

ГЕНЕЗИС ФУНКЦИЙ ФИНАНСОВОГО ИНСТРУМЕНТА: ОБЯЗАТЕЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Т. С. Новашина

Московский государственный институт международных отношений (университет)
Министерства иностранных дел Российской Федерации, Москва, Россия

Статья посвящена исследованию необычного феномена – генезиса функций обязательных резервов как многофункционального финансового инструмента. Обязательные резервы (обязательные резервные требования – *нормативы обязательных резервов*) как финансовый инструмента в развертывании своего функционального содержания раскрываются не столько в своей традиционной функции – как инструмента регулирования ликвидности банковской системы, сколько как инструмента, обладающий специфической многофункциональностью, позволяющий центральным банкам посредством обеспечения устойчивости функционирования банковских организаций (ключевых компонентов банковской системы) обеспечить устойчивость банковской системы в целом. В статье специфическая многофункциональность раскрывается через механизмы усреднения. Исходя из анализа функционирования механизма усреднения делается вывод о расширении функционального набора обязательных резервов как эффективного финансового инструмента. Отмечено, что каждая из рассмотренных функций может быть представлена более локальными функциями, составляющими системную целостность. Выделение локальных функций происходит с учетом многогранности интересов сторон, участвующих в процессе обязательного резервирования. Показано, как функция буфера процентной ставки разворачивается в локальные функции: функцию регулирования волатильности ставок на денежном рынке и функцию регулирования стоимости заемных средств. Автор полагает, что локализация функций обладает не только научной (с точки зрения раскрытия механизмов более эффективного использования данного финансового инструмента), но и определенной прикладной ценностью, поскольку позволяет более четко раскрыть реальные экономические интересы каждой из сторон и тем самым более целенаправленно использовать выявленные преимущества данного финансового инструмента.

Ключевые слова: локальная функция, механизм усреднения, многофункциональность финансового инструмента, норма резервирования, обязательные резервные требования, функции обязательных резервов, функция буфера процентной ставки, функция регулирования волатильности ставок на денежном рынке, функция регулирования потоков капитала, функция регулирования стоимости заемных средств, функция регулирования текущей ликвидности банков, эффект абсолютной ликвидности, эффект «ликвидной ловушки».

THE ORIGIN OF FINANCE TOOL FUNCTIONS: COMPULSORY RESERVES

Tatiana S. Novashina

Moscow State Institute of International Relations (University)
of the Ministry of Foreign Affairs, Moscow, Russia

The article deals with investigation of an unusual phenomenon, i. e. the origin of compulsory reserve functions as a multifunctional finance tool. Compulsory reserves (compulsory reserve requirements – norms of compulsory reserves) as a finance tool in disclosing its functional idea reveal their character not only in the traditional function, as a tool that regulates liquidity of the banking system but also as a tool possessing specific multifunctional nature, which allows the central banks by ensuring stability of banking organizations (key components of the banking system) functioning to guarantee stability of the banking system as a whole. The article shows this specific multifunctional character through mechanisms of averaging. Proceeding from the analysis of averaging mechanism functioning, a conclusion can be made about extending the functional set of compulsory reserves as an effective finance tool. It was pointed out that each of the mentioned functions can be presented by more local functions making up system integrity. Local functions are identified with due regard to diverse interests of the parties participating in the process of compulsory reserving. It was shown that the buffer function of the interest rate is displayed into local functions: the function of regulating rate volatility on money market and the function of

regulating the value of loan funds. The author thinks that function localization possesses not only scientific value (in view of disclosing the mechanism of more effective use of this finance tool) but also a certain applied value, as it allows us to reveal real economic interests of each party and therefore, to use more efficiently the found advantages of this finance tool.

Keywords: local function, averaging mechanism, multifunctional character of the finance tool, reserve norm, compulsory reserve requirements, functions of compulsory reserves, the function of the interest rate buffer, the function of regulating rate volatility on money market, the function of regulating capital flows, the function of regulating the value of loan funds, the function of regulating banks' current liquidity, effect of absolute liquidity, effect of 'liquid trap'.

Центральные банки, используя обязательные резервы в качестве инструмента обеспечения устойчивости национальных финансовых систем, применяют в основном два метода регулирования ликвидности рынков. В этом качестве обязательные резервы выполняют функцию регулирования структурной ликвидности банковской системы.

Первый метод – *нормативный*. Манипулирование нормой обязательного резервирования позволяет центральным банкам корректировать ликвидность и платежеспособность не столько отдельного банка, сколько всей банковской системы.

Второй метод – *усреднение обязательных резервов*. Механизм усреднения обязательных резервов используют далеко не все центральные банки, применяющие обязательные резервы в качестве финансового инструмента денежно-кредитной политики. Однако банки (кредитные организации) национальных банковских систем, где этот механизм принят центральными банками, получили возможность использовать часть обязательных резервов для регулирования своей текущей ликвидности. Суть механизма усреднения, как известно, состоит в том, что кредитная организация получает право не перечислять в центральный банк часть обязательных резервов в размере определенной величины, а поддерживать нормативный неснижаемый остаток на своем корсчете в центральном банке. Банки, временно использующие средства фонда обязательных резервов (ФОР), с целью безусловного выполнения принятых перед центральным банком обязательств применяют различные процедуры. Наряду с классической (традицион-

ной) схемой использования механизма усреднения банк может применять и другие схемы в зависимости от объема имеющихся в его распоряжении ресурсов.

Банк может изъять (рис. 1) из средств фонда обязательных резервов определенную сумму на определенный срок, по истечении которого осуществляется возврат заимствованных средств. При этом для того чтобы усреднение произошло, банк размещает на счет фонда обязательных резервов сумму, например, в два раза большую заимствованной, на срок, в два раза меньший срока использования резервов.

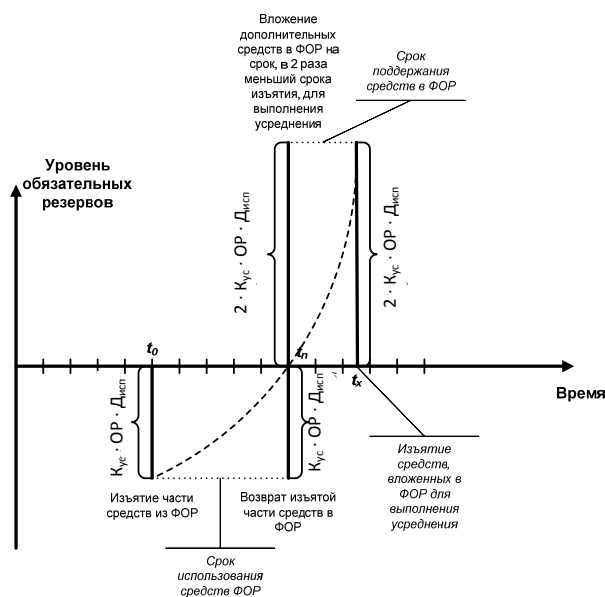


Рис. 1. Схема использования механизма усреднения обязательных резервов (схема с коротким сроком поддержания резервов в ФОР)

В другом случае (рис. 2) банк может изъять из фонда обязательных резервов анало-

гичную сумму на тот же срок. Однако для того, чтобы усреднение произошло, банк размещает на счет фонда обязательных ре-

зервов сумму, например, в два раза меньшую заимствованной, на срок, в два раза больший срока использования резервов.

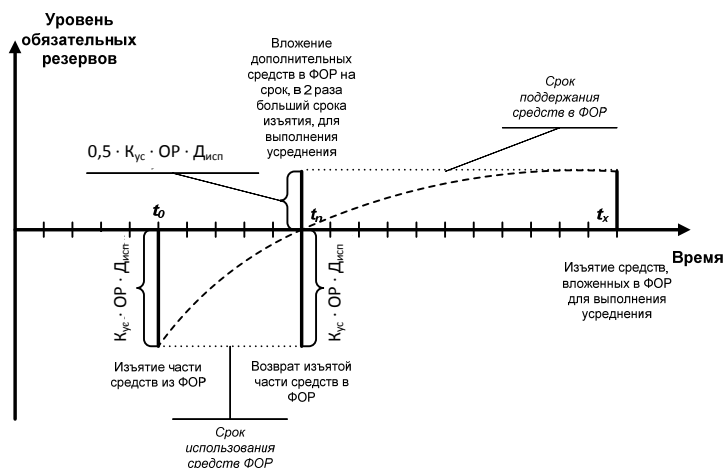


Рис. 2. Схема использования механизма усреднения обязательных резервов (схема с длинным сроком поддержания резервов в ФОР)

В настоящее время банки, используя механизм усреднения, могут держать на своих корсчетах в Банке России значительные средства из фонда обязательных резервов. Это в свою очередь позволяет выделить функцию регулирования текущей ликвидности банков.

Функция буфера процентной ставки предполагает, что изменение нормы обязательного резервирования приводит к изменению процентной ставки на денежном рынке. Снижение нормы обязательного резервирования обеспечивает банкам

дополнительный приток денежных средств ($r_1 \rightarrow r_2$), в результате которого на денежном рынке формируется избыточная ликвидность и процентная ставка начинает падать (рис. 3, а). Увеличение нормы обязательного резервирования приводит к сокращению предложения свободных денежных средств ($r_2 \rightarrow r_1$) и росту спроса на высоколиквидные активы, основным источником которых для банков является денежный рынок. В результате этого увеличивается процентная ставка (рис. 3, б).

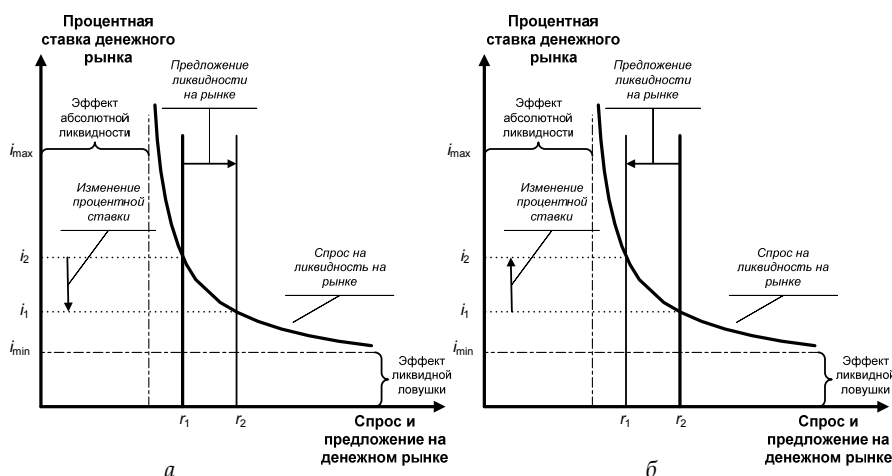


Рис. 3. Влияние изменения нормы обязательного резервирования на величину процентной ставки на денежном рынке

Таким образом, манипулирование нормой резервирования является инструментом воздействия на стоимость заимствования на денежном рынке.

Эффект абсолютной ликвидности, отраженный на графиках, проявляется в том, что если при определенном состоянии конъюнктуры рынка процентная ставка достигает своего максимального значения, спрос на ликвидность со стороны банков будет стабилен в силу необходимости обеспечения их постоянной платежеспособности.

Эффект «ликвидной ловушки» проявляется в том, что при определенном состоянии конъюнктуры рынка процентная ставка достигает своего минимального значения, при котором дальнейший прирост предложения денег не может ее понизить.

Наряду с этим использование банками механизма усреднения обязательных резервов позволяет обеспечить своеобразный

буфер, смягчающий конъюнктуру денежного рынка и является инструментом регулирования волатильности процентной ставки.

Рост спроса банков на ликвидные ресурсы денежного рынка при их ограниченном предложении приводит к росту процентной ставки (рис. 4, квадрант 1). При достижении ею определенного уровня (i_2) банкам становится невыгодно привлекать подорожавший ресурс. В результате банки обращаются к ресурсам фонда обязательных резервов и, используя механизм усреднения, привлекают в течение периода поддержания (период $t_1 - t_2$) необходимый объем средств (рис. 4, квадрант 2). Это приводит к временному снижению предложению нормы резервирования ($rr_0 - rr_2$), вызывает снижение спроса и рост предложения на денежном рынке (рис. 4, квадрант 3) и, как следствие, снижение процентной ставки (i_1) (рис. 4, квадрант 4).

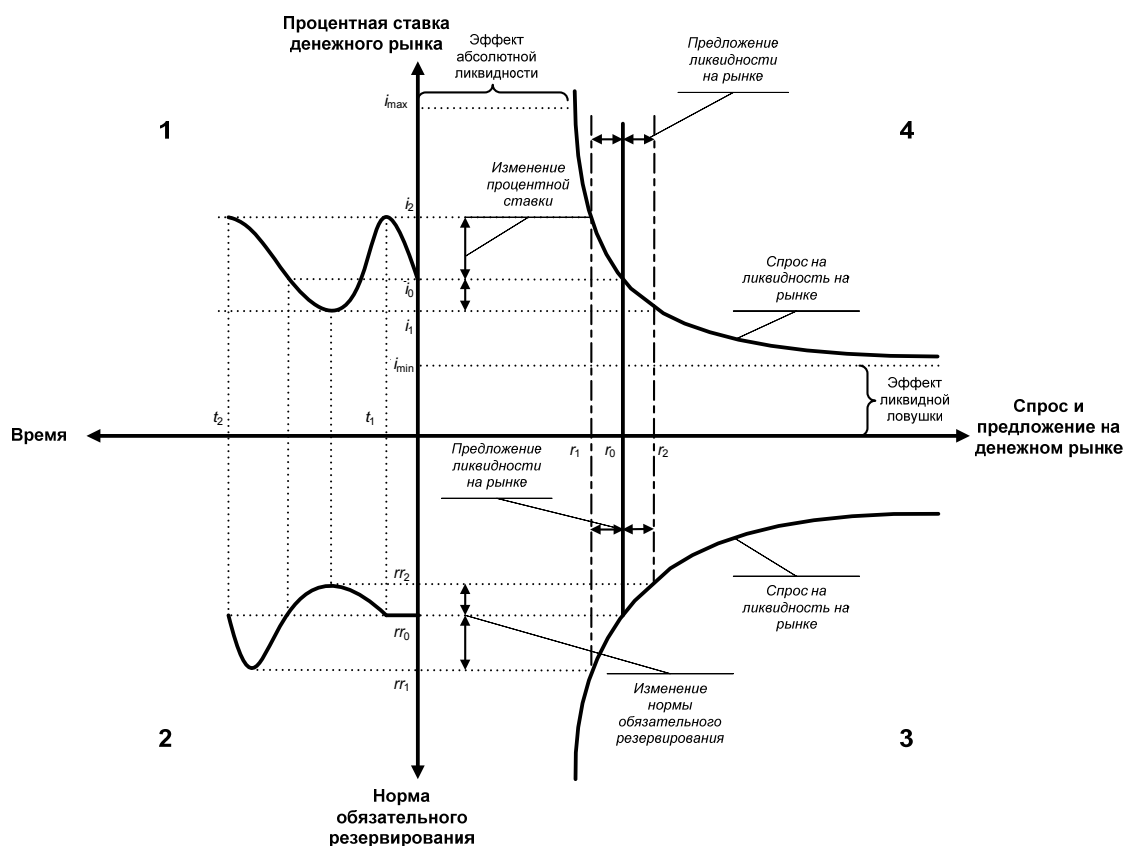


Рис. 4. Влияние использования механизма усреднения обязательных резервов на волатильность изменения процентной ставки на денежном рынке

По мере падения процентной ставки банки начинают все активнее привлекать необходимый для выполнения усреднения ресурс, что приводит к сокращению предложения денег и росту процентной ставки. Таким образом, процентная ставка может поддерживаться в определенном коридоре, размер которого (амплитуда колебания ставки) зависит от длины периода поддержания, величины коэффициента усреднения, ограниченности возможностей банков использовать механизм усреднения, а также желания банков его использовать.

Следовательно, функцию буфера процентной ставки, на наш взгляд, можно условно разделить на *функцию регулирования волатильности ставок на денежном рынке* и *функцию регулирования стоимости заемных средств*. На рис. 4 приведена однофакторная модель изменения величины процентной ставки денежного рынка, обусловленного влиянием использования механизма усреднения обязательных резервов. Однако в реальной действительности изменение процентной ставки – многофакторный процесс. Мы же использовали однофакторную модель для пояснения сути механизма реализации функции регулирования волатильности ставок на денежном рынке.

$$\text{Процентная маржа} = \frac{\text{Проценты полученные} - \text{Проценты уплаченные}}{\text{Активы, приносящие доход}} .$$

Для сохранения требуемого уровня процентной маржи банк может:

- увеличить среднюю доходность проводимых операций, размещая средства в более рискованные инструменты, выдавая кредиты под более высокие процентные ставки, что в конечном счете может привести к оттоку надежных клиентов, снижению качества кредитного портфеля и портфеля ценных бумаг. Тем не менее данную меру можно отнести к числу краткосрочных;
- уменьшить стоимость привлеченных средств, стимулируя клиентов перекладывать свои средства в более доходные депозиты и прочие инструменты. Данная мера, на наш взгляд, является более обоснованной, поскольку банк не берет на себя дополнительные риски и ввиду аналогичных действий со стороны других банков не снижает свою конкурентоспособность на финансовом рынке;
- увеличить среднюю доходность проводимых операций с одновременным уменьшением стоимости привлеченных средств.

Функция регулирования потоков капитала предполагает, что центральный банк, устанавливая дифференцированные нормы отчислений в фонд обязательных резервов, может не только влиять на состав и структуру привлеченных средств банков, но и регулировать приток и отток иностранного капитала.

Очевидно, что формирование обязательных резервов приводит к увеличению реальной стоимости привлеченных банком средств, оценить которую можно следующим образом:

$$r_{\text{реальная}} = \frac{r_{\text{рыночная/номинальная}}}{1 - r_{\text{ОР}}},$$

где $r_{\text{реальная}}$ – реальная стоимость привлечения ресурса;

$r_{\text{рыночная/номинальная}}$ – рыночная/номинальная стоимость привлечения ресурса;

$r_{\text{ОР}}$ – норма обязательного резервирования.

Следовательно, увеличение нормы обязательного резервирования не только сокращает кредитные и инвестиционные возможности банков, но и приводит к росту реальной стоимости привлеченных средств и, как результат, к снижению их процентной маржи:

В силу этого центральные банки, вводя дифференцированные нормативы обязательного резервирования и тем самым дифференцированно воздействуя на

стоимость отдельных источников ресурсной базы банков, регулируют состав и структуру их пассивов. В частности, общепринятыми пассивами для установления резервных требований являются срочные депозиты и депозиты до востребования, нормы резервирования по которым могут также дифференцироваться. Это обуславливается прежде всего особенностями управления и изменчивостью данных видов депозитов. Общепринятой практикой стало установление более высокой нормы

резервирования на депозиты до востребования по сравнению со срочными и сберегательными (рис. 5, а).

Одним из вариантов дифференциации норматива является установление нулевой процентной ставки по определенной группе обязательств. Отметим, что подобное встречается в мировой практике не часто: центральные банки либо используют обязательные резервы в своей практике, устанавливая дифференцированную или единую процентную ставку, либо нет.

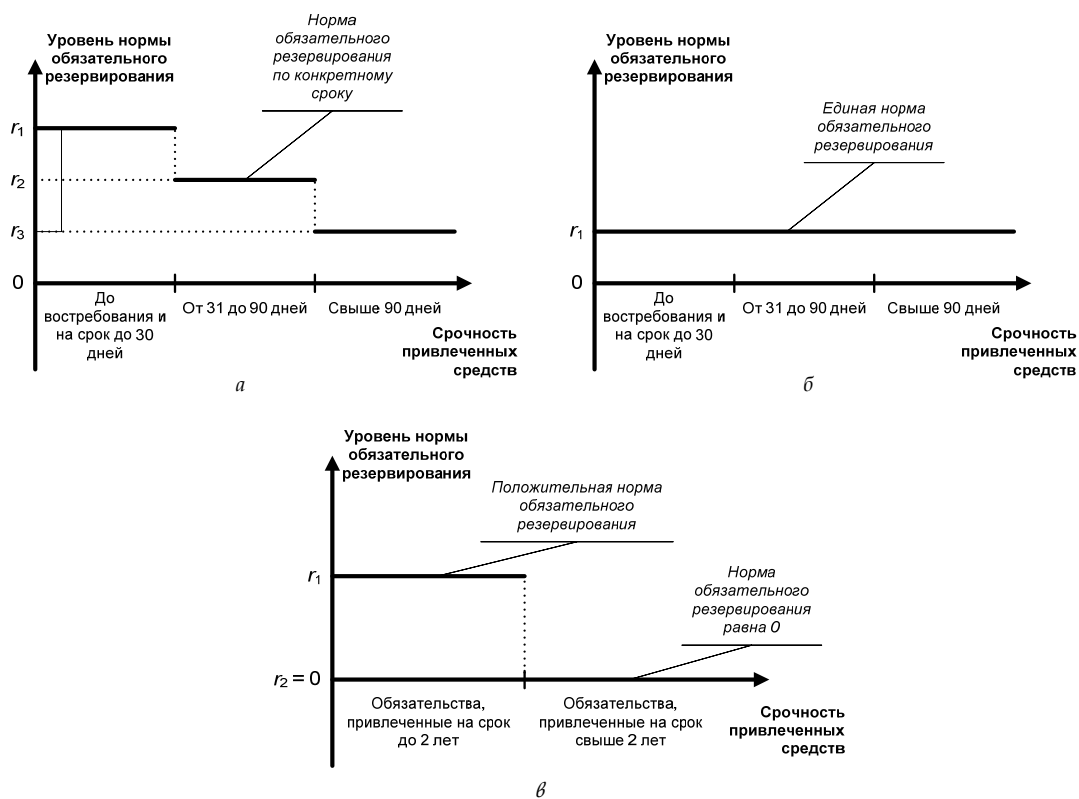


Рис. 5. Варианты дифференциации норматива обязательных резервов в зависимости от срока привлечения ресурсов

В ряде стран (например, в Мексике, в системе Европейского центрального банка) центральные банки используют нулевую процентную ставку для всех обязательств, при этом официально не отказываясь от использования данного инструмента денежно-кредитного регулирования (табл. 1). Очевидно, что, установив нулевую процентную ставку по определенным группам обязательств, а не исключив их из состава базы резервирования, Европейский цен-

тральный банк, во-первых, декларирует, что оставляет за собой право использовать данный инструмент в денежно-кредитной политике и предусматривает возможность увеличения процентной ставки; во-вторых, имеет больше возможностей для получения информации о наличии и объеме обязательств, подлежащих резервированию, т. е. усиливает свои контрольно-регулирующие функции.

Т а б л и ц а 1

Состав базы обязательных резервов кредитных организаций, входящих в систему Европейского центрального банка

Включаются в состав базы резервирования		Не включаются в состав базы резервирования
обязательства кредитных организаций с положительной процентной ставкой	обязательства кредитных организаций с нулевой процентной ставкой	
<ul style="list-style-type: none"> • Депозиты овернайт. • Депозиты с согласованным сроком погашения до двух лет. • Депозиты сроком погашения до двух лет с согласованным сроком уведомления об изъятии. • Долговые обязательства с согласованным сроком погашения до двух лет 	<ul style="list-style-type: none"> • Депозиты с согласованным сроком погашения более двух лет. • Депозиты сроком погашения более двух лет с согласованным сроком уведомления об изъятии. • РЕПО. • Долговые обязательства с согласованным сроком погашения более двух лет 	<ul style="list-style-type: none"> • Обязательства относительно Европейского центрального банка и национальных центральных банков. • Обязательства относительно других институтов, входящих в Европейскую систему обязательных резервов

Иногда норма обязательного резервирования зависит от объема привлеченных обязательств, включаемых в базу их расчета, а также вида банка. Тем самым центральный банк стимулирует кредитные организации повышать уровень капитализации, наращивать свою депозитную базу, снижая реальную стоимость привлеченных средств. Подобная практика характерна для Японии. Отдельные нормативы обязательных резервов устанавливаются по непогашенным долговым обязательствам и денежным средствам, находящимся в доверительном управлении, однако в отличие от рассмотренного выше вида обязательств применяются ко всем банкам.

В целях регулирования притока и оттока иностранного капитала центральные банки могут дифференцировать нормы обязательного резервирования по типу валюты и статусу резидентства.

Устанавливая по обязательствам в иностранной валюте более низкие нормы отчислений в фонд обязательных резервов по сравнению с обязательствами в национальной валюте, центральные банки позволяют коммерческим банкам обеспечивать более привлекательные условия работы своим клиентам по валютным операциям, стимулировать приток иностранного капитала и средств в иностранной валюте. Зачастую вклады в иностранной валюте вообще не подлежат учету при расчете базы резервирования. Вместе с тем в ряде стран, в частности в России, депозиты в

иностранной валюте в определенные периоды облагались по более высокой ставке резервирования. Очевидно, что данная мера чаще всего носит защитный характер. Например, Банк России таким образом пытался защитить банковскую систему от кризиса на международном финансовом рынке. Таким образом, каждая из рассмотренных функций может быть представлена составляющими их более элементарными функциями, рассматривать которые необходимо с учетом многоуровневости интересов сторон, участвующих в процессе обязательного резервирования (табл. 2, рис. 6).

Подобное представление функций, на наш взгляд, обладает как научной, так и прикладной ценностью, поскольку позволяет не только более полно раскрыть экономическое содержание обязательных резервов, но и определить экономические интересы, заинтересованность каждой из сторон по их применению. Последнее, в свою очередь, позволяет, во-первых, определять функции, характеризующие обязательные резервы как инструмент денежно-кредитной политики (преобладают экономические интересы центрального банка) и как инструмент обеспечения финансовой устойчивости банков (реализуются интересы большинства участников отношений, складывающихся в процессе обязательного резервирования), а во-вторых, определять пути совершенствования существующего порядка формирования и использования обязательных резервов.

Функции обязательных резервов

Функции обязательных резервов		Экономические интересы субъектов отношений, складывающихся в процессе обязательного резервирования			
		Макроуровень (центральный банк)	Микроуровень		
			Банк	Клиенты и контрагенты	
Общие	Защитная	+	+	+	
	Регулирующая	+	+	+	
	Стимулирующая	+	+	+	
Специфические	Монетарного контроля	Регулирования денежной массы и уровня инфляции	+	-	-
		Регулирования кредитных возможностей коммерческих банков	+	+	+
	Управления ликвидностью	Регулирования структурной ликвидности банковской системы	+	+	+
		Регулирования текущей ликвидности банков	-	+	+
	Буфера процентной ставки	Регулирования волатильности ставок на денежном рынке	+	+	-
		Регулирования стоимости привлеченных средств	-	+	+
	Регулирования потоков капитала	Регулирования состава и структуры привлеченных средств	+	+	-
		Регулирования международного потока капитала	+	-	-

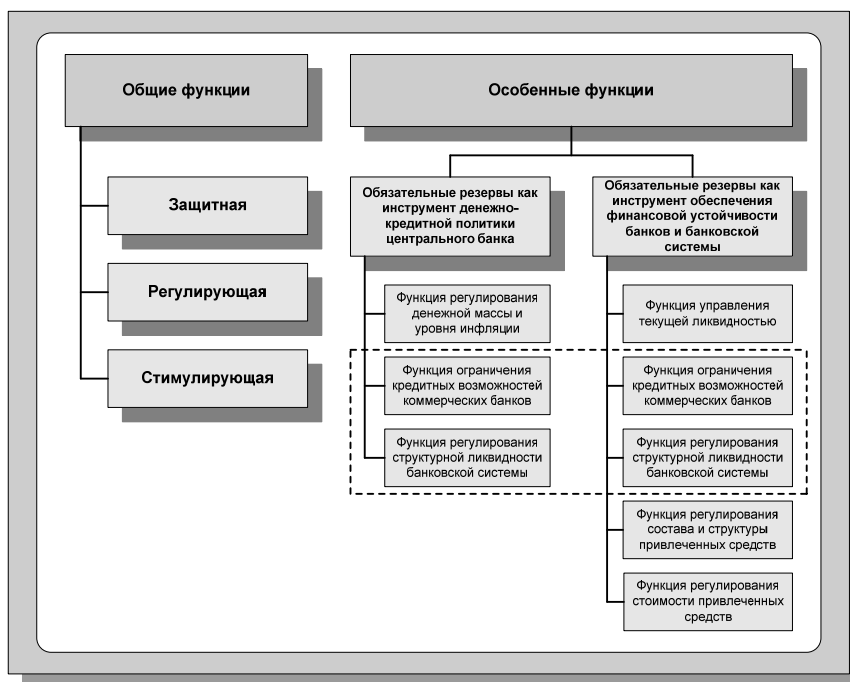


Рис. 6. Функции обязательных резервов в российской банковской системе

Именно эти функции в настоящее время наиболее полно раскрывают содержание обязательных резервов. Однако по мере развития денежно-кредитных отношений содержание обязательных резервов и их назначение как финансового инстру-

мента могут измениться, а также будут изменяться и характеризующие их функции, сужая или расширяя их перечень.

Исследуя генезис развития обязательных резервов как финансового инструмента, необходимо отметить, что на первом

этапе они выполняли преимущественно защитную функцию, которая является одной из наиболее значимых и в настоящее время. На втором этапе перечень функций расширился и в основном характеризовался функциями монетарного контроля и регулирования потока капитала, а также регулирования структурной ликвидности банковской системы. На третьем этапе перечень функций вновь расширился. При этом определенные функции, выполняемые резервами на втором этапе, стали характеризовать их на следующем этапе как инструмент обеспечения финансовой устойчивости. Таким образом, обязательные резервы перестали быть лишь инструментом реализации монетарной политики и могут

рассматриваться как инструмент обеспечения финансовой устойчивости.

В состав специфических функций обязательных резервов, определяющих их как инструмент обеспечения финансовой устойчивости, может войти функция регулирования волатильности ставок на денежном рынке, поскольку, несмотря на отсутствие прямой зависимости между уровнем норматива обязательных резервов и величиной процентной ставки на денежном рынке, характерное для Российской Федерации, более активное использование в банковской практике механизма усреднения может отразиться на денежном рынке, так как зависимость от него у кредитных организаций несколько снизится и в результате процентные ставки станут более устойчивы.

Список литературы

1. Акимов О. М. Управление избыточными резервами: опыт ФРС США // Деньги и кредит. – 2011. – № 9. – С. 48–52.
2. Галанов В. А., Галанова А. В. Закон о рынке ценных бумаг как закон о финансовых рынках // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2018. – № 1 (97). – С. 68–74.
3. Иванова С. П., Садыкова К. В. Особенности государственного корпоративного и финансового контроля над деятельностью интегрированных банковских структур // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2017. – № 5 (95). – С. 62–71.
4. Кропин Ю. А. Проблемы обоснованности операций Центрального банка на открытом рынке // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2017. – № 1 (90). – С. 65–71.
5. Могилат А. Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. – 2017. – № 9. – С. 3–9.
6. Новашина Т. С., Карпунин В. И., Волнин В. А. Механизмы функционирования обязательных резервов в контексте обеспечения финансовой устойчивости банков // Экономические науки. – 2008. – № 3 (40). – С. 319–331.
7. Поздышев В. А. Банковское регулирование в 2016–2017 годах: основные изменения и перспективы развития // Деньги и кредит. – 2017. – № 1. – С. 9–17.
8. Филиппов Д. И. Распространение инноваций на финансовом рынке: теоретический аспект // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2017. – № 4 (94). – С. 74–86.

References

1. Akimov O. M. Upravlenie izbytochnymi rezervami: opyt FRS SShA [Managing Excess Reserves: the Experience of the USA Federal Reserve System]. *Den'gi i kredit* [Money and Credit], 2011, No. 9, pp. 48–52. (In Russ.).

2. Galanov V. A., Galanova A. V. Zakon o rynke tsennykh bumag kak zakon o finansovykh rynkakh [The Law about Securities Market as a Law about Finance Markets]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2018, No. 1 (97), pp. 68–74. (In Russ.).

3. Ivanova S. P., Sadykova K. V. Osobennosti gosudarstvennogo korporativnogo i finansovogo kontrolya nad deyatel'nost'yu integrirovannykh bankovskikh struktur [Specific Features of State Corporate and Finance Control over Integrated Banking Structures]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2017, No. 5 (95), pp. 62–71. (In Russ.).

4. Kropin Yu. A. Problemy obosnovannosti operatsiy Tsentral'nogo banka na otkrytom rynke [The Problem of the Validity of Central Bank Operations on the Open Market]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2017, No. 1 (90), pp. 65–71. (In Russ.).

5. Mogilat A. N. Obzor osnovnykh kanalov transmissionnogo mekhanizma denezhno-kreditnoy politiki i instrumentov ikh analiza v Banke Rossii [The Review of Key Channels of Transmission Mechanisms of Money and Credit Policy and Tools of their Analysis in the Bank of Russia]. *Den'gi i kredit* [Money and Credit], 2017, No. 9, pp. 3–9. (In Russ.).

6. Novashina T. S., Karpunin V. I., Volnin V. A. Mekhanizmy funktsionirovaniya obyazatel'nykh rezervov v kontekste obespecheniya finansovoy ustoychivosti bankov [Mechanisms of Compulsory Reserves' Functioning in the Context of Ensuring Finance Stability of Banks]. *Ekonomicheskie nauki* [Economic Science], 2008, No. 3 (40), pp. 319–331. (In Russ.).

7. Pozdyshev V. A. Bankovskoe regulirovanie v 2016–2017 godakh: osnovnye izmeneniya i perspektivy razvitiya [Bank Regulation in 2016– 2017: Principle Changes and Prospects of Development]. *Den'gi i kredit* [Money and Credit], 2017, No. 1, pp. 9–17. (In Russ.).

8. Filippov D. I. Rasprostranenie innovatsiy na finansovom rynke: teoreticheskiy aspekt [Proliferation of Innovation on Finance Market: Theoretical Aspect]. *Vestnik Rossiyskogo ekonomicheskogo universiteta imeni G. V. Plekhanova* [Vestnik of the Plekhanov Russian University of Economics], 2017, No. 4 (94), pp. 74–86. (In Russ.).

Сведения об авторе

Татьяна Сергеевна Новашина

кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры «Банки. Денежное обращение и кредит» МГИМО МИД России; член Коллегии Правления Национального Фонда Управления Активами (Фонд будущих поколений). Адрес: Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации», 119454, Москва, проспект Вернадского, д. 76; Национальный Фонд Управления Активами (Фонд будущих поколений), 103132, Москва, ул. Варварка, д. 7. E-mail: tnovashina@mail.ru

Information about the author

Tatiana S. Novashina

PhD, Assistant Professor, Assistant Professor of the Department for 'Banks. Money Circulation and Credit' of MGIMO, the University of the Ministry of Foreign Affairs of Russia; board-member of the National Asset Management Fund. Address: Moscow State Institute of International Relations (University) of the Ministry of Foreign Affairs, 76 Vernadskiy Av., Moscow, 119454, Russian Federation; National Asset Management Fund, 7 Varvarka Str., Moscow, 103132, Russian Federation. E-mail: tnovashina@mail.ru