

ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336.339

В. В. КОЗИУК,
*профессор, доктор экономических наук,
завкафедрой экономической теории
Тернопольского национального экономического университета*

**ПРЕДПОСЫЛКИ И ГЛОБАЛЬНЫЕ МАКРОФИНАНСОВЫЕ
ЭФФЕКТЫ АКТИВНОГО ПОРТФЕЛЬНОГО МЕНЕДЖМЕНТА
ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ**

Выявлена тенденция к усилению концентрации владения резервами и смещения кривой распределения в сторону более высоких объемов владения ими. Доказано, что дистанция между оптимальными и медианными резервами влияет на характер управления ими и имеет соответствующие глобальные макрофинансовые эффекты. Раскрыты отличия влияния на глобальные макрофинансовые процессы активного управления резервами на уровне медианного центробанка и центробанка со значительным владением их объемами.

Ключевые слова: валютные резервы, внешние активы центробанков, активное портфельное управление, глобальные макрофинансовые условия, глобальная нестабильность, резервные валюты.

V. V. KOZIUK,
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Head of the Chair of Economic Theory,
Ternopol' National Economic University*

**PRECONDITIONS AND GLOBAL MACROFINANCIAL
EFFECTS OF THE ACTIVE PORTFOLIO MANAGEMENT
OF CURRENCY RESERVES**

The tendency to an increase in the reserve holding concentration and to a shift of the distribution curve to the side of higher volumes of holding them is revealed. It is proved that the distance between the optimum and median reserves influences the character of their management and has the corresponding macrofinancial effects. The differences in the effects on the global macrofinancial processes of active management of reserves on the levels of a median central bank and a central bank with significant holding of their volumes are clarified.

Keywords: currency reserves, external assets of central banks, active portfolio management, global macrofinancial conditions, global instability, reserve currencies.

Устойчивые темпы накопления глобальных валютных резервов продолжают фокусировать на себе обеспокоенность перспективами стабильности глобальных макрофинансов. Будучи воплощением национально-центрического видения самых простых способов сочетания выгод от глобальной финансовой интеграции с внутренней макрофинансовой стабильностью, экспансия внешних активов центробан-

© Козюк Виктор Валерьевич (Koziuk Viktor Valer'evich), 2016; e-mail: victorkozyuk@rambler.ru.

ков стран с формирующимися рынками изменила фактическую модель функционирования международной валютной системы. Если традиционно проблемы уязвимости и инфляционного смещения последней плотно привязывались к дискреционным возможностям и односторонним действиям эмитентов резервных валют, то сегодня распространение таких возможностей и влияний на страны, накапливающие резервы, в корне меняет матрицу вероятных сценариев развития глобальных монетарных процессов. С одной стороны, дискреционные возможности как для эмитентов резервных валют, так и для накопителей резервов открывают путь к монетарной конфронтации, эквивалентной валютным войнам, при том, что ограничения системного уровня (то есть вмонтированные в структуру глобального монетарного устройства регуляторы и рестрикции односторонних действий) уже длительное время фактически нивелированы, и мир лишь наблюдает за проявлениями новых возможностей в сфере национально-центрической политики ключевых глобальных акторов. С другой – с определенного уровня накопления резервов их объем перестает быть нейтральным по отношению к способности “капитализировать” выгоды от владения значительными официальными внешними активами в виде поддержки макрофинансовой стабильности, глобальной конкурентоспособности, имплицитного страхования в системе внешних суверенных и частных заимствований и т. д.

Рыночная структура предложения резервных валют (активов) становится естественным барьером для отрыва выгоды от владения значительными резервами от потерь, особенно в условиях смещения мотивов такого владения в сторону сегментации. Появление фискальных потерь, риски неудачной диверсификации, сохранение стоимости внешних активов в условиях гибких валютных курсов, чрезмерная ликвидность внутреннего финансового сектора – хорошо известные спутники гонки за резервами. Изменения в мотивах управления последними в ответ на новые риски от владения ими в значительных объемах, между тем, порождают новые системные эффекты на уровне глобальной экономики. Следует четко различать активный менеджмент резервов отдельных стран, владеющих ими в наиболее концентрированном виде, и ситуацию, когда активный портфельный подход начинает реализовывать медианный центробанк. При этом трактовка активного подхода изменилась. Если вначале под ним понималось стремление повысить доходность в пределах устоявшегося класса активов (высококачественные суверенные долговые обязательства), то в настоящее время активное управление предполагает увеличение допустимых классов активов, гибкое изменение структуры размещения в разрезе классов активов, хеджирование кредитных, процентных, валютных рисков и т. д. В свете сказанного постановка вопроса и теоретико-дедуктивный анализ глобальных макрофинансовых эффектов активного портфельного менеджмента валютных резервов весьма актуальны.

В экономической литературе проблема активного подхода к управлению суверенными внешними активами традиционно ассоциировалась с распространением и быстрым развитием индустрии фондов суверенного богатства. Функционирование последних на принципах инвестиционного менеджмента стало производной от выявления четких монетарных и структурных лимитов значительного притока капиталов, вследствие чего “вытеснение” части абсорбированных внешних поступлений за пределы национальной финансовой системы рассматривалось как важный шаг по замедлению внутренней инфляции, предотвращению переоценки реального эффективного курса, избежанию чрезмерной ликвидности финансового сектора и др. Усилившиеся дебаты по поводу глобальных макрофинансовых эффектов функционирования фондов суверенного богатства до глобального финан-

сового кризиса и сразу после него еще не выявили потенциальной вероятности того, что на подобную схему управления внешними активами могут перейти и центробанки [1; 2]. Однако передача отдельными странами, например Сингапуром и Китаем, части валютных резервов в активное управление специализированным инвестиционным компаниям продемонстрировала, что фонды суверенного богатства больше интегрированы в глобальные монетарные процессы, а доходность активов в управлении может значительно превышать доходность традиционных резервных активов [3].

Развитие исследований проблемы социальных потерь от владения масштабными резервами как реакция на соответствующий опыт азиатских стран дало возможность увидеть, что существуют специфические источники уязвимости, преодолеть которые можно на уровне изменения модели менеджмента резервов. Кроме того, они не тождественны макрофинансовой уязвимости страны, связанной с уже накопленными резервами. Например, размещение резервов в традиционных резервных активах приводит к повышению альтернативных потерь от владения ими. Низкая доходность таких активов в совокупности с повышением риска колебаний валютных курсов влечет за собой прямые фискальные потери. Чем масштабнее резервы, тем сильнее ограничена способность страны равновесно повышать валютный курс, поскольку за этим стоит падение стоимости внешних активов в национальной валюте (от англ. *conflict of virtues* — так называемый "конфликт достоинств") [4; 5; 6]. Однако, если риски доходности и сохранения стоимости могут быть компенсированы за счет совершенствования техник управления резервами, то уязвимость страны, выраженная в чрезмерной внутренней ликвидности, экспансии внешних заимствований (стабильность валютного курса, имплицитное страхование благодаря резервам и т. д.) и давления на реальный эффективный курс, не может быть снижена только изменениями принципов менеджмента внешних активов. Изменения необходимы в базовых основах монетарной политики и соответствующей структурной адаптации страны к более гибкому валютному курсу и более низким темпам прироста резервов. Между тем, хотя накопление резервов планировалось как самострахование и сохранение глобальной конкурентоспособности и было призвано укрепить таким образом финансовую стабильность, риск колебания стоимости внешней позиции стран с формирующимися рынками признается чуть ли не самым значительным [7], что, естественно, ставит вопрос о том, как его предотвращать или хотя бы снижать.

В свете того, что набор резервных валют (активов), отвечающих стандартным критериям, остается ограниченным (меры неконвенциональной монетарной политики увеличили предложение традиционных резервных валют и параллельно подтолкнули к поиску альтернатив), а система спроса на резервы продолжает находиться под влиянием количественных и качественных изменений, исследования проблемы управления резервами в новых глобальных макрофинансовых координатах четко сегментировались. На одной стороне можно позиционировать изыскания, которые апеллируют к глобальным эффектам накопления резервов, проблеме их диверсификации и расширения количества резервных валют. Сюда можно отнести анализ нестабильности управления концентрированными объемами резервов, рисков глобальной инфляции, роли резервов в генерировании глобальных финансовых дисбалансов и т. д. [8; 9]. Повышение доступности валют и активов стран с формирующимися рынками для составления глобально диверсифицированных портфелей рассматривается под углом зрения трансформации структуры системы резервных валют. Движение в направлении более широкого представительства в спектре резервных валют стран со средними доходами допускает усиле-

ние преимуществ мультивалютности, однако не исключает рост рисков ухудшения качества валютных резервов в глобальных масштабах [10; 11]. Более концептуальный взгляд на мультивалютность предполагает, что повышение конкуренции на рынке резервных валют (активов) однозначно усилит глобальную курсовую волатильность [12].

Касательно стороны спроса существующие исследования эмпирически подтверждают тенденцию к повышению уровня диверсификации внешних активов центробанков в зависимости от объема и усиления сегментации мотивов управления, но только в случае, когда рост резервов не является эндогенным. Под эндогенностью понимается увеличение резервов в ответ на повышение уровня открытости потокам глобальных капиталов, реакцией на что выступает предусмотрительное накопление, требующее более ликвидных активов в портфеле центробанка [13]. Обоснованное теоретическое объяснение этого явления указывает на то, что рост объемов резервов предполагает изменение их доминантного назначения благодаря тому, что реализация монетарных функций не нуждается в таком их объеме. Следовательно, чем значительно растут резервы, тем сильнее сегментируются требования к ним: ликвидность — для монетарных функций; доходность, сохранение и рост стоимости — для функций, связанных с так называемым “внешним благополучием” (от англ. external wealth), то есть обеспечением перманентной основы для уменьшения потерь от владения и снижения риска колебания стоимости внешних активов [14]. Деление резервов на портфель ликвидности и инвестиционный портфель сегодня уже считается обычной практикой обеспечения эффективного владения внешними активами, объем которых превышает теоретически оптимальный. Первый будет включать обычные краткосрочные суверенные долговые обязательства, депозиты в банках, инструменты денежного рынка высшего рейтинга, второй — состоять из активов, в управлении которыми доминируют критерии доходности, минимизации рисков колебания стоимости и т. д. При этом усиливается тенденция к расширению допустимого класса активов в рамках инвестиционного портфеля. Это свидетельствует о том, что центробанки фактически уже являются активными портфельными менеджерами * [17; 18; 19; 20; 21].

В то же время представленные позиции по анализу связей между объемами резервов и изменениями в управлении ими в большинстве своем носят национально-центрический характер, то есть концентрируются на совершенствовании техник управления резервами в условиях растущих альтернативных потерь от владения ими на уровне отдельной страны. В литературе отсутствуют исследования проблемы коллективного смещения в направлении более активного портфельного подхода вследствие изменения характера распределения валютных резервов в мире, за исключением идентификации эффектов процикличности активного управления резервами, когда во время финансовых стрессов центробанки уменьшают долю более рискованных активов и восстанавливают долю традиционных “безопасных” активов, тем самым усугубляя проблему глобальной ликвидности [22]. Таким образом,

* Следует отметить, что сегодня мониторинг характера управления внешними активами со стороны центральных банков превратился в специальный сервис по управлению рисками. Несмотря на тенденцию к повышению открытости в сфере активного управления резервами [17], которую официально задекларировал ряд центробанков (например, Бразилии, Колумбии, Ботсваны, Сингапура, Колумбии, ЮАР и др.), основным инструментом мониторинга активного управления резервами является прямой опрос менеджеров центробанков (Reserve Management Trends за соответствующие годы [Электронный ресурс]. — Режим доступа : www.riskbooks.com). Прямой опрос касательно идентификации характера управления резервами также практикуют МВФ и Банк международных расчетов.

вопрос появления медианного центробанка с установкой на активный портфельный менеджмент до сих пор остается открытым. В условиях поиска вариантов формирования более конкурентной модели резервных валют (активов), которая однозначно открывает дополнительные возможности для портфельного подхода, появление активного управления резервами на уровне медианного центробанка будет означать возникновение ряда новых макрофинансовых эффектов.

Итак, **цель статьи** – раскрыть на теоретико-дедуктивном уровне предпосылки и результаты активного управления внешними активами, под которым мы понимаем более сложное сочетание мотивов достижения уровней доходности, превышающей ту, которую позволяют получить традиционные резервные активы, с мотивами обеспечения сохранения и приумножения стоимости резервов, при управлении которыми доминируют инвестиционные соображения, а не соображения ликвидности. В данном случае активное управление будет означать не столько поиск высшей доходности в пределах одного класса активов, сколько расширение класса активов и поиск приемлемых соотношений между риском и доходностью в разрезе каждого из классов.

В последнее время ряд стран перешел на активное управление резервами, что сближает такое управление с практикой фондов суверенного богатства. Так, Китай, Сингапур и некоторые богатые ресурсами страны передали часть резервов в специализированные инвестиционные институты, Саудовская Аравия активно привлекает частных инвестиционных менеджеров для управления официальными резервами. При этом 81,3% из 64 опрошенных центральных банков подтвердили, что делят внешние активы на портфель ликвидности и инвестиционный портфель. Что касается конкретных аспектов изменений в управлении резервами, то 56,3% центробанков допускают изменения в валютной структуре внешних активов, причем для большинства это изменение весов традиционных резервных валют, а для значительной части монетарных органов развивающихся стран – рост значения других, нетрадиционных резервных валют. Показательно также и то, что из 17 опрошенных центробанков стран с низкими доходами 41,2% отметили, что соображения доходности являются определяющими при расчете величины портфеля ликвидности и портфеля инвестиций, из 21 центробанка стран со средними доходами – соответственно, 33,3%, а из 16 центробанков развитых стран – только 25%. Аналогично, неклассифицированный класс активов как источник повышения доходности внешних активов считают приемлемым 47,4% опрошенных центробанков 19 стран с низкими доходами, 30,4% – 23 стран со средними доходами и 22,7% – развитых стран. Повышение доходности благодаря вложениям в акции и инвестиционные трасты, связанные с недвижимостью (так называемые REIT), определяют в основном менеджеры центробанков развитых стран [19]. Расширение валютной структуры резервов в активном управлении, вложения в фонды валютного рынка и делегирование части инвестиционных функций внешним менеджерам рассматриваются как господствующая тенденция в сфере управления резервами*.

Между тем, несмотря на допущение о том, что растущий объем резервов требует более диверсифицированной структуры для снижения потерь от владения ими, в эмпирическом плане возникает проблема эндогенности [13]. Другими словами, в случае, когда основным мотивом накопления резервов является стремление к предусмотрительному самострахованию, именно ликвидность должна быть определяющим критерием управления резервными активами и выбора соответствующего

* Такие результаты показал опрос 72 центробанков (HSBS Reserve Management Trends 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.riskbooks.com).

их класса, поскольку таким образом обеспечивается способность страны снизить уязвимость потоков капиталов к глобально-центрическим шокам, тогда как рост резервов, не связанный с повышением открытости этим потокам, может предполагать более диверсифицированную структуру. Положенное в основу логики упомянутого выше эмпирического исследования допущение об эндогенности связи между уровнем финансовой открытости и спросом на резервы [13], а также их структурой оставляет открытым вопрос о влиянии других мотивов накопления на выбор допустимого класса активов. Кроме того, следует признать тот факт, что масштабы предусмотрительного накопления, адекватного базовому мотиву, выходят за рамки, определенные на основе даже самых пессимистических допущений. Неслучайно оптимальный объем резервов с поправкой на глобально-центрические реверсы в потоках капитала и на состояние глобальной финансовой среды признается колеблющимся в достаточно широком диапазоне значений, в большинстве случаев — на уровне 8–22% ВВП [15]. При этом сам диапазон оптимальности, выраженный в процентах ВВП, а не в другом показателе, призван продемонстрировать изменения в теоретических представлениях о критериях оптимальности резервов. Разрыв связи с проблемой эндогенности здесь очень весом, иначе любое повышение уровня финансовой открытости страны автоматически смещало бы вверх критериальное значение оптимальности резервов, что, по самой логике необходимости учета как предусмотрительного самострахования, так и чувствительности к состоянию глобальной среды, не корректно именно там, где страна отдалается от начальных стадий накопления резервов и переходит на другие уровни владения ими.

Аналогично, проблема ограниченности эмпирического сведения вопроса дополнительной диверсификации исключительно к доле резервов, возросших экзогенно (то есть вне критериев, привязывающих целевое значение внешних активов к индикаторам финансовой открытости), так же прослеживается при переходе к конкурентному накоплению резервов и появлению феномена “страха перед потерей резервов”. В первом случае исходный мотив предусмотрительного накопления может быстро мутировать в другой, когда рассматривается группа стран, задействованных в конкурентной игре. Смещение в сторону других критериев размещения резервов здесь четче всего будет описываться переходом от эндогенного к экзогенному росту внешних активов. Но самое главное — то, что успех в конкурентной игре определяется способностью минимизировать потери от владения резервами [16]. Поэтому более активное управление как источник повышения доходности внешних активов может также рассматриваться и как инструмент приспособления к более жесткой конкурентной игре в отношении накопления резервов. В таких условиях финансовый риск для части самих резервов компенсируется выигрышем от снижения макрофинансовой уязвимости страны, что обуславливается агрессивной конкурентной политикой страны-визави. Во втором — поведение в стиле “избежание ревальвации при любых обстоятельствах и допущение девальвации при первой возможности” является радикальным выражением того, как “страх” потерять резервы изменяет критерии оптимальной структуры владения ими. Такой “страх” взаимодействия с конкурентным накоплением и допускает увеличение объемов резервов, которые априори не будут использованы для поддержки валютного курса, даже если вначале именно для этого такое увеличение имело место.

Другим аспектом “выхода за рамки проблемы эндогенности” является то, что на стороне резервных валют могут произойти сдвиги, требующие индуцированных изменений в выборе такой модели управления резервами, чтобы учесть риски, связанные с качеством резервных активов. Программы количественного смягче-

ния, восходящая долговая траектория развитых стран, неявное фискальное доминирование, которое под влиянием кризиса пошатнуло независимость центробанков, провоцируют ослабление четкости грани между политикой защиты сохранения ликвидности и рыночной стоимости резервов на основе их диверсификации и политикой более активного управления ими. Дальнейшее углубление разрыва между вкладом эмитентов резервных валют в глобальный ВВП и долей их валют в структуре глобальных резервов будет только усиливать напряжение при выборе резервных валют, находящихся на разных стадиях жизненного цикла [14], что само по себе допускает движение к более активному портфельному подходу. Активизация же попыток запустить прямые двухсторонние расчеты в национальных валютах и своповые линии между центробанками свидетельствует о попытках одновременно снизить давление резервов на внутреннюю ликвидность финансового сектора и избежать доминирования доллара в структуре резервных активов. Такое сочетание, если и не свидетельствует о более активном портфельном подходе, все равно должно корреспондировать с ростом резервов. Тогда по крайней мере кумулятивное повышение мультивалютного компонента остатков на банковских счетах будет оказывать определенное давление на расширение "валютной корзины" резервов тех центробанков, которые будут продвигать прямые двухсторонние расчеты, сохраняя при этом склонность к сглаживанию колебаний валютного курса. Так же усиление политики курсовой гибкости, снижая зависимость от необходимой привязки валютной структуры резервов к выбранной валюте привязки (валюте интервенций), будет приводить к тому, что приоритет ликвидности резервных активов будет слабеть. Вместо этого дополнительный риск колебания стоимости внешних активов нуждается в хеджировании; более активный подход к управлению резервами может рассматриваться как составляющая перехода к более гибкому курсовому режиму.

Таким образом, на склонность к более активному подходу могут влиять более сложные факторы, чем исключительно экзогенный рост резервов, как это предполагают Р. Бэк и С. Вебер [13]. По их мнению, принадлежность к валютному блоку также является важным фактором. Склонность к диверсификации резервов демонстрируют страны в основном долларовой блока, а не блока евро. В то же время первые владеют и большими резервами. Объединение стадий накопления резервов с другими детерминантами их динамики и структуры дает более полную теоретическую картину условий перехода к активному портфельному управлению внешними активами центробанков (табл. 1).

Таблица 1

Стадии накопления и изменения целей управления валютными резервами *

	Стадии			
	I	II	III	IV
Господствующие мотивы накопления	откладывание структурных реформ, сглаживание шоков производительности, приспособливание к потокам капиталов	откладывание структурных реформ, самострахование, монетарный меркантилизм	самострахование, монетарный меркантилизм, конкурентное накопление	конкурентное накопление
Роль эндогенности (обусловленность автономно прогрессирующей открытостью)	Незначительная	Значительная	Ослабляется	Незначительная

Продолжение таблицы

Содержание стадии и управленческие мотивы	Страна накапливает валютные резервы, поскольку они являются неотъемлемым элементом обеспечения элементарной макроэкономической стабильности, покрытия критического импорта и гарантий обслуживания внешнего долга	С ростом объемов резервов и последующей интеграцией страны с глобальной экономикой повышается вероятность усиления уязвимости к шокам на рынках капитала, что толкает к созданию резервов с целью самострахования. Предусмотрительное накопление резервов предполагает, что страна могла бы обойтись и низким объемом внешних активов центробанка, но дополнительно страхует себя от глобально-центрических шоков	С ростом объемов резервов сверх уровня, обусловленного мотивом предосторожного самострахования, требования к структурному составу внешних активов меняются. Кроме традиционных требований ликвидности возрастает значение сохранения стоимости или поиска приемлемой доходности	Дальнейший рост резервов будет допускать использование их доли для альтернативного инвестирования, которое может носить рискованный характер, обусловленный стратегическими, а не рыночными соображениями
Факторы валютно-курсовой политики	“Страх перед плаванием”, ключевая роль курса в обеспечении макрофинансовой стабильности, защита курса резервами	Повышение уязвимости к кризисам “внезапной остановки”, уязвимость к накоплению внешних долгов частным сектором, “страх перед потерей резервов”	“Страх перед потерей резервов” постепенно замещается повышением риска колебания стоимости внешних активов	Колебание стоимости внешних активов конфликтует с необходимостью проведения более гибкой курсовой политики, которая бы отвечала потребностям равновесного роста и внутренней макрофинансовой стабильности
Роль валюты привязки и валютного блока	Структура резервов должна соответствовать потребностям обеспечения интервенций. Идентификация с валютным блоком значительна. Доминирование валюты привязки	Структура резервов должна обеспечивать достаточное “плечо ликвидности” в случае финансового стресса. Идентификация с валютным блоком важна. Доминирование валюты привязки	Структура резервов нуждается в диверсификации. Идентификация с валютным блоком ослабляется. Диверсификация на уровне валютной структуры снижает роль валюты привязки	Структура резервов усложняется. Идентификация с валютным блоком определяется масштабами экономики. Сложная портфельная стратегия выделяет валюте привязки отдельную

Окончание таблицы

		ки уже не является выраженным		нишу
Ключевое требование к резервам	Ликвидность	Ликвидность	Ликвидность, сохранение стоимости, доходность	Формирование нерыночных портфелей в зависимости от текущих или стратегических предпочтений
Ориентация на класс активов	Наличность и высоколиквидные международные активы	Наличность, высоколиквидные международные активы, активы с потенциалом роста рыночной стоимости	Как на II стадии плюс активы, генерирующие доходы и капитальные разницы	Нетрадиционные инструменты, рискованные инструменты (долговые бумаги кризисных стран), нерыночные активы, реальные активы
Политэкономия прямых двусторонних расчетов и свопов	Согласие на двусторонний подход определяется ограниченными возможностями доступа к резервам и структурными ограничениями контактов с официальными кредиторами	Согласие на двусторонний подход может соответствовать циклическим потребностям снижения зависимости от дестабилизирующего "раздувания" резервов вследствие притока капиталов	Согласие и продвижение двустороннего подхода являются следствием попытки ограничить давление резервов на внутреннюю ликвидность и снизить уязвимость к колебаниям стоимости внешних активов	Продвижение двустороннего подхода является инструментом достижения собственной гегемонии в случае большой экономики. При малой – как в предыдущем случае
Заинтересованность в мультивалютной системе резервных активов	Не существует конфликта между целями управления резервами и резервной валютой как естественной монополией	Наличие основной резервной валюты и основной валюты диверсификации приемлемо	Растет потребность в мультивалютной системе резервных активов	Мультивалютная система отвечает логике активного портфельного менеджмента, но не сдерживает поиск более полного и нестандартного рынка резервных активов. Продвижение собственной валюты как резервной

* Составлено автором.

Примечание. Допускается, что накопление резервов является среднесрочным приоритетом. Снижение объемов резервов в ответ на те или иные шоки не отменяет факта нахождения той или иной страны на разных стадиях. Например, Украина, вопреки значительной потере резервов в 2013–2014 гг. и в I половине 2015 г., находится на I стадии. При этом наращивание резервов – обязанность НБУ в рамках меморандума с МВФ, которое еще продолжительное время будет логичным, исходя из соображений восстановления макрофинансовой стабильности безотносительно к работе с Фондом. В то же время Китай во II половине 2015 г. начал терять резервы в ответ на обвал фондового рынка, однако это не мешает его отнесению к IV стадии. Снижение курса юаня скорее подчеркивает факт того, что после стабилизации на фондовом рынке Китай вернется к восстановлению резервов.

В эмпирическом плане продолжающаяся тенденция к росту объемов глобальных резервов сопровождается двумя разнонаправленными процессами, которые закладывают свои структурные предпосылки для более активного портфельного менеджмента внешних активов, но при этом будут оказывать отличительное влияние на его профиль с точки зрения глобальных макрофинансовых процессов: усиление концентрации владения резервами (что влечет за собой концентрацию активного портфельного подхода); изменения в распределении владения резервами как процентом ВВП (что создает предпосылки для появления медианного центробанка, объем резервов которого будет определять глобально значимые паттерны управления ими). Данные таблицы 2 демонстрируют, что уровень концентрации владения резервами в странах с формирующимися рынками повысился на фоне увеличения объема глобальных резервов почти втрое.

Таблица 2

Топ-15 стран по объему валютных резервов *

(млрд. дол.)

Страны	Г о д ы	
	2005	2013
Алжир.....	59,2	201,4
Бразилия.....	53,8	358,8
Китай.....	831,4	3880,4
Гонконг.....	124,3	311,2
Индия.....	137,8	298,1
Япония.....	846,9	1266,9
Южная Корея.....	210,6	345,7
Ливия.....	41,9	119,7
Малайзия.....	70,5	134,9
Мексика.....	74,1	180,2
Российская Федерация.....	182,3	509,7
Саудовская Аравия.....	157,4	737,8
Сингапур.....	118,1	277,8
Таиланд.....	52,1	167,2
Турция.....	52,5	131,1
Мир в целом.....	4234,5	12129,7
Коэффициент концентрации.....	0,71	0,74

* Составлено автором по: World Development Indicators [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.worldbank.org и Global Financial Stability Report [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.imf.org (за соответствующие годы).

Примечание. Из перечня данных за 2013 г. исключены развитые страны, для которых объем резервов имеет относительное значение с учетом политики гибкого курса. Отсутствие в списке Швейцарии (объем резервов вырос с 57,6 млрд. дол. до 536,3 млрд. дол. за соответствующие годы) объясняется прежде всего последствиями политики этой страны по поглощению притока капиталов в евро.

Основным макрофинансовым риском концентрации резервов является то, что глобальные рынки становятся чувствительными к политике отдельных стран. Стратегические решения центробанков, владеющих крупнейшими резервами, могут ощутимо влиять на курсовые соотношения между резервными валютами и доходностью в разрезе классов резервных активов. В случае высокой концентрации резервов переход к более активному портфельному менеджменту также будет достаточно “концентрированным”, то есть будет носить ограниченный характер в разрезе центробанков в мире. Такие действия могут быть предусмотрены рациональными глобальными игроками. В условиях ограниченного набора традиционных резервных валют (доллар, евро), значение которых остается асимметричным, активный менеджмент в рамках концентрированного владения резервами сталкивается с лимитами обратных связей, когда чрезмерные вложения в инструменты, деноминированные в одной из валют, значительно меняют относительную доходность по отношению к инструментам, деноминированным в другой валюте, а изменения валютного курса влияют на

конкурентоспособность с дальнейшим формированием ожиданий по платежеспособности эмитентов таких инструментов в долгосрочном периоде. Ограничения со стороны рынка резервных валют (активов) будут генерировать давление на изменение конфигурации последнего в направлении мультивалютности, а также ускорять переход отдельных центробанков с III стадии на IV стадию (см. табл. 1) в контексте приоритетов управления внешними активами. Программы количественного смягчения ФРС и ЕЦБ ощутимо не влияют на изменение таких ограничений. В последнее время доллар и евро стали доступнее на глобальных рынках, однако это не сказалось на конфигурации основных резервных валют.

Несмотря на усиление концентрации владения внешними активами (см. табл. 2), тенденции в сфере распределения резервов к ВВП в разрезе стран демонстрируют несколько иную картину. Рисунки 1 и 2 свидетельствуют, что происходит смещение в сторону владения большим объемом резервов с одновременным приближением кривой аппроксимации к виду функции Гаусса (для построения кривой распределения использован программный пакет STATISTICA).

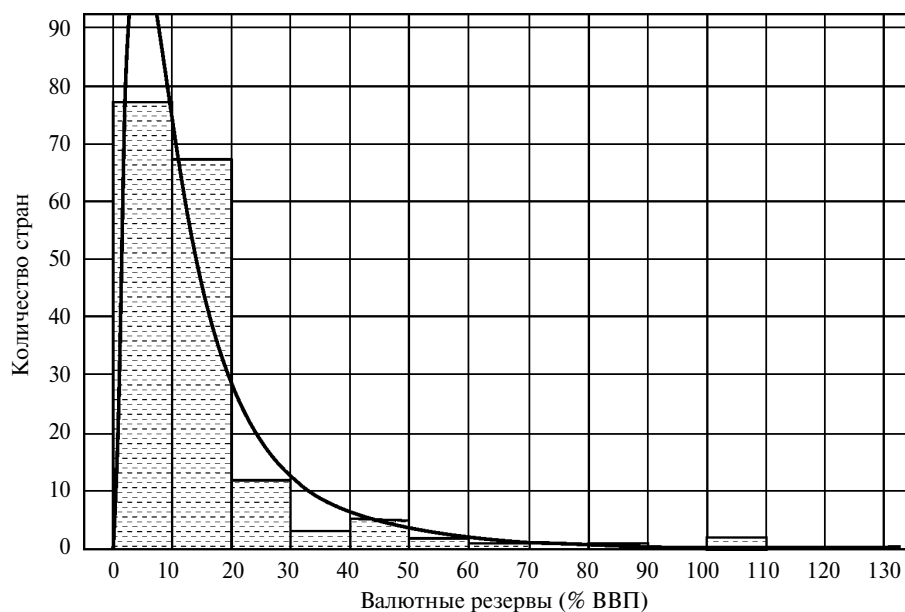


Рис. 1. Распределение в 2002 г. показателя “резервы к ВВП” в странах с формирующимися рынками

Построено автором по: World Bank Global Development Indicators [Электронный ресурс]. — Режим доступа : www.worldbank.org.

В совокупности обе тенденции означают, что высокие темпы роста резервов делают возможным одновременное усиление концентрации и повышение значения медианного владения резервами к ВВП. Как видно из рисунка 2, медианное владение (диапазон от 11% до 20% ВВП) вплотную приближается к показателю максимального значения оптимального объема резервов на уровне 22% ВВП (из диапазона оптимального владения в пределах 8–22% ВВП, определенных на основе разных методик оценки [15]). Иными словами, это означает, что смещение в сторону владения большим объемом резервов однозначно приведет к тому, что величина внешних активов медианного центробанка будет превышать величину их оптимальных значений, а растущее число стран с еще большим объемом резервов (справа от медианного значения) будет указывать на появление сложной тенденции. Количество центробанков с крупнейшим объемом резервов к ВВП, возрастая, будет подталкивать медианный центро-

банк к соблюдению новых стандартов в сфере менеджмента резервов. Даже если последний будет отставать во времени от “наиболее вооруженных” резервами монетарных органов, смещение в сторону больших объемов владения внешними активами создает мощные стимулы для того, что доля стран, находящихся на III и IV стадиях накопления и управления резервами, может превысить долю стран из I и II стадий.

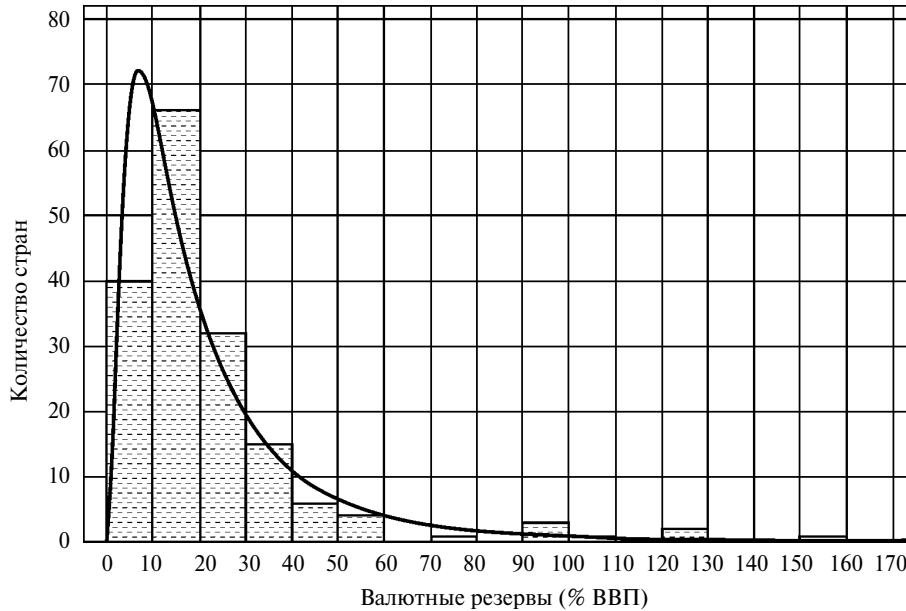


Рис. 2. Распределение в 2013 г. показателя “резервы к ВВП” в странах с формирующимися рынками

Построено автором по: World Bank Global Development Indicators [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.worldbank.org.

Изменения в распределении не исключают, что при сохранении тренда к накоплению резервов уровень глобальной нестабильности может достичь масштабов, при которых проблема эндогенности будет ограничивать стиль управления резервами центробанков, находящихся на II и III стадиях. Это ситуация, когда сохранение предыдущего спроса на резервы будет приводить к генерации глобальных дисбалансов в масштабах, не совместимых с финансовой стабильностью в мире. Конфликт между национально-центрическим рациональным выбором в пользу еще больших резервов и глобально-центрической нестабильностью должен был бы восстанавливать спрос на ликвидные активы, то есть отвечать паттернам более традиционного управления внешними активами. Между тем, не стоит исключать ситуацию, когда центробанки могут быть сегментированы с точки зрения принятия риска быстрого возврата к более ликвидным активам. Характер монетарной политики при этом будет играть не последнюю роль: ориентация на более гибкий курс будет допускать более активный менеджмент. Возможности “кредитора последней инстанции” со стороны центробанка – эмитента резервной валюты в глобальных масштабах также налагают свои ограничения, а количество центробанков, которые вообще на это способны, еще долгое время будет консервировать текущую структуру рынка резервных активов.

Следовательно, проблема эндогенности движется как от уровня финансовой глобализации к спросу на резервы, так и от спроса на резервы к рискам глобальной нестабильности, генерирующей дополнительный спрос на резервы. Теоретически, это должно было бы означать наличие более сильной склонности к поддержке ликвидных активов. Конкретное выражение соотношения между “плавающей” позицией

уровня оптимальных резервов, определенных в соответствии с проблемами эндогенности, и их медианным значением будет отображать то, какое количество центробанков потенциально может быть вовлечено в процесс активного управления портфелем внешних активов (рис. 3). Естественно, что чем чувствительнее будут оптимальные резервы (усредненные) к глобальной нестабильности, тем существеннее будут барьеры перехода от стадии к стадии накопления и управления резервами. В свою очередь, чем больше медианные резервы будут отдаляться от линии оптимальных резервов вправо, тем выше будет вероятность перехода со стадии на стадию.

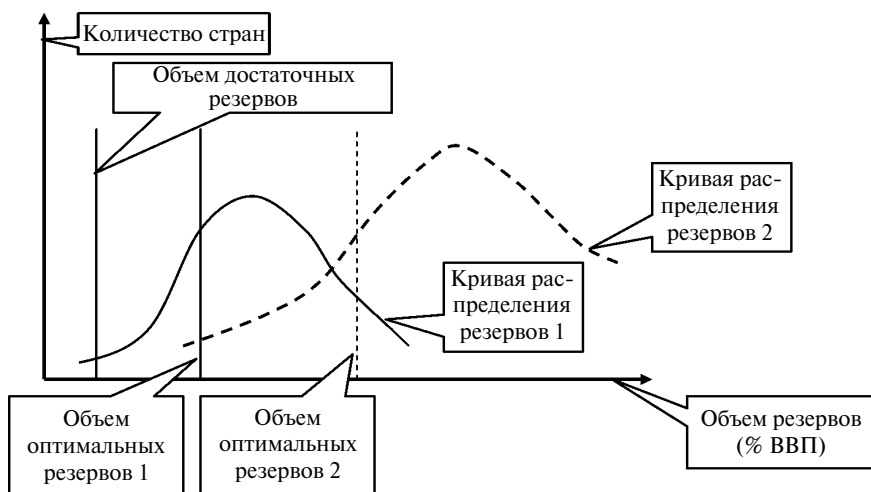


Рис. 3. Модель склонности к определенному характеру управления валютными резервами в зависимости от соотношения между оптимальными и медианными резервами

Построено автором.

Интерпретация модели на рисунке 3 носит следующий характер. При определенных макрофинансовых условиях, формирующихся в глобальной экономике, рассчитывается объем достаточных резервов, который ниже оптимальных. Отклонение вправо медианного объема резервов (эквивалентного пика кривой распределения 1) означает, что подавляющее большинство стран владеет объемом резервов выше оптимальных. В результате, владение резервами (правая зона от линии оптимальных резервов) будет допускать переход к активному портфельному менеджменту. Чем дальше вправо отклоняется фактическое владение, тем вероятнее будет пребывание страны на II, III и IV стадиях накопления и управления резервами. Допустим, что из-за углубления финансовых дисбалансов происходит эндогенное повышение спроса на резервы в ответ на усиление системных рисков в глобальной экономике. Глобально-центрическое ухудшение макрофинансовых условий будет предполагать повышение уровня оптимальных резервов (смещение к линии оптимальных резервов 2). Отсутствие изменений в распределении резервов (кривая распределения 1) приводит к тому, что медианные резервы становятся ниже оптимальных. Для большинства стран это означает, что объем их резервов может оцениваться как недостаточный. Также более активный менеджмент будет считаться рискованным, поскольку не будет отвечать восстановлению склонности к поддержке большинства ликвидных резервных активов. В свою очередь, будет повышаться спрос на резервы. В случае наращивания внешних активов как глобально-центрической тенденции медианное владение ими будет смещаться вправо вместе с кривой распределения. Большое расстояние между оптимальными резервами 2 и пиком кривой распределения 2 будет означать, что страны имеют возможность (благоприятные условия глобальной ликвидности и соот-

ветствующую политику накопления) для опережающего накопления резервов, которое открывает путь к более активному портфельному подходу.

Общие выводы из модели, представленной на рисунке 3, следующие. Характер кривой распределения важен, поскольку ее конфигурация отображает потенциальное количество центробанков – активных менеджеров резервов и центробанков, сталкивающихся с проблемой их накопления; конфигурация также определяется степенью концентрации владения резервами; соотношение точек оптимальных и медианных резервов определяет глобально-центрические эффекты аллокации внешних активов (нахождение линии медианных резервов слева от оптимальных либо на их уровне говорит о склонности к поддержке ликвидных резервных активов, а справа – о склонности к диверсификации и в дальнейшем к более активному портфельному управлению); чем дальше вправо отклоняется точка медианных резервов от линии оптимальных, тем интенсивнее будут создаваться предпосылки для активного портфельного менеджмента и тем сильнее он будет влиять на трансформацию структуры рынка резервных активов; изменения в глобальных макрофинансовых условиях, делающая точку оптимальных резервов неустойчивой, не исключают релевантного влияния на изменения в спросе и аллокации резервов, а реаллокация внешних активов в ответ весьма вероятна; I стадия накопления и управления резервами эквивалентна точке достаточных резервов, то есть находится слева от нее, II стадия – между точками достаточных и оптимальных резервов, III стадия – между оптимальными и справа от медианных резервов, IV стадия – относительно крайняя правая часть кривой распределения (это означает, что в случае смещения точки оптимальных резервов наиболее ощутимые изменения в политике реаллокации резервов будут касаться центробанков, находящихся на II и III стадиях); в случае нахождения пика кривой распределения справа от линии оптимальных резервов при смещениях последней характер реаллокации внешних активов будет определяться медианным центробанком, что может не совпадать с активными предпочтениями центробанков, находящихся на IV стадии.

Объединив рисунок 3 с рисунками 1 и 2, увидим, что на данный момент медианный центробанк находится ближе ко II стадии, тогда как те, которые расположены справа, далеко не всегда отвечают критериям концентрированного владения, даже если и склонны к более активному менеджменту с учетом объемов резервов к ВВП. Изменения в характере распределения относительного накопления резервов означают формирование существенных предпосылок для активного портфельного менеджмента, и при сохранении тенденции к накоплению медианный центробанк будет активнее устанавливать профиль политики в сфере управления внешними активами.

В глобальной перспективе усиление активного портфельного подхода к управлению резервами будет порождать целый набор отрицательных и положительных эффектов, итоговый баланс результирующих которых очень сложно определить заранее.

1. Приближение центробанков к частным (или суверенным) портфельным инвесторам обостряет проблему текущей курсовой волатильности и волатильности потоков капиталов вследствие расширения количества игроков, пораженных изменчивыми предпочтениями в отношении аллокации активов (феномен, известный как “портфель на один день” – от англ. one day preferred portfolio). Сохранение стоимости и повышение доходности внешних активов в мультивалютном мире с асимметрично гибкими курсами и индивидуальной уязвимостью стран к шокам потребуют перманентного поиска оптимальной композиции резервов с точки зрения валютной структуры и сочетания классов активов.

2. Необходимые для более активного менеджмента резервов изменения в валютном выражении резервных активов будут усиливать тенденцию к мультивалютности, которая означает увеличение спроса на инструменты внутреннего рынка.

Интернационализация валют и инструментов стран, национальные деньги которых не отвечают стандартным критериям резервных валют, будет означать, что диверсификация резервов одних будет сопровождаться увеличением притока капиталов и резервов в других. Это не гарантирует, что рост резервов в целом усилит финансовую стабильность, поскольку обострится конфликт между потоками капиталов, текущим счетом и влиянием внутренней ликвидности на склонность к формированию "пузырей" на рынках активов.

3. Диверсификация резервов благодаря выходу на внутренние рынки стран, валюты которых не отвечают традиционным критериям резервных, может усилить конкуренцию между действующими резервными валютами, улучшая автоматизм коррекции глобального денежного предложения. Однако расширение представительства таких валют в глобальных резервных активах не будет сопровождаться ростом числа центробанков с возможностями "кредитора последней инстанции" в глобальных масштабах. Более того, такие страны сами будут страдать от усиления конфликта между притоком капиталов и конкурентоспособностью, что приведет к ухудшению качества глобальных резервов. Снижение ликвидности последних при сохранении кумулятивного спроса на них превратит любые оптимальные значения в относительные в плане функциональности, что будет угрожать дальнейшим раскручиванием спирали гонки за резервами.

4. Расширение рынка резервных активов и поиск нестандартных портфелей будут означать также и расширение классов активов, доходность которых будет зависеть от глобальных макрофинансовых условий, выраженных в решениях по управлению резервами. Общая волатильность повысится, усиливая корреляцию поведения в разрезе классов активов, вследствие чего формирование стабильного портфеля будет становиться все более сложной задачей.

5. Между тенденцией к мультивалютности системы резервных активов и усилением автоматизма коррекции глобального денежного предложения вследствие диверсификации владения резервами в традиционных валютах не всегда будет существовать прямая связь, из-за чего углубление разрыва между глобальной инфляцией цен и стоимостью активов будет определяться именно тем, какая доля глобальных портфелей будет находиться под активным управлением центробанков.

6. Активное управление медианного центробанка и центробанка с концентрированным владением резервов может существенно отличаться, поскольку каждый из них будет сталкиваться с совершенно разными наборами ограничений. Склонность к стратегическому управлению активами первого будет намного менее выраженной, чем второго. То же самое касается проблемы интернационализации собственной валюты. Активное управление резервами, опирающееся на масштаб страны, с определенного момента ослабляет грань между им и действиями по интернационализации собственной валюты, вследствие чего расширение спроса на собственную валюту за границей для снижения валютных рисков колебания стоимости внешних активов может приобретать политически мотивированный характер. Конкретизируем проявление разницы между эффектами медианного и концентрированного активного управления резервами (табл. 3).

Возникновение потенциально отрицательных глобальных макрофинансовых эффектов активного управления резервами требует формирования повестки дня в сфере глобального регулирования с поправкой на соответствующие риски. Политика снижения зависимости от значительных резервов должна сопровождаться сочетанием курсовой гибкости с инструментами макропруденциального характера, разрешающими нейтрализовать отрицательные последствия значительного притока капиталов. Международная координация активности центробанков, способных быть "кредиторами

последней инстанции” и являющихся активными портфельными менеджерами, также улучшит ситуацию в сфере колебаний ликвидности и проциклических эффектов реверсов вложений в активы с разной степенью риска. Формирование глобальной системы валютных союзов, между которыми можно ожидать плавание курса с одновременным уменьшением спроса на резервы по соображениям внутренней финансовой устойчивости, позволит усилить глобальную стабильность благодаря снижению системной сложности в сфере глобальных финансов. Таким образом, сочетание коллективного снижения спроса на резервы и усиления координации в процессах управления ими позволит ощутимо повысить глобальную макрофинансовую стабильность.

Таблица 3

Эффекты медианного и концентрированного активного управления валютными резервами *

Зоны проявления эффектов	Медианный центробанк	Концентрированное владение
Волатильность потоков капиталов и валютных курсов	При переходе к активному управлению резервами повышение волатильности курсов и потоков капиталов будет приобретать перманентный характер	Влияние на волатильность потоков капиталов и валютных курсов будет носить импульсный характер, что связано с решениями по реаллокации портфеля
Последствия диверсификации резервов	Диверсификация направления будет влиять на волатильность, но в основном на ее фоновое значение	Диверсификация может изменять равновесную траекторию валютных курсов или доходностей классов активов
Влияние на относительные доходности в разрезе класса активов и финансовых инструментов	Изменения в относительной доходности будут происходить в рамках перехода на активное управление или при возврате в “надежные гавани”, после чего будут вписываться в общую волатильность рынков	Относительные доходности могут подвергаться существенным искажениям
Отношение к риску	Определяется стадией накопления и управления. Склонность к риску является дозированной	Склонность к риску повышается при переходе с III на IV стадию. Усиление сегментации в соответствии с курсовой политикой, степенью активности и масштабом страны
Уязвимость к эндогенному повышению оптимальных резервов	Высока и определяется степенью синхронизации поведения оптимальных и медианных резервов	Низка и на IV стадии еще уменьшается
Давление в сторону мультивалютности резервных активов	Значительное, но ограничено осознанием рисков неэластичной реаллокации портфеля при возникновении потребностей в повышении доли ликвидных резервных активов	Значительное, но связано с шириной диверсификации для сохранения стоимости и повышения доходности
Поиск полного рынка резервных активов и склонность к нестандартным портфелям	Не доминируют и определяются исключительно отношением к риску	Являются характерными и связаны как с рыночными, так и с политическими ограничениями существующего рынка резервных активов
Уязвимость рынка резервных валют	Даже при поиске более мультивалютной репрезентации резервных активов рынок резервных валют может претерпевать постепенные изменения, которыми управляют рыночные драйверы. Повышение конкуренции между резервными валютами положительно с точки зрения “эффекта дисциплины”	Может быть высокой, особенно в условиях масштабной реаллокации резервов или выхода за пределы существующих резервных валют

Окончание таблицы

Глобальные шоки и проблема качества (ликвидности) резервов	Чувствительность к ухудшению качества резервов определяется глубиной шока. В случае национально-центрических шоков может быть низкой, в случае глобально-центрических – значительной	Чувствительность к ухудшению качества резервов сегментирована в зависимости от того, какой рынок является эпицентром шока. Шоки рынка активов трудно компенсировать даже при значительных резервах
Роль политических факторов и стратегического поведения	Незначительна. Процесс управления опирается на рыночные драйверы	Может быть крайне значительной. Стратегическое поведение особенно вероятно при инвестировании в сырьё, месторождения и при реальных инвестициях в чувствительные к национальному суверенитету секторы

* Составлено автором.

Падение уровня валютных резервов в Украине однозначно указывает на то, что НБУ находится на I стадии накопления и управления резервами. Это означает, что для него остается актуальным традиционный подход к построению политики в сфере внешних активов. Более того, обвал российского рубля и перегрев финансового сектора в Китае продемонстрировали, что политически мотивированное увеличение доли резервов НБУ в нетрадиционных резервных валютах однозначно ухудшило бы их качество и функциональность. Также это означает, что увеличение резервов в валютах стран, относительно благополучие которых опирается на уже накопленные резервы, рискованно, поскольку структурные изменения в глобальной экономике могут быстро пошатнуть их макрофинансовую стабильность, ухудшить качество глобальных резервов и открыть путь к относительности их объемов, превышающих даже конвенционально оптимальные.

Выводы

В определенный момент накопления резервов их размеры перестают быть нейтральными по отношению к их структуре. Мотивы накопления резервов имеют значение для выбора оптимального соотношения между их ликвидностью и снижением рисков колебания их рыночной стоимости. Однако эндогенность увеличения резервов является недостаточным объяснением предпочтений в плане поддержки их более консервативной структуры. Стадии накопления и управления, риски резервных валют (активов), усиление мультивалютности могут вынудить к выходу за рамки традиционного преимущества ликвидности резервных активов. В глобальной экономике формируются две в некоторой степени противоположные тенденции: медленно прогрессирующая концентрация владения резервами на фоне изменения характера распределения показателя резервов к ВВП. В последнем случае наблюдается смещение в сторону большего владения резервами медианным центробанком. Предпосылками более активного управления резервами следует признать: изменения в характере распределения владения резервами; повышение риска колебания рыночной стоимости внешних активов; ограничение действующих резервных валют; дальнейшее конкурентное накопление резервов и уклонение от ревальвации. Формально степень синхронности в поведении значений оптимальных и медианных резервов определяет вероятность либо более активного портфельного подхода, либо реаллокации внешних активов в направлении повышения их ликвидности. Макрофинансовыми эффектами перехода к более активному управлению можно считать: повышение фоновой волатильности валютных курсов и потоков капиталов; риски изменений в структуре относительных доходностей по классам активов; усиление конкуренции между резервными валютами (активами) и поиск полного рынка резервных активов;

сегментацию отношения к риску снижения ликвидности валютных резервов; и т. д. Переход к более активному управлению резервами медианного центробанка и центробанков с концентрированным владением ими имеет разные макрофинансовые и политико-экономические профили. Увеличение во внешних активах центробанков с незначительными резервами доли валют стран, относительное благополучие которых опирается на уже накопленные резервы и валюты которых не отвечают традиционным критериям резервных, не будет оправдано, и недавний опыт Украины в этом вопросе является подтверждением тому.

Список использованной литературы

1. *Truman E.* Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability // Institute for International Economics Policy Brief. – 2007. – PB07-6. – P. 1–8.
2. *Johnson S.* The Rise of Sovereign Wealth Funds // IMF Finance and Development. – 2007. – Vol. 44. – № 3. – P. 1–5.
3. *Cohen B.* The Yuan Tomorrow? Evaluating China's Currency Internationalization Strategy // University of California Department of Political Science Working Paper. – 2012. – June. – P. 1–11.
4. *Rodrik D.* The Social Cost of Foreign Exchange Reserves // NBER Working Paper. – 2006. – № 11952. – P. 1–26.
5. *McKinnon R.* The World Dollar Standard and Globalization: New Rules of the Game? [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.stanford.edu.
6. *Jeanne O.* The Dollar and Its Discontents // Institute for International Economics Working Paper. – 2012. – WP 12-10. – P. 1–25.
7. *Prasad E.* Role Reversal in Global Finance // NBER Working Paper. – 2011. – № 17497. – P. 1–53.
8. Reserve Accumulation and International Monetary Stability. – IMF. – 2010. – P. 1–35.
9. Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. – Paris, 2011. – 23 p.
10. Internationalization of Emerging Market Currencies: A Balance between Risks and Rewards // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/17. – P. 1–25.
11. Financial Deepening and International Monetary Stability // IMF Staff Discussion Note. – 2011. – SDN/11/16. – P. 1–21.
12. *Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H.* Reforming the International Monetary System. – London : CEPR, 2011. – 78 p.
13. *Beck R., Weber S.* Should Larger reserve Holding Be More Diversified? // ECB Working Paper. – 2010. – № 1193. – P. 1–48.
14. *Козюк В.В.* Життєвий цикл резервної валюти // Вісник НБУ. – 2013. – № 7. – С. 44–52.
15. *Dorrucci E., McKay J.* The International Monetary System After the Financial Crisis // ECB Occasional Paper. – 2011. – № 123. – P. 1–62.
16. *Aizenman J.* Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture // NBER Working paper. – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
17. *Borio C., Galati G., Heath A.* FX Reserve Management: Trends and Challenges // BIS Papers. – 2008. – № 40. – P. 1–30.
18. *Smith G.* Reassessing the Sovereign Investor Nexus // Central Banking. – 2014. – February. – P. 82–87.
19. *Morahan A., Mulder Ch.* Survey of Reserve Managers: Lessons from the Crisis // IMF Working Paper. – 2013. – WP/13/99. – P. 1–33.
20. *Wooldridge Ph.* The Changing Composition of Official Reserves // BIS Quarterly Review. – 2006. – September.

21. Managing Foreign Exchange Reserves in the Crisis and After // BIS Papers. — 2011. — № 58. — P. 1–256.

22. Pihlman J., van der Hoorn H. Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis // IMF Working Paper. — 2010. — WP/10/150. — P. 1–28.

References

1. Truman E. Sovereign wealth funds: the need for greater transparency and accountability. Institute for International Economics Policy Brief, 2007, PB07-6, pp. 1–8.

2. Johnson S. The rise of sovereign wealth funds. *IMF Finance and Development*, 2007, Vol. 44, No. 3, pp. 1–5.

3. Cohen B. The yuan tomorrow? Evaluating China's currency internationalization strategy. Univ. of California Department of Political Science Working Paper, June 2012, pp. 1–11.

4. Rodrik D. The social cost of foreign exchange reserves. NBER Working Paper, 2006, No. 11952, pp. 1–26.

5. McKinnon R. The world dollar standard and globalization: new rules of the game? Available at: www.stanford.edu.

6. Jeanne O. The dollar and its discontents. Institute for International Economics Working Paper, 2012, WP 12-10, pp. 1–25.

7. Prasad E. Role reversal in global finance. NBER Working Paper, 2011, No. 17497, pp. 1–53.

8. Reserve accumulation and international monetary stability. IMF, 2010, pp. 1–35.

9. Palais-Royal Initiative. Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century. Paris, 2011.

10. Internationalization of emerging market currencies: a balance between risks and rewards. IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/17, pp. 1–25.

11. Financial deepening and international monetary stability. IMF Staff Discussion Note, 2011, SDN/11/16, pp. 1–21.

12. Farhi E., Gourinchas P.-O., Rey H. Reforming the International Monetary System. London, CEPR, 2011.

13. Beck R., Weber S. Should larger reserve holding be more diversified? ECB Working Paper, 2010, No. 1193, pp. 1–48.

14. Koziuk V.V. *Zhyttevyi tsykl rezervnoi valyuty* [Life cycle of reserve currency]. *Visn. NBU – Bull. of NBU*, 2013, No. 7, pp. 44–52 [in Ukrainian].

15. Dorrucchi E., McKay J. The international monetary system after the financial crisis. ECB Occasional Paper, 2011, No. 123, pp. 1–62.

16. Aizenman J. Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture. NBER Working paper, 2007, No. 13277, pp. 3–19.

17. Borio C., Galati G., Heath A. FX reserve management: trends and challenges. BIS Papers, 2008, No. 40, pp. 1–30.

18. Smith G. Reassessing the sovereign investor nexus. *Central Banking*, February 2014, pp. 82–87.

19. Morahan A., Mulder Ch. Survey of reserve managers: lessons from the crisis. IMF Working Paper, 2013, WP/13/99, pp. 1–33.

20. Wooldridge Ph. The changing composition of official reserves. *BIS Quarterly Review*, September 2006.

21. Managing foreign exchange reserves in the crisis and after. BIS Papers, 2011, No. 58, pp. 1–256.

22. Pihlman J., van der Hoorn H. Procyclicality in Central Bank reserve management: Evidence from the crisis. IMF Working Paper, 2010, WP/10/150, pp. 1–28.

Статья поступила в редакцию 20 июля 2015 г.