

На правах рукописи



Наркевич Сергей Сергеевич

**Региональные резервные валюты:
понятие, функции и определяющие факторы**

Специальность 08.00.01
«Экономическая теория»

Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2013

Работа выполнена в Институте экономической политики им. Е.Т. Гайдара, в лаборатории денежно-кредитной политики научного направления «Макроэкономика и финансы».

Научный руководитель	Дробышевский Сергей Михайлович – доктор экономических наук, доцент, руководитель научного направления «Макроэкономика и финансы» Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара
Официальные оппоненты	Засько Вадим Николаевич – доктор экономических наук, профессор кафедры проблем рынка и хозяйственного механизма факультета «Институт менеджмента и маркетинга» Российской академии народного хозяйства и государственной Службы при Президенте РФ Шагас Наталия Леонидовна – кандидат экономических наук, доцент, заместитель заведующего кафедры математических методов анализа экономики Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова
Ведущая организация	Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Департамент теоретической экономики

Защита диссертации состоится 18 декабря 2013 года в 15.00 час. в зале заседания Ученого совета на заседании диссертационного совета ДМ 504.001.01 по защите докторских и кандидатских диссертаций РАНХиГС по адресу: 119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеках Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара и РАНХиГС, а также на сайтах: www.iep.ru и www.rane.ru.

Автореферат разослан «15» ноября 2013 года.

Ученый секретарь

Диссертационного совета ДМ 504.001.01

кандидат экономических наук



Л. Л. Фомина

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования.

Последние десятилетия характеризовались бурным развитием международных экономических отношений. В качестве ключевых факторов этого развития принято выделять ориентированные преимущественно на экспорт стратегии экономического роста стран Юго-Восточной Азии, глобализация технологических и производственных цепочек, а также расширение спроса на сырьевые и продовольственные ресурсы во всем мире. В результате существенно выросло значение мировой валютной системы (МВС) и ее роль в обеспечении непрерывности потоков платежей между экономическими агентами разных стран.

До настоящего времени большая часть международных транзакций осуществлялась с помощью глобальных резервных валют: доллара США, евро, японской иены, британского фунта стерлингов. Данные валюты остаются основой современной МВС. Тем не менее, в последние годы возрастающее значение приобретают денежные единицы развивающихся стран и стран с переходной экономикой – региональные резервные валюты. Рост их влияния во многом связан с повышением роли стран-эмитентов данных валют на мировом рынке.

Несмотря на постепенные изменения, современная МВС продолжает характеризоваться серьезными диспропорциями: роль региональных резервных валют не соответствуют роли их стран-эмитентов в глобальной экономике. Отчасти низкая степень использования региональных резервных валют объясняется объективными факторами: слабость национальных финансовых рынков, относительно высокая инфляция и значительные колебания обменных курсов, непропорциональный положительный эффект масштаба для доллара США и евро, исторический фактор и прочее. Тем не менее, во многом их использование сдерживается формальными международными правилами и соглашениями, а также сложившейся практикой проведения операций международными финансовыми организациями. Глобальный финансово-экономический кризис 2008-09 гг. продемонстрировал необходимость постепенной трансформации МВС и повышения роли развивающихся рынков и стран с переходной экономикой в ключевых международных финансовых институтах. Одним из ключевых изменений в этом направлении может стать повышение статуса региональных резервных валют в МВС.

Таким образом, актуальность данного исследования определяется ростом роли резервных валют в мировой экономике, который связан с расширением объемов международной торговли и международных потоков капитала в

течение последних десятилетий. Кроме того, дополнительным важным фактором, определяющим важность диссертационной работы, является появление новых центров экономического влияния и связанная с этим потребность в реформировании МВС. Исследование функций резервных валют в мировой экономике позволит лучше понять направления развития МВС, представить рекомендации по ее более сбалансированной организации и определить роль региональных резервных валют в будущем. Кроме того, исследование даст возможность выявить факторы, позволяющие повысить статус российского рубля как региональной резервной валюты, и определить список практических мероприятий, направленных на расширение роли рубля в международных расчетах.

Объект исследования. Объектом исследования в настоящей диссертации является мировая валютная система, международные потоки платежей и рынки активов.

Предмет исследования. Предметом исследования являются глобальные резервные валюты и региональные резервные валюты, их роль в мировой валютной системе, а также факторы определяющие статус региональной резервной валюты.

Цель работы. Целью настоящей работы является изучение теоретических и эмпирических подходов к моделированию спроса на резервные валюты, а также формулирование практических рекомендаций и разработка комплекса мер экономической политики, направленных на повышение статуса валюты.

Основные задачи. Для достижения поставленной в работе цели работы были обозначены и решены следующие задачи:

- определение понятия резервной валюты и региональной резервной валюты, а также основных функций, выполняемых резервными валютами;
- обзор основных теоретических моделей спроса на резервные валюты;
- комплексный анализ и обобщение результатов эмпирических исследований факторов спроса на резервные валюты;
- выявление факторов, влияющих на формирование региональных резервных валют;
- разработка рекомендаций по повышению роли российского рубля в международной торговле и достижению рублем статуса региональной резервной валюты.

Степень разработанности проблемы. Исследованию резервных валют в современной экономической литературе посвящено значительное число работ. Среди ключевых разработок зарубежных авторов можно выделить

теоретические исследования А. Алесины (A. Alesina), Б. Айхенгрина (B. Eichengreen), Р. Барро (R. J. Barro), П. Кенена (P. B. Kenen), П. Кругмана (P. Krugman), С. Тилля (C. Tille). Важные эмпирические результаты были получены в работах Л. Голдберга (L. S. Goldberg), Г. Камински (G. Kaminsky), С. Тилля (C. Tille) и других.

Среди российских исследователей интерес к теме резервных валют возник относительно недавно, и число научных работ пока невелико. В качестве наиболее значимых исследований, которые затрагивают проблемы, связанные с резервными валютами, можно выделить работы О. Буториной, С. Дробышевского и Д. Полевого, Д. Кондратова, С. Моисеева, Д. Пискулова, А. Фридман и А. Вербецкого. Необходимо отметить фрагментарность российской научной и научно-практической литературы, посвященной тематике резервных валют. В существующих работах чаще всего исследуются только отдельные функции резервных валют. В частности, в качестве относительно хорошо исследованных отдельных вопросов можно выделить проблемы долларизации и оптимальных валютных зон. В то же время попытка комплексного рассмотрения роли резервных валют в современной МВС и потенциала рубля делается только в работах О. Буториной и С. Моисеева.

Вместе с тем, за исключением небольшого раздела в книге О. Буториной, в российской экономической литературе практически отсутствует рассмотрение существующих теоретических моделей резервных валют. Таким образом, в рамках существующей научной и общественной дискуссии о перспективах российского рубля в качестве региональной резервной валюты в большинстве случаев отсутствуют теоретические обоснования и предпосылки тех или иных выводов. Более того, помимо исследований Д. Кондратова и Д. Пискулова, практически не делалось эмпирических оценок текущей позиции российского рубля на международном валютном рынке.

Несмотря на относительно высокую степень проработанности роли резервных валют, выделение понятия *региональной резервной валюты* в отдельную категорию состоялось лишь несколько лет назад, поэтому оно до сих пор мало изучено и представлено в литературе лишь с описательной точки зрения. Значимый вклад в разработку этого понятия был сделан в статьях С. Агибалова и М. Салихова, Х. Генберга (H. Genberg), У. Добсона (W. Dobson), П. Массона (P. R. Masson).

Методологическая база исследования. Методологические основы исследования включают комплексный анализ и систематизацию теоретических аспектов моделирования функций резервных валют, а также логическую оценку степени соответствия результатов эмпирических исследований

теоретическим выводам. Помимо этого, для выявления ключевых тенденций среди региональных резервных валют и выявления факторов, которые могут способствовать повышению статуса валюты, используется сочетание сравнительного межстранового количественного, статистического и эконометрического анализа.

Для выполнения целей и задач исследования использовались методы экономического анализа, экономико-математического моделирования, а также методы классификации, группировки, графического и регрессионного анализа.

Эконометрическое оценивание производилось на панельных данных с использованием специализированного программного обеспечения Econometric Views 4.1.

Научная новизна и теоретическая значимость. Научная новизна диссертационной работы заключается в обобщении современных теоретических и эмпирических подходов к изучению резервных валют, классификации комплексного списка факторов, определяющих роль резервных валют, и определении понятия региональной резервной валюты. Ключевые результаты исследования, составляющие его научную новизну, сводятся к следующим положениям:

1. Систематизированы существующие теоретические и эмпирические подходы к анализу функций резервных валют и факторов, определяющих их статус в мировой платежной системе. Проанализированы методологические особенности различных подходов к теоретическому моделированию и эмпирическому исследованию резервных валют. Систематизированы основные положительные и отрицательные стороны как обладания резервной валютой для страны-эмитента, так и использования резервной валюты для внешних экономических агентов.

2. Обобщено понятие региональной резервной валюты, и предложен комплексный набор критериев для выделения региональных резервных валют. Проведенный в работе сравнительный количественный анализ роли региональных резервных валют позволяет определить наиболее важные сферы использования той или иной валюты и ранжировать их по значимости в мировой валютной системе.

3. Проведенный в диссертации статистический анализ факторов выбора валюты номинирования международных долговых обязательств в разрезе региональных резервных валют позволил построить эконометрическую модель факторов выбора валюты и оценить соответствие фактических и модельных показателей для российского рубля.

4. Разработан комплекс практических мероприятий для повышения роли российского рубля и достижения им статуса региональной резервной валюты. Проведен качественный анализ вероятного влияния мер по развитию статуса российского рубля на экономику России в случае их внедрения.

Практическая значимость. Практическая значимость исследования состоит в возможности использования его результатов и основных выводов для реализации мер экономической политики. Список мероприятий включает меры в области денежно-кредитной политики и политики обменного курса, осуществляемой центральным банком; налогово-бюджетной политики, осуществляемой министерством финансов и налоговыми органами; совершенствования нормативно-правовой базы.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности. Результаты работы соответствуют следующим пунктам паспорта специальности 08.00.01 «Экономическая теория»:

1.1. Политическая экономия (в части исследования закономерностей глобализации мировой экономики и ее воздействия на функционирование национально-государственных экономических систем; взаимодействия экономических и политических процессов на национально-государственном и глобальном уровнях; вызовов глобализации и их последствия; формирования экономической политики (стратегии) государства);

1.3. Макроэкономическая теория (в части исследования теории денег; теории инфляции);

2.3. Закономерности, особенности, этапы развития отдельных стран и регионов, факторы, обуславливающие специфику их развития.

Апробация исследования. Результаты исследования прошли апробацию в рамках Гайдаровского форума, проведенного Институтом экономической политики им. Е.Т. Гайдара и Российской академией народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, в котором автор принимал участие в январе 2013 г.

Публикации. По теме диссертации опубликовано пять печатных работ общим объемом 9,3 п.л., в том числе три статьи (1,7 п. л.) — в изданиях, включенных ВАК в перечень российских рецензируемых научных журналов.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка литературы (116 источников), без приложений. Основной текст изложен на 130 страницах и содержит 8 таблиц и 19 рисунков. Ниже приводится оглавление диссертации.

Введение

Глава 1. Понятие и функции резервной валюты

- 1.1. Определение резервной валюты
- 1.2. Понятие региональной резервной валюты
- 1.3. Функции резервных валют в мировой экономике
- 1.4. Преимущества и недостатки обладания резервной валютой для страны-эмитента
- 1.5. Преимущества и недостатки использования резервной валюты для внешних экономических агентов

Глава 2. Факторы, определяющие формирование резервных валют

- 2.1. История становления резервных валют
- 2.2. Теоретические модели резервных валют
- 2.3. Эмпирическая проверка моделей

Глава 3. Оценка роли региональных резервных валют и возможные меры повышения статуса валюты

- 3.1. Сравнительный анализ роли региональных валют
- 3.2. Эконометрическая оценка факторов выбора валюты номинирования ценных бумаг
- 3.3. Достижение статуса региональной резервной валюты

Заключение

Список литературы

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во *введении* обоснована актуальность темы исследования, обозначены цели и задачи исследования, определены объект и предмет исследования, описана новизна и обоснована практическая значимость результатов.

В *первой главе* диссертации приводится определение понятия резервной валюты и региональной резервной валюты, описываются основные функции, выполняемые резервными валютами, а также анализируются преимущества и недостатки обладания резервной валютой.

Под резервной валютой обычно понимают валюту, которую центральные банки используют для хранения официальных резервов. Резервная валюта должна отвечать нескольким дополнительным признакам. Это должна быть стабильная валюта достаточно большой экономики с широкими внешнеэкономическими 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 установке 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. Основным 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.

Во *второй главе* диссертации содержится обзор основных теоретических моделей резервных валют, а также рассмотрены и проанализированы методы и результаты эмпирических оценок факторов, влияющих на спрос на резервные валюты.

Были рассмотрены несколько видов **теоретических моделей**, которые соответствуют функциям, выполняемым резервными валютами в международной финансовой системе.

Модели долларизации объясняют использование резервных валют в качестве внутреннего средства платежа и сохранения стоимости экономическими агентами других стран. Отказ от национальных денег и переход на иностранную валюту в этом случае происходит вследствие отсутствия доверия экономических агентов к национальной валюте. В случае неофициальной долларизации, защищаясь от обесценивания национальной валюты, экономические агенты будут использовать в качестве денег валюту с постоянно низким темпом инфляции. Таким образом, спрос на какую-либо валюту со стороны долларизированных экономик будет предъявляться только в случае стабильности данной валюты. Официальная долларизация представляет собой вариант экономической политики, заключающийся в законодательном закреплении статуса иностранной валюты в качестве национальных денег. Серьезными недостатками при этом являются потеря независимости денежно-кредитной политики и сеньоража в качестве источника доходов государства. Вероятно, по этой причине официальная долларизация встречается довольно редко.

Гравитационные модели оптимальных валютных зон позволяют объяснить совместное использование единой валюты несколькими странами. Основным фактором перехода на общую валюту является высокий уровень торговли и движения капиталов между странами. Кроме того, причинами отказа от собственной валюты обычно являются малый размер экономики и высокий уровень инфляции. Таким образом, вероятность использования какой-либо денежной единицы в качестве единой валюты в рамках оптимальной

валютной зоны выше для валют тех стран, которые обладают относительно большой экономикой, активно участвуют в международной торговле и проводят сдержанную денежно-кредитную политику, удерживая инфляцию на низком уровне.

В *моделях выбора валюты внешнеторговых контрактов* рассматривается поведение компаний-экспортеров на внешних рынках. В рамках задачи максимизации прибыли компания-экспортер должна определить валюту, в которой она будет устанавливать цены на свою продукцию для иностранных покупателей. Выбор валюты ограничен следующими вариантами: валюта экспортера, валюта импортера и, в некоторых случаях, промежуточная валюта. Каждый из вариантов характеризуется двумя видами риска: валютный риск и риск со стороны спроса. Выбор валюты экспортера оправдан в случае дифференцированных продуктов, крупного размера компании-экспортера, а также на рынках, где спрос неэластичен по цене. Валюта импортера является оптимальным вариантом, когда продукция однородна, количество поставщиков значительно, а спрос на данную продукцию эластичен по цене. Использование промежуточной валюты оправдано, когда рынок близок к состоянию совершенной конкуренции (однородная продукция и большое количество поставщиков), и существует определенная историческая традиция установки цен в данной валюте. Последний вариант характерен для рынков сырьевых товаров.

В *моделях спроса на промежуточную валюту* главным объясняющим фактором спроса выступают транзакционные издержки проведения операций по обмену валют. Использование некоторой валюты в качестве промежуточной, т.е. для непрямого обмена двух других валют, будет тем выше, чем ниже транзакционные издержки проведения операций в данной валюте. Важнейшим фактором для снижения транзакционных издержек является увеличение объема операций в данной валюте. Следовательно, спрос на использование резервной валюты в качестве промежуточной валюты будет значительным в случае, если эта валюта уже широко торгуется на мировом валютном рынке.

Модели выбора валюты номинирования внешнего долга основаны на теории паритета процентных ставок и модели минимизации стоимости заемных средств. Выбор валюты, в которой заемщик хочет привлечь средства, зависит от стоимости долга на каждом из доступных рынков. Данная стоимость складывается из процентной ставки, изменения покупательной способности валюты (инфляции) и изменения обменного курса. Таким образом, спрос на резервную валюту для номинирования долга будет тем выше, чем ниже в

стране-эмитенте процентные ставки и стабильнее уровень цен, а также чем ниже вероятность укрепления обменного курса данной валюты.

Модели официальных резервов призваны объяснить спрос центральных банков на резервные валюты для хранения официальных резервов. При этом обычно рассматривают три основных фактора, определяющих необходимость формирования резервов: покрытие дефицита счета текущих операций, покрытие дефицита финансового счета в случае оттока капитала и доходность инвестирования в резервы с учетом риска. Влияние первых двух факторов определяется составом внешнеторговых партнеров страны и валютной структурой ее долга. Воздействие доходности и риска 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. 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 предоставляют наибольшую доходность при минимальном риске, а корреляция доходности с другими валютами минимальна.

Итоги рассмотрения **эмпирических работ**, в которых производится оценка моделей спроса на резервные валюты, позволяют сделать вывод, что в современной экономической литературе резервные валюты рассматриваются как актив, который выполняет в международной платежной системе роль, аналогичную роли денег в экономике страны. По этой причине резервные валюты принято исследовать с точки зрения спроса на них со стороны экономических агентов, участвующих в мировой торговле и международном движении капитала. Далее в рамках существующих моделей спрос на резервные валюты разбивается на несколько составляющих, которые анализируются по отдельности.

В первой категории эмпирических моделей различные виды спроса на резервные валюты для проведения транзакций и использования в качестве меры стоимости вне пределов страны-эмитента рассматриваются в *моделях долларизации, выбора валюты внешнеторговых контрактов и моделях промежуточной валюты*. Выводы из этой категории моделей указывают на то, что основными факторами спроса на резервные валюты со стороны экономических агентов других стран являются экспансионистская и непредсказуемая денежно-кредитная политика в этих странах, необходимость

учитывать валютный риск во внешнеэкономических операциях, транзакционные издержки при проведении операций по обмену валют.

Неоправданное стимулирование экономики и непоследовательность денежно-кредитной политики приводит к резким всплескам инфляции и, как следствие, к снижению спроса на национальную валюту со стороны экономических агентов. В этом случае потребность в использовании стабильной денежной единицы удовлетворяется за счет спроса на резервные валюты. Эмпирические исследования подтверждают, что долларизация зависит от уровня инфляции и других показателей, характеризующих денежно-кредитную политику в стране.

Существование валютного риска требует от компаний-экспортеров учитывать его при выборе валюты своих внешнеэкономических контрактов. С теоретической точки зрения валюта страны будет широко использоваться в том случае, когда ее компании-экспортеры являются крупными поставщиками, когда они экспортируют дифференцированную продукцию, а спрос на импортную продукцию внутри страны эластичен. Кроме того, вероятность использования одной валюты всеми участниками выше на стандартизированных биржевых рынках, обычно торгующих сырьевыми товарами. В целом, эмпирические оценки подтверждают значимость перечисленных факторов для использования валюты во внешнеэкономических сделках.

Транзакционные издержки прямого обмена одной валюты на другую могут быть значительно выше, чем в случае непрямого обмена с использованием некоторой промежуточной валюты. Сетевой эффект позволяет еще больше снизить транзакционные издержки операций с промежуточной валютой. В результате ее роль в международной платежной системе будет существенной. Предположительно, больше всего шансов занять место мировой промежуточной валюты существует у валюты страны, которая активнее всего участвует в международной торговле и движении капитала. Тем не менее на данный момент каких-либо серьезных попыток эмпирически оценить факторы становления промежуточных валют не делалось.

Вторая категория моделей исследует спрос на резервные валюты как средство сохранения ценности и включает *модели выбора валюты номинирования внешнего долга и портфеля официальных международных резервов центральных банков*. Главными факторами данного вида спроса являются стабильность резервной валюты, валютная структура внешней торговли и потоков капитала стран, накапливающих официальные резервы.

Стабильность резервной валюты как по отношению к другим валютам, так и с точки зрения ее покупательной способности играет ключевую роль в принятии экономическими агентами положительного решения об инвестировании средств в активы, номинированные в данной валюте. В результате финансовые рынки стран со стабильными валютами дают больше возможностей для привлечения средств, поэтому спрос на данную валюту для номинирования долга также положительно зависит от ее стабильности. Эмпирические оценки подтверждают важность стабильности валюты для использования ее в качестве резервной.

Валютная структура внешней торговли и потоков капитала в странах, которые накапливают международные резервы для противодействия внешним шокам, является важным фактором спроса на резервные валюты. Значимость данного фактора подтверждается рассмотренными эмпирическими исследованиями портфелей официальных резервов.

Таким образом, общий спрос на резервную валюту складывается из нескольких составляющих: спроса для проведения торговых транзакций и спроса со стороны международных инвесторов. 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.

В *третьей главе* диссертации проводится эмпирический анализ роли региональных резервных валют, и даются рекомендации по повышению статуса российского рубля и формированию региональной резервной валюты на его основе.

По итогам 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. При этом можно сказать, что укрепление статуса региональных валют связано в основном с ростом роли стран-эмитентов в международной торговле, а в

качестве промежуточной или резервной валюты они практически не используются.

На данный момент наиболее используемыми региональными резервными валютами 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.

Для оценки факторов выбора валюты номинирования долга построена и протестирована эконометрическая модель, в которой проводится оценка влияния факторов, определяющих доли глобальных и региональных резервных валют на рынке международных облигаций. По результатам оценивания можно сказать, что есть основания не отвергать гипотезу о том, что инвесторы на международном рынке капитала рассматривают активы, номинированные в долларах США как безрисковые. Вместе с тем, гипотеза о равном влиянии процентных ставок и движения обменных курсов на выбор валюты для размещения вложений не нашла подтверждения: изменение обменных курсов являются значительно более важным фактором изменения объема облигаций в обращении, чем процентные ставки. Фактическая доля российского рубля в целом соответствует значениям, полученным в модели. В ближайшие годы, несмотря на значительный рост, доля рубля на международном рынке облигаций будет оставаться в пределах 0.3%.

В целом, 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 актуальными вопросами являются разработка и использование комплекса мер, которые будут содействовать достижению рублем статуса региональной резервной валюты.

Ключевые рекомендации в области экономической политики для повышения статуса российского рубля включают следующие предложения:

- в области внешней торговли: снижение доли сырьевых товаров во внешней торговле; расширение возможностей по привлечению коммерческого

кредита и банковской гарантии; повышение ликвидности рынка региональной валюты за счет своп-соглашений с центральными банками других стран; стимулирование повышения числа участников национального валютного рынка;

- в сфере финансовых рынков: создание ликвидного рынка государственных ценных бумаг; предсказуемая бюджетная политика; обеспечение гарантий соблюдения прав собственности и верховенства закона; создание эффективной судебной системы; обеспечение стабильности финансового рынка, предотвращение образования спекулятивных пузырей.

Реализация мер по повышению использования рубля во внешнеторговых операциях должна положительно сказаться на доверии к национальной валюте и экономике РФ в целом. Помимо этого, повышение привлекательности российского рынка рублевых активов поможет увеличить как его объемы, так и устойчивость национальных финансов. Сокращение проблем с текущим финансированием уменьшит уязвимость страны перед внешними шоками. Благодаря притоку иностранного капитала можно ожидать снижения процентных ставок на рублевом рынке.

Вместе с тем, 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.

На основании проведенного исследования были получены следующие основные выводы:

1. Под резервной валютой 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. Монетарные власти

используют резервные валюты для установки ориентиров валютных курсов и в качестве валюты для проведения интервенций на валютном рынке.

2. Существующие теоретические и эмпирические модели исследуют отдельные функции и виды спроса на резервные валюты со стороны экономических агентов.

3. Статус резервной валюты (в том числе региональной резервной валюты) несет в себе важные преимущества для экономики страны. Главным из них является повышенный спрос на национальную валюту и на активы, номинированные в этой валюте, в особенности 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.

4. В то же время статус резервной валюты обладает некоторыми недостатками. Наиболее серьезным из них, является снижение степени влияния монетарных властей на денежно-кредитную политику. Проведение денежно-кредитной политики 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.

5. 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: либо девальвации национальной валюты и роста инфляции (самый яркий пример – Аргентина в 2000 г.), либо за счет 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 благоприятных 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 квази-резервной валюты, увеличивая отток капитала и, следовательно, подрывая стабильность денежной единицы.

6. 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.

7. 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, сохранение конвертируемости рубля и относительная стабильность обменного курса. Реализация этих мер станет базисом для использования рубля нерезидентами как для внешнеторговых операций, так и для накопления активов и хранения резервов.

8. 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 поддержании высокого уровня нормы сбережений внутри страны, создание привлекательных условий для внешних заемщиков, а также стимулирование появления на рынке качественных активов, которые будут привлекательны для долгосрочных институциональных инвесторов.

9. Важнейшей целью сделок на валютном рынке является хеджирование валютных рисков, что определяется высокой долей форвардных и своп-сделок. Таким образом, без развития валютного рынка и рынка производных финансовых инструментов статус региональной валюты недостижим.

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Работы, опубликованные в журналах, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации:

1. Региональные резервные валюты в мировой экономике // *Российский внешнеэкономический вестник*, №8, 2012. 1,2 п.л. (В соавторстве, вклад автора 0,8 п.л.);
2. Резервные валюты в наличных расчетах и международной торговле // *Российское предпринимательство*, №23, 2012. 0,3 п.л.
3. Перспективы рубля как региональной резервной валюты: теоретический аспект // *Вопросы экономики*, №12, 2012. 1,0 п.л. (В соавторстве, вклад автора 0,6 п.л.);

Другие работы, опубликованные по теме кандидатской диссертации:

4. Резервные валюты: факторы становления и роль в мировой экономике. Научные труды 162Р – М.: Издательство Института Гайдара, 2012. 6,4 п.л. (В соавторстве, вклад автора 3,8 п.л.);
5. Перспективы российского рубля как региональной резервной валюты. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2013. 6,4 п.л. (В соавторстве, вклад автора 3,8 п.л.).