

DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-110-119
УДК 33.339.74(045)
JEL F30, F31, E51

Доллар США в валютной структуре международных резервов

Л.В. Крылова

Финансовый университет, Москва, Россия
<https://orcid.org/0000-0002-9950-8060>

АННОТАЦИЯ

Предмет исследования – международные валютные резервы в контексте трансформации их структуры в современных условиях. *Цели работы* – систематизация основных факторов, определяющих роль доллара США в международных резервах, а также выявление возможных направлений трансформации их структуры. В ходе исследования применялись общенаучные методы системного анализа, научной абстракции, а также статистические методы с использованием официальных данных МВФ, БМР, ФРС и Банка России. На основе комплексного подхода систематизированы факторы, обуславливающие многолетнее устойчивое доминирование доллара США в международных валютных резервах. Установлено, что доллар занимает ключевое место в структуре валютных резервов благодаря сочетанию четырех групп факторов: спроса, предложения, каналов международного движения валют и политики национальных и наднациональных органов валютного регулирования.

Сделан вывод о том, что в настоящее время у доллара США как резервной валюты нет приемлемой альтернативы, если исходить из экономических соображений. Обеспечение доступа к долларовой ликвидности через официальные и частные каналы – важное условие конкурентоспособности доллара США как резервной валюты по отношению к национальным денежным знакам других стран. Вследствие усиления международной напряженности правительства государств начинают проявлять больше осторожности в принятии мер в сфере денежного обращения и валютных отношений. Трансформация структуры международных резервов отражает потребность государств в снижении неэкономических рисков и проявляется в увеличении запасов монетарного золота в резервах, стремлении уменьшить зависимость от политики США за счет диверсификации валютной структуры резервных активов благодаря использованию евро, юаня и т.д. В управлении международными резервами все больше внимания будет обращать на учет политических рисков и поиск новых объектов размещения резервов.

Ключевые слова: доллар США; резервные активы; резервная валюта; международные резервы; валютные резервы; золото; долларизация

Для цитирования: Крылова Л.В. Доллар США в валютной структуре международных резервов. *Экономика. Налоги. Право.* 2020;13(5):110-119. DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-110-119

US Dollar in the Currency Structure of International Reserves

L.V. Krylova

Financial University, Moscow, Russia
<https://orcid.org/0000-0002-9950-8060>

ABSTRACT

The subject of the research is international currency reserves in the context of their structure transformation in modern conditions. *The purpose of the work* is to systematize the main factors that determine the role of the US dollar in international reserves, as well as to identify possible directions for transforming their structure. The study used general scientific methods of system analysis, scientific abstraction, and statistical methods using official data from the IMF, BIS, FRS, and Bank of Russia. On the basis of an integrated approach, the factors that determine the long-term stable dominance of the US dollar in international currency reserves are systematized. It is established that the dollar occupies

a key place in the structure of foreign exchange reserves due to a combination of four groups of factors: demand, supply, channels of international currency movement and policies of national and supranational currency regulatory authorities. *It is concluded* that at present, the US dollar as a reserve currency has no acceptable alternative, if you base on economic considerations. Providing access to dollar liquidity through official and private channels is an important condition for the competitiveness of the US dollar as a reserve currency in relation to the national currency of other countries. As a result of increased international tensions, governments are becoming more cautious in taking measures in the field of monetary circulation and currency relations. The transformation of the structure of international reserves reflects the need for states to reduce non-economic risks and is manifested in an increase in monetary gold reserves, a desire to reduce dependence on US policy by diversifying the currency structure of reserve assets through the use of the euro, yuan, etc. In the management of international reserves, more and more attention will be paid to the consideration of political risks and the search for new objects for placing reserves.

Keywords: US dollar; reserve assets; reserve currency; international reserves; foreign exchange reserves; gold; dollarization

For citation: Krylova L.V. US dollar in the currency structure of international reserves. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, taxes & law*. 2020;13(5):110-119. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999-849X-2020-13-5-110-119

ВВЕДЕНИЕ

Международные резервы, представляющие собой высоколиквидные активы в иностранной валюте и драгоценных металлах, используемые для финансирования дефицита платежного баланса государства и обеспечения валютного курса национальной валюты, играют исключительно важную роль в функционировании мировой валютно-финансовой системы.

МВФ рассматривает международные резервы как внешние активы, находящиеся в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и контролируемые ими в целях использования при финансировании движения денежных средств в виде платежей из страны в страну, проведении валютных интервенций для оказания воздействия на курс национальной валюты и в других целях, таких как поддержание доверия к национальной валюте и экономике страны, а также основы для заимствований за рубежом¹. В этом определении отражены основные направления экономического использования международных резервов.

Интерес к данной тематике актуализировался у ученых в период ускоренного накопления резервов в предкризисный период — утроения совокупных международных резервов, составивших 6,3 трлн долл. США, и их использования в течение мирового кризиса 2008–2009 гг. Как раз в это время появились первые публикации, предупреждавшие

возможные проблемы у инвесторов вследствие быстрого ослабления доллара США [1]. Поскольку основной формой накопления являются именно международные резервы, возникла потребность в рассмотрении подходов к их управлению. В этот период исследовались функции, структура, практика формирования и использования международных валютных резервов. Было выявлено наличие связи между целями политики управления резервными активами: обеспечение ликвидности, сохранности и доходности резервов, — и направлениями их использования [2]. В экономической литературе принято выделять два варьирующихся мотива действий, которые преобладают при осуществлении руководства резервами: транзакционный мотив и мотив предосторожности [3]. Если политика регулятора предполагает проведение валютных интервенций на рынке с целью воздействия на курс национальной валюты и рыночную конъюнктуру, имеется необходимость в осуществлении платежей по внешнему долгу, то приоритетом в управлении валютными резервами будет поддержание их ликвидности. Регулятор будет руководствоваться транзакционным мотивом. В случае если резервы предназначены для поддержания доверия международных инвесторов и кредиторов к стране, ее валюте и долговым обязательствам, а также служат запасом на случай чрезвычайных обстоятельств, то акцент в управлении будет сделан на обеспечение сохранности резервов, т.е. будет преобладать мотив предосторожности. При накоплении избыточных резервов у регуляторов появляется стремление к их более доходному размещению, особенно если в составе

¹ Balance of payments and international investment position manual (BPM6). Washington, IMF, 2012. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>.

международных резервов они управляют средствами суверенных фондов.

В последнее время в связи с обострением международной напряженности и ростом недоверия к основной мировой валюте — доллару США, научное сообщество вновь обратилось к проблеме формирования и использования международных резервов. Исследователи не упустили из виду, что, несмотря на постепенное снижение значимости США в мировой экономике (с 29% глобального ВВП в 1975 г. до 25% — в 2018 г.), доллары стабильно составляли не менее двух третей совокупных валютных резервов. Хотя Х. Ито и Р. МакКолей проанализировали факторы, определяющие валютную структуру и влияние международных резервов [4], они не сделали выводов о возможных последствиях ослабления позиций доллара США в составе валютной структуры международных резервов, а также воздействия неэкономических факторов на эти процессы.

ОСНОВНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, ИХ ДИНАМИКА И СТРУКТУРА

В составе международных резервов принято выделять четыре основных группы финансовых активов: монетарное золото, авуары в специальных правах заимствования (далее — СДР²), резервную позицию страны в МВФ и валютные резервы в форме депозитов в иностранных валютах либо размещенных в высоколиквидных финансовых активах, номинированных в соответствующих валютах.

Следует отметить, что соотношение этих компонентов существенно различается как по отдельным странам, так и по группам государств. Ведущие страны (за исключением Японии) обладают более высокой долей резервов, связанных с деятельностью МВФ (около 10%), что отражает резервный статус и востребованность валют основных мировых держав, поскольку в состав резервной позиции страны, т.е. суммы двух составляющих: резервного транша — доли страны в МВФ и кредитной позиции — долга этому государству со стороны МВФ, входят суммы ее национальной валюты, которые МВФ предоставляет другим странам. Термин «ре-

зервная валюта» используется для обозначения валют тех стран, которые имеют значительные резервные позиции в МВФ и широко используются в кредитных программах Фонда, хотя не обладают официальным статусом. У США удельный вес этого компонента достигает 58%, свидетельствуя о доминировании этой валюты как в операциях МВФ, так и в структуре международных резервов [5, с. 260].

Для развитых стран характерна также высокая доля монетарного золота в резервах: у Германии она составляет 70,1%, Италии — 66,3%, Франции — 66,3%, США — 74,6%. Но и здесь есть исключения. Так, у Японии резервы состоят преимущественно из финансовых активов в иностранных валютах, на монетарное золото приходится лишь 2,5%, а у Канады вообще отсутствует золото в резервах³. Для сравнения: у России этот компонент резервов составляет 20%. Объемы монетарного золота, находящегося в международных резервах ряда стран и в распоряжении МВФ, представлены на *рис. 1*.

Монетарное золото играет роль чрезвычайного резервного актива, поскольку не является ни чьим обязательством и обладает собственной внутренней стоимостью. Покупки золота последовательно проводились центральными банками государств в течение последних 10 лет, вследствие чего их суммарный золотой запас вырос на 5000 тонн. В 2019 г. объем чистого приобретения золота центральными банками был самым значительным с 1971 г.⁴ Увеличение этого компонента в составе международных резервов свидетельствует о нарастании напряженности в международных валютно-финансовых отношениях и усилении недоверия к доллару США как главной резервной валюте. Тот факт, что в 2018–2019 гг. центральные банки активно приобретали золото для международных резервов, является тревожным сигналом, свидетельствующим о том, что в политике управления рисками международных резервов усиливается неэкономическая составляющая.

Страны — эмитенты резервных валют не нуждаются в формировании значительных по объему резервов, руководствуясь в основном мотивом пре-

² Специальные права заимствования или СДР (от англ. *Special Drawing Rights, SDR, SDRs*) — искусственное резервное и платежное средство, эмитируемое МВФ.

³ По данным Банка России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/.

⁴ Gold Demand Trends Full year and Q4 2019, World Gold Council, 30 January, 2020. URL: <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2019>.

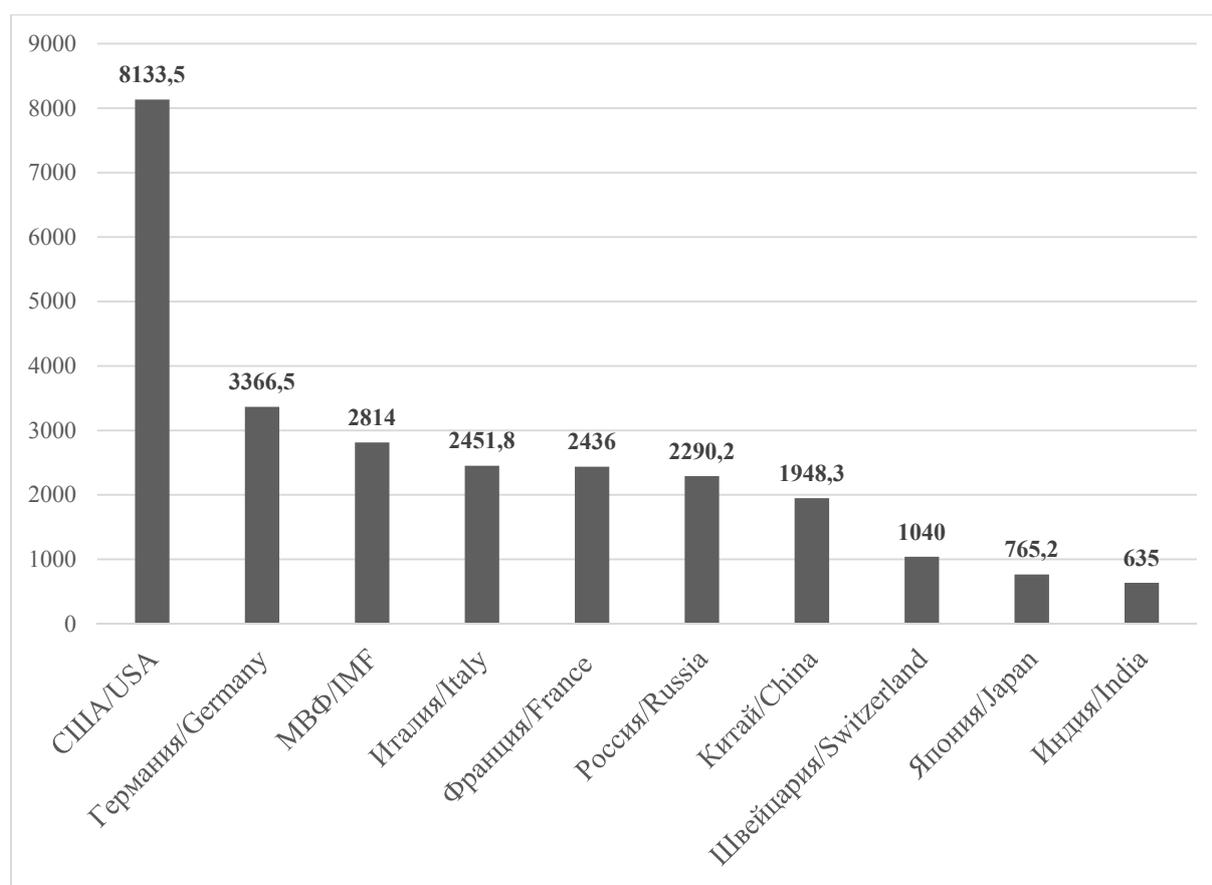


Рис. 1 / Fig. 1. **Монетарное золото в международных резервах, 2020 г., тонн / Monetary gold in the international reserves, 2020, tons**

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

достоверности. Это подтверждается показателями, характеризующими соотношение международных резервов и ВВП соответствующих стран. Так, по состоянию на 1 января 2019 г. в первую двадцатку государств, наряду с Саудовской Аравией, занимающей по этому показателю 5-е место (65,1%), и Российской Федерацией (16-е место, 28%), входят Таиланд, Перу, Республика Молдова, Уругвай и Киргизстан. У Китая отношение международных резервов к ВВП составляет 23,6% (22-е место), тогда как у Великобритании — 7,0% (53-е место), Франции — 6,0%, Германии — 5,0%, США — 2,2% (67-е место). Возглавляют же этот список Гонконг, Швейцария, Тайвань и Сингапур⁵.

Объемы и структура международных резервов развивающихся стран и стран с формирующимися рынками имеют значительные страновые осо-

бенности, что объясняется различными задачами и приоритетами резервной политики, как правило, с преобладанием транзакционного мотива.

Наибольший интерес в контексте темы статьи представляет анализ валютной компоненты международных резервов. К концу 2019 г. совокупные валютные резервы составили 11,8 трлн долл. США⁶. Около двух третей мировых валютных резервов приходится на развивающиеся страны и страны с переходной экономикой. Быстрый рост валютных резервов и их концентрация в указанной группе стран являются не результатом целенаправленной валютной политики, а скорее побочным эффектом действий денежных властей по предотвращению укрепления курса валют стран с экспортно-ориентированной экономикой. Накопление резервов

⁵ По данным Банка России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs.

⁶ Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), International Financial Statistics (IFS), IMF data. URL: http://data.imf.org/?sk=E_6A5F467-C_14B-4AA8-9F6D-5A09EC_4E_62A4.

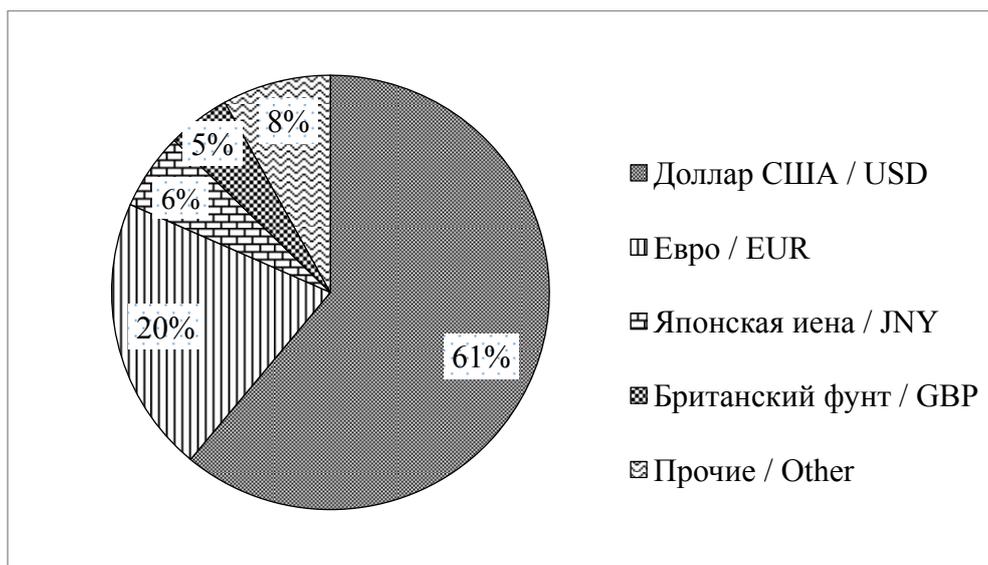


Рис. 2 / Fig. 2. Валютная структура международных резервов /
Currency composition of global FX reserves

Источник / Source: составлено автором / compiled by the author.

развивающимися странами формирует спрос на доллары США и финансовые инструменты, номинированные в данной валюте, как резервные активы с наиболее оптимальным соотношением параметров надежности и ликвидности, приоритетных для транзакционного мотива управления резервами.

Валютная структура международных резервов представлена, как правило, основными резервными валютами: долларом США, евро, японской иеной, британским фунтом и швейцарским франком. С 2012 г., наряду с указанными валютами, МВФ ведет также отдельный учет резервных активов в канадских и австралийских долларах, а с 2015 г. — в юанях. Выбор валют оставлен на усмотрение управляющих резервами, которые руководствуются не только экономическими, но и внеэкономическими соображениями. В конце 2019 г. валютная структура совокупных международных резервов была следующей: доллар США — 60,89%, евро — 20,54%, британский фунт — 4,62%, японская иена — 5,70%, швейцарский франк — 0,15%, прочие валюты — 8,1%, в том числе доля юаня — 1,96% (рис. 2).

До введения евро в 1999 г. у доллара не было конкурентов среди резервных валют. Со времен Бреттон-Вудской конференции, прошедшей в 1944 г. и установившей международную систему организации денежных отношений и торговых

расчетов, валютные резервы состояли практически только из американских долларов, отражая несомненное экономическое превосходство США. В 1975–1977 гг. на доллар США приходилось почти 80% совокупных валютных резервов. Но постепенно удельный вес долларовых авуаров стал снижаться: страны стали диверсифицировать свои резервы, остерегаясь девальвации доллара. С появлением евро первоначально представлялось, что монополии доллара скоро придет конец. Значительное золотое обеспечение, мощная экономика стран Еврозоны и отсутствие корреляции динамики курса евро с долларом способствовали быстрому росту значения евро как новой резервной валюты, позволяющей качественно диверсифицировать валютные резервы. Доля евро быстро увеличивалась и уже к концу 2003 г. достигла 25%.

С момента появления евро и до мирового финансового кризиса на эти две валюты приходилось около 90% мировых валютных резервов, причем доля евро увеличивалась, достигнув в конце 2009 г. 27,7% за счет сокращения удельного веса доллара США (62,15%). После кризиса позиции евро стали ослабевать.

Удельный вес доллара США в течение последних 10 лет колебался в диапазоне 60–66% совокупных валютных резервов, причем в период ухудшения мировой конъюнктуры его позиции усиливались, демонстрируя функционал «валюты-убежища».

На динамику соотношения доллара и евро в составе международных валютных резервов влияли в анализируемом периоде также характер монетарной политики и дифференциал процентных ставок. Низкие процентные ставки в США в период количественных смягчений сменились их ростом в 2014–2015 гг., что привело к увеличению доходности долларовых инструментов и соответствующей динамике долларовой составляющей в резервах вплоть до следующего раунда снижения процентных ставок в 2017–2018 гг. Длительный период низких и отрицательных процентных ставок Еврозоны вплоть до настоящего времени побуждает регуляторов переводить резервы в другие валюты, дабы избежать убытков по финансовым инструментам, номинированных в евро.

В настоящее время у доллара США как резервной валюты нет достойных конкурентов. Более того, масштабы использования доллара США в составе валютных резервов требуют объяснений, поскольку если исходить из удельного веса экономики и международной торговли США в глобальном ВВП, то его доля должна быть сопоставима с долей евро и составлять около 25%.

ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ДОМИНИРОВАНИЕ ДОЛЛАРА США В СТРУКТУРЕ МЕЖДУНАРОДНЫХ ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ

Доминирование доллара США как резервной (свободно используемой) валюты базируется на сочетании четырех групп факторов: спроса, предложения, контроля над каналами международного движения валют и политики национальных и наднациональных органов валютного регулирования [6]. Изучение спроса на доллары США традиционно проводится в контексте рассмотрения их функций как мировых денег и направлений их использования на государственном и частном уровне. На государственном уровне доллар США выполняет функцию средства накопления при его использовании в составе валютных резервов, функцию средства платежа при осуществлении валютных интервенций и в качестве расчетной единицы при установлении паритетов и валютных курсов [7, с. 16].

Валютная структура резервов зависит от характера международной и внутренней валютной политики страны. Реализация режимов фиксированной или скользящей привязки в моделях полной

(официальной) или частичной (полуофициальной) долларизации предопределяет спрос на доллары США со стороны денежных властей, поскольку именно доллары США чаще всего становятся якорной валютой. Неофициальная долларизация обусловлена реакцией экономических агентов на экономическую и финансовую нестабильность и стремлением защиты своих накоплений от инфляционного и девальвационного обесценения. Происходит частичное замещение национальных денежных знаков иностранной валютой во внутреннем обороте прежде всего в форме замещения активов. Результатами этого процесса становятся рост валютной составляющей в балансах банков и увеличение спроса на иностранную валюту со стороны частного сектора [8]. Регуляторы, призванные обеспечивать устойчивость банков, включают в состав своих инструментов интервенции валютное рефинансирование, для чего требуется запас соответствующей валюты в резервах.

Вне зависимости от того, вызвана ли долларизация политическим выбором или рыночными факторами, результатом будет значительная доля соответствующей валюты в резервах. Помимо стран, практикующих привязку своих валют к доллару, существует значительное количество государств, экономика и финансы которых зависят от США. Страны с неразвитыми финансовыми рынками, слабой экономикой и проблемным платежным балансом, подверженные финансовым кризисам, имеют, как правило, большую зависимость от доллара США и большую его долю в своих резервах, долговых обязательствах и международной торговле [9]. В результате образовалось весьма обширное экономическое пространство, получившее название «долларовая зона». К ней специалисты относят также страны, валюты которых имеют высокую степень корреляции курсовой динамики (*co-movement*) с американским долларом. За прошедшие 40 лет на страны долларовой зоны стабильно приходится около 60% глобального ВВП, что позволяет объяснить сопоставимое по масштабам использование доллара США в международных валютных резервах [10, 11]. Становится очевидным, что преобладание доллара в резервах является следствием не столько экономического превосходства США как страны-эмитента, сколько атрибутом самого доллара США как мировых денег в рамках существующего формата международной валютно-финансовой системы.

Основными параметрами, определяющими выбор валюты при формировании резервов органами валютного регулирования, будут стабильность курса, соответствующая валютная деноминация счетов-фактур внешней торговли и международных долговых обязательств страны, что отражает направления трансакционного характера использования резервов и триаду целей резервной политики. Широкое использование доллара США в рыночных трансакциях требует адекватного его присутствия в резервных активах страны. Если на долю доллара США приходится свыше двух третей кредитов, включаемых в глобальную ликвидность, около половины международной торговли и 88% оборота рынка *FOREX*, доминирование доллара США в валютной структуре резервов становится объяснимым. В свою очередь выбор валюты экономическими агентами для проведения ими своих сделок обусловлен мотивами обеспечения надежности, устойчивости курса, а также требованиями к ликвидности (*funding liquidity*) и низкими операционными издержками. При рассмотрении доллара США как якорной валюты было обнаружено, что 70% функционирующих сегодня валют показывают меньшую волатильность по отношению к доллару США, нежели к любой другой резервной валюте [12]. Кроме того, значимым фактором спроса на доллар США является его функционал промежуточной или транзитной валюты (*vehicle currency*) в операциях на товарных и финансовых рынках. Использование американской валюты регуляторами разных стран для проведения ими валютных интервенций также может трактоваться как разновидность ее применения в качестве промежуточной валюты [13, с. 15]. При этом интервенции обуславливают взаимосвязь пропорций доллара США в составе валютных резервов и в операциях на финансовых рынках.

Спрос на доллары США со стороны центральных банков, управляющих валютными резервами, предполагает наличие соответствующих каналов поступления долларовой ликвидности в международную валютно-финансовую систему. Современные представления о механизмах денежной эмиссии основаны на существовании двух каналов формирования денежного предложения: эмиссии резервных денег центральными банками и создания денег в рамках банковского кредитно-депозитного мультипликатора. Первый канал носит в основном контрциклический харак-

тер, поскольку прирост денежного предложения происходит в рамках стимулирующей монетарной политики центральных банков или в целях устранения дефицита ликвидности в банковском секторе. Второй канал формирования денежного предложения носит проциклический характер, так как связан с кредитной активностью коммерческих банков. Существующая концепция глобальной ликвидности отражает приведенную трактовку функционирования эмиссионного механизма и выделяет официальный и частный компоненты⁷. Официальный компонент долларовой ликвидности связан с функционированием эмиссионного механизма ФРС США, а доступ к ней центральных банков других стран — с механизмами финансирования МВФ и его программами предоставления финансовых ресурсов государствам-участникам, а также своп-линиями⁸, которые ФРС открывает центральным банкам, как правило, в кризисных ситуациях. Так, в марте 2020 г. в связи с проблемами, вызванными *COVID-19*, ФРС открыла линии валютных свопов с полутора десятком центральных банков на суммы от 30 до 60 млрд долл. США⁹. Частный компонент долларовой ликвидности носит рыночный характер и создается в рамках действия депозитно-кредитного мультипликатора рынка евродолларов и офшорных финансовых институтов. Эти два канала поступления долларовой ликвидности дополняют друг друга, удовлетворяя спрос на нее со стороны как частных экономических агентов, так и государственных органов разных стран. Свободный доступ к долларовой ликвидности через официальные и частные каналы — важный фактор конкурентоспособности доллара США как резервной валюты.

Большое значение для функционирования системы международных резервов имеет деятельность МВФ. Созданный в Бреттон-Вудскую эпоху при активном содействии и с учетом стратегических интересов США МВФ и другие межправительственные организации ООН закрепляют жесткую структуру

⁷ Global liquidity — concept, measurement and policy implications. Committee on the global financial system. Bank for International Settlements, CGFS Papers. November 2011. No. 45. URL: <https://www.bis.org/publ/cgfs45.pdf>.

⁸ Своп-линия — это договоренность между двумя центральными банками, в рамках которой они оба обязуются обменяться своими валютами по фиксированному курсу.

⁹ URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm>. международной валютно-финансовой системы.

функционирования современной международной валютно-финансовой системы, препятствуя ее эволюционному развитию, устранению углубляющихся дисбалансов. Существующий институциональный каркас этой системы ограничивает полноценную конкуренцию валют и тормозит создание многополярной валютной системы [14].

ВЛИЯНИЕ НЕЭКОНОМИЧЕСКИХ РИСКОВ НА СТРУКТУРУ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ

Защиту своих национальных интересов США осуществляют не только с помощью административного ресурса в виде международных формальных и неформальных наднациональных институтов, но и прямого давления на конкурентов с применением различных санкционных механизмов. Экономические основы превосходства доллара США как основной валюты международных резервов являются весьма прочными. Однако управляющие международными резервами разных стран все в большей степени начинают учитывать в своей деятельности неэкономические мотивы.

Международные резервы являются не только значимым элементом функционирования международной валютно-финансовой системы, но и существенным фактором национальной безопасности страны. Возможность их использования обеспечивает устойчивость государственных финансов и проведение политики с учетом национальных интересов в условиях обострения политической напряженности и возникновения международных конфликтов.

Сегодня глобализационные процессы подошли к рубежу, требующему изменений в экономической и финансовой политике большинства стран. Даже сама степень глобализации оказалась существенно недооцененной, как выясняется в период пандемии *COVID-19*. По мере углубления глобальных дисбалансов усиливается общая неустойчивость международной валютно-финансовой системы, что обуславливает проявление большей предосторожности в политике управления резервами.

Непредсказуемое, волюнтаристическое и агрессивное поведение руководства США обуславливает возникновение все более серьезных политических рисков, побуждая поиски способов снижения зависимости от доллара США. Если в периоды экономических кризисов резервным активом-убежищем

выступало не только золото, но и доллар США, то в условиях международной напряженности таким активом остается только монетарное золото. В современных условиях геополитические риски превосходят по своей значимости экономические риски [15].

К числу неэкономических рисков, способных нанести значительный ущерб экономикам государств, следует отнести риски ареста или заморозки долларовых авуаров, отключения от системы *SWIFT*, ограничения допуска к международным финансовым рынкам и их инфраструктуре. О крайне серьезном характере данных мер свидетельствует опыт Ирана. Причем, если в 2012 г. отключение банков Ирана от системы *SWIFT* санкционировал Совет безопасности ООН, то в 2018 г. решение об этом было единолично принято США.

Трансформация структуры международных резервов отражает потребность мирового сообщества в хеджировании именно неэкономических рисков. Наиболее заметными изменениями стали увеличение запасов монетарного золота в резервах и активный поиск мер по снижению зависимости от доллара США. Определенную сложность составляет отрицательная доходность резервов в евро и юанях, что не позволяет существенно нарастить их долю в резервах. Юань постепенно расширяет свое присутствие в составе резервов, однако темпы увеличения абсолютных размеров этого присутствия пока коррелируют с темпами роста совокупных резервов, и доля юаня удерживается на уровне 2%. В связи с этим просматривается тренд на увеличение доли «прочих валют» в структуре валютных резервов. Однако оценить его количественно и качественно (по видам валют) весьма сложно по причине отсутствия обязательного требования о раскрытии структуры валютных резервов.

Под угрозой расширения санкционного давления Банк России предпринял ряд экстренных мер по трансформации структуры международных резервов в целях страхования неэкономических рисков. Учет данной категории рисков в своей политике Банк России стал осуществлять с 2018 г. С этого времени резко меняется структура резервов. Активизировались закупки золота, а его доля увеличилась с 14,2% в 2017 г. до 20,0% в 2020 г. Если в 2014 г. удельные веса доллара США и евро были паритетными и составляли по 43–44% валютных резервов каждый, то в 2018 г. доля доллара бы-

ла резко сокращена до 22,7% за счет увеличения присутствия евро и юаня¹⁰.

ВЫВОДЫ

Объемы и структура международных резервов имеют значительные страновые особенности, что объясняется различными задачами и приоритетами резервной политики. В то же время экономические закономерности их функционирования в системе мировых финансов обуславливают общие подходы к управлению и тенденции изменения динамики и структуры международных резервов.

Преобладание доллара США в резервах является следствием его использования большим числом стран долларовой зоны и представляется атрибутом доллара как мировых денег. Большая доля доллара США как транзитной валюты в операциях

на финансовых рынках, долларовые деноминации счетов-фактур во внешней торговле и международных долговых обязательств приводят к увеличению его удельного веса также в структуре международных резервов. В настоящее время у доллара США как резервной валюты нет приемлемой альтернативы, если исходить из экономических соображений.

Однако международные резервы являются существенным фактором национальной безопасности страны. Усиление международной напряженности смещает приоритет резервной политики в направлении принятия мер предосторожности. Трансформация структуры международных резервов отражает потребность в хеджировании неэкономических рисков и проявляется в увеличении запасов монетарного золота в резервах, стремлении снизить зависимость от доллара США за счет диверсификации валютной структуры резервных активов за счет евро, юаня и нетрадиционных валют.

¹⁰ Данные Банка России. URL: <http://www.cbr.ru/analytics/exchange-gold-report>.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситету.

ACKNOWLEDGEMENT

The article is based on the results of research carried out at the expense of budgetary funds of the state assignment to the Financial University.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Krugman P. Will there be a dollar crisis? *Economic Policy*. 2007;22(51):435–467. URL: http://www.sfu.ca/~kkasa/Krugman_07.pdf. (accessed on 12.05.2020).
2. Borio C., Ebbesen G., Galati G., Heath A. FX reserve management: elements of a framework. BIS Papers; 38, Basel, Switzerland: March 2008. 22 p. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap38.pdf> (accessed on 04.05.2020).
3. Borio C., Galati G., Heath A. FX reserve management: Trends and Challenges. BIS Papers; 40, Basel, Switzerland: May 2008. 30 p. URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap40.pdf> (accessed on 04.05.2020).
4. Ito H., McCauley R. A key currency view of global imbalances. BIS Working Papers, WP-18-828. BIS, Basel, Switzerland: December 2018. 32 p. ISSN 1682-7678 (online). URL: <https://www.bis.org/publ/work762.pdf>.
5. Моисеев С. Р. Центральный банк и политика валютного курса: монография. — Москва: Дело: РАНХиГС, 2017. — 624 с. — 500 экз. — ISBN 978-5-7749-1282-7. Moiseev S.R. Central Bank and exchange rate policy. Moscow, Delo, RANEPА; 2017. 624 p. (In Russ.).
6. Крылова Л. В. Конкурентные позиции доллара США как мировой валюты в современных условиях // Финансовая экономика. — 2020. — № 3. — С. 272–276. — ISSN 2075-7786. Krylova L.V. The competitive position of the US dollar as a world currency in modern conditions. *Finansovaya ekonomika*. 2020;(3):272–276. (In Russ.).
7. Kenen P. The role of the dollar as an international reserve currency. Occasional Papers No. 13, OP-83-13. New York: Group of Thirty. New York. United States of America: 1983. 33 p. URL: https://group30.org/images/uploads/publications/G30_RoleDollarIntlCurrency.pdf

8. Крылова Л.В. Процессы долларизации в экономике России // *Банковское дело*. — 2020. — № 4. — С. 10–15. — ISSN 2071–4904.
Krylova L. V. Dollarization processes in the Russian economy. *Bankovskoye delo*. 2020;(4):10–15. (In Russ.).
9. Chinn M., Ito H. 2006. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economic*. Elsevier, University of Wisconsin, Madison, United States, NBER, United States: 2005;81(1):163–192. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2005.05.010
10. McCauley R., Chan T. Currency movements drive reserve composition. *BIS Quarterly Review*, Basel, Switzerland: December 2014. 13 p. URL: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412e.htm (accessed on 17.04.2020).
11. Ito H., McCauley R. The currency composition of foreign exchange reserves. *BIS Working Papers*, WP-19–828. BIS, Basel, Switzerland: December 2019. URL: <https://www.bis.org/publ/work828.htm>. (accessed on 20.03.2020).
12. Ilzetzki E., Reinhart C., Rogoff K. Exchange arrangements entering the twenty-first century: which anchor will hold? *Quarterly Journal of Economics*. 2019;134(2):599–646. URL: <https://academic.oup.com/qje/article-abstract/134/2/599/5274128>. DOI: 10.1093/qje/qjy033
13. Наркевич С.С., Трунин П.В. Резервные валюты: факторы становления и роль в мировой экономике. — Москва: Изд-во Института Гайдара, 2012. — 136 с. — 300 экз. — ISBN 978–5–93255–351–0
Narkevich S. S., Trunin P. V. Reserve currencies: factors of formation and role in the global economy. Moscow: Publishing house of the Gaidar Institute; 2012. 136 p. (In Russ.).
14. Кузнецов А.В. Институциональные барьеры конкуренции валют в мировой валютной системе // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25. — № 10. — С. 23–41. — ISSN 2071–4688. — DOI: 10.24891/fc.25.10.2341
Kuznetsov A. V. Institutional barriers to currency competition in the global monetary system. *Finansy i kredit = Finance and Credit*. 2019;25(10):23–41. (In Russ.). DOI: 10.24891/fc.25.10.2341
15. Бадалов Л.А. Хеджирование политических рисков на примере диверсификации золотовалютных резервов // *Финансы, Деньги, Инвестиции*. — 2019. — Т. 72. — № 4. С. 16–19. — DOI: DOI: 10.24891/fc.25.10.2341
Badalov L. A. Hedging of political risks on the example of diversification of gold and foreign exchange reserves. *Finansy, Den'gi, Investitsii = Finance, Money, Investment*. 2019;72(4):16–19. (In Russ.). DOI: 10.24891/fc.25.10.2341

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Любовь Вячеславовна Крылова — доктор экономических наук, профессор Департамента мировых финансов, Финансовый университет, Москва, Россия
kryloffs@yandex.ru

ABOUT THE AUTHOR

Lubov V. Krylova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of World Finance, Financial University, Moscow, Russia

Статья поступила 18.05.2020; принята к публикации 28.08.2020.

Автор прочитала и одобрила окончательный вариант рукописи.

The article was received 18.05.2020; accepted for publication 28.08.2020.

The author read and approved the final version of the manuscript.