

Российская академия народного хозяйства
и государственной службы
при Президенте Российской Федерации

П. В. Трунин, С. С. Наркевич

Перспективы российского рубля как региональной резервной валюты



Издательский дом «Дело»
Москва · 2013

УДК 336.743
ББК 65.268.22
Т77

Трунин, П. В., Наркевич, С. С.

Т77 Перспективы российского рубля как региональной резервной валюты / П.В. Трунин, С.С. Наркевич. — М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2013. — 102 с. — (Научные доклады : экономика).

ISBN 978-5-7749-0780-9

ISBN 978-5-7749-0780-9

УДК 336.743
ББК 65.268.22

© ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства
и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2013

Содержание

Введение	5
1. Понятие резервной валюты	7
1.1. Определение резервной валюты.....	7
1.2. Функции резервной валюты в международной торговле	12
1.3. Преимущества и недостатки обладания резервной валютой.....	16
1.4. Преимущества и недостатки использования резервной валюты в различных странах	22
2. Факторы, определяющие формирование резервной валюты.....	27
2.1. История становления резервных валют	27
2.2. Теоретические модели резервных валют	29
3. Региональные резервные валюты	39
3.1. Определение региональной резервной валюты	39
3.2. Количественная оценка роли региональных валют	45
4. Достижение статуса региональной резервной валюты.....	64
4.1. Факторы и возможные меры для повышения статуса валюты	64
4.2. Оценка влияния повышения статуса российского рубля на экономику России	74
Литература.....	90

Введение

Кризисные явления 2007–2009 гг. продемонстрировали, что финансовые рынки ведущих экономик мира могут быть подвержены масштабным системным потрясениям. Одним из проявлений кризиса стало падение объемов международной торговли и значительный отток капитала из развивающихся стран. Развитие кризиса характеризовалось высокой степенью нестабильности на мировом валютном рынке. Встал вопрос существования современной мировой валютной системы, основанной на использовании доллара США и еще нескольких резервных валют, самостоятельно эмитируемых центральными банками развитых стран.

Дискуссия по поводу роли резервных валют ведется уже давно. Само понятие резервной валюты связано с ролью, которую исполнял британский фунт стерлингов в мировой экономике с конца XIX до середины XX в. Основная функция резервной валюты заключается в облегчении международного обмена товарами и услугами за счет решения проблемы координации сделок на валютном рынке и снижения транзакционных издержек при проведении внешнеторговых операций. Кроме того, резервные валюты используются как средство сохранения ценности и держатся в качестве резервов центральными банками большинства стран мира. Выполнение данной функции и привело к появлению термина «резервная валюта».

Спрос на резервные валюты предъявляется со стороны экономических агентов, действующих во всех сферах мировой экономики. Он зависит от функций, которые резервные валюты выполняют в международных сделках. Величина

спроса и, следовательно, степень использования резервной валюты определяются качеством выполнения каждой из основных функций. В результате начинает действовать сетевой эффект, когда использование резервной валюты большим числом экономических агентов само становится фактором, увеличивающим спрос на резервную валюту.

Актуальность данной работы определяется ростом роли резервных валют в мировой экономике, связанным с расширением объемов международной торговли и международных потоков капитала в течение последних десятилетий. Исследование роли резервных валют в мировой экономике позволит лучше понять направления развития мировой валютной системы, представить рекомендации по ее более сбалансированной организации, а также выявить факторы, позволяющие повысить статус российского рубля как региональной резервной валюты.

1. Понятие резервной валюты

1.1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ

Обычно под резервной понимается валюта, которую центральные банки и правительства различных стран используют для хранения своих резервов. Именно такое определение применяется в современной экономической литературе и приводится как в словарях [Словарь Макмиллана, 1998], так и в научных статьях [Aliber, 1964; Frankel, 1995; Greenspan, 1999; Kenen, 1983]. Однако для того чтобы стать резервной, любая валюта должна обладать еще несколькими необходимыми важными признаками. Эти признаки были сформулированы, в частности, Аланом Гринспеном [Greenspan, 2001].

Одним из наиболее важных признаков резервной валюты является ее стабильность в качестве средства платежа. Иными словами, использование экономическими агентами резервной денежной единицы предполагает минимальный риск потерь из-за колебаний ее стоимости. Одним из факторов стабильности валюты является ее свободная конвертируемость. Еще в работе [Aliber, 1964] обращается внимание на существенное положительное влияние отсутствия мер валютного контроля на статус валюты в качестве резервной. Таким образом, если денежная единица устойчива и может в любой момент свободно обмениваться на другие валюты, это вызывает доверие экономических агентов, и они будут использовать ее для расчетов между собой.

Следующим фактором формирования резервной валюты является размер экономики страны-эмитента и ее доля в мировой торговле. Валюта страны, экономика которой занимает значительную долю в мировой экономике, с боль-

шей вероятностью будет использоваться в международных расчетах. Большая доля страны в мировой экономике создает предпосылки для придания ее валюте роли международного средства платежа. Именно это помогло стать ключевыми валютами голландскому гульдену в XVII в., британскому фунту стерлингов в XIX в. и американскому доллару в XX в. и до настоящего времени. Например, создание единой европейской валюты, используемой в странах, ВВП которых в сумме приблизительно равен ВВП США (см. табл. 1.1), создало предпосылки для роста роли евро (см. обсуждение в работах [Eichengreen, 1998; Bismut, Jaquet, 1999; Chinn, Frankel, 2008 и European Central Bank, 2008]). Более того, резкое увеличение роли Китая как одной из ведущих экономик в последние десятилетия вызвало широкое обсуждение потенциала юаня в качестве одной из главных мировых валют (см. обсуждение роли юаня в работе [Eichengreen, 2005]).

Таблица 1.1. ВВП некоторых стран мира в 2010 году

Страна	ВВП в текущих ценах		ВВП по паритету покупательной способности в текущих ценах	
	млрд долл. США	% мирового ВВП	млрд долл. США	% мирового ВВП
США	14 526,6	23,1	14 526,6	19,5
Еврозона	12 167,8	19,3	10 827,3	14,6
Китай	5 878,3	9,3	10 119,9	13,6
Япония	5 458,8	8,7	4 323,5	5,8
Индия	1 632,0	2,6	4 057,8	5,5
Россия	1 479,8	2,4	2 231,0	3,0
Великобритания	2 250,2	3,6	2 181,5	2,9
Бразилия	2 090,3	3,3	2 178,5	2,9

Источник: Данные МВФ¹.

¹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>

В качестве еще одного важного фактора формирования резервной валюты Гринспен [Greenspan, 2001] выделяет развитость и глубину национального финансового рынка. Если финансовые институты страны способны быстро и с низкими затратами привлекать заемные средства и вкладывать их в надежные инструменты с приемлемой доходностью, то повышается вероятность того, что на внутренний финансовый рынок будут приходить иностранные инвесторы. Следовательно, валюта страны, имеющей хорошо развитый внутренний финансовый рынок, будет более широко использоваться на международных рынках капитала.

В работе [Frankel, 1995] к перечисленным выше факторам формирования резервных валют автор добавляет исторический. Отмечается, что процесс использования какой-либо валюты в качестве резервной в значительной степени определяется сложившейся деловой практикой. Инерционность использования валюты вполне понятна: экономические агенты более склонны применять в своих расчетах ту валюту, которой пользуются все остальные.

В работах [Chinn, Frankel, 2008] и [Моисеев, 2008] в качестве факторов, влияющих на использование валюты как резервной, рассматриваются также сетевые внешние эффекты (*network externalities*). Под сетевым внешним эффектом понимается дополнительная ценность, которую получает потребитель блага в случае, когда общее количество потребителей этого блага увеличивается [Katz, Shapiro, 1985]. Мировая валюта обладает для контрагентов в международных сделках данным преимуществом: чем больше экономических агентов используют валюту в расчетах, тем чаще ею будут пользоваться и другие. В частности, активы в долларах США будут иметь для экономического агента большую ценность, чем тот же объем средств в менее распространенной валюте из-за возможности заключить значительно большее количество сделок, используя для расчетов доллар, чем другую валюту.

Таким образом, для того чтобы стать резервной, валюте необходимо быть стабильной, быть валютой крупной экономики, широко вовлеченной в мировую торговлю и имеющей

развитые финансовые рынки. Однако еще раз подчеркнем, что статус резервной приобретает валютой только после того, как центральные банки других стран начинают использовать эту валюту для хранения своих резервов.

1.1.1. КЛАССИФИКАЦИЯ ВАЛЮТ

Термин «резервная валюта» изначально применялся для характеристики валют тех стран, валюты которых могли быть использованы для кредитования других государств и которые обладали значительными резервными позициями в МВФ [Сторчак, 2009]. Такая этимология термина достаточно обоснована, так как для предоставления кредитов другим странам МВФ может использовать только средства стран-участниц, аккумулированные в фонде. Если спрос на кредиты в валюте определенной страны высок, фонд использует для своих операций именно эту валюту. В размере использованной части средств в национальной валюте страна получает дополнительное право требования к МВФ, т. е. увеличивает свою резервную позицию. Таким образом, резервная позиция больше у тех стран, валюты которых востребованы на рынке в наибольшей степени и широко используются для кредитования в рамках МВФ.

Формальная классификация валют по возможности использования в операционной деятельности, применяемая МВФ, выглядит следующим образом.

Неиспользуемые валюты (non-usable currencies) — валюты стран, имеющих небольшую резервную позицию в МВФ, маленькие официальные резервы и дефицит платежного баланса. Эти валюты фонд не использует для кредитования других государств. Тем не менее средства, номинированные в таких валютах, хранятся в фонде и составляют значительную часть пассивов МВФ.

Используемые валюты (usable currencies) — резервные валюты — валюты, которые могут быть использованы фондом для кредитования других стран-участников. Объем средств в используемых валютах составляет до $2/3$ от общего объема средств фонда. Список используемых валют определяется на ежеквартальной основе Исполнительным советом фон-

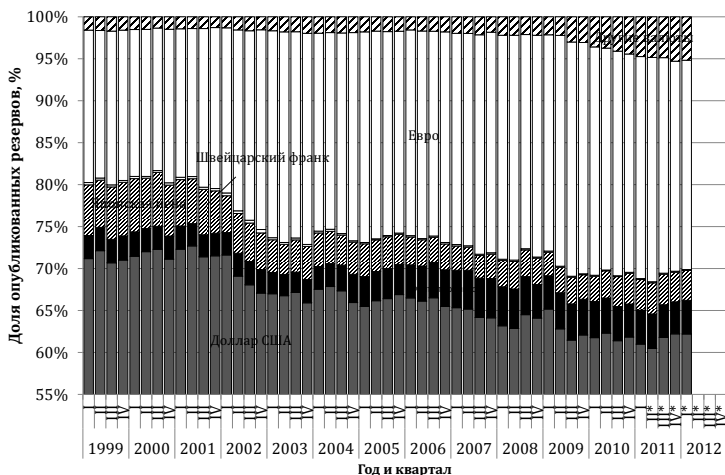


Рис. 1.1. Распределение официальных международных резервов по основным валютам

* Предварительная оценка.

Источник: Данные МВФ <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

да¹. Не существует списка критериев, выполнение которых автоматически приводит к переводу валюты в статус используемой, однако наибольший вес имеют показатели устойчивости платежного баланса и резервная позиция страны-члена в МВФ.

Свободно используемые валюты (*freely usable currencies*) определяются в статье XXX Соглашения МВФ [IMF, 2011a] как валюты государств — членов МВФ, которые широко используются в мировых расчетах и активно торгуются на международных валютных рынках. В настоящий момент — начиная с 1998 г. и до особого распоряжения МВФ — в качестве свободно используемых валют определены евро, японская иена,

¹ Информацию и списки используемых валют начиная с 2000 г. можно найти на официальном сайте МВФ: http://www.imf.org/cgi-shl/create_x.pl?ftp.

фунт стерлингов и доллар США¹. Свободно используемые валюты играют важнейшую роль в деятельности МВФ. Именно к этим валютам привязано финансирование фонда, а также вся его операционная деятельность по кредитованию и получению выплат от стран-должников.

Распределение международных резервов центральных банков по основным валютам (для тех резервов, валютная структура которых раскрывается, т. е. для 55% международных резервов в мире) представлено на рис. 1.1.

1.2. ФУНКЦИИ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ В МЕЖДУНАРОДНОЙ ТОРГОВЛЕ

Рассмотрим причины использования нескольких резервных валют в международных расчетах. Если бы все экономические агенты в мире могли производить расчеты, применяя только национальные валюты, то необходимости в резервных валютах не было бы. Однако экономическая реальность такова, что при расчетах во внешнеторговой операции импортер (покупатель), как правило, не способен быстро получить нужную сумму для оплаты в валюте экспортера (поставщика) из страны, не являющейся одной из крупных мировых экономик. Это связано с тем, что для получения требуемой валюты необходимо, чтобы нашелся экономический агент, заинтересованный в обмене такой же суммы валюты импортера на валюту экспортера. То же самое касается расчетов на международных рынках капитала: привлечение средств из-за рубежа для инвестирования внутри страны предполагает, что полученную в качестве кредита сумму в иностранной валюте необходимо обменять на национальную валюту. То есть должен найтись владелец национальной валюты, который заинтересован в покупке именно такой суммы валюты кредитора. Если заемщик и кредитор расположены в странах, экономические отноше-

¹ Информация приводится в соответствии с [IMF, 2008]. Решение № 11 857-(98/130).

Таблица 1.2. Функции международной резервной валюты

Функция	Использование частными экономическими агентами	Использование монетарными властями
Средство расчета	Определение цен в международной торговле	Определение валютных курсов и паритетов валют
Средство платежа	Промежуточная валюта (vehicle currency) в обменных операциях	Валюта, с помощью которой осуществляются интервенции на валютном рынке
Средство сохранения ценности	Валюта депозитов, кредитов, ценных бумаг	Валюта хранения официальных резервов

ния между которыми осложнены по каким-либо причинам, то провести такую валютообменную операцию непросто.

В статье [Кенен, 1983] все функции, которые выполняет резервная валюта, разделены на три группы (см. табл.1.2). При этом каждая ячейка таблицы соответствует определенному фактору спроса на резервную валюту.

Считается, что определение цен в международных операциях обычно производится в валюте экспортера. В действительности очень часто на решение о выборе валюты влияют другие факторы. Во-первых, многое зависит от роли импортера в мировой торговле. Если страна-импортер является крупным заказчиком, формирующим значительную часть спроса на продукцию экспортера, то вполне вероятен переход на ценообразование в валюте импортера. Во-вторых, способность экспортера устанавливать цены в национальной валюте зависит от его собственной позиции на мировом рынке. Обычно компании из развивающихся стран предпочитают устанавливать цены не в национальных, а в ведущих мировых валютах. В-третьих, в случае давно сформировавшихся стандартизированных рынков, например, при поставках сырьевых и сельскохозяйственных товаров, все игроки прини-

мают определенные правила по определению цен на эти товары. В настоящее время практически на всех рынках сырья цены определяются в долларах США.

С точки зрения монетарных властей, вопрос об определении цен на международном рынке стоит в несколько ином ракурсе. Основная цена, на которую влияет государство на валютном рынке, — это цена национальных денег. И если внутри страны в качестве измерителя стоимости денег выступает покупательная способность денежной единицы, которая определяется инфляцией, то на мировом рынке центральный банк сталкивается с проблемой определения стоимости национальной валюты относительно валют других стран. В случае использования валютного курса как инструмента денежно-кредитной политики, в том числе для целей фиксации валютного курса, в качестве основного целевого курса обычно используется только одна валюта или в некоторых случаях корзина из двух-трех валют.

Одной из самых важных функций резервной валюты является ее использование как промежуточной валюты (*vehicle currency*) при проведении обменных операций. Конвертация валют относительно редко производится напрямую из одной валюты в другую. Обычно средства сначала конвертируются в промежуточную валюту, и только потом в валюту, необходимую для исполнения контракта. При всеобщем использовании и достаточно большом объеме транзакций в промежуточной валюте это позволяет значительно снизить время ожидания между запросами на покупку и согласием на продажу. Таким образом, согласие использовать промежуточную валюту для ускорения транзакций дает экономическим агентам вполне определенные преимущества для работы на международном рынке. В то же время чем больше участников валютного рынка пользуются промежуточной валютой, тем более широко она будет приниматься в качестве средства платежа другими экономическими агентами. Соответственно, роль главной промежуточной валюты в сравнении с конкурирующими валютами будет усиливаться по мере роста масштабов ее использования. В настоящее время большая часть всего объема валютно-обменных операций производится в одной промежуточной валюте — в долла-

рах США. Однако в истории есть пример того, как более сильная валюта постепенно вытесняет более слабую. В первой половине XX в. в качестве промежуточных валют одновременно применялись доллар США и британский фунт стерлингов. Тем не менее стремление все большего числа участников рынка использовать доллар США привело к усилению его позиций в качестве средства платежа, и фунт с течением времени практически перестали использовать для промежуточных валютных операций.

Использование валюты для проведения валютных интервенций центральными банками выступает как разновидность ее применения в качестве промежуточной. Применение для осуществления интервенций той валюты, которую максимально широко согласны принимать экономические агенты на валютном рынке, позволяет быстро и эффективно проводить валютные интервенции.

Международные рынки капитала позволяют экономическим агентам всех стран продавать и покупать активы. Обычно предполагается, что долговые обязательства выпускаются в валюте кредитора. Однако использование ограниченного числа валют для номинирования долговых обязательств позволяет повысить эффективность и скорость функционирования рынка капитала. Более того, нестабильность курсов валют большинства развивающихся стран и неразвитость их финансовых рынков делают привлечение и размещение средств в их национальных валютах более рискованными. Таким образом, для обеспечения работы мирового финансового рынка экономически эффективно использовать для номинирования долга несколько наиболее стабильных валют.

Покупка и продажа валютных резервов центральными банками тесно связаны с их курсовой политикой. В частности, если центральный банк какой-либо страны намеревается предотвратить удорожание национальной денежной единицы, он начинает скупку иностранной валюты, наращивая свои резервы. Гарантией спроса на валютные резервы в этом случае может служить только их хранение в наиболее ликвидных и стабильных по стоимости валютах. Следовательно, резервы накапливаются в тех валютах, которые пользуются спросом на валютном рынке.

1.3. ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ОБЛАДАНИЯ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТОЙ

Как указывают [Canzoneri, Cumby, Diba, Lopez-Salido, 2008], активное обсуждение преимуществ ключевой резервной валюты пришлось в основном на 50–60-е гг. прошлого столетия. Это связано с формированием Бреттон-Вудской системы валютных курсов, а также с первостепенной ролью, которую играл в этой системе доллар США. Переход от золотого, или золотовалютного стандарта к системе, основную долю международных резервов в которой составляли доллары США, сам по себе вызывал много вопросов. А с учетом того, что роль резервной валюты играла денежная единица только одной страны, у представителей многих стран возникло чувство несправедливости. Считалось, что с помощью своей уникальной позиции в мировой денежной системе США пользовались «чрезмерной привилегией» (*exorbitant privilege*)¹, которая позволяла получать дополнительные преимущества.

Наиболее полно преимущества и недостатки обладания резервной валютой перечислены в работах [Frankel, 1995] и [Bismut, Jaquet, 1999]. Кроме того, для описания сути этих преимуществ и обсуждения вопросов, с ними связанных, будут использоваться работы [Aliber, 1964; 1967] и [Salant, 1964].

Гибкость фискальной политики. Одним из основных преимуществ, которое получают страны, обладающие резервными валютами, является большая гибкость фискальной политики. При существенном и продолжительном дефиците государственного бюджета доверие экономических агентов к возможности государства его финансировать снижается и спрос кредиторов на государственные ценные бумаги падает. В результате в определенный момент времени перед правительством встает вопрос о необходимости поиска источников финансирования бюджетного дефицита или

¹ Обычно эти слова приписываются Шарлю де Голлю. Однако [Gourinchas, Rey, 2005] и [Eichengreen, 2011] указывают на то, что в действительности о «чрезмерной привилегии» говорил Валери Жискар д'Эстен, в то время министр финансов Франции.

перехода к сбалансированному бюджету. В качестве одной из альтернатив выступает монетарный способ финансирования, когда государство оплачивает свои обязательства вновь эмитированными деньгами.

В стране, валюта которой не является резервной, это приводит к увеличению количества денег, обращающихся в экономике. Рост совокупного спроса в сочетании с ограниченными возможностями увеличения производства даст производителям возможность повышать цены на товары. Одновременно желание наращивать выпуск за счет привлечения дополнительных трудовых ресурсов приведет к снижению безработицы ниже естественного уровня и к возникновению возможности для работников успешно добиваться повышения уровня заработной платы. В итоге в стране возрастает темп инфляции¹. Учитывая существенные экономические и политические издержки инфляционного сценария, такое развитие событий неприемлемо для большинства государств.

Для страны, обладающей резервной валютой, возможностей для маневра больше. Спрос на активы, номинированные в валюте такой страны, существенно выше вследствие покупок иностранными экономическими агентами для использования в международных сделках в качестве промежуточной валюты, а также за счет накопления иностранными центральными банками международных резервов. Таким образом, прирост денежной массы, направляемой на финансирование дефицита бюджета, частично абсорбируется спросом на резервную валюту со стороны иностранных экономических агентов. Следовательно, за счет монетарной экспансии в стране, обладающей резервной валютой, бюджетный дефицит может быть большим и сохраняться дольше без существенных инфляционных последствий.

Гибкость политики платежного баланса. В стране, не обладающей резервной валютой, дефицит счета текущих операций платежного баланса может возникать только при усло-

¹ Подробнее о механизме запуска инфляции см., например [Mishkin, 1984].

вии профицита счета операций с капиталом и финансовыми инструментами или сокращения международных резервов органов денежно-кредитного регулирования. Таким образом, дефицит в торговле товарами и услугами финансируется за счет притока капитала. В кризисных случаях, когда доверие к национальной экономике со стороны инвесторов падает, страна может столкнуться с резким оттоком капитала¹. Связанное с этим значительное падение спроса на национальную валюту приводит к снижению ее курса. В итоге монетарные власти сталкиваются с необходимостью девальвировать национальную валюту или тратить резервы на поддержание обменного курса.

В случае снижения курса национальной валюты стоимость импорта возрастает, что приводит к снижению спроса на импортные товары. Стоимость экспорта, наоборот, снижается, что делает производимые внутри страны товары более конкурентоспособными и увеличивает спрос на них со стороны иностранных экономических агентов. В результате сальдо счета текущих операций становится более сбалансированным. Если монетарные власти считают, что отток капитала является временным и быстро меняет направление на противоположное, они могут поддерживать обменный курс, используя валютные резервы.

Противоположная ситуация будет складываться в случае профицита счета текущих операций. Долгосрочное и значительное превышение экспорта над импортом будет создавать постоянный избыток спроса на национальную валюту. В случае отсутствия оттока капитала центральный банк будет вынужден укреплять национальную валюту или наращивать резервы, увеличивая предложение национальной валюты. По мнению [Bordo, 1992], именно нежелание повышать инфляцию заставило немецкий Бундесбанк в 1961 и 1969 гг. пойти на ревальвацию марки в рамках Бреттон-Вудской сис-

¹ Проблема, связанная с резким оттоком капитала, получила название «неожиданной остановки» («sudden stop»). Подробное описание проблемы и ее последствий см., например, в работе [Durdu, Mendoza, Terrones, 2007].

темы. В недавнем исследовании реакции монетарной политики на дисбалансы во внешней торговле, проведенном МВФ¹, указывается на то, что в современную эпоху плавающих курсов в 1990-х и 2000-х гг. при давлении на валютный курс в сторону удешевления центральные банки чаще снижали курс национальной валюты, а при давлении в сторону удорожания накапливали валютные резервы.

Для страны-эмитента резервной валюты ограничения, накладываемые на политику центрального банка в отношении обменного курса и золотовалютных резервов, являются не такими жесткими, как для остальных государств. Дефицит счета текущих операций таких стран сравнительно легко финансируется иностранными экономическими агентами², так как они предъявляют спрос на резервные активы, выраженные в резервной валюте. В результате страна, обладающая резервной валютой, может в течение длительного времени без серьезных затруднений жить в условиях дефицита платежного баланса.

Преимущества обладания резервной валютой для осуществления максимально гибкой фискальной и внешнеторговой политики демонстрирует пример США. Дефицит счета текущих операций в США наблюдается в течение нескольких последних десятилетий (за исключением небольшого положительного сальдо в 1991 г.). Дефицит консолидированного бюджета фиксируется с 2002 г.³ Большую роль для возможности формирования двойного дефицита в США сыграло соглашение центральных банков и суверенных фондов благосостояния развивающихся стран накапливать долларовые активы в качестве международных резервов.

В последнее время не только в академических, но и в политических кругах ведется бурная дискуссия о причинах глобальных дисбалансов и о том, как долго США смогут выдерживать двойной дефицит и каким образом будет происходить

¹ *World Economic Outlook, Chapter 3. 2007.*

² Постановку проблемы о влиянии суверенных фондов благосостояния на мировые резервные валюты см. [Jen, 2008].

³ По данным Бюро экономического анализа США. <http://www.bea.gov>.

процесс перехода к равновесному состоянию. Подробнее о глобальных дисбалансах и о роли доллара как резервной валюты в их формировании см. [Bernanke, 2005; King, 2005; Lomax, 2006].

Сеньораж. Как и эмиссия денег внутри страны, обладание резервной валютой в рамках мировой экономики дает возможность получать прямой доход от выпуска денег [Buiter, 2007].

Увеличивая предложение денег, государство получает возможность приобретать активы, печатая деньги. Кроме того, государство должно было бы платить проценты, если бы ему пришлось привлекать средства не за счет выпуска денег, а на кредитном рынке. Другими словами, печатая деньги, обязательные и единственно возможные для использования, государство заставляет остальных экономических агентов предоставлять ему беспроцентный кредит. Тесно связанной с понятием сеньоража является концепция инфляционного налога, под которым понимается снижение реальной стоимости денег, связанное с повышением цен в стране.

Все перечисленные выше варианты получения дохода от эмиссии кредитных денег (прямое первоначальное приобретение активов, отсутствие процентных платежей, инфляционный налог) действуют и в отношении мировой резервной валюты, так как экономические агенты по всему миру принимают резервную валюту в качестве платы за товары и услуги.

Преимущества для ведения бизнеса и удобство для резидентов. Компании США обладают сравнительным преимуществом перед компаниями других стран в знании специфики ведения расчетов в долларах США. С учетом того что большинство иностранных контрагентов согласны принимать доллары США в качестве средства платежа или готовы производить оплату в долларах, у американских граждан и компаний в целом намного меньше проблем в ведении бизнеса на международном рынке. И хотя в последнее время влияние национальной принадлежности экономических агентов на их конкурентоспособность вне страны существенно снизилось, компании и банки стран-эмитентов резервных ва-

лют несут меньше затрат, связанных с конвертацией валют при операционной деятельности и привлечении финансирования.

Ограничение независимости денежно-кредитной политики. В качестве главного недостатка эмиссии резервной валюты большинство экономистов называют снижение эффективности денежно-кредитной политики. Центральный банк страны-эмитента резервной валюты не может так же быстро реализовывать меры по контролю за денежным предложением внутри страны, как другие страны.

Наличие этого ограничения связано с самой сутью резервной валюты. Значительная доля спроса на резервную валюту предъявляется со стороны нерезидентов. Соответственно, колебания спроса на валюту увеличиваются по сравнению с ситуацией, когда спрос на нее предъявляют лишь национальные экономические агенты. Если в обычной ситуации центральный банк достаточно хорошо понимает, каково должно быть предложение денег для обеспечения нормального функционирования национальной экономики, то спрос на деньги со стороны иностранных экономических агентов выступает как экзогенная величина, которая может в значительной степени влиять на ситуацию на денежном рынке. Например, если произойдет резкий рост спроса на национальную валюту со стороны иностранных агентов, то она начнет дорожать, в результате снизится конкурентоспособность экспорта. В то же время значительная часть всего объема денежной массы страны-эмитента резервной валюты обращается за рубежом. В случае возникновения у иностранных экономических агентов желания продать активы, номинированные в резервной валюте, ее предложение может резко вырасти, создавая угрозу инфляции в стране-эмитенте.

Таким образом, обладание резервной валютой дает стране-эмитенту некоторые преимущества, но при этом имеет определенные минусы. Напомним, что ключевым фактором для формирования статуса резервной валюты является спрос со стороны экономических агентов других стран. Преимущества и недостатки использования ими резервной валюты рассматриваются в следующем разделе.

Кроме того, в качестве негативного последствия приобретения валютой статуса резервной выделяется возможное укрепление курса данной валюты, ведущее к ослаблению конкурентных преимуществ экспортеров. По этой причине ряд стран, в частности Китай, пытаются ограничить операции со своими валютами для предотвращения их укрепления.

1.4. ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ

Для формирования полной картины причин появления резервных валют рассмотрим преимущества и недостатки использования резервной валюты иностранными экономическими агентами. Среди направлений использования иностранной валюты резидентами страны можно выделить три направления: расчеты по международным сделкам, использование в качестве международных резервов и расчеты внутри страны.

Преимущества и недостатки, связанные с применением иностранной валюты в международных расчетах, достаточно очевидны. К достоинствам использования резервной валюты при международных сделках обычно относят снижение рисков в отношении объема спроса, предъявляемого на продукцию компаний-экспортеров. Это происходит из-за снижения волатильности цены при колебаниях курсов национальных валют. К недостаткам использования резервной валюты относят риски изменения обменных курсов.

Хранение монетарными властями средств в валюте в качестве международных резервов осуществляется потому, что в современных условиях высокой мобильности капитала для возможности оказания влияния на курс национальной валюты денежная база должна быть обеспечена резервами. Отметим, что резервы не обязательно должны быть значительными. Тем не менее наличие резервов в драгоценных металлах или иностранной валюте увеличивает доверие к национальной денежной единице. Использование иностранной валюты внутри страны в качестве законного средства обращения при-

нято называть полной долларизацией. Рассмотрение аспектов использования иностранной валюты во внутренних расчетах является как объектом экономических исследований, так и предметом политических дискуссий. Это во многом обусловлено тем, что национальная валюта является как национальным символом, так и ключевым инструментом независимой экономической политики. Выделим основные преимущества и недостатки долларизации, основываясь на работах [Arellano, Heathcote, 2007] и [Berg, Berensztein, 2000].

Стабильность курса иностранной валюты дает возможность национальным экономическим агентам использовать ее в качестве замены национальной денежной единицы. В случае постоянной нестабильности в экономике страны доверие к национальной валюте может быть сильно подорвано. Высокая инфляция, значительный бюджетный дефицит и дефицит платежного баланса являются основными факторами, негативно влияющими на желание экономических агентов использовать национальную валюту в расчетах между собой и в качестве средства сбережения. Периоды, когда страны испытывают указанные проблемы, часто становились временем перехода к полной долларизации. Таким образом, одним из важных преимуществ полной долларизации для резидентов страны является возможность сохранения ценности сбережений и использования иностранной валюты как средства расчетов и меры стоимости. Как показано в работе [Black, Christofides, Mourmouras, 2001], особенно актуальным этот мотив становится во время кризиса, когда домохозяйства снижают спрос на национальную валюту в пользу иностранной из-за возросших валютных рисков.

Снижение валютных рисков в случае полной долларизации позволяет снизить стоимость привлечения капитала для резидентов страны. Снижение премии за риск возможно также за счет низкой вероятности проведения проинфляционной монетарной политики. Повышение инвестиционной привлекательности страны может привести к увеличению инвестиций и экономическому росту.

Потеря доходов от сеньоража связана с невозможностью использовать национальную валюту для получения дохода

от эмиссии. В частности, экономисты Банка международных расчетов оценили возможные потери различных стран в случае отказа от эмиссии собственной валюты [Hawkings, Masson, 2003], которые представлены в табл. 1.3. При этом доход, получаемый государством от сеньоража, рассчитывается путем умножения доходности государственных облигаций на средний прирост денежной массы по отношению к ВВП.

ТАБЛИЦА 1.3. Возможная величина сеньоража в различных странах

Страна	% ВВП, среднее значение за период с 1999 по 2001 г.
Бразилия	0,8
Венгрия	0,5
Индонезия	0,3
Китай	0,7
Корея	0,2
Мексика	0,3
Польша	0,3
Россия	1,4
Сингапур	0,1
Таиланд	0,1
ЮАР	0,2
Среднее для избранных развитых экономик (Австралия, Великобритания, Канада, Швейцария)	0,1

Невозможность проводить независимую монетарную политику становится одним из самых серьезных недостатков, который необходимо учитывать при полной долларизации. В случае использования иностранной валюты в качестве законного средства обращения внутри страны денежно-кредитная политика фактически определяется центральным банком той страны, чья валюта используется. С учетом важ-

ности и эффективности денежно-кредитной политики данный недостаток полной долларизации является очень существенным.

* * *

Таким образом, под резервной обычно понимают валюту, которую центральные банки используют для хранения официальных резервов. Резервная валюта должна отвечать нескольким дополнительным признакам. Это должна быть стабильная валюта большой экономики с широкими внешне-экономическими связями и развитым финансовым рынком. Кроме того, важными факторами для становления резервной валюты являются исторически сложившаяся традиция ее использования в мировой торговле, а также сетевой эффект. На сегодняшний день МВФ официально выделяет четыре резервные валюты: доллар США, евро, фунт стерлингов и японскую иену.

Резервная валюта выполняет в мировой платежной системе определенные функции, которые нацелены на удовлетворение потребностей экономических агентов в средстве расчета, средстве платежа и средстве сохранения ценности. Принято разделять спрос на резервную валюту со стороны частных экономических агентов и со стороны центральных банков. Частными экономическими агентами резервная валюта используется для проведения внешнеторговых сделок, как промежуточная валюта в операциях по обмену валют и как валюта номинирования корпоративного долга. Центральные банки используют резервную валюту в качестве ориентира при установлении обменного курса, для проведения валютных интервенций и для хранения официальных резервов.

Эмиссия резервной валюты предполагает определенные преимущества и недостатки. В качестве преимуществ для страны-эмитента принято выделять гибкость налогово-бюджетной политики, гибкость внешнеторговой политики, дополнительные доходы от сеньоража и удобство для ведения международного бизнеса резидентами данной страны. Ос-

новым недостатком является ограничение гибкости денежно-кредитной политики.

Использование резервной валюты экономическими агентами других стран также имеет для них как преимущества, так и недостатки. Преимуществами являются возможность управления валютным риском при проведении внешнеторговых сделок, а также повышение доверия к экономической политике страны, обладающей резервами, номинированными в резервных валютах. В случае отказа от эмиссии собственной денежной единицы главным преимуществом является стабильность используемой резервной валюты, но при этом серьезными недостатками становятся потеря независимости денежно-кредитной политики и потеря доходов от сеньоража.

Таким образом, помимо использования центральными банками для хранения своих резервов, резервная валюта должна обладать определенными свойствами и выполнять множество других функций. Для того чтобы выделить основные факторы, которые влияют на формирование резервной валюты, рассмотрим теоретические модели спроса на резервные валюты, а также проанализируем основные результаты международного опыта эмпирической оценки факторов спроса на резервные валюты.

2. Факторы, определяющие формирование резервной валюты

2.1. ИСТОРИЯ СТАНОВЛЕНИЯ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ

Современную историю использования глобальных резервных валют можно разделить на три этапа: период господства фунта стерлингов — до 1913 г., промежуточный этап равного использования фунта стерлингов и доллара — 1914–1945 гг., период господства доллара США — начиная с 1945 г. [Eichengreen, 1987].

Фунт стерлингов как мировая резервная валюта. Господство фунта стерлингов на протяжении почти 50 лет в конце XIX — начале XX в. тесно связано с золотым стандартом. Великобритания была первой страной, фактически перешедшей на золотой стандарт еще в начале XVIII в. Это стало следствием вытеснения серебряной монеты из обращения из-за того, что официальная цена серебра, установленная Английским монетным двором, была завышена по отношению к золоту. Начиная с середины XIX в. цена серебра, выраженная в золоте, в мире резко выросла. Причиной этого послужили открытия новых золотых месторождений в России, Австралии и Калифорнии. В результате Германия последовала примеру Великобритании и приняла золотой стандарт в 1871 г. После чего в течение короткого периода времени на золотой стандарт перешли все основные мировые экономики.

Можно выделить несколько причин господства британской валюты в качестве главной резервной валюты [Eichengreen, 2005]. Во-первых, необходимо отметить лидирующее поло-

жение Великобритании в мировой торговле, а также в экспорте товаров. По некоторым оценкам, доля фунта в международных торговых операциях составляла до 60% общего объема. Во-вторых, Великобритания долгое время являлась лидером по объему инвестиций за рубеж, а Лондон играл роль мирового финансового центра. В-третьих, важный вклад внесло положение Великобритании как империи. Использование в рамках империи фунта поощрялось властями, а доминионы, проводящие иную денежную политику, наказывались требованием полной конвертации местной валюты в фунт стерлингов по фиксированному курсу.

Промежуточный этап. После создания в США Федеральной резервной системы в 1913 г. начинается постепенный рост использования доллара в качестве валюты международной торговли. Этому способствует бурный рост американской экономики, а также последствия Первой мировой войны, заставившие крупнейшие европейские центральные банки отменить конвертируемость своих валют в золото. Однако роль американской валюты в мировом масштабе пока еще слаба, а эффект привычки заставляет многих экономических агентов использовать при международных операциях фунт стерлингов и французский франк.

Господство доллара США. Можно выделить несколько ключевых причин выхода американской валюты на место основной мировой резервной валюты. В значительной мере повышение роли доллара США объясняется лидирующими позициями США в мировой экономике после Второй мировой войны. Экономики большинства развитых стран мира долгое время не могли оправиться от последствий военных действий и связанных с ними финансовых потрясений. В результате доля США в мировой торговой и платежной системе оказалась подавляюще велика. Важным фактором повышения роли доллара США было также активное противодействие центральных банков крупных развитых стран, в первую очередь Германии, Франции и Японии, интернационализации своих валют. Главной причиной этого противодействия была ориентация данных стран на экспортоориентированный рост, для обеспечения которого они хотели сохранять контроль над

валютным курсом. Определенную роль сыграло также формирование Бреттон-Вудской валютной системы, в которой доллар был официально присвоен статус главной валюты.

Важной особенностью перехода от одной мировой резервной валюты к другой стала постепенность этого процесса. Переход статуса главной резервной валюты от фунта к доллару занял около 50 лет.

2.2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ

2.2.1. ФАКТОРЫ СПРОСА НА РЕЗЕРВНЫЕ ВАЛЮТЫ

Потребность в резервной валюте в международной торговле возникает естественным образом. Осуществление сделки между контрагентами из разных стран в большинстве случаев требует как минимум одной транзакции по обмену валют. Основанная на относительно свободном перемещении товаров и капитала между странами, современная глобальная экономика требует быстрого и надежного функционирования глобального валютного рынка. Однако его работа будет осложняться из-за проблемы «двойного совпадения желаний»: для того чтобы купить некоторую сумму валюты другой страны, необходимо, чтобы кто-нибудь хотел ее продать. Проблема решается с помощью организации непрямого обмена: нахождения некоторой валюты, которая служила бы универсальным средством обмена. В рамках модели появления такого средства обмена — модели, основанной на теории поиска контрагента [Kiyotaki, Wright, 1989; 1993; Lagos, Wright, 2004] — рынок сам определит валюту, которая более всего отвечает требованиям экономических агентов с точки зрения облегчения международных транзакций. Международный обмен в рамках данных моделей описан в работах [Krugman, 1980; Rey, 2001], где показано, что использование валюты в качестве промежуточного средства обмена в основном зависит от транзакционных издержек при осуществлении обменных операций. В случаях, когда издержки непрямого обмена ниже, будет использоваться резервная валюта. Таким образом, одной из причин существования резервных

валют является необходимость обеспечивать быстрые и наименее затратные международные операции.

Для объяснения низких издержек использования резервных валют рассматриваются сетевые внешние эффекты (*network externalities*). Под сетевыми внешними эффектами понимается дополнительная ценность, которую получает потребитель блага в случае, когда общее количество потребителей этого блага увеличивается. Мировая валюта обладает для контрагентов в международных сделках данным преимуществом. В результате, чем больше экономических агентов используют валюту в расчетах, тем выгоднее ей пользоваться.

В качестве одного из факторов формирования транзакционного спроса на резервные валюты принято называть также исторический [Frankel, 1995]. Отмечается, что процесс использования какой-либо валюты в качестве резервной в значительной степени определяется сложившейся деловой практикой. Инерционность использования валюты вполне понятна: экономические агенты более склонны использовать в своих расчетах ту валюту, которой уже пользуются все остальные.

Помимо облегчения международных транзакций резервная валюта, по аналогии с национальными деньгами, должна быть относительно надежным средством хранения сбережений. В этом смысле ключевую роль играют доходность активов, номинированных в этой валюте, и колебания обменных курсов. Чем выше суммарная доходность активов в данной валюте, взвешенная с учетом рисков, тем выше спрос на резервную валюту. Кроме того, большое значение имеют ликвидность рынка активов и долгосрочная стабильность валюты. Валюта со стабильным курсом, активы номинированные в которой могут легко быть реализованы на хорошо функционирующем ликвидном рынке, будет пользоваться повышенным спросом в качестве резервной.

Перечисленные выше факторы дают представление об основных предпосылках существования резервных валют, однако для подробного анализа требуются более строгое теоретическое обоснование их функций. Это позволит формально выделить отдельные функции и указать ключевые факторы, определяющие использование резервных валют.

2.2.2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ ФУНКЦИЙ РЕЗЕРВНЫХ ВАЛЮТ

Попытки создания моделей, объясняющих причины появления резервных валют и функции, выполняемые ими в МВС, были впервые предприняты в конце 1970-х — начале 1980-х гг. Однако интерес к данной теме не угасал, и в последние годы сформировалось еще несколько теоретических подходов к моделированию факторов использования резервных валют. Классификация моделей произведена в соответствии с классическим разделением функций, выполняемых резервными валютами в мировой экономике, между использованием частными экономическими агентами и органами денежно-кредитного регулирования [Cohen, 1971; Kenen, 1983].

Использование валюты для сделок вне юрисдикции страны-эмитента. *Модели долларизации* (в том числе модели валютного комитета) направлены на объяснение использования резервной валюты в качестве платежного средства в других странах помимо страны-эмитента. В этом случае она полностью или частично заменяет местную валюту. Работы в области анализа последствий долларизации концентрируются на моделировании открытой экономики и рассмотрении функционирования этой экономики при нескольких режимах валютного курса: плавающий курс национальной валюты, фиксированный курс национальной валюты и долларизация. В качестве примеров такого рода моделей можно привести работы [Mendoza, 2000; Chang, Velasco, 2002; Arellano, Heathcote, 2007].

В них показано, каким образом формируются спрос на использование иностранной валюты в качестве внутреннего средства платежа. Из-за недоверия к денежно-кредитной политике правительства, связанного с высоким темпом инфляции, спрос будет предъявляться на стабильную денежную единицу. Поэтому, вероятнее всего, в качестве валюты привязки обменного курса или замещающей денежной единицы будет использована одна из резервных валют из-за характерной для них низкой инфляции. В результате, одной из составляющих совокупного спроса на резервную валюту является спрос, предъявляемый со стороны экономических агентов

тех стран, где доверие к денежно-кредитной политике государства находится на низком уровне, а восстановить его не позволяет непоследовательность проводимой политики.

Модели оптимальных валютных зон изучают группы стран, которым выгодно использовать единую валюту, а также критерии, которые делают использование общей валюты для этих стран оптимальным с точки зрения достижения основных целей макроэкономической политики. Модели оптимальных валютных зон похожи на рассмотренные в предыдущем подразделе модели долларизации. Однако в отличие от моделей долларизации, которые исследуют причины одностороннего решения какой-либо страны использовать иностранную валюту в качестве внутренней денежной единицы, модели оптимальных валютных зон призваны объяснить плюсы использования единой валюты в международной торговле во всех странах валютного блока.

Для целей нашей статьи важен тот аспект теории оптимальных валютных зон, который позволяет выявить стимулы для использования в межстрановой торговле иностранной валюты или перехода на единую валюту. Результаты изучения гравитационных моделей позволяют утверждать, что основными причинами вхождения страны в валютный союз являются малый размер экономики, высокий уровень товарооборота со странами, использующими данную резервную валюту, а также высокий уровень инфляции. Таким образом, можно сказать, что вероятность использования валюты в качестве единой денежной единицы валютного союза тем выше, чем больше экономика страны-эмитента, чем больше внешнеторговые связи этой страны и чем стабильнее ее денежная единица.

Валюта международной торговли. *Модели выбора валюты внешнеторговых контрактов* являются важной темой исследований факторов формирования резервных валют. Использование определенной валюты для установления цен в международной торговле зависит от желания экспортера найти баланс между валютными рисками и опасением за величину спроса на свою продукцию. Цена, выраженная в валюте страны-экспортера, предполагает отсутствие для экспортера

неопределенности, связанной с конвертацией валютной выручки в национальную валюту. При этом валютный риск перекладывается на покупателя-импортера. В случае непредвиденных изменений обменного курса цена для покупателя меняется и, следовательно, меняется объем спроса, предъявляемого на данную продукцию. В результате для экспортера выставление цен в валюте экспортера несет в себе как положительную (отсутствие валютного риска), так и отрицательную (риск со стороны спроса на продукцию) сторону. При установлении цены в валюте страны-импортера для продавца-экспортера будет наблюдаться обратная ситуация. Спрос на продукцию станет более стабильным, так как не будет подвержен влиянию существенных изменений цен связанных с колебаниями обменных курсов. Однако валютный риск полностью будет лежать на продавце-экспортере.

Модели выбора валюты внешнеторговых контрактов рассматриваются в работах [Donnenfeld, Zilcha, 1991; Bachetta, van Wincoop, 2002; Goldberg, Tille, 2005]. Основная идея, с помощью которой механизм внешнеторгового ценообразования объясняется в перечисленных работах, базируется на микроэкономической теории фирмы (максимизации прибыли производителя). Такой подход позволяет выявить факторы, влияющие на выбор компаниями-экспортерами валюты, в которой они устанавливают цены на свою продукцию. С точки зрения спроса на резервные валюты ключевым выводом из подобных моделей является определение того факта, что валюта экспортера не всегда является оптимальным выбором для установки цен на экспортную продукцию. На выбор валюты ценообразования будут оказывать влияние доля рынка и другие показатели монопольной власти компаний-экспортеров на внешних рынках, а также степень эластичности спроса по цене на импортируемые товары в странах-импортерах. Спрос на резервную валюту будет тем больше, чем выше монопольная власть компаний-экспортеров страны-эмитента этой валюты на внешних рынках, а также чем меньше ценовая эластичность спроса на импорт в странах-импортерах.

Склонность экономических агентов номинировать экспортную продукцию в единой (и в большинстве случаев отличной от национальной) валюте характерна для конкурентных рынков, где продаются хорошо заменяемые товары, типичным примером которых является сырье. В этом случае мотив установки цены в валюте, аналогичной валюте цен конкурентов, является вариантом противодействия риску со стороны спроса. Если цена на продукцию компании будет устанавливаться в валюте, отличной от общепринятой на данном рынке, то реализация валютного риска приведет к изменению цены относительно цен конкурентов и, следовательно, к колебаниям спроса. В то же время цена у компаний-конкурентов будет неизменной относительно друг друга, и изменений спроса на их продукцию не произойдет.

Промежуточная валюта. Одной из функций, выполняемых резервными валютами, является использование их для непрямого валютного обмена при осуществлении международных сделок между контрагентами из стран, не являющихся эмитентами резервных валют. Важный вклад в моделирование функций, которые выполняют главные международные валюты при их использовании в качестве промежуточных, был сделан в работе [Krugman, 1980]. В модели показано, что общепризнанной международной валютой может служить только денежная единица страны, которая играет значительную роль в международных расчетах. Данный вывод основан на влиянии снижения удельных издержек обмена при росте числа операций, что характерно для большой экономики, в значительной степени вовлеченной в международную торговлю.

Теоретические модели функций, выполняемых промежуточной валютой, основываются на двух предположениях: низкой вероятности совпадения желаний экономических агентов для заключения валютной сделки и существовании транзакционных издержек на валютном рынке. При этом действует эффект масштаба, т. е. чем больше сделок заключается с какой-либо валютой, тем ниже удельные транзакционные издержки в таких сделках. В результате во многих случаях для экономических агентов, которые хотят обменять

одну валюту на другую, оптимальным будет заключение двух последовательных валютных сделок с использованием промежуточной валюты. Спрос на резервные валюты, связанный с исполнением ими функций промежуточной валюты в международной торговле, представляет собой значительную часть общего спроса на резервные валюты.

Валюта номинирования долга и хранения резервов. *Модели номинирования долга* исследуют одну из важных функций, выполняемых резервными валютами — использование этих валют на международных рынках долговых обязательств.

Рассмотрение роли основных мировых валют в механизме внешнего кредитования базируется на двух основных предпосылках. С одной стороны, компании или государства, привлекающие средства на внешних рынках, стремятся получить наиболее выгодные условия кредитования. С другой стороны, заемщик старается минимизировать свои валютные риски и защититься от последствий ухудшения условий торговли. Вклад в изучение факторов, влияющих на валютную структуру внешних заимствований экономических агентов, был сделан в работах [Grandes, Peter, Pinaud, 2003; Siegfried, Semeonova, Vespro, 2007; Habib, Joy, 2008].

Издержки заимствования на внешних финансовых рынках разделяются на несколько составляющих, которые включают процентную ставку, валютный риск, премию за страновые риски государства-эмитента валюты номинирования долговых обязательств. Выбор той или иной валюты заимствования влияет на каждый из видов издержек. Следовательно, задача компании, привлекающей заемные средства, заключается в определении валюты (или нескольких валют), суммарные издержки номинирования долга в которой наименьшие.

Таким образом, важным результатом данной категории моделей является вывод о том, что основным фактором выбора валюты заимствований являются издержки. Чем выше издержки заимствования в валюте, тем ниже использование данной валюты для номинирования долга.

Одной из первых попыток *моделирования международных резервов* центральных банков стала модель, описанная

в [Heller, 1968]. В условиях Бреттон-Вудской системы официальные резервы служили инструментом сглаживания внешних шоков и поддержания фиксированных курсов валют. По этой причине транзакционный мотив, т. е. возможность использования резервов для компенсации внешне-торговых дисбалансов, являлся основным на тот момент аргументом в пользу накопления резервов центральными банками. При этом вопрос о валютной структуре резервов вообще не ставился из-за официального статуса резервной валюты, закрепленного за долларом США. По этой причине базовая идея модели заключается в анализе реакции монетарных властей на дефицит платежного баланса. С одной стороны, центральный банк может позволить национальной валюте подешеветь, что сделает импортные товары более дорогими, а экспорт более конкурентоспособным. С другой стороны, центральный банк может поддерживать курс, финансируя дефицит платежного баланса за счет международных резервов.

В настоящее время в качестве модели анализа действий центральных банков по оптимизации структуры резервов в большинстве работ рассматривается модель среднего отклонения (*mean-variance framework*). Основная идея данной модели заключается в оценке свойств портфеля активов, состоящего из набора валют. Построение такого портфеля основано на теории портфеля активов, созданной Марковицем [Markowitz, 1952]. В соответствии с этой теорией каждый актив — в нашем случае, валюту — можно охарактеризовать доходностью и риском.

Задача центрального банка заключается в оптимизации валютной структуры портфеля резервов. Рассмотрение данной задачи обычно осуществляется в двух вариантах: максимизация средней доходности по валютам для нейтральных к риску центральных банков или минимизация дисперсии доходности портфеля для центральных банков с негативным отношением к риску. Примерами работ по моделированию портфеля официальных резервов могут служить исследования [Horii, 1986; Ramaswamy, 1999; Papaioannou, Portes, Siourounis, 2006; Beck, Rahbari, 2008].

Воздействие доходности и риска на структуру резервов обычно учитывается с помощью модели выбора оптимального портфеля для инвестирования, который предполагает наибольшую доходность при наименьшем риске. Важным условием при этом является диверсификация портфеля по активам в нескольких валютах. Таким образом, спрос на резервную валюту будет тем значительнее, чем больше страна-эмитент участвует в международной торговле и чем больше средств привлекают на ее финансовом рынке зарубежные заемщики. Кроме того, объем резервов, размещенных в данной валюте, будет большим, если вложения в ней обеспечивают наибольшую доходность при заданном уровне риска, а корреляция доходности с другими валютами минимальна.

* * *

Таким образом, общий спрос на резервную валюту складывается из нескольких составляющих: из спроса для проведения торговых транзакций и спроса со стороны международных финансовых рынков. Основными факторами, которые положительно влияют на использование резервной валюты на международных рынках, являются стабильность данной валюты по сравнению с другими валютами, степень конкурентоспособности компаний страны-эмитента и эластичности спроса в ней на импортные товары, величина издержек по проведению валютных сделок с данной валютой, а также валютная структура внешней торговли и потоков капитала стран-инвесторов в активы в данной валюте. Важно отметить, что на данный момент не проводилось моделирование совместного влияния всех факторов спроса на резервные валюты, поэтому определить степень влияния того или иного фактора достаточно сложно.

До сих пор резервные валюты и спрос на них преимущественно анализировались в масштабах всей мировой экономики. По этой причине подавляющее большинство работ посвящено рассмотрению роли доллара США, евро, японской иены и фунта стерлингов. Вместе с тем спрос со стороны внешних экономических агентов наблюдается и для некото-

П. В. Трунин, С. С. Наркевич

рых других валют. Обычно их использование ограничено несколькими странами, которые граничат или активно торгуют со страной — эмитентом такой валюты, поэтому их принято называть региональными резервными валютами. Их изучению посвящены следующие разделы данной работы.

3. Региональные резервные валюты

3.1. ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЕГИОНАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ

Региональной резервной принято называть такую валюту, которая выполняет все или часть функций резервной валюты, но не в мировом, а в региональном масштабе, т. е. когда данную валюту начинают использовать в своих транзакциях нерезиденты близлежащих стран вне пределов юрисдикции страны-эмитента [Dobson, Masson, 2009; Genberg, 2009; Salikhov, Agibalov, 2010]. Иными словами, региональная резервная валюта должна входить в резервы центральных банков стран, близких по географическому расположению, а также по масштабу торговых и инвестиционных потоков. Она также должна использоваться в качестве промежуточного инструмента, способствующего снижению транзакционных издержек, которые возникают при обмене региональных малоиспользуемых валют. Возможно также, что в некоторых случаях региональная резервная валюты может использоваться в качестве меры стоимости, т. е. для определения цен в тех странах региона, которые испытывают сложности с проведением стабильной монетарной политики.

В узком смысле под региональной резервной валютой может пониматься денежная единица некоторой страны, которую хранят в качестве резервов или используют в операционной деятельности центральные банки хотя бы нескольких стран. Самой большой сложностью с определением в таком виде является составление фактического списка региональных резервных валют. Дело в том, что в настоящее вре-

мя публикация центральными банками данных о валютной структуре золотовалютных резервов осуществляется на добровольной основе, либо такая информация раскрывается в соответствии со Специальным стандартом распространения данных МВФ (*Special Data Dissemination Standard — SDDS*) по ограниченному числу валют.

Эксперты Института международной экономики [Truman, Wong, 2006] и [Wong, 2007] проанализировали данные годовых отчетов центральных банков и министерств финансов большинства стран мира. Последние доступные на момент публикации исследования данные за 2004 и 2005 гг. показали, что подробную статистику по составу золотовалютных резервов в разрезе валют публиковали не более 23 стран. При этом большинство из них составляли небольшие государства Восточной Европы, которые являются кандидатами на вступление в зону евро. В результате существующая статистика по валютной структуре международных резервов характеризуется некоторым перекосом в пользу доли резервов, хранящихся в евро. Количество стран, публикующих подобные данные, постепенно растет¹, однако до сих пор информации о валютной структуре резервов недостаточно (см. рис. 3.1).

Группа стран, центральные банки которых руководствуются стандартами МВФ при публикации отчетности о валютной структуре резервов, также постоянно увеличивается. Тем не менее используемый в настоящее время стандарт позволяет публиковать отчетность в максимально агрегированном виде. В частности, в соответствии со стандартом достаточно разбивать резервы на две группы: резервы, хранящиеся в официальных резервных валютах МВФ, и резервы в остальных валютах. Отчеты некоторых стран содержат данные по объему резервов, хранящихся в каждой из официальных резервных валют МВФ, однако разбивка по другим валютам отсутствует.

Наконец, большое число государств вообще не публикуют статистики по валютной структуре своих международных резервов (такие резервы мы будем называть недетализирован-

¹ Например, Банк России начал публиковать такую информацию в ежеквартальном «Отчете по управлению резервами» в 2007 г.

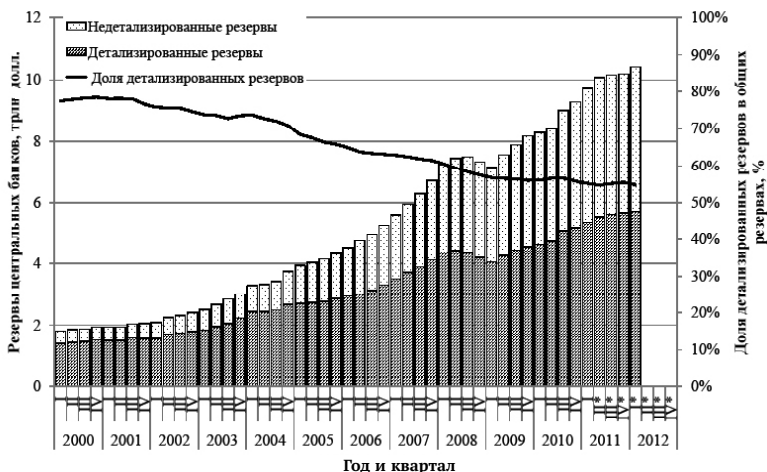


Рис. 3.1. Официальные резервы, трлн долл. США

Источник: Данные МВФ. <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

ными). Большинство стран, входящих в эту группу, являются развивающимися экономиками и обладают небольшими резервами. Однако среди них встречаются государства, которые входят в число лидеров по величине международных резервов, — например, Китай и Тайвань.

Наиболее полная статистика о валютной структуре международных резервов публикуется МВФ (*Composition of Foreign Exchange Reserves — COFER*). Однако эта база данных содержит информацию только о некоторых резервных валютах. До 2000 г. такими валютами были швейцарский франк и нидерландский гульден, однако после введения в обращение наличного евро учитываются только показатели швейцарского франка¹. Таким образом, использование стандартного определения региональной резервной валюты затруднено.

¹ По данным на 30 сентября 2009 г., доля швейцарского франка в резервах центральных банков, предоставляющих отчетность, составляла 0,12%.

Возможной альтернативой является информация об использовании некоторых валют в качестве якоря для фиксации валютных курсов стран региона. В данном случае принимается во внимание тот факт, что в качестве якоря обычно применяются только более стабильные валюты, которые одновременно широко торгуются на региональном валютном рынке и могут быть использованы центральными банками для валютных интервенций. Исходя из этого определения, в качестве региональной резервной валюты можно выделить южноафриканский рэнд, к которому «привязаны» валюты трех стран¹, франк *CFA*, используемый 15 странами Африки², российский рубль³, швейцарский франк.

Еще одним альтернативным вариантом для выделения региональных резервных валют может быть ее более широкое определение. Как мы писали в предыдущих разделах, региональная резервная валюта должна соответствовать нескольким критериям. Она должна широко использоваться в региональных экспортно-импортных операциях, на рынках государственных и корпоративных заимствований и, возможно, использоваться в качестве денег внутри стран с нестабильной денежной единицей. В последнем случае речь идет о применении данной региональной валюты в качестве валюты, которая замещает национальную денежную единицу при долларизации.

¹ В Единую валютную зону (*Common Monetary Area — CMA*) входят Лесото, Намибия, Свазиленд и ЮАР.

² Африканское финансовое сообщество (*Communauté Financière Africaine — CFA*) включает 15 стран, которые разделены на 2 монетарные зоны со своими центральными банками: Западно-Африканский экономический и валютный союз (*West Africa Economic and Monetary Union — WAEMU*) и Центрально-Африканский экономический и валютный союз (*Central Africa Economic and Monetary Union — CAEMU*), а также Коморские острова, использующие собственную валюту, курс которой привязан к курсам двух других валют. Подробнее см., например, [Yehoue, 2005].

³ Входит в состав корзины валют, к которой привязан курс белорусского рубля. См. на сайте: <http://www.nbrb.by/statistics/Rates/CurrBasket/description.asp>.

Широкое применение национальной денежной единицы в торговле между странами предполагает, с одной стороны, активное участие резидентов этой страны в региональной торговле, а с другой — стабильность национальной валюты, по крайней мере, по отношению к валютам других стран региона. Активное участие страны в региональной торговле может быть как следствием высокой степени открытости экономики, так и значительной величины внутреннего рынка, который является конечным пунктом региональных торговых потоков. Эти факторы могут сочетаться, и в этом случае национальная валюта способна с высокой степенью вероятности претендовать на роль региональной резервной валюты.

Можно выделить несколько стран, денежные единицы которых отвечают указанным параметрам — это Китай с его высокой степенью вовлеченности в региональную торговлю, а также с постоянно растущим внутренним рынком; Индия с большим внутренним рынком и высоким потенциалом с точки зрения открытости экономики; Бразилия как крупнейший внутренний рынок Латинской Америки, играющий большую роль в региональной торговле; Россия, которая является крупнейшим рынком в СНГ.

Использование денежной единицы в качестве валюты номинирования государственного и частного долга зарубежными экономическими агентами поднимает ее статус и может служить важным индикатором для выделения ее в качестве региональной резервной валюты. Определяющими факторами для выполнения валютой данной функции являются стабильность валюты, ее свободная конвертируемость, а также развитые и глубокие рынки капитала в стране — эмитенте валюты. Первые два фактора привлекают как национальных, так и иностранных инвесторов, которые готовы вкладывать средства в активы, характеризующиеся низким валютным риском и отсутствием издержек при трансграничном движении капитала. Эффективные финансовые рынки привлекают заемщиков, желающих брать в долг недоступные на национальных рынках объемы средств и делать это по низким ставкам.

Список валют, построенный по данному критерию, приводится в работе [Thimann, 2009] на основании данных, собираемых Банком международных расчетов. Ключевыми региональными валютами привлечения внешнего финансирования можно считать сингапурский и гонконгский доллары, австралийский доллар, новозеландский доллар, швейцарский франк.

В целом однозначно определить список региональных резервных валют достаточно сложно. Соответствие различных валют критериям, рассмотренным выше, обобщено в табл. 3.1. Вряд ли можно говорить о том, что приведенный список является исчерпывающим, однако он позволяет выделить основные региональные валюты, которые относительно широко используются в настоящее время.

Таблица 3.1. Региональные резервные валюты

Определение	Критерии выделения региональной резервной валюты	Валюты
Узкое	Хранение резервов центральными банками	Швейцарский франк
	Использование в качестве валюты, к которой фиксируется обменный курс валют других стран	Российский рубль, франк США, швейцарский франк, южноафриканский рэнд
Расширенное	Использование в региональных внешнеторговых операциях	Бразильский реал, индийская рупия, китайский юань, российский рубль
	Номинирование государственного и корпоративного долга	Австралийский доллар, гонконгский доллар, новозеландский доллар, сингапурский доллар
	Использование нерезидентами для внутренних операций	Швейцарский франк

3.2. КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ОЦЕНКА РОЛИ РЕГИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ

Как было сказано в предыдущем разделе, данные по резервам центральных банков в разрезе достаточного числа национальных валют отсутствуют. Таким образом, количественная оценка роли региональных резервных валют затруднена. Индикатор того, в какой степени данная валюта является резервной (в расширенном определении) или каковы ее перспективы стать резервной, зависит от выполнения валютой следующих функций: использование ее в платежах между экономическими агентами и в качестве промежуточной валюты, а также в качестве валюты номинирования долга и сделок на финансовых рынках.

В список рассматриваемых нами региональных резервных валют (с учетом доступных статистических данных) входят австралийский доллар, бразильский реал, гонконгский доллар, индийская рупия, канадский доллар, китайский юань, новозеландский доллар, российский рубль, сингапурский доллар, южноафриканский рэнд. Франк *SFA* не попал в исследуемую группу, так как по этой валюте данные не собираются. Российский рубль включен в данный список, поскольку он соответствует следующим критериям (см. табл. 3.2): использование в качестве валюты, в которой фиксируется обменный курс валют других стран, и использование в региональных внешнеторговых операциях.

Для оценки роли региональных валют возможно использование двух видов данных, предоставляемых Банком международных расчетов (*Bank for International Settlements — BIS*). Во-первых, это результаты трехгодичных опросов центральных банков стран мира¹, проводимых для оценки состояния международного валютного рынка и рынка деривативов². С помощью этой информации можно оценить степень

¹ См. страницу, посвященную данному опросу, на сайте Банка международных расчетов <http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.htm>.

² По информации из последнего опроса (см. [BIS, 2010]) в нем участвовали центральные банки 53 стран и суверенных образований.

использования каждой валюты в расчетах между экономическими агентами. Оценка роли региональных валют в этом случае будет сделана в виде описательной статистики по данным четырех опросов: 2002, 2004, 2007 и 2010 гг. Во-вторых, это данные по долговым ценным бумагам и инструментам денежного рынка, номинированным в различных валютах. С помощью такой статистики можно оценить степень использования региональных валют на международных рынках капитала.

3.2.1. РЕГИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ В КАЧЕСТВЕ СРЕДСТВА ПЛАТЕЖА

В трехгодичном опросе Банка международных расчетов учитываются данные по следующим инструментам валютного рынка и рынка деривативов в разрезе валют: спот-сделка (*spot transaction*), прямой форвард (*outright forward*), валютный своп (*foreign exchange swap*), валютный процентный своп (*currency swap*), валютный опцион (*currency option/warrant*), валютный свопцион (*currency swaption*). Ниже представлены определения этих инструментов из методической части опроса¹.

Спот-сделка — транзакция, которая представляет собой обмен двух валют по курсу, согласованному на дату контракта, в течение двух рабочих дней. Прямой форвард — транзакция, которая представляет собой обмен двух валют по курсу, согласованному на дату контракта, и будет осуществлена в какой-то момент в будущем (позже двух рабочих дней). Валютный своп — транзакция, которая состоит из двух частей. Короткая часть (*short leg*) представляет собой фактический обмен двух валют (только основной суммы) на определенную дату по курсу, согласованному во время заключения контракта. Длинная часть (*long leg*) — обратный обмен тех же двух валют в дату, которая находится в будущем, и по курсу (обычно отличному от курса, применяемого в короткой части), согласованному во время заключения контракта.

Валютный процентный своп — контракт, который обязывает две стороны обменяться потоками процентных плате-

¹ BIS, 2010.

жей в различных валютах на определенный период времени и обменяться суммами основного долга в различных валютах по заранее определенному курсу во время завершения контракта.

Валютный опцион — контракт, который дает право покупать или продавать валюту в обмен на другую валюту по определенному курсу в течение определенного периода. Валютный свопцион — опцион на заключение сделки валютного процентного свопа.

При анализе данных опроса Банка международных расчетов необходимо также учитывать, что они не детализированы в разрезе покупок и продаж финансовых инструментов, а приводится лишь статистика по оборотам. Подсчет данных осуществляется в обеих валютах каждой сделки, т. е. используется метод двойного счета. Таким образом, количество сделок, отражаемых в отчете по валютам, будет всегда в 2 раза больше.

Динамика оборота с разбивкой по инструментам представлена на рис. 3.2. В последние годы на валютном рынке наблюдался быстрый рост объема сделок: с 1,2 трлн долл. США в 2001 г. до 1,9 трлн в 2004 г., 3,2 трлн в 2007 г. и почти 4 трлн долл. в 2010 г. Таким образом, за 9 лет объем рынка вырос в 3,2 раза — средний рост почти на 14% в год.

На рис. 3.3 представлена ситуация на рынке в разрезе инструментов и валют. При этом валюты сгруппированы следующим образом: 5 основных резервных валют представлены по отдельности; группа региональных валют включает 10 валют, перечисленных в начале данного раздела; третья группа валют включает следующие валюты: чешскую крону, датскую крону, венгерский форинт, индонезийскую рупию, корейский вон, мексиканское песо, норвежскую крону, филиппинское песо, польский злотый, шведскую крону, тайваньский доллар, тайландский бат, турецкую лиру. По оставшимся двум группам — «валюты других стран, предоставляющих отчеты» и «остальные валюты» — данные не детализированы по денежным единицам и даются общим итогом.

Главным выводом из анализа представленной информации является то, что доля основных резервных валют

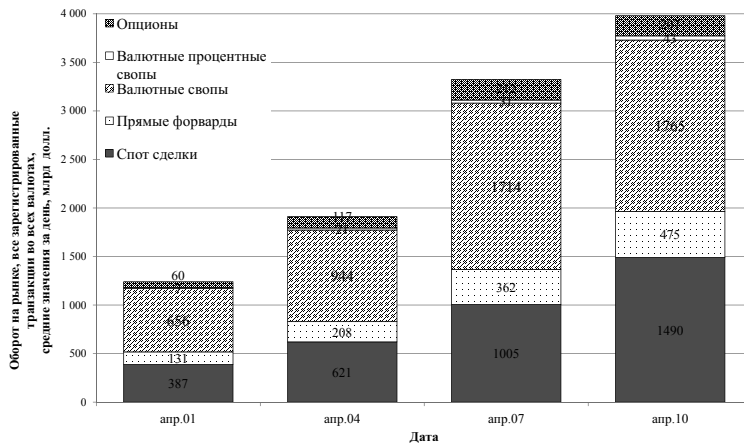


Рис. 3.2. Оборот на валютном рынке и рынке валютных деривативов

Источник: Данные Банка международных расчетов.

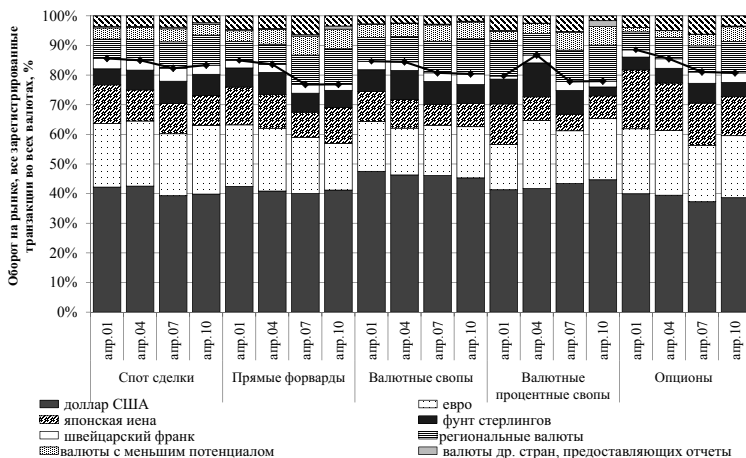


Рис. 3.3. Доля различных валют в сделках по инструментам

Источник: Данные Банка международных расчетов.

на международном валютном рынке до сих пор очень высока. В разные годы и по разным инструментам она варьируется от 77 до почти 90% от общего объема сделок. Вместе с тем необходимо отметить, что до кризиса 2007–2009 гг. происходило медленное, но неуклонное снижение этой доли по всем инструментам. Таким образом, можно сказать, что экономический рост развивающихся стран, усиление глобализации и международной торговли, а также вовлеченность в эти процессы все большего количества государств увеличивали объемы операций с новыми валютами. После кризиса 2007–2009 гг. снижение доли основных резервных валют остановилось. Доля региональных резервных валют в это же время выросла, что говорит об усилении роли данных валют в международной платежной системе.

Сравнивая между собой 10 вошедших в группу региональных резервных валют национальных денежных единиц, важно детально рассмотреть роль каждой в региональном масштабе и оценить их перспективы по становлению в качестве новых резервных валют. На рис. 3.4 приведены объемы сделок по всем инструментам в каждой из региональных валют. Очевидна доминирующая роль австралийского, гонконгского, канадского и новозеландского долларов. При этом примерно треть операций приходится на австралийский доллар, что подтверждает его роль валюты региональной торговли в Юго-Восточной Азии и Океании.

В табл. 3.2 данные по региональным валютам отсортированы по убыванию объема сделок в валюте по результатам опроса за 2010 г. Наиболее динамично растущей валютой является китайский юань, за которым следуют новозеландский доллар, индийская рупия и российский рубль.

Доля четырех наиболее используемых валют в общем объеме всех операций с 10 региональными валютами в разные периоды и по разным инструментам колеблется в пределах от 67 до 93% (рис. 3.5). Российский рубль играет существенную роль только в спот-сделках, а в самой значительной категории производных инструментов, на которые приходится большая часть операций, — в валютных свопах — его роль пока незначительна, даже несмотря на то, что по результатам

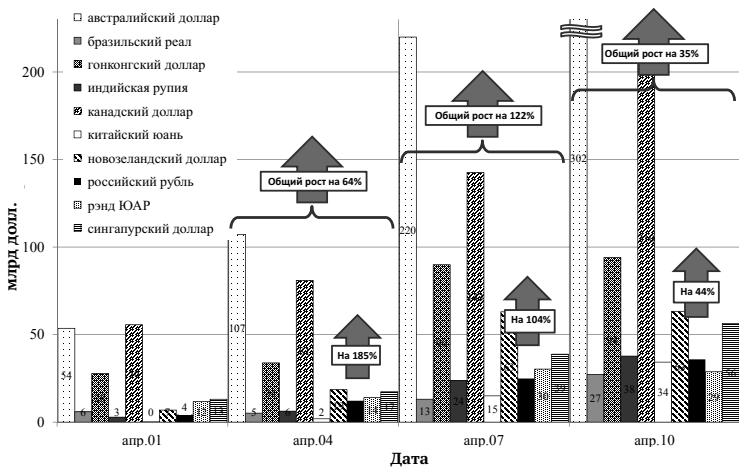


Рис. 3.4. Общее количество сделок в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

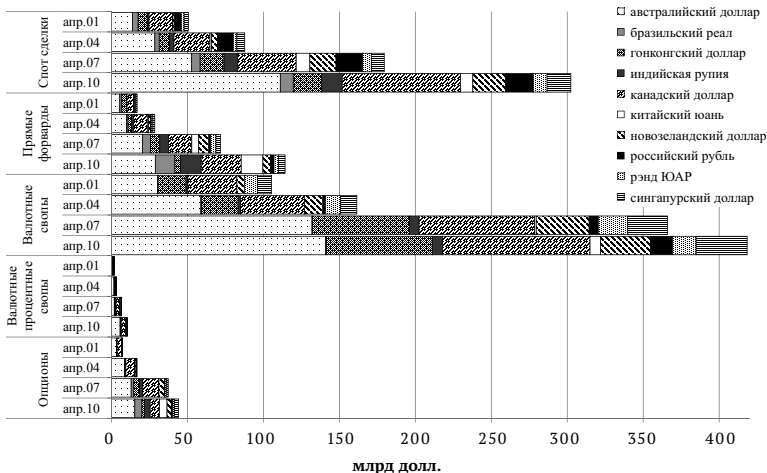


Рис. 3.5. Динамика объема сделок в региональных валютах по инструментам

Источник: Данные Банка международных расчетов.

последнего опроса был отмечен значительный рост таких операций с рублем.

Таблица 3.2. Объемы сделок с использованием региональных валют, млн долл. США

Денежная единица	Апрель 2001	Апрель 2004	Апрель 2007	Апрель 2010	Отноше- ние 2010 к 2001
Австралийский доллар	53 585	107 239	219 967	301 719	5,6
Канадский доллар	55 614	80 978	142 598	210 148	3,8
Гонконгский доллар	27 741	33 839	89 915	94 015	3,4
Новозеландский доллар	6880	18 552	63 021	63 321	9,2
Сингапурский доллар	13 065	17 336	38 803	56 371	4,3
Индийская рупия	2842	6263	23 624	37 738	13,3
Российский рубль	4282	12 213	24 909	35 870	8,4
Китайский юань	94	1882	15 008	34 261	364,5
Рэнд ЮАР	11 693	13 993	30 293	28 780	2,5
Бразильский реал	5891	5144	13 100	27 224	4,6

Источник: Данные Банка международных расчетов.

На рис. 3.6 представлены изменения в спот-операциях в разбивке по региональным валютам. Общий объем спот-сделок с региональными валютами вырос с 50 млрд долл. США в 2001 г. до 87 млрд в 2004 г., до 179 млрд в 2007 г. и до 302 млрд в 2010 г. С 2004 г. австралийский доллар опередил канадский доллар и стал лидером по операциям на спот-рынке. Сделки с российским рублем резко выросли в 2004 г. — рост в 2,5 раза по сравнению с 2001 г. — и составили более 10 млрд долл. США, что позволило рублю закрепиться на третьем месте по объему спот-сделок среди региональных валют. Однако в 2007 г. объемы спот-сделок с российской валютой росли медленнее, чем операции по всем региональным валютам, и в результате, оставив за собой третью позицию, рубль лишь не намного — менее чем на 300 млн долл. США — опе-

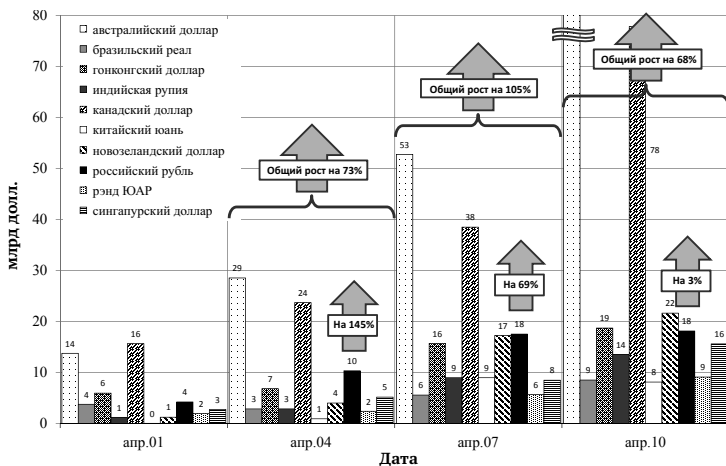


Рис. 3.6. Спот-сделки в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

редил новозеландский доллар. Под влиянием кризиса объем сделок с рублем в 2010 г. вырос лишь незначительно (рис. 3.6).

В операциях с валютными форвардными контрактами стабильными лидерами среди региональных валют были со значительным отрывом австралийский и канадский доллары (рис. 3.7). Стоит отметить практически утроение объемов сделок в 2010 г. по трем валютам: бразильскому реалу, индийской рупии и китайскому юаню, в то время как показатели остальных валют росли менее быстрыми темпами или снижались. До 2010 г. объемы сделок с форвардами в российских рублях за каждые 3 года увеличивались в 4 раза, намного опережая общий рост по региональным валютам. Затем рост существенно замедлился, и, несмотря на то что его темпы оставались выше средних, они не позволили рублю уйти с последнего места по данному инструменту валютного рынка. Показательным будет сравнение рубля с китайским юанем, объемы сделок по которому в 2001 г. были примерно на одинаковом с рублем уровне — чуть более 50 млн долл. США. Однако стремительный рост операций с юанем — с 2001

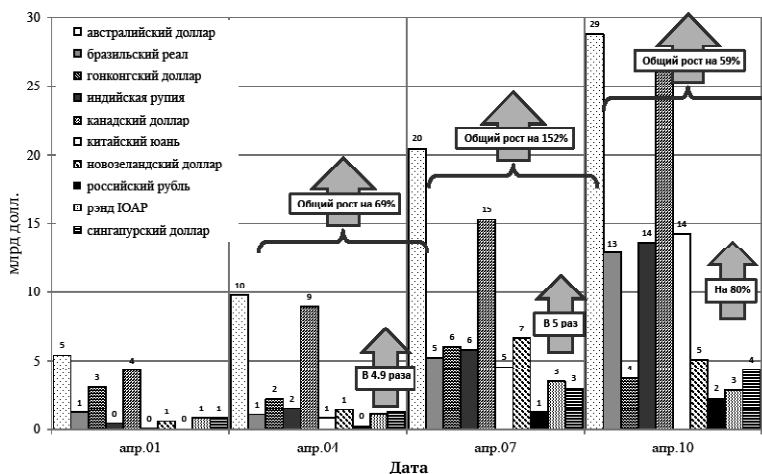


Рис. 3.7. Динамика форвардных сделок в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

по 2010 г. рост более чем в 259 (!) раз — позволил ему значительно опередить рубль по данному показателю.

Динамика по самому значительному с точки зрения объема операций инструменту валютного рынка — валютным свопам — представлена на рис. 3.8. В данной категории операций общий рост объемов сделок в региональных валютах был несколько более медленным по сравнению со спот-сделками и прямыми форвардами. Суммарный объем операций с валютными свопами вырос со 105 млрд долл. США в 2001 г. до 161 млрд в 2004 г., до 366 млрд в 2007 г. и до 418 млрд в 2010 г. Лидерами среди региональных валют оставались австралийский и канадский доллары. Следует отметить высокую долю операций в гонконгских долларах. Использование российского рубля для данного вида сделок впервые было зафиксировано в опросе за 2004 г. С тех пор объем сделок в рублях рос высокими темпами: в 3,8 раза в 2007 г., что было почти в два раза быстрее общего роста рынка региональных валют, и на 136% в 2010 г. — почти в 10 раз быстрее рынка. Это

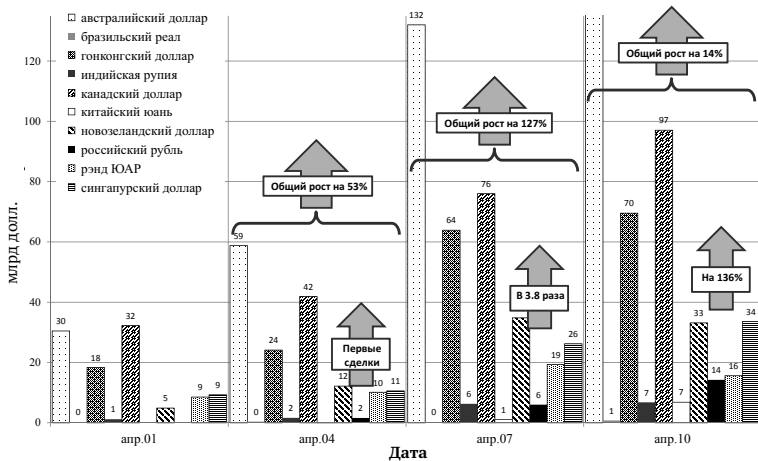


Рис. 3.8. Динамика операций по валютным свопам в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

позволило российскому рублю существенно укрепить свои позиции среди региональных резервных валют по данному виду финансовых инструментов.

На рис.3.9 и 3.10 представлена динамика сделок с использованием все еще сравнительно редко встречающихся инструментов: валютных процентных свопов и опционов. В обоих случаях лидеры среди региональных валют — австралийский и канадский доллары. В качестве особенности можно отметить только третью позицию по сделкам с валютными процентными свопами в рэнде ЮАР. Операции с российским рублем по этим показателям остаются пока незначительными по объему.

Рассмотрим теперь данные Банка международных расчетов по обороту валютного рынка в разрезе стран и валют. Наиболее показательной для целей настоящей работы является оценка данных по сделкам в местной валюте каждой из представленных стран. Анализ этих данных позволяет понять, на какие валюты происходит обмен, и выяснить,

ПЕРСПЕКТИВЫ РОССИЙСКОГО РУБЛЯ...

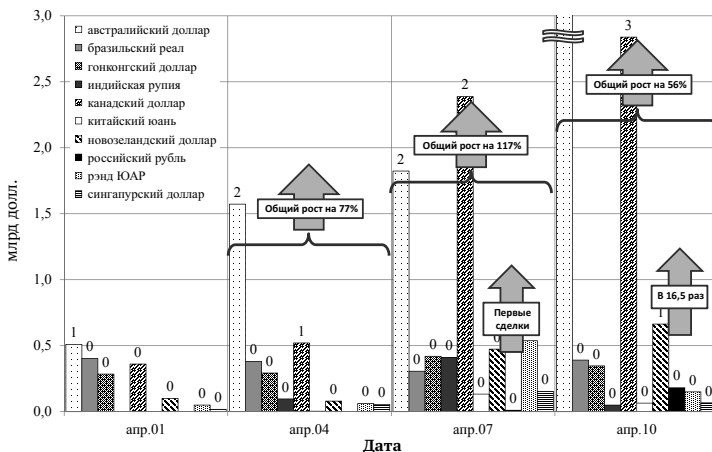


Рис. 3.9. Динамика сделок по валютным процентным свопам в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

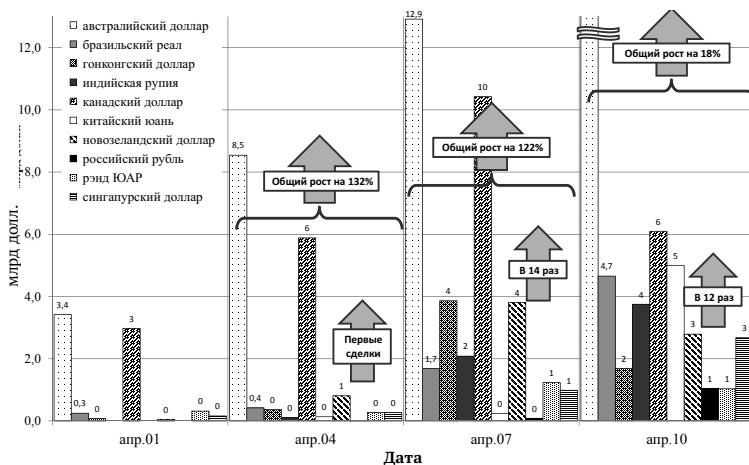


Рис. 3.10. Динамика сделок с опционами в региональных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

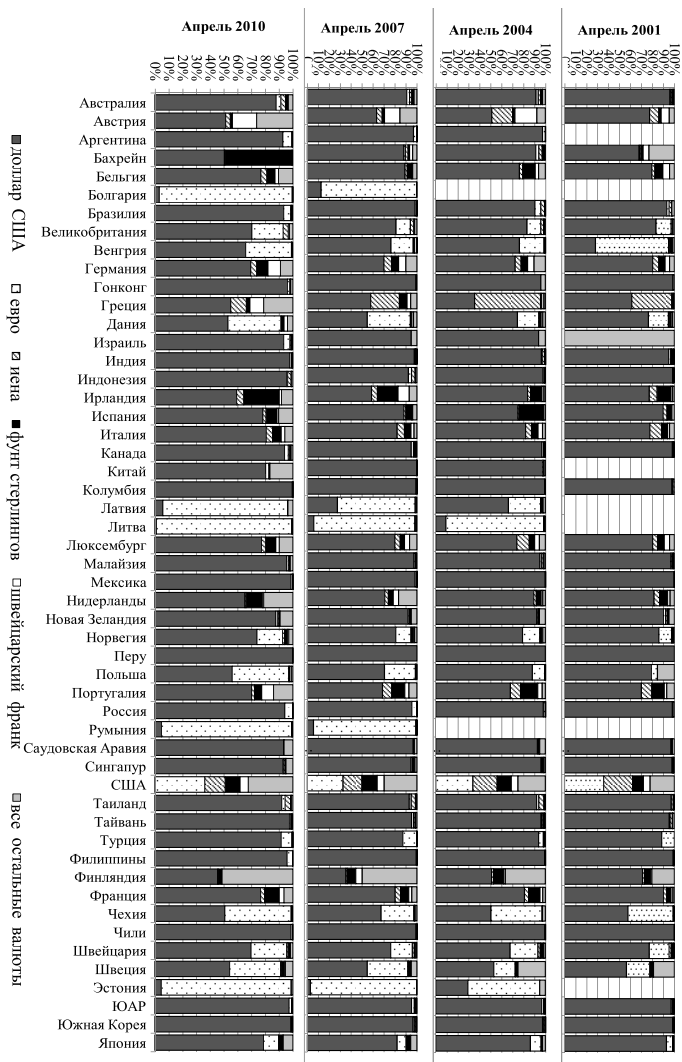


Рис. 3.11. Доля различных валют в обороте валютного рынка стран

Источник: Данные Банка международных расчетов (пустые столбцы означают, что данные по конкретной стране за данный период отсутствуют в опросе).

используются ли региональные валюты для универсального обмена между другими денежными единицами, т.е. в качестве промежуточной валюты.

На рис. 3.11 приведены доли валют в обороте валютного рынка каждой из представленных стран. В подавляющем большинстве случаев доля доллара США составляет более половины от общего объема сделок. Доля евро велика только в странах — кандидатах на вступление в зону евро (в Болгарии, Латвии, Литве, Румынии, Эстонии), а также в других европейских странах (в Венгрии, Дании, Норвегии, Польше, Чехии, Швейцарии, Швеции). Доля остальных валют невелика: среди стран с заметной долей других валют можно отметить только Австрию, Грецию, Ирландию, Нидерланды, Португалию, Словению и Финляндию. Кроме того, во всех странах, выделенных в качестве эмитентов региональных валют, более 90% сделок составляют операции с долларом США. Таким образом, нельзя говорить об изменении статуса доллара в качестве промежуточной валюты, так как большинство валют по-прежнему приобретается посредством проведения непрямых сделок с использованием доллара США.

Подводя итог анализа данных по объемам сделок в различных валютах, главные выводы можно сформулировать следующим образом.

На протяжении последнего десятилетия роль региональных валют растет. Тем не менее их использование для прямых сделок с иностранными контрагентами пока невелико. Таким образом, можно сказать, что укрепление статуса региональных валют связано исключительно с ростом их роли в международной торговле, а в качестве промежуточной или резервной валюты они практически не используются.

Важнейшей целью сделок на валютном рынке является хеджирование валютных рисков. Это определяется высокой долей форвардных и своп-сделок. Без развития валютного рынка и рынка производных финансовых инструментов статус региональной валюты недостижим.

Объемы сделок в валютах, выделенных в качестве региональных, в начале истекшего десятилетия были очень незна-

чительны, и темпы их роста хотя и велики, но недостаточны для заметного повышения статуса валюты.

3.2.2. РЕГИОНАЛЬНЫЕ ВАЛЮТЫ В КАЧЕСТВЕ ВАЛЮТ НОМИНИРОВАНИЯ ДОЛГА

В данном разделе анализируются данные по облигациям и инструментам денежного рынка, номинированным в региональных резервных валютах. Причем под облигациями понимаются долгосрочные долговые обязательства, а под инструментами денежного рынка — краткосрочные долговые обязательства¹. Данные по обоим видам долговых обязательств включают информацию по выпускам государственных и частных эмитентов, а также международных организаций. Ниже будут рассматриваться данные по общему объему облигаций и других обязательств, которые находятся в обращении (*amounts outstanding*), т. е. не были погашены на момент окончания рассматриваемого периода².

На рис. 3.12 приведена динамика общей номинальной стоимости облигаций, обращающихся на внутренних и международных финансовых рынках в разрезе основных резервных валют, в которых произведена эмиссия. На сегодняшний момент более 95% облигаций по стоимости номинировано в основных резервных валютах. Отметим, что с конца 2003 г. суммарная стоимость облигаций, номинированных в евро, превысила стоимость облигаций, номинированных в долларах США. Статус евро как главной валюты номинирования долга не изменился, даже несмотря на снижение объема облигаций в этой валюте во второй половине 2008 г. Кроме того, отметим важную роль, которую играет на этом рынке фунт стерлингов: его доля стабильно находится на уровне 7–8%. Роль остальных валют постоянно росла на протяжении 2000–2011 гг. В течение этого десятилетия их доля выросла почти в 2 раза и сейчас составляет около 4,5%.

¹ BIS, 2009.

² Помимо этого доступны данные по объявленному и фактическому объемам выпуска новых облигаций, объему погашенного долга.

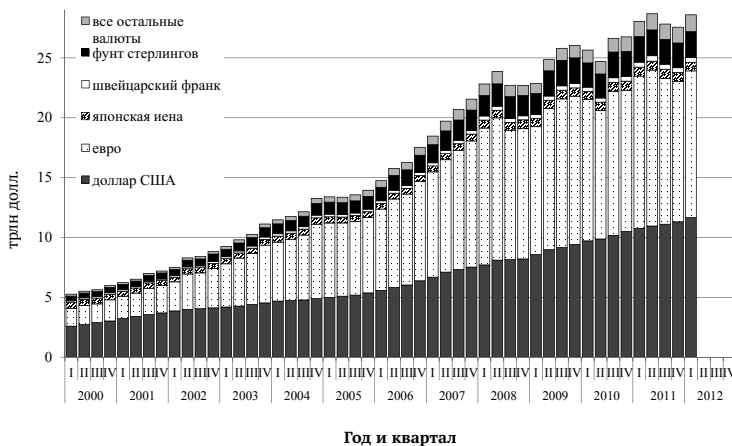


Рис. 3.12. Облигации, номинированные в основных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

Безусловными лидерами по объему облигаций, номинированных в региональных резервных валютах, являются австралийский и канадский доллары (рис.3.13). Стоимость облигаций в остальных валютах оставалась небольшой. Тем не менее необходимо отметить, что активность эмиссии облигаций в бразильских реалах, китайских юанях и российских рублях стала расти примерно с начала 2006 г. К началу 2011 г. объем облигаций в обращении, номинированных в этих валютах, вырос соответственно в 5,6, 16,5 и 14,3 раза. Единственной валютой, долговой рынок которой практически не рос, является индийская рупия.

Изменение объема облигаций в обращении в разрезе региональных резервных валют представлено на рис.3.14. На протяжении рассматриваемого периода прирост общего объема облигаций в региональных резервных валютах практически всегда был положительным. Тем не менее масштабное снижение на рынке наблюдалось во время пика кризиса 2007–2009 гг., а именно с III квартала 2008 г. по I квартал

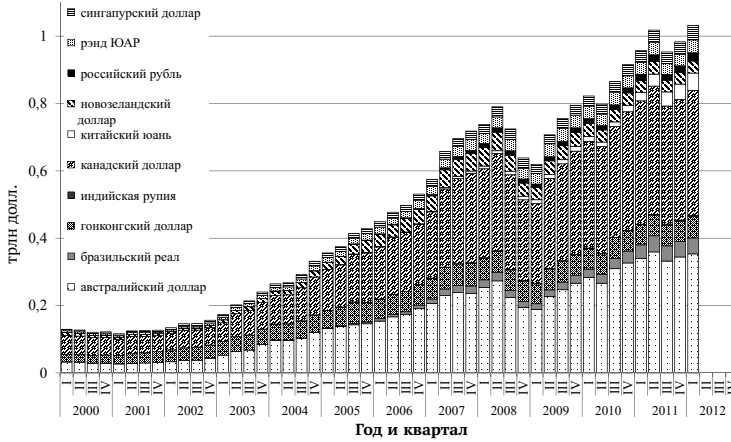


Рис. 3.13. Облигации, номинированные в региональных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

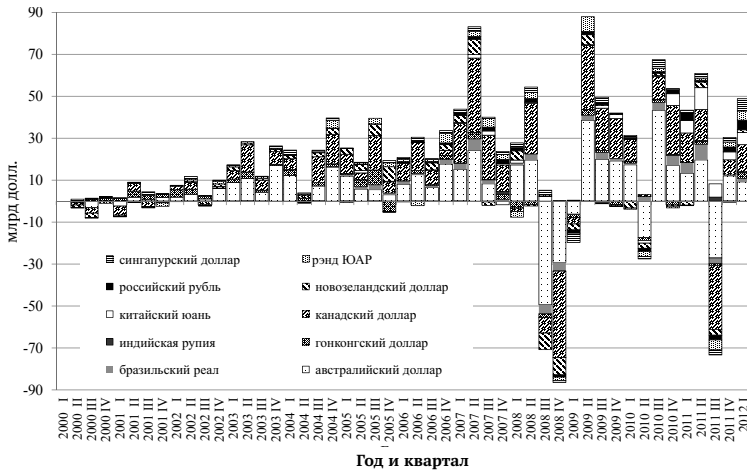


Рис. 3.14. Прирост облигаций в обращении, номинированных в региональных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

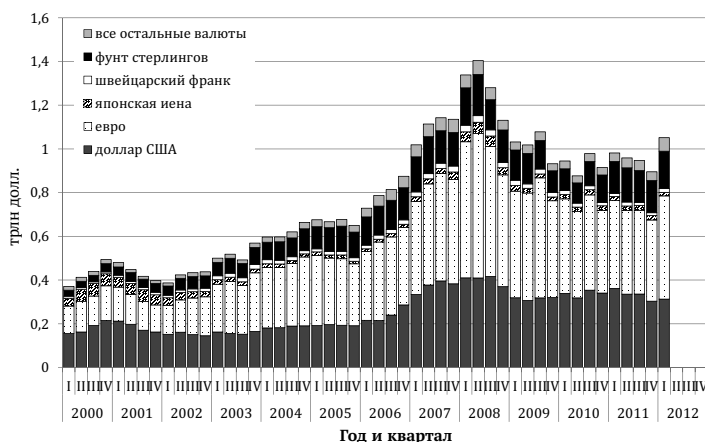


Рис. 3.15. Инструменты денежного рынка, номинированные в основных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

2009 г. Кроме того, во II квартале 2010 г. был также зафиксирован отток средств с рынка облигаций.

Динамика инструментов денежного рынка (краткосрочных долговых инструментов), находящихся в обращении и номинированных в основных резервных валютах, приведена на рис.3.15. Динамика стоимости данных финансовых инструментов во многом похожа на динамику рынка облигаций.

Важной особенностью инструментов денежного рынка, номинированных в региональных резервных валютах (см. рис.3.16), является доминирующая роль гонконгского доллара вплоть до середины 2009 г. Однако на сегодняшний день наиболее используемой региональной резервной валютой в данном сегменте долговых обязательств является австралийский доллар. Темпы роста стоимости инструментов денежного рынка представлены на рис.3.17.

Анализ тенденций на рынке долговых обязательств позволяет сделать следующие выводы.

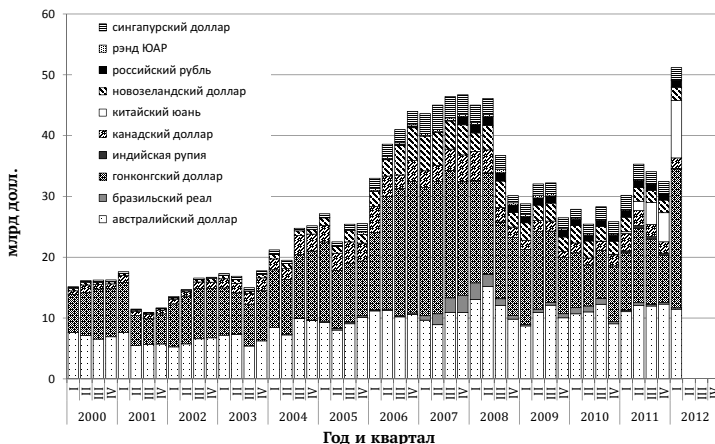


Рис. 3.16. Инструменты денежного рынка, номинированные в региональных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

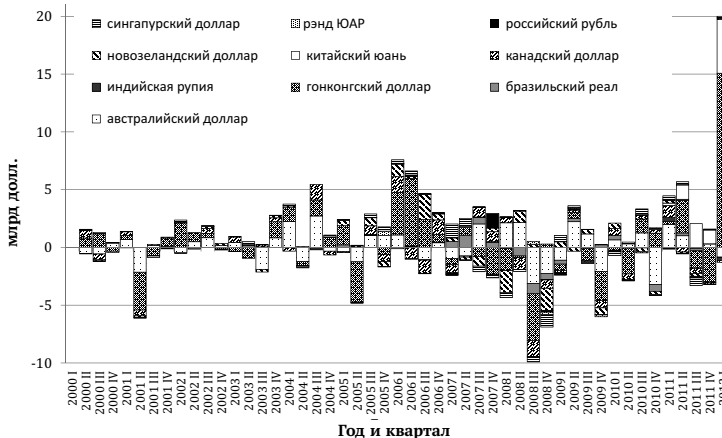


Рис. 3.17. Прирост инструментов денежного рынка в обращении, номинированных в региональных резервных валютах

Источник: Данные Банка международных расчетов.

1. Доля региональных резервных валют на долговом рынке намного ниже их доли на валютном рынке. Вероятно, это связано с важностью для рынка долговых инструментов стабильности валюты номинирования долга.
2. Роль региональных резервных валют в качестве валют номинирования долга постепенно увеличивается. Тем не менее темпы этого увеличения пока невелики.
3. Наиболее значимыми региональными резервными валютами на рынке долговых обязательств являются австралийский, канадский и гонконгский доллары. Роль российского рубля незначительна.

Подводя итоги рассмотрения текущего состояния валютного рынка и рынка международных долговых обязательств, прежде всего необходимо отметить, что доля региональных резервных валют в мировом масштабе пока остается небольшой. Тем не менее в последние годы роль региональных валют растет. Среди них на данный момент наиболее используемыми являются австралийский, канадский и гонконгский доллары. Доля остальных региональных валют менее значительна, однако использование некоторых из них увеличивается очень быстрыми темпами. В качестве самых динамично растущих валют можно выделить китайский юань, индийскую рупию и российский рубль.

Региональная торговля между странами бывшего СССР и наличие емкого внутреннего рынка позволяют российскому рублю повышать свою роль на постсоветском пространстве. Однако, несмотря на то что доля российского рубля на международном рынке быстро увеличивается, конкуренция со стороны других валют является существенным негативным фактором для перспектив превращения рубля в региональную резервную валюту. Кроме того, близость стран региона к двум другим большим рынкам — китайскому и европейскому — не позволяет однозначно говорить о продолжении доминирования России в региональной торговле. По этой причине актуальной является разработка и использование комплекса мер, которые будут содействовать достижению рублем статуса региональной резервной валюты.

4. Достижение статуса региональной резервной валюты

4.1. ФАКТОРЫ И ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ СТАТУСА ВАЛЮТЫ

Решение задачи по повышению статуса валюты до уровня региональной резервной требует выделения факторов, которые этому способствуют. В данном разделе будут приведены рекомендации в области экономической политики, способствующие превращению национальной валюты в резервную.

Хранение официальных резервов

Упомянутые в разделе 2 теоретические модели выделяют следующие факторы спроса на резервы в определенной валюте со стороны центрального банка: активная международная торговля со страной — эмитентом данной валюты, величина внешней задолженности, номинированной в данной валюте, а также доходность активов центрального банка в данной валюте. Значимость перечисленных факторов для выбора валютной структуры резервов была также подтверждена эмпирическими исследованиями. При рассмотрении влияния первого фактора [Truman, Wong, 2006]) в качестве главного мотива центрального банка выделяется необходимость поддержки платежного баланса в случае возникновения временного отрицательного сальдо торгового баланса. В качестве варианта данного мотива выделяется также необходимость осуществления операций на валютном рынке по предотвра-

щению укрепления национальной валюты в рамках стратегии роста, ориентированного на экспорт. Второй фактор спроса на резервную валюту связан с необходимостью поддержки платежного баланса в случае возникновения временного отрицательного сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, а третий — со стремлением ЦБ получать максимальную доходность по портфелю резервов при минимальном риске. Таким образом, для достижения статуса региональной резервной валюты необходимо обеспечить такое развитие экономики страны — эмитента этой валюты, при котором она станет основным конечным потребителем товаров и услуг, производимых в соседних странах, будет инвестировать средства в активы стран-партнеров, а также сможет обеспечивать приемлемую доходность по активам, номинированным в своей валюте. Достижению первых двух целей будут способствовать следующие меры экономической политики:

1. Необходимо повышать открытость экономики страны — эмитента валюты, обеспечивая при этом конкуренцию между импортерами. Это сделает страну привлекательной для поставщиков импорта и при этом независимой от импорта из единственного источника.
2. Необходимо добиваться снижения или отмены внешне-торговых ограничений в странах — торговых партнерах, включая меры нетарифного регулирования. Это повысит роль экспорта из страны — эмитента валюты в экономиках стран-партнеров.
3. Внутри страны-эмитента должны отсутствовать препятствия для инвестирования за рубеж. Накопление агентами страны-эмитента активов в странах-партнерах создает вероятность оттока капитала из этих стран. В результате у них появятся стимулы страховать риск оттока капитала, накапливая резервы в валюте страны-эмитента.
4. Важным фактором превращения валюты в резервную может стать ограничение мер валютного контроля и переход к конвертируемости валют стран-партнеров. Это снизит риски, связанные с инвестированием в зару-

бежные активы и возможностью репатриации дохода от этих активов. В результате объемы экспорта и импорта капитала в регионе должны существенно вырасти.

Любой центральный банк сталкивается с проблемой распределения резервов между несколькими валютами. Однако особенно актуальна эта проблема для центральных банков, обладающих резервами свыше уровня, необходимого только для совершения текущих операций на валютном рынке. В этом случае оперативного управления резервами недостаточно, и для эффективного хранения накопленных резервов используется подход, аналогичный управлению портфелем финансовых активов.

Для того чтобы центральные банки других стран размещали часть своих резервов в региональной валюте, необходимо обеспечить лучшее по сравнению с другими валютами соотношение риска и доходности данной валюты. Очевидно, что высокая доходность предполагает растущую экономику, которая делает возможными заимствования по высоким ставкам, а также жесткую денежно-кредитную политику, низкую инфляцию и тенденцию к удорожанию валюты. Ограничение процентного и кредитного рисков по активам в региональной резервной валюте достигается за счет вложений только в государственные бумаги. Ограничение валютного риска — за счет стабильного курса национальной валюты.

Комплекс мер, направленных на реализацию стратегии повышения привлекательности активов в региональной резервной валюте, как правило, включает следующие мероприятия.

1. Создание ликвидного рынка высококачественных государственных ценных бумаг является одной из определяющих мер по повышению статуса национальной валюты. Наличие надежных активов с приемлемой доходностью привлекает институциональных инвесторов и повышает спрос на региональную резервную валюту. Более того, основа финансового рынка в виде государственных бумаг стимулирует его дальнейшее развитие, позволяет сформировать полноценную срочную

структуру процентных ставок и увеличить общую стабильность финансовой системы за счет расширения возможностей по операциям кредитования и рефинансирования под залог ценных бумаг.

2. Обеспечение стабильности доходной части бюджета, выступающей в качестве обеспечения по государственному долгу, а также предсказуемые расходы бюджета. Понятная иностранным инвесторам бюджетная политика поможет снизить восприятие рисков при вложении в государственные бумаги. Следствием этого станет рост спроса на государственные облигации, номинированные в том числе в национальной валюте.
3. Низкая инфляция. Достижение низких и предсказуемых темпов инфляции позволит обеспечить стабильную реальную доходность долговых инструментов, номинированных в региональной валюте.
4. Экономическая активность, обеспечивающая повышение привлекательности рынка страны — эмитента валюты.
5. Обеспечение конвертируемости национальной валюты, позволяющей снизить валютные риски. В результате привлекательность валюты в качестве резервной денежной единицы вырастет.
6. Стабильность обменного курса позволит снизить валютные риски для иностранных инвесторов.
7. Для стимулирования признания валюты резервной необходимо развивать специальные финансовые услуги по активам, номинированным в данной валюте, для зарубежных центральных банков. Набор стандартных услуг может включать, в частности, депозитарные и расчетные услуги по ценным бумагам, депозитные, инвестиционные и валютные операции, а также сделки с наличной валютой.

Использование во внутренней и международной торговле

В широком понимании использование региональной резервной валюты не ограничивается только хранением в ней резервов центральными банками. Региональная валюта должна

активно применяться в торговле между соседними государствами, а также использоваться экономическими агентами для совершения сделок в странах с нестабильной ситуацией в денежно-кредитной сфере. Комплекс мероприятий, направленных на повышение привлекательности использования национальной валюты при совершении сделок, можно разделить на три составляющие: меры по укреплению статуса валюты во внешнеторговых сделках с участием национальных экономических агентов, меры по облегчению использования валюты в качестве промежуточной (при прямом обмене двух других валют друг на друга) и меры по продвижению для использования в других странах.

Внешнеторговые сделки с участием резидентов. Основным мотивом использования во внешнеторговых сделках иностранной валюты является необходимость достижения баланса между двумя важнейшими факторами прибыльности фирмы: между стабильным спросом при установлении цен в валюте импортера и стабильной выручкой при установлении цен в валюте экспортера. Поэтому можно выделить два аспекта использования национальной валюты: для установления цен в импортных и в экспортных операциях. Стоимость импорта, оплаченного в национальной валюте, в общем объеме импорта обычно тем выше, чем важнее рынок данной страны в качестве конечного пункта направления торговых потоков, чем меньше в импортируемых товарах доля сырья, а также чем выше возможность экспортера по получению коммерческого кредита или банковской гарантии. Последний из перечисленных факторов дает фирме-экспортеру возможность сформировать поток отложенных платежей за свою продукцию, не опасаясь за сам факт оплаты. Кроме того, доля национальной валюты в торговле высока, когда валюта является свободно конвертируемой.

Как показал обзор литературы, в экспортных операциях роль национальной валюты высока в случае, если на экспорт поставляются высокотехнологичные, уникальные товары, а также если рынки сбыта экспортируемых товаров дифференцированы, в том числе существует емкий внутренний рынок. Кроме того, важным фактором является величина фир-

мы-экспортера и ее доля на рынке данного товара: чем выше монопольная власть фирмы, тем выше ее способность устанавливать цены в национальной валюте.

С учетом указанных факторов перечень мер, направленных на повышение использования национальной валюты во внешнеторговых операциях, в которые вовлечены национальные экономические агенты, можно также разделить на две части. Помимо выводов из теоретических моделей, в данном перечне приведены меры, упомянутые в докладах Министерства финансов Японии¹, а также исследования о роли иены в странах Юго-Восточной Азии [Sato, 2001; Shirono, 2009].

Роста роли национальной валюты в импортных операциях можно добиться за счет следующих мер:

- 1) расширение возможностей по привлечению коммерческого кредита и банковской гарантии для финансирования импортных операций;
- 2) упрощение валютного регулирования и валютного контроля, переход к свободно конвертируемой валюте. Например, в России в последнее время наблюдается движение в обратном направлении. На фоне валютной либерализации усиливается контроль над валютными операциями. Законодательно закреплены дополнительные требования к объему информации, отражаемой уполномоченными банками в базе данных по валютным операциям, а также утверждены Правила по обеспечению взаимодействия не являющихся уполномоченными банками профессиональных участников рынка ценных бумаг, таможенных и налоговых органов как агентов валютного контроля с Банком России. Кроме того, Постановлением Правительства РФ от 17 февраля 2007 г. № 98 утверждены Правила представления

¹ Целенаправленной политике интернационализации иены посвящена отдельная страница интернет-сайта Министерства финансов Японии http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/index.html.

резидентами и нерезидентами подтверждающих документов и информации при осуществлении валютных операций агентам валютного контроля, за исключением уполномоченных банков.

Повышение доли национальной валюты в экспортных операциях можно осуществить, реализовав следующие мероприятия:

1. Снижение зависимости от экспорта сырья позволит уйти от цен, номинированных в долларах США, принятых для большинства товаров этой группы, а ориентация на экспорт продукции с высокой добавленной стоимостью усилит возможности экспортеров устанавливать цены в национальной валюте.
2. Расширение рынков сбыта, увеличение спроса со стороны внутренних потребителей позволит снизить зависимость от ограниченного круга потребителей и даст возможность более активно применять ценообразование в национальной валюте.
3. Развитие рынка валютных форвардных и своп-контрактов позволит расширить возможности по страхованию валютного риска. В перспективе валютные деривативы должны составить основу валютного рынка. Например, в России снижению рисков работы с деривативами способствовало внесение в 2007 г. поправки в Гражданский кодекс, которая установила право на судебную защиту требований по срочным сделкам. Принятая мера существенно сокращает правовой риск, однако ее недостаточно. Необходимо ускорить принятие федерального закона о производных инструментах. Кроме того, до сих пор существуют сложности с учетом производных инструментов. Доходы и расходы отражаются в момент поступления или перечисления денежных средств. Переоценка производных инструментов производится на внебалансовых счетах, а финансовый результат не отражается в отчете о прибылях и убытках. Все эти правила, противоречащие МСФО, сдерживают развитие рынка срочных контрактов.

4. В целях создания развитого инструментария управления валютным риском помимо форвардов и свопов необходимо также развивать торговлю другими валютными производными инструментами различной срочности по валютам основных торговых партнеров.

Промежуточная валюта. Использование резервной валюты как промежуточного инструмента при обмене других валют между собой тем шире, чем ниже транзакционные издержки операций с этой валютой. При этом издержки в виде спреда между ценой покупки и ценой продажи (*bid-ask spread*) снижаются, когда рынок данной валюты становится больше. Таким образом, основные действия по продвижению промежуточного использования региональной валюты должны быть направлены на инициирование снижения стоимости сделок по ее покупке и продаже. Потенциальный список мер по снижению стоимости валютных сделок с участием российского рубля как региональной валюты может включать следующие меры.

1. Расширение ликвидности рынка региональной валюты за счет своп-соглашений с центральными банками соседних стран позволит снизить издержки обмена между национальной валютой и валютами стран-партнеров.
2. Создание полноценной системы валютного клиринга позволит существенно упростить и ускорить расчеты, снижая транзакционные издержки. Для ее развития необходимо принятие закона о клиринге, который мог бы регулировать деятельность кредитных организаций, специализирующихся на клиринге сделок, заключенных в рублях и иностранных валютах. Целесообразно, чтобы клиринг по расчетам в рублях происходил не через Чикаго (*Chicago Mercantile Exchange — CME*), а в Москве.
3. Развитие систем передачи финансовой информации и электронного документооборота и их приближение к международным стандартам. Крупнейшими системами международного обмена финансовой информацией

являются *SWIFT*¹ (обмен между банками) и *FIX*² (обмен между брокерами, дилерами и другими участниками рынка ценных бумаг). Поэтому необходимо, в частности, унифицировать стандарты системы банковских электронных срочных платежей (системы БЭСП) со стандартами проведения расчетных и других операций, принятыми *SWIFT*. Кроме того, важным элементом является интеграция российской системы расчетов с системой *CLS*³ банка и включения российского рубля в список торгуемых валют.

4. Стимулирование расширения списка участников валютного рынка с использованием региональной валюты. В настоящее время постоянно рубль котируется десятью российскими банками. Кроме того, регулярно котируют рубль и некоторые зарубежные банки (как в Европе — например *Nordea*, так и в США — например *Citigroup*). Увеличение состава участников увеличит количество вариантов торговли на валютном рынке, усилит конкуренцию, снижая спреды покупки и продажи.

Использование нерезидентами. Использование региональной валюты гражданами соседних стран при осуществлении внутренних сделок обычно является следствием нестабильности денежно-кредитной политики в этих странах. Продвижение региональной валюты в качестве средства платежа в этих странах должно, очевидно, строиться на удовлетворении спроса на стабильную денежную единицу. Добиться этого можно за счет следующих мероприятий:

- ¹ *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications* — Сообщество всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций. Использование системы передачи текстовой информации — телекса — в настоящее время незначительно.
- ² *Financial Information eXchange* — протокол обмена финансовой информацией.
- ³ *Continuous Linked Settlement System* — система непрерывных связанных расчетов.

- обеспечение стабильности обменного курса по отношению к основным резервным валютам (по крайней мере, большей стабильности, чем у остальных валют региона);
- достижение низкой инфляции позволит национальной валюте выступать в качестве якоря при установлении обменных курсов центральными банками соседних стран.

Номинирование долга

Важной составляющей статуса региональной резервной валюты является ее использование в качестве валюты номинирования государственных и частных долговых обязательств других стран. Определяющим фактором для этого является возможность привлечения финансирования по низкой цене. Это возможно в случае, когда страна, валюта которой выбирается для номинирования долга, обладает развитыми финансовыми рынками, а также стабильным обменным курсом. Примером постепенного повышения статуса региональной валюты является австралийский доллар [McCauley, 2006], а также гонконгский и сингапурский доллары [Ng, 1998]. Необходимо также отметить, что реализация данной функции региональной резервной валютой тесно связана с понятием регионального финансового центра и ролью подобных центров в системе региональных финансовых рынков. Чем более важную роль играет региональный финансовый центр в региональных финансовых рынках, тем большую роль будет играть валюта страны, где этот центр расположен.

Глубина финансовых рынков привлекает иностранных заемщиков, которые приобретают возможность получать финансирование, недоступное внутри своей страны. Важным условием привлечения иностранных эмитентов является также наличие беспрепятственно функционирующего валютного рынка, т. е. свободная конвертируемость валюты и отсутствие ограничений по капитальным операциям.

Свидетельством привлекательности региональной резервной валюты для заемщиков может стать выпуск долговых бу-

маг, номинированных в региональной валюте, за пределами национального финансового рынка. Примерами в данном случае являются еврооблигации в долларах США, а также ценные бумаги, выпускаемые за пределами Австралии, но номинированные в австралийских долларах. Комплекс мер по формированию статуса валюты номинирования долга в целом аналогичен мероприятиям по развитию национального финансового рынка и должен включать следующие меры:

- обеспечение гарантий соблюдения прав собственности и верховенства закона, а также создание эффективной судебной системы;
- обеспечение стабильности и эффективного регулирования финансовых рынков;
- стимулирование размещения еврооблигаций российских эмитентов в рублях. Еврооблигации, номинированные в национальной валюте, имеют значительно большую срочность, нежели облигации, обращающиеся на внутреннем рынке. Кроме того, они привлекательны для отечественных заемщиков с точки зрения низких процентных ставок.

В табл. 4.1 приведены основные факторы повышения статуса валюты и мероприятия, необходимые для реализации данных факторов.

4.2. Оценка влияния повышения статуса российского рубля на экономику России

Основные положительные и отрицательные факторы статуса резервной валюты для экономики страны-эмитента были перечислены в разделе 1.3. Однако существуют некоторые дополнительные преимущества и недостатки, связанные как с процессом приобретения этого статуса, так и с дополнительными внешними эффектами. В данном разделе делается попытка проанализировать, какие последствия для экономики России будет иметь политика повышения статуса российского рубля как региональной резервной валюты.

Таблица 4.1. Меры по повышению статуса региональной валюты

Функция резервной валюты	Мотивы использования региональной резервной валюты	Комплекс мероприятий
1. Валюта хранения официальных резервов	Операционные резервы	<ul style="list-style-type: none"> — Повышение открытости экономики страны — эмитента валюты; — повышение открытости экономик стран — торговых партнеров; — увеличение степени открытости рынков капитала; — снятие ограничений на движение капитала и смягчение валютного контроля.
	Инвестирование портфеля резервов	<ul style="list-style-type: none"> — Создание ликвидного рынка государственных ценных бумаг; — предсказуемая бюджетная политика; — снижение инфляции; — повышение темпов экономического роста (при избежании перегрева экономики); — обеспечение конвертируемости национальной валюты; — обеспечение стабильности обменного курса.

Окончание табл. 4.1.

<p>2. Валюта международной торговли</p>	<p>Внешнеторговые операции</p>	<ul style="list-style-type: none"> — Снижение доли сырьевых товаров во внешней торговле; — расширение возможностей по привлечению коммерческого кредита и банковской гарантии для финансирования импортных операций; — упрощение валютного контроля, переход к конвертируемой валюте. — ориентация на экспорт высокотехнологичной продукции; — стимулирование выхода экспортеров на новые рынки сбыта, увеличения спроса на экспортируемые товары со стороны внутренних потребителей; — развитие рынка валютных форвардных и своп-контрактов.
	<p>Промежуточная валюта</p>	<ul style="list-style-type: none"> — Повышение ликвидности рынка региональной валюты за счет своп-соглашений с центральными банками других стран; — стимулирование повышения числа участников валютного рынка региональной валюты.
	<p>Использование для проведения сделок в других странах</p>	<ul style="list-style-type: none"> — Повышение стабильности обменного курса по отношению к основным резервным валютам (по крайней мере, большей стабильности, чем у остальных валют региона); — обеспечение низкой инфляции.
<p>3. Валюта номинирования долга</p>	<p>Привлечение заемного финансирования</p>	<ul style="list-style-type: none"> — Обеспечение гарантий соблюдения прав собственности и верховенства закона; — создание эффективной судебной системы; — обеспечение стабильности финансового рынка, предотвращение образования спекулятивных пузырей.

Последствия для национальной экономики

Повышение привлекательности российского рынка рублевых активов поможет увеличить как его объемы, так и устойчивость национальных финансов и экономики в целом. Сокращение проблем с текущим финансированием уменьшит уязвимость страны перед внешними шоками. Кроме того, увеличение размеров банковского сектора приведет к появлению дисконта за ликвидность. Благодаря притоку иностранного капитала снизятся процентные ставки на рублевом рынке.

Достижение Россией статуса крупнейшего торгового партнера стран региона, включая страны СНГ и Балтии, предполагает снижение таможенных пошлин и ослабление мер нетарифного регулирования импорта. Подобные меры, скорее всего, вызовут снижение поступлений в бюджет и рост конкуренции для российских производителей. Одновременно дешевый импорт поможет сдерживать рост инфляции. В то же время такие меры возможно осуществлять на взаимной основе, автоматически реализуя цели по открытию экономик стран-партнеров для национальной продукции. Нужно отметить, что возможны два варианта проведения подобной политики: снижение тарифов в рамках создания региональной торговой зоны и снижение тарифов для всех стран мира. Выбору оптимальной внешнеторговой политики посвящена обширная экономическая литература (см., например, [Krishna, Hogan, Swagel, 1989; Eaton, Grossman, 1986]), анализ которой выходит за рамки данного исследования. В целом принято считать, что в долгосрочном периоде предпочтительнее общее снижение тарифов, а создание региональной торговой зоны является только «вторым лучшим» из вариантов.

Достижение статуса страны-кредитора «внешнего» мира обычно подразумевает активную внешнюю инвестиционную политику со стороны как коммерческих компаний и банков, так и государства. В целом экспорт капитала обычно не нуждается в стимулировании, так как часто обусловлен бизнес-стратегиями компаний и привлекательностью активов за рубежом. Однако для успешных инвестиций в другие го-

сударства необходимо, чтобы там отсутствовали барьеры для иностранных вложений, соблюдались права собственности, использовалось свободное валютное законодательство.

Важнейший комплекс мер по продвижению валюты в качестве региональной резервной денежной единицы представляют собой действия по развитию рынка надежных активов, номинированных в национальной валюте. В первую очередь это касается государственных ценных бумаг, особенно краткосрочных облигаций, что связано с высокой надежностью государства в качестве заемщика, а короткие сроки погашения делают такие облигации активами с минимальным риском по сравнению с другими, номинированными в данной валюте. Выпуск таких бумаг обладает множеством положительных эффектов для национальной экономики. Среди основных можно назвать развитие инструмента регулирования денежного предложения со стороны ЦБ, привлечение сбережений на финансовый рынок, сохранение положительных реальных ставок по сбережениям национальных экономических агентов. Параллельно эти факторы будут создавать предпосылки для привлечения капитала из-за рубежа. Надежные рублевые инструменты с положительной доходностью будут способствовать повышению привлекательности национальной валюты как инструмента инвестирования официальных международных резервов других стран.

В то же время выпуск государственных краткосрочных облигаций должен сопровождаться серьезными мерами по противодействию резкому росту государственных расходов, а также обеспечению стабильных выплат по государственному долгу как внутри страны, так и за рубежом. Более того, для поддержания реальной доходности облигаций в экономике должен поддерживаться низкий уровень инфляции и инфляционных ожиданий. Отметим также, что увеличение финансовых потоков, поступающих на национальный рынок капитала, сделает ситуацию в финансовом секторе более волатильной и потребует большего внимания со стороны регулирующих органов.

Дополнительными мерами по повышению привлекательности вложений в рублевые активы должна стать кон-

курентная в сравнении с другими странами ставка доходности по государственным инструментам. В долгосрочном периоде этого можно достичь за счет относительно высокого уровня процентных ставок в экономике. Однако реализация подобного сценария требует обеспечения высокого уровня экономической активности, основанного на росте производительности труда и конкурентоспособности национальных производств. В этом случае высокие реальные процентные ставки не будут оказывать сильного угнетающего воздействия на экономический рост, а монетарные власти смогут использовать повышение учетной ставки для избежания перегрева экономики.

Поддержание конвертируемости национальной валюты вместе с обеспечением стабильности обменного курса также позволит снизить риски вложений в рублевые инструменты со стороны иностранных инвесторов. Воздействие этих мер на экономику в целом также представляется положительным. В то же время не следует забывать о необходимости информирования инвесторов и участников внешнеторговых операций о валютных рисках, о том, что колебания курса валют могут быть порой очень значительными. Это поможет снизить спекулятивное давление на национальную валюту и повысить уровень внимания инвесторов к валютным рискам.

Реализация мер по повышению использования рубля во внешнеторговых операциях должна положительно сказаться на доверии к национальной валюте и экономике РФ в целом. Нужно отметить, что для России существуют определенные сложности по повышению статуса рубля, связанные с тем, что основным товаром российского экспорта является сырье, торгуемое на международных биржах. Обычно ценообразование на подобные товары осуществляется в долларах США, и изменить сложившуюся практику будет весьма сложно.

Последствия для платежного баланса

Как уже упоминалось ранее, реализация мер по повышению статуса валюты должна существенно расширить ее использо-

вание зарубежными экономическими агентами. С помощью региональной резервной валюты они смогут удовлетворять часть своего спроса на качественное средство накопления сбережений, в том числе в виде официальных резервов, а также на надежное средство измерения стоимости и платежа в международной торговле. Однако увеличившийся спрос на региональную валюту будет также иметь определенные последствия для страны-эмитента этой валюты. Более того, воздействие на экономику страны с новой региональной резервной валютой будет оказывать сам процесс перехода к ее расширенному использованию за рубежом. При этом повышенный спрос со стороны нерезидентов на активы в региональной резервной валюте будет отражаться главным образом на платежном балансе страны-эмитента.

Рассмотрим страну, не обладающую резервной валютой, экспортирующую значительную часть производимой продукции за рубеж и обладающую значительным положительным сальдо счета текущих операций. В такой экономике, как правило, на валютном рынке образуется значительное предложение иностранной валюты, генерируемое экспортом. Сбалансировать этот спрос можно за счет экспорта капитала. В случае, когда резиденты не заинтересованы в покупке активов за рубежом, альтернативными вариантами могут быть удорожание национальной валюты или интервенции центрального банка на валютном рынке, приводящие к накоплению международных резервов.

Постоянное активное сальдо по счету текущих операций, а также значительный объем накопленных национальными экономическими агентами активов за рубежом может повысить доверие иностранных инвесторов к национальной валюте (данный процесс может занять десятилетия), а также активов, номинированных в этой валюте, и вызвать приток иностранного капитала в страну. Это является одним из важнейших положительных факторов, который обеспечивает устойчивый приток долгосрочных иностранных инвестиций в страну, создавая ресурсы для развития экономики.

Результатом повышения статуса валюты может стать рост положительного сальдо по счету операций с капиталом и фи-

нансовыми инструментами. Однако на валютном рынке это приводит к значительному превышению предложения иностранной валюты на рынке над спросом на нее. При этом накопление международных резервов в случае повышения статуса национальной валюты становится менее целесообразным, так как у органов денежно-кредитного регулирования нет значительных стимулов к покупке иностранных валют, которые являются менее стабильными, чем национальная. В итоге будет наблюдаться постепенное удорожание национальной валюты.

Пример такой ситуации наблюдался после Второй мировой войны в отношении доллара США. В рамках созданной Бреттон-Вудской системы американской валюте была определена роль резервной валюты. Посредством системы фиксированных курсов к ней были привязаны все остальные валюты. Одновременно поставки помощи из США, а также ущерб, причиненный военными действиями экономикам европейских стран, предопределяли продолжительное положительное сальдо американской экономики по счету текущих операций. В результате ситуация на международном валютном рынке характеризовалась недостатком долларов (*dollar shortage*). С одной стороны, европейским странам были нужны доллары для оплаты импорта из США, с другой — экспорт американского капитала был недостаточен для удовлетворения этого спроса, а фиксированные курсы не позволяли европейцам гибко реагировать, ослабляя валюту по отношению к доллару.

Заметим, что по мере удорожания новой резервной валюты будут наблюдаться постепенный рост импорта и снижение экспорта, что приведет к сокращению положительного сальдо платежного баланса, которое в итоге может стать и отрицательным. Ситуация, когда дефицит по счету текущих операций необходим для финансирования экспорта капитала в стране с резервной валютой, была отмечена Робертом Трифффином и известна как дилемма или парадокс Трифффина [Triffin, 1960]. В рамках Бреттон-Вудской системы и привязки курса доллара США к стоимости золота рост долларовой денежной массы приводил к очевидному несоот-

ветствию между количеством долларов в обращении и объемом золота, которое служило в качестве обеспечения. Считается, что это стало одной из важных причин коллапса всей системы.

Таким образом, существуют также негативные эффекты реализации мер по достижению статуса региональной резервной валюты. В качестве главного из них обычно называется укрепление рубля по отношению к валютам тех стран, где рубль будет использоваться в качестве резервной валюты. Это приведет к снижению конкурентоспособности российских товаров в этих странах.

Кроме того, стимулирование расширения внутреннего рынка государственного долга за счет привлечения новых заимствований повышает неустойчивость бюджетной системы. Наконец, повышенный спрос на национальную валюту со стороны иностранных экономических агентов может ограничить эффективность денежно-кредитной политики ЦБ РФ. В частности, усилится нагрузка на Банк России как кредитора последней инстанции. Распространение рубля в качестве резервной валюты и ориентация иностранных центральных банков на денежно-кредитную политику Банка России возможны, если российские власти будут готовы оказать (или хотя бы декларировать) финансовую поддержку в случае угрозы валютного кризиса (так, Банк России пополнял резервы Национального банка Республики Беларусь рублевыми кредитами). Это накладывает ограничения на действия кредитора последней инстанции, поскольку он должен решать задачи внутреннего рынка и обеспечивать стабильность рубля.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКЕ

В данной работе были рассмотрены понятия резервной валюты и региональной резервной валюты, проанализированы теоретические и эмпирические модели спроса на резервные валюты, сделана оценка плюсов и минусов использования региональных резервных валют, а также изучены возможные меры экономической политики по повышению статуса валю-

ты. Подытоживая результаты исследования, необходимо сделать следующие основные выводы.

Под резервной принято понимать валюту, которую центральные банки других стран используют для хранения официальных резервов. Помимо этого, резервные валюты выполняют в мировой платежной системе другие важные функции. Они используются частными экономическими агентами для осуществления внешнеторговых сделок и номинирования частного долга, а также в качестве промежуточной валюты при обмене менее используемых валют друг на друга. Монархические власти используют резервные валюты для установления ориентиров валютных курсов и в качестве валюты для проведения интервенций на валютном рынке.

Существующие теоретические и эмпирические модели исследуют отдельные виды спроса на резервные валюты. Модели долларизации и гравитационные модели оптимальных валютных зон оценивают оптимальность использования иностранных валют в качестве внутреннего средства платежа и сохранения ценности. Основными факторами замещения внутренних денег резервными валютами являются недоверие денежно-кредитной политике страны вследствие ее непоследовательности, а также выгоды от использования единой валюты в случае активной торговли и потоков капитала между двумя странами.

Модели выбора валюты внешнеторговых контрактов рассматривают проблему выбора валюты с помощью теории максимизации прибыли компанией-экспортером. Основными причинами выбора валюты страны-импортера или какой-то промежуточной валюты являются высокая эластичность спроса на импорт в данной стране, небольшой размер компании-экспортера, а также торговля биржевыми или другими однородными товарами. Выбор валюты страны-экспортера более вероятен в случае производства компанией дифференцированных товаров или когда спрос на импорт в стране-импортере неэластичен по цене.

В моделях промежуточной валюты основным фактором использования резервной валюты для непрямого обмена других валют друг на друга являются транзакционные из-

держки, из-за наличия которых две последовательные сделки с участием промежуточной валюты могут быть выгоднее прямого обмена. Причиной сравнительно низких издержек операций с промежуточной валютой принято считать сетевой эффект.

Выбор экономическими агентами валюты для эмиссии долговых обязательств рассматривается в моделях номинирования долга. Базовым предположением является возможность невыполнения гипотезы о паритете процентных ставок. Основными факторами использования резервных валют являются их стабильность, доходность по активам в данных валютах и развитость финансового рынка страны-эмитента.

Модели выбора валюты для хранения официальных резервов исследуют валютную структуру резервов в зависимости от состояния платежного баланса и структуры портфеля международных резервов. Основными факторами хранения резервов в некоторой валюте являются активная международная торговля между двумя странами, наличие внешнего долга, номинированного в данной валюте, а также стабильность резервной валюты и возможность получать по номинированным в ней активам определенный доход, сохраняя общий риск валютного портфеля на низком уровне.

Статус резервной валюты (в том числе региональной резервной валюты) несет в себе как преимущества, так и определенные недостатки для экономики страны. Главным преимуществом является повышенный спрос на национальную валюту и на активы, выраженные в этой валюте, особенно государственные облигации. В результате страна получает большее пространство для маневра в области фискальной и денежно-кредитной политики. В частности, в кризисных ситуациях, когда инвесторы начинают выводить средства из более рискованных активов в менее рискованные, обладание резервной валютой обеспечивает меньший отток капитала и дает возможность снижать процентные ставки без риска инфляции.

В то же время статус резервной валюты предполагает снижение степени влияния монетарных властей на денежно-кредитную политику. Проведение денежно-кредитной по-

литики в стране-эмитенте резервной валюты предполагает необходимость учитывать дополнительный внешний фактор — реакцию на эти меры значительного числа иностранных держателей самой национальной валюты, а также финансовых активов, номинированных в национальной валюте.

Меры по достижению статуса резервной валюты должны быть направлены в первую очередь на стабильность денежной единицы. Необходимо четко понимать, что только внутренняя стабильность национальной валюты, обеспечиваемая здоровым экономическим ростом, конкурентоспособностью экономики и низкой инфляцией, делает ее по-настоящему привлекательной для инвесторов. Реализация мер по повышению конвертируемости валюты при благоприятной экономической конъюнктуре может привести к накоплению рублевых активов иностранными экономическими агентами. Однако в кризисной ситуации резкое падение доверия к валюте из-за недостаточно устойчивых фундаментальных факторов, на которых основан ее статус, может обернуться еще более значительным бегством капитала за рубеж.

Можно провести аналогию между формальным статусом резервной валюты и формальной стабильностью национальной денежной единицы при использовании фиксированного обменного курса. За внешней стабильностью режима фиксированного курса кроется отсутствие механизма балансировки денежных потоков в международных экономических операциях страны. Устранение дисбалансов во внешних операциях приходится проводить за счет болезненных мер: за счет либо девальвации национальной валюты и роста инфляции (самый яркий пример — Аргентина в 2000 г.), либо падения ВВП и проведения так называемой внутренней девальвации, выражающейся в принудительном улучшении условий торговли страны за счет массового снижения зарплат, банкротств предприятий и других жестких мер (примером могут быть страны Балтии в 2008–2009 гг.).

Схожие последствия может иметь искусственное стимулирование кредитования зарубежных суверенных и частных экономических агентов в национальной валюте. В благопри-

ятных условиях национальная валюта будет охотно ими использоваться, создавая иллюзию возросшего спроса на национальные активы. Однако в случае возникновения проблем в экономике страны-эмитента иностранцы начнут избавляться от такой квазирезервной валюты, увеличивая отток капитала и, следовательно, подрывая стабильность денежной единицы.

Развитие внутреннего финансового сектора страны играет важнейшую роль. Страны, обладающие резервными валютами, на этапе становления статуса валюты, как правило, выступали в роли внешних кредиторов. Обычно этому способствовали быстрый экономический рост и высокая внутренняя норма сбережений. Однако важным фактором, способствовавшим трансформации внутренних сбережений в активы за рубежом, был эффективный внутренний финансовый рынок. С одной стороны, он привлекал иностранных заемщиков, которые могли привлекать капитал по выгодной ставке. С другой стороны, наличие качественных активов, номинированных в национальной валюте, привлекало инвесторов, готовых приобретать эти активы. Результатом становилось поступательное развитие как внутреннего финансового рынка, так и статуса национальной валюты.

Среди рекомендаций российским монетарным властям и другим органам, ответственным за проведение денежно-кредитной политики и стабильность рубля как денежной единицы, используемой во внутренних и внешних операциях, можно выделить две основных области: продолжение постепенного снижения долларизации экономики и развитие национального финансового сектора.

Снижение роли иностранной валюты во внутренних экономических операциях должно стать важным показателем роста доверия к рублю экономических агентов. Без этого вряд ли возможно говорить о приобретении статуса региональной резервной валюты. При этом важным условием является отказ от использования принудительных мер валютного контроля в пользу стимулирования добровольного перехода на операции в рублях. Ключевыми мерами должны стать снижение инфляции, повышение степени конверти-

руемости рубля и стабильности обменного курса. Реализация этих мер станет базисом для использования рубля нерезидентами как для внешнеторговых операций, так и для накопления активов и хранения резервов.

Сочетание перечисленных факторов позволило повысить долю рубля во внутренних операциях во второй половине 2000-х гг. По данным Банка России, емкость рынка наличной иностранной валюты, рассчитываемая как сумма всей валюты, поступившей в банки, включая ее остатки в кассах банков, до кризиса 2008–2009 гг. находилась на уровне 13 млрд долл. Одновременно при общем росте объема депозитов в российской банковской системе доля депозитов в иностранной валюте в этот же период постоянно снижалась и достигла минимальных значений в середине 2008 г.: 13% по депозитам населения и 33% по депозитам компаний.

Во время острой фазы финансового кризиса и резкого ослабления курса рубля тенденция к дедолларизации прекратилась. Некоторые изменения носили временный характер: например, емкость рынка наличной валюты выросла в 2 раза в сентябре — декабре 2008 г., но уже в начале 2009 г. этот показатель вернулся к прежним значениям. Однако последствия кризиса для рынка депозитов были более продолжительными. В феврале 2009 г. доля депозитов в иностранной валюте резко выросла: до 34% по депозитам населения и 55% по депозитам компаний. Затем эта величина стала постепенно снижаться, и по депозитам компаний к середине 2011 г. показатели вернулись на прежний уровень. Однако по депозитам населения снижение было менее быстрым, и доля валютных депозитов пока остается на уровне 18%. Поэтому возврат даже к предыдущим минимальным значениям может растянуться еще на некоторое время и потребует консервативной денежно-кредитной политики и роста доверия экономических агентов к национальному финансовому рынку.

Состояние финансового рынка может серьезно повлиять на привлекательность использования рубля нерезидентами. Развитие финансового сектора должно стать фактором повышения роли рубля в качестве региональной резервной валюты. Основные рекомендации заключаются в поддер-

жании высокого уровня нормы сбережений внутри страны, создании привлекательных условий для внешних заемщиков, а также в стимулировании появления на рынке качественных активов, которые будут привлекательны для долгосрочных институциональных инвесторов.

Норма сбережений в России достаточно высока: по данным Росстата, показатель валового накопления колебался в пределах 20–25% ВВП в период 2002–2008 гг. Например, в развитых странах (по классификации МВФ) этот показатель в последние годы находился в пределах от 1 до 15% ВВП¹. Представляется, что такой высокий уровень сбережений может обеспечить сбалансированный экономический рост за счет использования сберегаемых средств для инвестиций. Поэтому важной задачей экономической политики должно быть развитие финансовых рынков, обеспечивающих трансформацию сбережений в инвестиции.

Помимо емкого рынка сбережений важным условием выхода иностранных заемщиков на российский рынок капитала и использования рубля в качестве валюты номинирования долга является эффективное функционирование финансового рынка. В настоящий момент российский финансовый рынок привлекает только часть внутренних сбережений, делая невозможным получение дешевого финансирования для большинства заемщиков. Безусловно, одним из факторов такого положения вещей является отсутствие достаточного количества качественных активов, появление которых могло бы служить локомотивом роста привлекательности финансового рынка для инвесторов.

Таким образом, можно говорить, что на данный момент инвестирование средств внутри России ограничивается целым комплексом факторов, включая сложности с защитой прав собственности, неэффективный финансовый рынок, высокую инфляцию. Более того, вложения российских экономических агентов в иностранные активы производятся почти исключительно в иностранной валюте. В итоге российский рубль играет на глобальных рынках капитала незна-

¹ IMF, 2011b.

Перспективы российского рубля...

чительную роль даже с учетом величины внутреннего рынка заимствований. Однако очевидно, что реализация комплекса мер по обеспечению стабильности денежной единицы на внутреннем и внешнем рынках вместе с развитием финансового рынка и обеспечением прав собственности способна в перспективе повысить роль рубля.

Литература

Дробышевский С., Козловская А., Левченко Д., Пономаренко С., Трунин П., Четвериков С. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. М.: ИЭПП, 2003.

Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ. М.: ИЭПП, 2004.

Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Финансовые аспекты валютной интеграции на территории СНГ. М.: ИЭПП, 2007.

Ершов М.В. Некоторые риски российской финансовой системы // Деньги и кредит. 2010. №1.

Идрисов Г., Фрейнкман Л. Гистерезис в динамике структуры банковских вкладов: исследование для стран СНГ. М.: ИЭПП, 2009.

Моисеев С. Рубль как резервная валюта // Вопросы экономики. 2008. №9.

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2007 г. М.: Банк России, 2006.

Ратникова Т.А. Введение в эконометрический анализ панельных данных // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2006. №2–4.

Словарь современной экономической теории Макмиллана. М.: ИНФРА-М, 1997.

Сторчак С. Мир после кризиса: Система vs. архитектура // Ведомости от 20 февраля 2009 г. №31 (2301).

Фридман А.А., Вербецкий А.Д. Замещение валют в России. Российская программа экономических исследований, Научный доклад № 01/05. 2001.

Acharya V. V., Lochstoer L. A., Ramadorai T. Limits to Arbitrage and Hedging: Evidence from Commodity Markets// NBER Working Paper. No. 16 875, March 2011.

Alesina A., Barro R. J. Currency Unions//The Quarterly Journal of Economics. Vol. 117. No. 2 (May, 2002). P. 409–436.

Aliber R. Z. Gresham's Law, Asset Preferences, and the Demand for International Reserves//The Quarterly Journal of Economics. Vol. 81. No. 4 (Nov., 1967). P. 628–638.

Aliber R. Z. The Costs and Benefits of the U. S. Role as a Reserve Currency Country//The Quarterly Journal of Economics. Vol. 78. No. 3 (Aug., 1964). P. 442–456.

Arellano C., Heathcote J. Dollarization and Financial Integration. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 890. February 2007.

Bachetta P., van Wincoop E. A Theory of the Currency Denomination of International Trade. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 747. July 2002.

Bank for International Settlements. The International Interbank Market: a Descriptive Study// BIS Economic Paper No. 8. July 1983.

Bank for International Settlements. Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies// BIS Paper. No. 17. May 2003.

Bank for International Settlements. Guide to the International Financial Statistics. Basel, 2009.

Bank for International Settlements. Triennial Central Bank Survey. Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010. Basel, 2010.

Beck R., Rahbari E. Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops: the Euro and the Dollar as Safe Haven Currencies// ECB Working Paper. No. 916. July 2008.

Bell J. W. Managed Currencies // The American Economic Review. Vol. 27. No. 1. Supplement, Papers and Proceedings of the Forty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association (Mar., 1937). P. 196–198.

Berg A., Berensztein E. The Pros and Cons of Full Dollarization// IMF Working Paper, WP/00/50. 2000.

Berge T.J., Jorda O., Taylor A.M. Currency Carry Trades // NBER Working Paper. No. 16 491. October 2010.

Bernanke B.S. Remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia. March 2005. (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>).

Bismut C., Jaquet P. The Euro and the Dollar: An Agnostic View // Tokyo Club Papers. Vol.12. 1999.

Black S.W. International Money and International Monetary Arrangements. In Handbook of International Economics. Vol.2. Ed. by R. W. Jones, P.B. Kenen. North-Holland, 1985.

Black S.W., Christofides C., Mourmouras A. Convertibility Risk: The Precautionary Demand for Foreign Currency in a Crisis // IMF Working Paper WP/01/210. December 2001.

Blackman C. Managing Foreign Exchange Reserves in Small Developing Countries. New York: Group of Thirty, 1982.

Bordo M.D. The Bretton Woods International Monetary System: An Historical Overview // NBER Working Paper. No. 4033. March 1992.

Bordo M.D., Eichengreen B. Implications of the Great Depression for the Development of the International Monetary System // NBER Working Paper. No. 5883. January 1997.

Bordo M.D., Eichengreen B. The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System // NBER Working Paper. No. 6436. March 1998.

Bordo M.D., Simard D., White E. France and the Bretton Woods International Monetary System: 1960 to 1968 // NBER Working Paper No. 4642 February 1994.

Bordo M.D., White E. A Tale of Two Currencies: British and French Finance During the Napoleonic Wars // The Journal of Economic History. Vol. 51. No. 2 (Jun., 1991). P. 303–316.

Brunnermeier M.K., Nagel S., Pedersen L.H. Carry Trades and Currency Crashes // NBER. 2008, forthcoming.

Buiter W.H. Seigniorage // NBER Working Paper. No. 12 919. February 2007.

Burnside C., Eichenbaum M.S., Rebelo S. Carry Trade and Momentum in Currency Markets // NBER Working Paper. No. 16 942. April 2011.

Canzoneri M., Cumby R.E., Diba B., Lopez-Salido D. The Macroeconomic Implications of a Key Currency//NBER Working Paper. No. 14 242. August 2008.

Chang R., Velasco A. Dollarization: Analytical Issues//NBER Working Paper. No. 8838. March 2002.

Chinn M., Frankel J. The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency//NBER Working Paper. No. 13 909. April 2008.

Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? //NBER Working Paper. No. 11 510. July 2005.

Chrystal K.A. On the theory of international money // Department of Economics Working Paper Series. No.147. University of California, Davis, 1980.

Cipriani M., Kaminsky G.L. Volatility in International Financial Market Issuance: The Role of the Financial Center // NBER Working Paper. No. 12 587. October 2006.

Cohen B.H. Currency Choice in International Bond Issuance// BIS Quarterly Review. June 2005.

Cooley T.F., Quadrini V. Common Currencies vs. Monetary Independence//The Review of Economic Studies. Vol.70. No. 4 (Oct., 2003). P. 785–806.

Devereux M.B., Engel C., Tille C. Exchange Rate Pass-through and the Welfare Effects of the Euro//International Economic Review. Vol.44. No. 1 (Feb., 2003). P.223–242.

Dobson W., Masson P.R. Will the Renminbi Become a World Currency? Canadian Economics Association, 2009.

Donnenfeld S., Zilcha I. Pricing of Exports and Exchange Rate Uncertainty//International Economic Review. Vol. 32. No. 4 (Nov., 1991). P.1009–1022.

Doyle B.M. ‘Here, Dollars, Dollars...’ — Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 657. January 2000.

Durdu C.B., Mendoza E.G., Terrones M.E. Precautionary Demand for Foreign Assets in Sudden Stop Economies: An Assessment of the New Mercantilism. Board of Governors of the

Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 911. December 2007.

Eaton J., Grossman G.M. Optimal Trade and Industrial Policy Under Oligopoly//NBER Working Paper. No. 1236. June 1986.

Eaton J., Turnovsky S.J. Covered Interest Parity, Uncovered Interest Parity, and Exchange Rate Dynamics//NBER Working Paper. No. 984. September 1982.

Edison H.J., Kole L.S. European Monetary Arrangements: Implications for the Dollar, Exchange Rate Variability and Credibility. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 468. May 1994.

Eichengreen B. Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System//NBER Working Paper. No. 2193. March 1987.

Eichengreen B. The Euro as a Reserve Currency//The Journal of the Japanese and International Economies. December 1998.

Eichengreen B. Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition//NBER Working Paper. No. 11 336. May 2005.

Eichengreen B. Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford University Press, 2011.

Eichengreen B., Flandreau M. The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency//NBER Working Paper. No. 14 154. July 2008.

Eichengreen B., Mathieson D.J. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect//IMF Working Paper. No. WP/00/31. July 2000.

Eisenschmidt J., Walde K. International Trade, Hedging, and the Demand for Forward Contracts//Review of International Economics. 2007. No. 15 (2). P. 414–429.

Engel C. Equivalence Results for Optimal Pass-Through, Optimal Indexing to Exchange Rates, and Optimal Choice of Currency for Export Pricing//Journal of the European Economic Association. December 2006. No. 4 (6). P.1249–1260.

Ethier W. International Trade and the Forward Exchange Rate//American Economic Review. 1973. No. 63.

European Central Bank. The International Role of the Euro. Frankfurt am Main: ECB, 2008.

Financial Times. Goodbye to All That Currency Instability/by Ralph Atkins//FT. December 16. 2008.

Financial Times. Insight: Reserve judgment on the dollar /by John Plender//FT. September 23. 2008.

Fischer A.M., Lutz M., Wälti M. Who Prices Locally? Survey Evidence of Swiss Exporters // Swiss National Bank Working Paper. No. 16. August 2007.

Frankel J.A. Reports of the Dollar's Demise are Greatly Exaggerated. Berkeley: University of California, 1995.

Frankel J.A., Wei S.-J. Trade Blocs and Currency Blocs//NBER Working Paper. No. 4335. April 1993.

Fratzcher M., Mehl A. Do China and Oil Exporters Influence Major Currency Configurations // ECB Working Paper. No. 973. December 2008.

Frenkel J.A. International Liquidity and Monetary Control. In International Money and Credit: The Policy Roles. Washington, D. C.: IMF, 1983.

Frenkel J.A. The International Monetary System: Should it be Reformed?//NBER Working Paper. No. 2163. February 1987.

Frenkel J.A., Goldstein M. The International Monetary System: Developments and Prospects//NBER Working Paper. No. 2648. July 1988.

Friberg R., Wilander F. Price Setting Transactions and the Role of Denominating Currency in FX Markets. Sveriges Riksbank Working Paper Series. No. 201. January 2007.

Friedman M. Commodity-Reserve Currency//The Journal of Political Economy. Vol. 59. No. 3 (Jun., 1951). P. 203–232.

Fujii E., Chinn M.D. Fin de Siecle Real Interest Parity//NBER Working Paper. No. 7880. September 2000.

Gawronski P.G. Optimal Currency Composition of Foreign Debt: The Case of Five Developing Countries// OECD Working Paper. No. 23. August 1990.

Genberg H. Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues. Bank for International Settlements, 2009.

Giovannini A. Currency Substitution and the Fluctuations of Foreign-Exchange Reserves with Credibly Fixed Exchange Rates// NBER Working Paper. No. 3636. February 1991.

Goldberg L.S., Tille C. Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar // NBER Working Paper. No. 13 820. February 2008.

Goldberg L.S., Tille C. The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment // NBER Working Paper. No. 11 127. February 2005.

Goldberg L.S., Tille C. Vehicle Currency Use in International Trade // NBER Working Paper. No. 12 495. August 2006.

Goldstein H.N. Can SDRs and a Reserve Currency Coexist?: Comment // Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 6. No. 4 (Nov., 1974). P. 567–570.

Gopinath G., Itskhoki O., Rigobon R. Currency Choice and Exchange Rate Pass-through // NBER Working Paper. No. 13 432. September 2007.

Gourinchas P.-O., Rey H. From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege // NBER Working Paper. No. 11 563. August 2005.

Grandes M., Peter M., Pinaud N. The Currency Premium and Local-Currency Denominated Debt Costs in South Africa // OECD Working Paper. No. 230. December 2003.

Greenspan A. Currency Reserves and Debt. Remarks Before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management, Washington, D. C. April 29, 1999.

Greenspan A. The Euro as an International Currency. Remarks Before the Euro 50 Group Roundtable. Washington, D. C. November 30, 2001.

Habib M.M., Joy M. Foreign-currency Bonds: Currency Choice and the Role of Uncovered and Covered Interest Parity // ECB Working Paper. No. 947. October 2008.

Hawkings J., Masson P. Economic Aspects of Regional Currency Areas and the Use of Foreign Currencies // BIS Papers. No. 17. May 2003.

Heller H.R. The Transactions Demand for International Means of Payments // The Journal of Political Economy. Vol. 76. No. 1 (Jan. – Feb., 1968). P. 141–145.

Heller R.H., Khan M.S. The Demand for International Reserves under Fixed and Floating Exchange Rates. IMF Staff Papers 25, December 1978.

Helliwell J. Dollars as Reserve Assets: What Next? // The American Economic Review. Vol. 63. No. 2. Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1973). P. 206–211.

Horii A. The Evolution of Reserve Currency Diversification // BIS Economic Paper. No. 18. December 1986.

Hume D. On the balance of trade. From «Essays, Moral, Political and Literary». Vol. 1. London: Longmans, Green, 1898. P. 330–341, 343–345, abridged. First published in 1752.

Ihrig J.E., Marazzi M., Rothenberg A.D. Exchange-Rate Pass-Through in the G-7 Countries. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 851. January 2006.

International Monetary Fund. Financial Organization and Operations of the IMF. Pamphlet Series. No. 45. Sixth Edition. Washington, D. C.: IMF, 2001.

International Monetary Fund. Financing the Fund's Operations — Review of Issues. Washington, D. C.: IMF, April 2001.

International Monetary Fund. World Economic Outlook. Globalization and Inequality. Washington, D. C.: IMF, October 2007.

International Monetary Fund. Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund, Thirty-Second Issue. Washington, D. C.: IMF, 2008.

International Monetary Fund. Articles of Agreement of the IMF. Washington, D. C.: IMF, 2011.

International Monetary Fund. World Economic Outlook. Tensions from the Two-Speed Recovery. Unemployment, Commodities, and Capital Flows. Washington, April 2011.

Isard W. Location Theory and Trade Theory: Short-Run Analysis // The Quarterly Journal of Economics. Vol. 68. No. 2 (May, 1954). P. 305–320.

Jen S. Reassessing the Reserve Currency Status of the USD. www.morganstanley.com, March 31, 2008.

Johnson K.H. International Dimension of European Monetary Union: Implications for the Dollar. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 469. May 1994.

Jones R.A. The Origin and Development of Media of Exchange// The Journal of Political Economy. Vol. 84. No. 4. Part 1 (Aug., 1976). P. 757–775.

Kamps A. The Euro as Invoicing Currency in International Trade// ECB Working Paper. No. 665. August 2006.

Katz M.L., Shapiro C. Network Externalities, Competition, and Compatibility// The American Economic Review. Vol. 75. No. 3 (Jun., 1985). P. 424–440.

Kawai M., Zilcha I. International Trade with Forward-futures Markets under Exchange Rate and Price Uncertainty// Journal of International Economics. 1986. No 20.

Kennen P.B. International Liquidity and the Balance of Payments of a Reserve-Currency Country// The Quarterly Journal of Economics. Vol. 74. No. 4 (Nov., 1960). P. 572–586.

Kennen P.B. The Role of the Dollar as an International Currency. New York: Group of Thirty, 1983.

King M. The International Monetary System. Remarks at 'Advancing Enterprise 2005' conference. London. 4 February 2005.

Krishna K., Hogan K., Swagel P. The Non-Optimality of Optimal Trade Policy: The U.S. Automobile Industry Revisited, 1979–1985// NBER Working Paper. No. 3118. September 1989.

Kroszner R.S. The Conquest of Worldwide Inflation Currency Competition and Its Implications for Interest Rates and the Yield Curve. Speech At the Cato Institute Monetary Policy Conference. Washington, D.C. November 16, 2006.

Krugman P. Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange// Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 12. No. 3 (Aug., 1980). P. 513–526.

Leahy M.P. The Dollar as an Official Reserve Currency under EMU. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 474. June 1994.

Lomax R. Remarks at Chatham House Conference on Global Financial Imbalances, Bank of England. January 24, 2006.

Lucas R. Econometric Policy Evaluation: A Critique. In *Brunner K., Meltzer A.* The Phillips Curve and Labor Markets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, New York: American Elsevier, 1976. P. 19–46.

Magee S.P., Rao R.K.S. Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade//The American Economic Review. Vol. 70. No. 2. Papers and Proceedings of the Ninety-Second Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1980). P. 368–373.

Makin J.H. The Problem of Coexistence of SDRs and a Reserve Currency//Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 4. No. 3 (Aug., 1972). P. 509–528.

Markowitz H. Portfolio Selection // The Journal of Finance. Vol. 7. No. 1 (Mar., 1952). P. 77–91.

Masson P.R. The Growing Role of the Euro in Emerging Market Finance//World Bank Policy Research Working Paper. No. 4381. November 2007.

Matsuyama K., Kiyotaki N., Matsui A. Toward a Theory of International Currency//The Review of Economic Studies. Vol. 60. No. 2 (Apr., 1993). P. 283–307.

McCauley R. Internationalising a Currency: the Case of the Australian Dollar//BIS Quarterly Review. December 2006.

McKinnon R.I. The Rules of the Game International Money in Historical Perspective//Journal of Economic Literature. Vol. 31. No. 1 (Mar., 1993). P. 1–44.

Meade E.E., Thomas C.P. Using External Sustainability to Forecast the Dollar. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper. No. 398. May 1991.

Mendoza E.G. On the Benefits of Dollarization when Stabilization Policy is not Credible and Financial Markets Are Imperfect//NBER Working Paper. No. 7824. August 2000.

Merton R.C. An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier. Working Paper, Alfred P. Sloan School of Management, MIT. October 1970.

Mikesell R.F. The Key Currency Proposal // The Quarterly Journal of Economics. Vol. 59. No. 4 (Aug., 1945). P. 563–576.

Mishkin F.S. The Causes of Inflation//NBER Working Paper. No. 1453. September 1984.

Mundell R.A. Currency Areas, Common Currencies, and EMU//The American Economic Review. Vol. 87. No. 2. Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1997). P. 214–216.

Ng B.K. Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective. Singapore, Nanyang Technological University. August 1998.

Obstfeld M., Dornbusch R., McKinnon R. International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned // Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 1995. No. 1. 25th Anniversary Issue 1995. P. 119–220.

Papaioannou E., Portes R., Siourounis G. Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar // NBER Working Paper. No. 12 333. June 2006.

Porter R.D., Judson R.A. The Location of U. S. Currency: How Much is Abroad? // Federal Reserve Bulletin 82:10 (October 1996). P. 883–903.

Portes R., Rey H. The Emergence of the Euro as an International Currency // NBER Working Paper. No. 6424. February 1998.

Ramaswamy S. Reserve Currency Allocation: an Alternative Methodology. BIS Working Paper. No. 72. August 1999.

Rinaldo A., Soderlind P. Safe Haven Currencies // Swiss National Bank Working Papers. No. 17. September 2007.

Rey H. International Trade and Currency Exchange // The Review of Economic Studies. Vol. 68. No. 2 (Apr., 2001). P. 443–464.

Reynard S. What Drives the Swiss Franc? // Swiss National Bank Working Papers. No. 14. 2008.

Roger S. The Management of Foreign Exchange Reserves // BIS Economic Paper. No. 38. July 1993.

Rogoff K. Why Not a Global Currency? // The American Economic Review. Vol. 91. No. 2. Papers and Proceedings of the Hundred Thirteenth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 2001). P. 243–247.

Roosa R. V., Rieke W., Matsukawa M., Leutwiler F., Kastli R., McMahon C. W. Reserve Currencies in Transition. Group of Thirty, New York, 1982.

Rose A.K. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed // NBER Working Paper. No. 12 711. November 2006.

Rosl G. Regional Currencies in Germany – Local Competition for the Euro? Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies. No. 43. 2006.

Salant W.A. The Reserve Currency Role of the Dollar: Blessings or Burden to the United States? // The Review of Economics and Statistics. Vol. 46. No. 2 (May, 1964). P. 165–172.

Salikhov M., Agibalov S. The Rouble as the Settlement Currency of the CIS // Eurasian Integration Yearbook 2010. Eurasian Development Bank. Almaty, 2010.

Sato K. Japan's Financial Intermediary and the Role of the Yen in East Asia. The International Centre for the Study of East Asian Development, Working Paper Series. Vol. 2001–38. December 2001.

Shirono K. Yen Bloc or Yuan Bloc: An Analysis of Currency Arrangements in East Asia // IMF Working Paper. WP/09/3. January 2009.

Siegfried N., Semeonova E., Vespro C. Choice of Currency in Bond Issuance and the International Role of Currencies // ECB Working Paper. No. 814. September 2007.

Thimann C. Global Roles of Currencies // ECB Working Paper. No. 1031. March 2009.

Triffin R. Gold and the Dollar Crisis: the future of convertibility. New Haven, Yale University Press, 1960.

Truman E.M., Wong A. The Case for an International Reserve Diversification Standard // Institute for International Economics Working Paper. WP 06–2. May 2006.

Uhlig H. Monetary Policy in Europe vs. the US What Explains the Difference. University of Chicago. July 2007.

Watanabe S., Ogura M. How Far Apart Are Two ACUs from Each Other?: Asian Currency Unit and Asian Currency Union. Bank of Japan, Working Paper. No. 06-E-20, November 2006.

Wei S.-J. Currency Hedging and Goods Trade // NBER Working Paper. No. 6742. September 1998.

Witteveen H.J. (head of study group). How Central Banks Manage Their Reserves. Group of Thirty. New York, 1982.

Wong A. Measurement and Inference in International Reserve Diversification. Peterson Institute for International Economics, Working Paper. No. 07–6. July 2007.

Yehoue E.B. On the Pattern of Currency Blocs in Africa // IMF Working Paper WP/05/45. March 2005.

Научная литература

Серия «Научные доклады: экономика»

Павел Вячеславович Трунин
Сергей Сергеевич Наркевич

**Перспективы российского рубля
как региональной резервной валюты**

Выпускающий редактор *Е. В. Попова*
Редактор *В. Л. Борисова*
Художник *В. П. Коршунов*
Оригинал-макет *О. З. Элоев*
Верстка *А. В. Генералова*

Подписано в печать 11.01.13. Формат 60х90/16
Гарнитура ПТ Сериф. Усл. печ. л. 6,4. Тираж 1500 экз.
Заказ № 104.

Издательский дом «Дело» РАНХиГС
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82–84
Коммерческий отдел – тел. (495) 433-25-10, (495) 433-25-02
com@anx.ru
www.domdelo.org

Отпечатано в типографии РАНХиГС
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82–84