах ...» [7, с. 12].

Реализация указанных требований выражается в доминировании резервных валют в композиции официальных авуаров большинства развивающихся стран: в долларах США размещено 61,9% резервов, далее следуют - евро (25,1%), иена и фунт стерлингов (по 3,8%) [8].

Существенно меньшая определенность присутствует в международных критериях достаточности резервных активов. МВФ предложена крайне размытая их формулировка «...достаточные для решения определенного круга задач...», которые

конкретизированы как: проведение интервенций, нейтрализация последствий кризисных явлений, помощь правительству в обслуживании внешнего долга, резерв на случай национальных катастроф и др. [9, с. 11]. Вместе с тем де-факто программами финансовой стабилизации, принятыми под эгидой МВФ практически во всех развивающихся странах - реципиентах ресурсов Фонда, как правило предусматриваются меры, направленные не только на ограничение импорта и поддержку экспорта - как основу стабилизации текущего счета платежного баланса, но и на всемерное наращивание золотовалютных резервов. Причем требование пополнения международных резервов, действующее даже в отношении стран с дефицитом текущего счета, вынуждает последние в целях фондирования резервных активов прибегать к дорогостоящим иностранным¹ займам.

Нам представляется, что предельно четкая направленность МВФ на пополнение резервов развивающихся стран слабо подкреплена экономическим обоснованием и все в большей степени отражает ангажированность позиции Фонда со стороны лидеров мирового хозяйства.

Так, резервные активы развивающихся стран все менее способны выступать буфером национального финансового рынка, фондом для проведения интервенций в поддержку обменного курса. В условиях глобализации экономики существенно изменилось само содержание валютных интервенций: сегодня достаточно эффективно их могут проводить лишь центральные банки крупнейших развивающихся стран (например, стран БРИКС, АСЕАН). Для небольших открытых экономик непоставимость объема резервных активов с трансграничными потоками глобального финансового капитала делает практически бессмысленными попытки противостоять складывающимся рыночным тенденциям.

Опыт кризисных явлений 1997-1998 и 2007-2008 гг. показал, что политика валютных интервенций достигает своей цели, если при ее реализации сохраняется наметившийся курсовой тренд и нет необходимости менять его на противоположный. По мнению некоторых ученых, валютные интервенции оказывают определенное влияние на валютные курсы, но лишь временно и в ограниченных масштабах [10]. Более того, высказывается точка зрения, что вмешательство государства в деятельность валютных рынков путем интервенций усиливает их неустойчивость, искажает корректирующую систему обменных валютных курсов и затрудняет их прогнозирование [11].

По нашему мнению, в условиях финансовой глобализации международные резервы трансформируются из скорее защитного, оградительного механизма (чрезвычайного фонда поддержки валютного курса и выполнения внешних обязательств государства), в ключевой механизм абсорбирования избыточной международной ликвидности и тесно связанного с ним процесса перераспределения дохода от стран, аккумулирующих резервы, к эмитентам резервных валют. Обоснуем этот тезис.

Нацеленность центральных банков развивающихся стран на накопление международных резервов увеличивает сбережения их национальных хозяйств, так как мобилизация необходимых валютных ресурсов требует снижения объема импорта при одновременном росте экспортных поступлений. В свою очередь, развитые страны крайне заинтересованы в росте сбережений формирующихся рынков, поскольку последние выступают основным источником финансирования их завышенных расходов. Трансформация сбережений формирующихся рынков в фондирование расходов лидеров мирового хозяйства достигается посредством накопления первыми резервных активов.

Причем спецификой современной фазы финансовой глобализации стала возросшая связь накопления международных резервов развивающихся стран с объемом эмиссии резервных валют. Если ранее резервные активы развивающихся стран обменивались преимущественно на долговые финансовые инструменты, выпущенные резидентами развитых стран (частного и государственного секторов) при ограниченном объеме эмиссии резервных валют, то теперь большая часть прироста резервов формирующихся рынков непосредственно покрывается за счет использования эмиссионного рычага, в том числе в ходе программ выкупа на баланс ФРС ценных бумаг Правительства США. Таким образом, в последние годы произошло замещение долговых обязательств развитых стран, покрытие которых еще было неким образом привязано к воспроизводственным источникам, простой эмиссией необеспеченных бумажных денег, которые утратили какую бы то ни было связь со стоимостным эквивалентом. Иными словами, фондирование завышенных расходов развитых стран в настоящее время осуществляется за счет использования эмиссионного рычага развитыми странами через механизм накопления международных резервов формирующимися рынками.

Международная практика в целом подтверждает данный вывод. Так, накопление резервов развивающимися странами заметно интенсифицировалось на волне усиления эмиссионной активности развитых стран. На протяжении 2001-2012 гг. рост объема денежной базы эмитентов резервных валют на 4,6 трлн долл. США (в эквиваленте) был близким к наращиванию международных резервов формирующихся рынков (выросших за тот же период на 4,7 трлн долл. США [12]). Данный факт косвенно свидетельствует, что произведенная развитыми странами эмиссия, в том числе в рамках реализации антикризисных пакетов поддержки банковского и

корпоративного секторов, была абсорбирована преимущественно в резервах развивающихся стран (рис. 1).

Очевидно, что абсорбирование эмиссии резервных валют в официальных авуарах развивающихся стран носит четко выраженный перераспределительный эффект, который ставит в привилегированное положение развитые страны. Последние за счет накопления резервных активов формирующимися рынками «материализуют» эмиссионный доход, фондируя хронический дефицит сальдо текущего счета посредством выпуска необеспеченных денег (извлечение глобального эмиссионного дохода). Кроме того, развитые страны получают возможность использовать эмитированные финансовые ресурсы для получения международного арбитража, равного разности между процентной ставкой на внутреннем рынке развивающихся стран и доходом, получае-

мым ими по резервным активам (глобальная финансовая рента).

В свою очередь, формирующиеся рынки превращаются в доноров лидеров мирового хозяйства. Во-первых, посредством накопления резервов происходит бессрочное и почти беспроцентное финансирование ими стран-реципиентов, которое осуществляется в форме отсроченного на неопределенный срок погашения натурально-вещественного эквивалента чистого экспорта. Не вызывает сомнений, что гораздо более продуктивным для развивающихся стран было бы использование «натурального» эквивалента резервов посредством ввоза в страну производственного оборудования, технологий и товаров или снижения накопления резервов.

Во-вторых, резервные активы, будучи размещенными в финансовые инструменты развитых стран, подвержены курсовым, кредитным и политическим рискам (эмбарго, замораживание счетов), а доход-

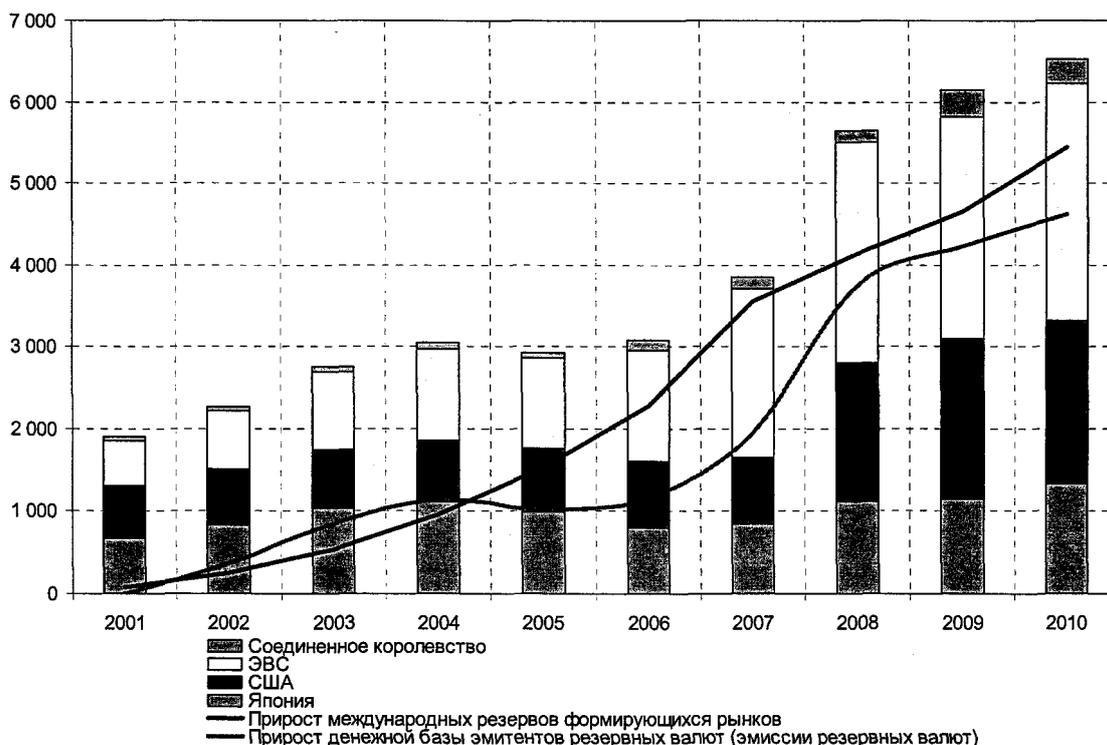


Рис. 1. Динамика эмиссии резервных валют и прирост международных резервов развивающихся стран в 2001-2010 гг., млрд долл. США

Источник: расчеты автора по International Financial Statistics, Yearbook, 2011.

ность по таким «замороженным» активам существенно ниже темпов роста инфляции и цен на основную экспортную продукцию формирующихся рынков.

Как свидетельствует приведенный ниже рис. 2, размещение на рынках развитых стран замороженного эквивалента чистого экспорта развивающихся стран оборачивается для последних финансовыми убытками, оцененными в величину до 40% ежегодно. Этот доход, равный разности между ростом цены сырьевых товаров, экспортируемых с формирующихся рынков, и доходностью по резервным активам, регулярно присваивается развитыми странами и становится одним из важнейших каналов перераспределения ресурсов периферийных стран в пользу стран ядра.

В-третьих, накопление международных резервов формирующимися рынками, как показывает международная практика, по сути, представляет односторонний поток.

Автору не известен ни один пример трансформации крупных резервных активов в товарно-вещественную форму (наращивание высокотехнологичного импорта, приобретение товарных ценностей и др.). Единственным возможным вариантом использования резервов стало обслуживание «выхода» иностранного капитала из развивающихся стран в 1997-1998 гг. в форме поддержки курсов национальных валют. Так, объемные интервенции, осуществляемые до момента девальвации индонезийской рупии, были близки по размеру к объему оттока иностранного капитала с финансового рынка Индонезии [13, с. 23]. Близкая картина наблюдалась в России как в 1998, так и в 2008 г. [14, с. 12].

Причем в условиях возросших колебаний конъюнктуры международного финансового и сырьевого рынков масштабы обесценения резервных активов, с которыми сталкиваются их крупнейшие держатели резервов из числа развиваю-

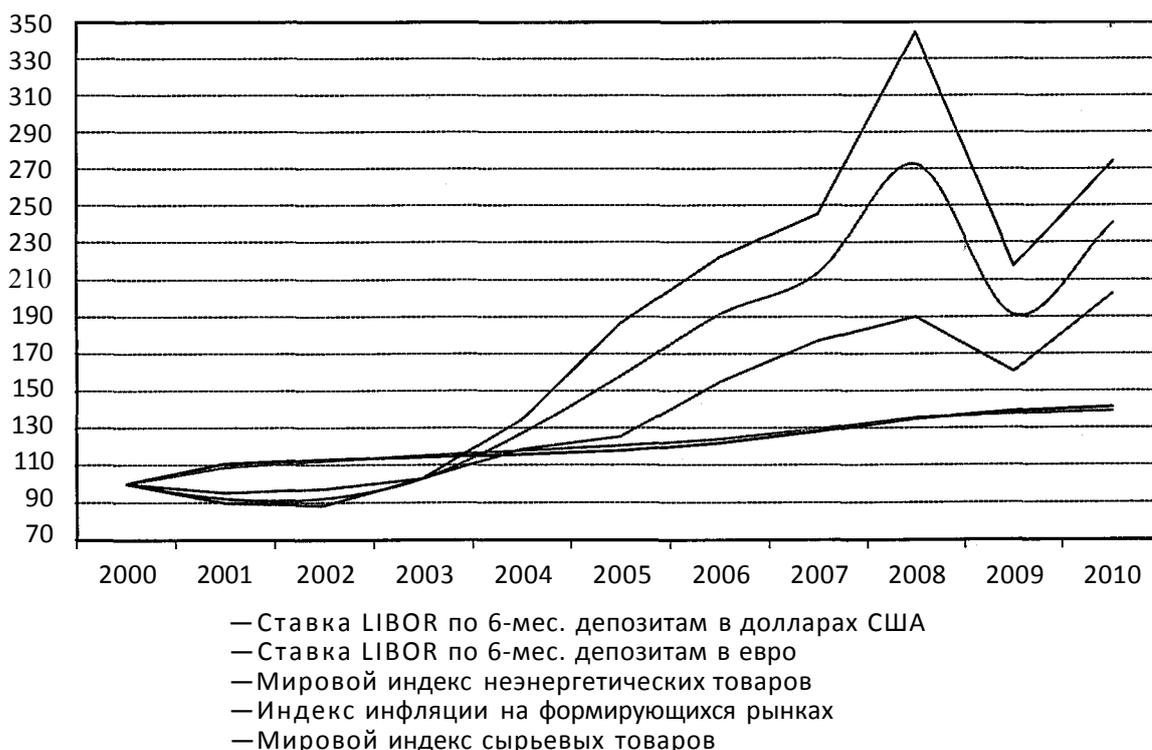


Рис. 2. Сравнительная динамика доходности основных инструментов управления резервными активами и цен на основные товары экспорта развивающихся стран, % (2000 = 100).

Источник: составлено автором по: World Economic Outlook, October 2012.

щихся стран, а следовательно и перераспределительный эффект накопления резервов значительно возросли. Это ставит на повестку дня поиск путей оптимизации функции управления международными резервами.

Мы считаем, что в основе реформирования подходов к управлению резервами развивающихся стран должно лежать ограничение темпов наращивания иностранных активов, размещенных на рынках развитых стран. Данный подход базируется, с одной стороны, на том, что сокращение прироста резервов будет способствовать ослаблению стимулов для искажения эмиссионной функции со стороны эмитентов резервных валют. Последние не смогут строить свою монетарную политику на основе перманентного абсорбирования создаваемой денежной массы в официальных резервах формирующихся рынков. С другой стороны, снижение стерилизационного эффекта наращивания резервов будет способствовать постепенному выравниванию пропорций сбережений и потребления как в развитых, так и в развивающихся странах, огра-

ничивая наращивание глобальных дисбалансов.

В качестве реализации предложенного подхода представляется обоснованным, во-первых, реализовать комплекс мер контроля за движением капитала; во-вторых, определить круг инструментов, которые дали бы возможность диверсифицировать резервные активы. Первое направление, получившее широкое распространение в развивающихся странах, позволяет ограничить приток на формирующиеся рынки горячих капиталов, создающих необоснованный рост предложения на валютном рынке страны-реципиента и, как следствие, увеличение международных резервов. Как свидетельствует нижеприведенный рис. 3, крайне волатильные трансграничные потоки капитала оказывают доминирующее воздействие на динамику валютных курсов и обуславливают изменение резервных активов.

Столкнувшись с беспрецедентным по масштабам притоком иностранных инвестиций на протяжении 2001-2012 гг., центральные банки развивающихся стран вынуждены были частично откупать их в

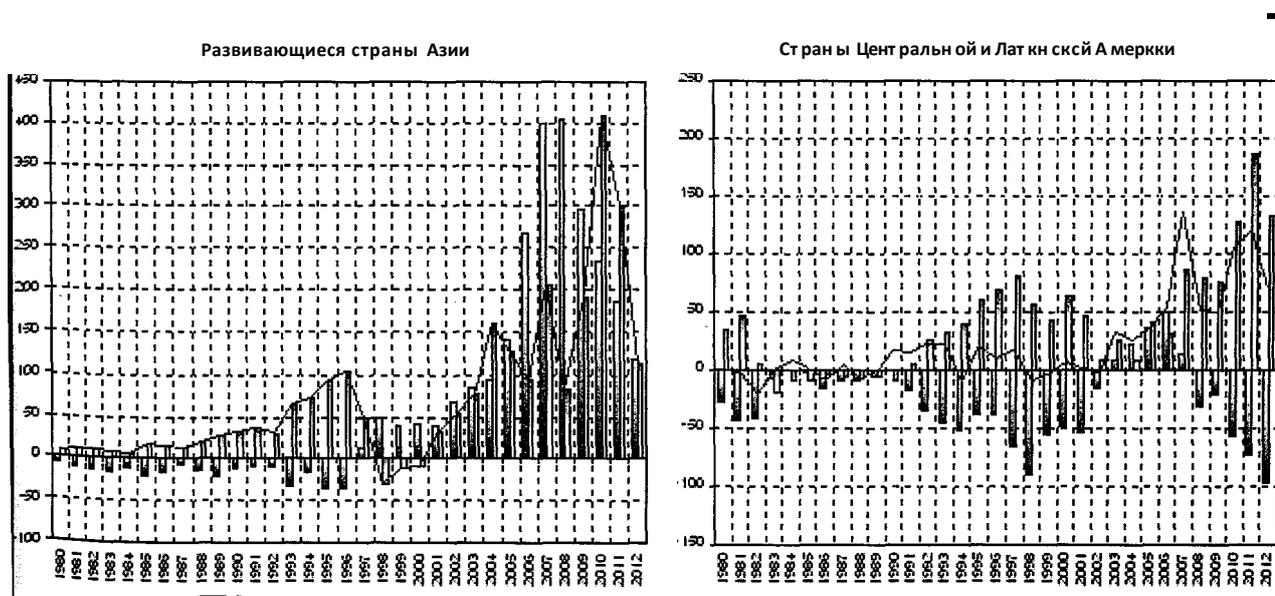


Рис. 3. Соотношение основных показателей платежных балансов развивающихся стран и динамики международных резервов, млрд долл. США

Источник: составлено автором по: World Economic Outlook, October 2012.

резервы в рамках операций на внутреннем валютном рынке. В результате пополнение резервов стало в большей степени отражать не динамику торговых потоков, а тенденции в трансграничном движении капитала.

Меры контроля за движением капитала, по признанию многих экспертов, представляют на сегодняшний день единственное эффективное средство противодействия избыточному накоплению резервов, связанных с агрессивной эмиссионной политикой развитых стран и глобальных банков.

Второе направление основано на поиске путей диверсификации иностранных активов в иные, отличные от номинированных в резервных валютах, инструменты. Важным каналом диверсификации резервов является приобретение валют развитых стран «второго эшелона» - канадского доллара, австралийского доллара, тесно связанных с динамикой цен на сырьевые активы, а также валют ряда крупнейших развивающихся стран, имеющих широкое хождение и достаточно глубокий финансовый рынок, таких как корейская вона, китайский юань, бразильский реал, мексиканский песо.

Однако основным направлением диверсификации резервных активов, по нашему мнению, является увеличение официальных авуаров в золоте. Покупка золота, помимо существенного снижения рисков управления резервными активами, в частности риска замораживания счетов, эмбарго и т. д., уменьшает чистый кредит развитым странам, ограничивает каналы абсорбирования избыточной международной ликвидности и объем эмиссионного и рентного дохода развитых стран.

Несмотря на демонтаж системы золотовалютного стандарта, золото продолжает занимать важное место в операциях центральных банков. Де-юре и де-факто оно выполняет роль международного резервного актива, а в законодательстве большинства государств - держателей зо-

лотых авуаров сохраняются особые правила регулирования обращения металла на рынке, близкие к правилам обращения иностранной валюты [15, с. 17].

В условиях глобализации экономики наращивание золотых авуаров приобретает новое наполнение: систематическое искажение эмиссионной функции развитыми странами и отсутствие стоимостной основы формирования обменных курсов превращает золото в практически единственный актив, позволяющий установить ценность обращающихся на международном рынке денежных единиц. В цене золота находят отражение масштабы искажения эмиссионной функции развитыми странами и отклонение ими выпуска денег от воспроизводственных потребностей.

Данная точка зрения нашла отражение во взглядах советских ученых. «Цена реализации золота выполняет функции связующего звена между монетарным товаром и национальными знаками стоимости. На ее основе происходит соизмерение покупательных способностей валют разных стран. Исходя из этого рыночную цену реализации золота правомерно рассматривать как бумажно-денежную форму покупательной способности национальных валют, посредством которой реализуется интернациональная мера стоимостей мировых денег» [16, с. 125]. Развивая эту идею, А. И. Стадниченко рассматривает рост цены металла в бумажных деньгах как отражение масштаба обесценения последних к действительным деньгам - золоту. «На рынке золота происходит не покупка золота на бумажные деньги, а обмен бумажных денежных знаков на золото, и наоборот. Здесь-то и познается, соответствуют ли бумажные деньги своему паритету...» [17, с. 47].

Представленную позицию подтверждают статистические данные. Удорожание золота на протяжении последних 10 лет более чем в 5,6 раза при достаточно стабильной структуре и объеме спроса на него свидетельствует скорее об обесценении резервных валют, в которых оно

отируется (прежде всего доллара США). Это доказывает, например, близкий темп роста котировок металла и денежной базы в долларах США.

В основе ценообразования и инвестиционной привлекательности золота была и остается стоимостная основа. Обращающиеся на международном рынке валюты представляют лишь знаки стоимости, покупательная сила которых зависит от воли государств-эмитентов, и, следовательно, в любой момент может быть утрачена (посредством замораживания или ареста их счетов). В отличие от них золотые авуары обладают внутренней стоимостью, то есть представляют собой реальный эквивалент интернациональной стоимости. Иными словами, официальные золотые запасы являются единственной полноценной формой национальных сбережений, которые в полном объеме могут быть мобилизованы в короткий срок.

Осознание исключительной роли золота в условиях перманентного избыточного выпуска валют международного оборота выразилось в модификации позиции цен-

тральных банков в отношении его приобретения: нетто-продажи металла официальным сектором с 2009 г. сменились его чистым приобретением (в объеме 523,3 т), а в 2010-2012 гг. данная тенденция закрепилась (всего было приобретено 714,1 т) [19] (рис. 4). Новым явлением на рынке золота, подтверждающим его растущую роль, стало истребование золотых авуаров центральными банками из хранилищ в других центральных банках, предпринятое Венесуэлой и Германией, косвенно свидетельствующее о растущем недоверии к крупным иностранным держателям металлических авуаров и усиливающейся конкуренции за обладание ими [20].

Свойства золота как универсального эквивалента интернациональной стоимости превратили его не только в актив, конкурирующий с активами в резервных валютах на глобальном финансовом пространстве, но и в главное препятствие на пути бесконтрольного увеличения эмиссии развитыми странами. Именно поэтому обладание золотом превратилось в объект жесткой конкуренции между цен-

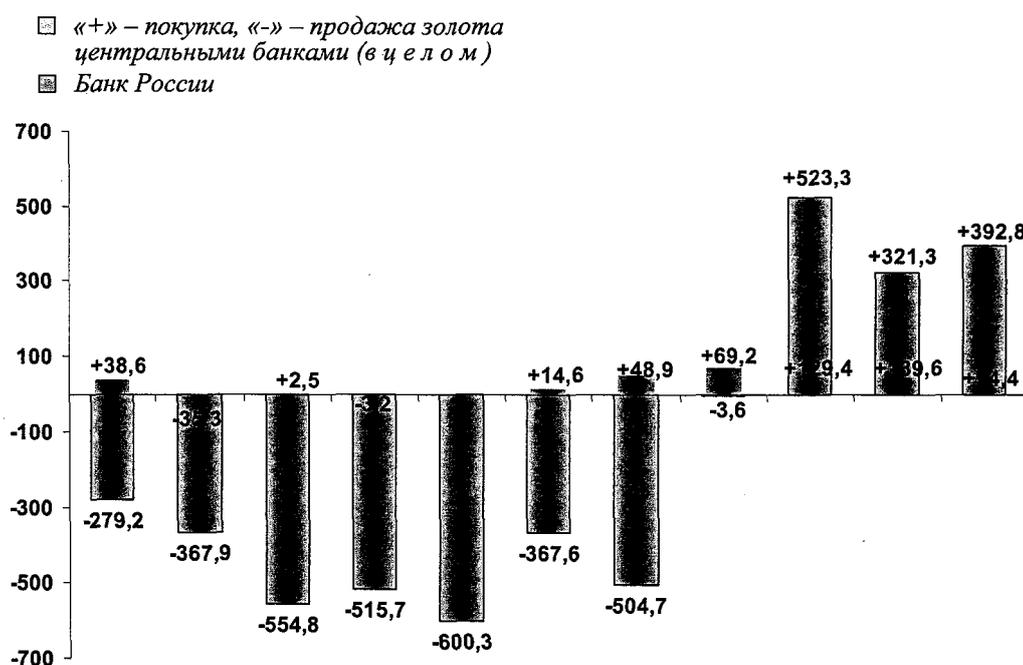


Рис. 4. Динамика нетто-покупок золота центральными банками на международном рынке (в тоннах)

Источник: данные IMF, Банка России, расчеты автора.

тральными банками развитых и развивающихся стран.

На сегодняшний день большая часть официальных запасов золота, на 01.01.2012 составившая 25,9 тыс. тонн [21], сосредоточена в руках лидеров мирового хозяйства (84,8%) - см. рис. 5. Авуары в металле у США составляют 8,1 тыс. тонн, Германии - 3,4 тыс. тонн, Италии - 2,5 тыс. тонн, Франции - 2,4 тыс. тонн [22]. Центр сохраняет доминирующие позиции в контроле над потоками золота: центральные банки развитых стран устанавливают правила игры на международном рынке металла, выступают его основным маркет-мейкерами, определяют правила доступа на мировые торговые площадки, в том числе ограничивая через ТНБ лимиты на операции с банками развивающихся стран.

Несмотря на доминирование развитых стран, в последние годы формирующиеся рынки активно подключились к приобретению металла. Крупные покупки на рынке в 2011 году совершали Мексика (99 тонн), Россия (94 тонны), Турция (79 тонн), Таиланд (53 тонны). Ранее, в 2009-2010 гг., активно приобретал металл Китай [23].

Нам представляется, что развивающиеся страны обладают всеми необходимыми предпосылками для расширения дивер-

сификации резервных активов посредством пополнения золотого запаса: они располагают большей частью потенциала золотодобычи (в 2011 году 87% произведенного золота - 1990 тонн пришлось на формирующиеся рынки), предъявляют весомый спрос (60% мирового потребления металла, или 2693 тонны) [24].

В ходе проведенного анализа обосновано, что тенденция наполнения международных резервов развивающимися странами связана с абсорбированием денежной эмиссии развитых стран, поступающей в международный оборот. Посредством данного механизма, кристаллизующегося в форме излечения глобального эмиссионного дохода и глобальной финансовой ренты, хронически воспроизводится перераспределение дохода формирующихся рынков в пользу лидеров мирового хозяйства. Возросшая значимость данного канала фондирования завышенных расходов стран Центра выразилась в том числе в формальных и неформальных требованиях МФВ к расширению объема резервных активов развивающихся стран. В отличие от более ранних ступеней на современном этапе финансовой глобализации возросло значение прямого эмиссионного покрытия дисбалансов развитых экономик, которое фондируется «разбуха-



Рис. 5. Доля совокупного мирового золотого запаса, приходящегося на развитые и развивающиеся страны

Источник: данные IMF, Банка России, расчеты автора.

нием» резервных активов развивающихся стран.

Заметно активизировавшийся перераспределительный эффект накопления резервов развивающимися странами ставит задачу поиска путей его нейтрализации. Как представляется, основными направлениями модификации функции управления резервных активов могут быть ограничение притока горячих капиталов на формирующиеся рынки посредством комплекса мер контроля за движением капитала, а также диверсификация резервов развивающихся стран в пользу пополнения золотого запаса. Данные меры позволяют снизить негативный эффект перераспределения глобального эмиссионного и рентного дохода в пользу развитых стран и ограничить распространение глобальных дисбалансов.

ЛИТЕРАТУРА

1. Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции. Шестое издание (РПБб). МВФ. 2012.
2. *Расчеты автора по:* International Statistics Yearbook. 2012.
3. Там же.
4. *Расчеты автора по:* International Statistics Yearbook. 2012.
5. *Расчеты автора по:* International Statistics Yearbook. 2012.
6. Руководящие принципы управления валютными резервами. МВФ. 20.09.2001.
7. Там же.
8. Обследование МВФ - Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER); IMF. По состоянию на 01.07.2012.
9. Руководящие принципы управления валютными резервами. МВФ. 20.09.2001.
10. Foreign exchange market intervention in emerging markets, motives, techniques and implications. BIS paper No. 24.2005.
11. Flexible exchange rate regime and forex intervention // J. de Gregorio, F.Tokman, BIS. 2007.



12. *Расчеты автора по:* Financial Statistics Yearbook 2011. IMF. 2012
13. Подр. см.: *Навой А. В.* Валютные кризисы: сущность, причины, последствия // Деньги и кредит. - 2003. - № 2.
14. Подр. см.: *Навой А. В.* Российские кризисы образца 1998 и 2008 годов: найди 10 отличий // Вопросы экономики. - 2009. - № 2.
15. См. подробнее: *Абалов А. Э.* Международный рынок драгоценных металлов: основные принципы функционирования. С-Пб.: Изд-во ДНК, 2001.
16. *Галичевский М.А.* МЭИМО, 1980. - №7.
17. *Стадниченко А.И.* Валютный кризис капитализма. - М.: Международные отношения, 1970.
18. *Расчеты автора по:* Gold Survey. 2011. Gold Fields Mineral Service.
19. *Расчеты автора по:* Financial Statistics Yearbook 2011. IMF. 2012
20. Бундесбанк вернет золото на родину // CentralBanking.com, October 24, 26, and 29, 2012.
21. *Расчеты автора по:* Financial Statistics Yearbook 2011. IMF. 2012
22. *Расчеты автора по:* Financial Statistics Yearbook 2011. IMF. 2012
23. Gold Survey 2011. Gold Fields Mineral Service.
24. *Расчеты автора по:* Gold Survey. 2011. Gold Fields Mineral Service.