

С. Наркевич, П. Трунин

Перспективы рубля как региональной резервной валюты: теоретический аспект

Обсуждение роли резервных валют в мировой экономике в последние годы вышло на новый уровень. Проблемы, возникающие в связи с доминированием одной резервной валюты, пока не решены, и неясно, когда и как это удастся сделать в будущем. Анализ нередко осуществляется без достаточного теоретического обоснования разных вариантов. В данной статье представлены более строгие аргументы в защиту концепции региональной резервной валюты, рассмотрены факторы формирования резервных валют и предложены оценки потенциала российского рубля в качестве региональной резервной валюты.

Ключевые слова: глобальные дисбалансы, мировая валютная система, резервные валюты, региональные резервные валюты.

JEL: E41, E42, E58, F31, F33, F34, F36, F42, F55, G15.

Варианты реформирования мировой валютной системы

Недостатки существующей системы

Мировой экономический кризис 2008—2009 гг. выявил несовершенство существующей валютной системы. С одной стороны, доминирование доллара США привело к формированию глобальных дисбалансов, когда дефицит счета текущих операций США финансировался за счет накопления долларовых обязательств в других странах. Эти дисбалансы стали одной из причин кризиса. С другой стороны, из-за мировых экономических проблем усилились позиции доллара, что содействовало консервации диспропорций мировой валютной системы (далее — МВС). Это вновь позволило говорить о внутренних противоречиях в МВС¹, основанной на резервной валюте (или валютах), которую эмитирует суверенное государство.

Глобальные дисбалансы отчасти определяются ролью резервной валюты в мировой экономической системе. Предложению резервной валюты соответствует спрос на нее со стороны иностранных экономических агентов. Несбалансированность МВС начинает проявляться, когда стремление к формированию запасов резервной валюты и активов в ней вне страны-эмитента становится чрезмерным. На практике это чаще всего связано с действиями центральных банков и суверен-

Наркевич Сергей Сергеевич (snarkevich@iet.ru), научный сотрудник Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва); *Трунин Павел Вячеславович* (pt@iet.ru), к. э. н., завлабораторией денежно-кредитной политики Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара.

¹ См.: Smaghi, 2011a; Truman, 2010.

ных фондов. Желание накапливать валютные резервы обусловлено влиянием трех факторов (Truman, Wong, 2006):

— аккумулярованием резервов для финансирования возможного дефицита по счету текущих операций или неожиданного оттока капитала;

— экспортоориентированным ростом, основанным на занижении курса национальной валюты, или стремлением уменьшить влияние сверхдоходов от экспорта сырья на денежное предложение страны;

— повышенной нормой сбережений, особенно государственных, которые не могут быть эффективно абсорбированы национальной финансовой системой.

Как показал последний кризис, попытки привести мировую экономическую систему в более сбалансированное состояние также неразрывно связаны с ролью глобальной резервной валюты: инвесторы во всем мире вполне рационально решили, что наилучшим выбором в условиях экономической турбулентности будут вложения, номинированные в резервной валюте, и еще больше увеличили спрос на долларовые активы. В результате разбалансированность мировой экономики не снизилась.

Возможные пути эволюции МВС

В последние годы активно обсуждают вопрос о реформировании мировой финансовой системы. Множество высказанных предложений можно свести к нескольким подходам относительно функционирования МВС и роли в ней резервных валют.

Во-первых, предлагают сохранить статус-кво с доминированием одной валюты, в частности доллара (Truman, 2010). Ключевые аргументы основаны на том, что (1) все осуществимые альтернативы вряд ли будут лучше; (2) сбалансированность действующей системы можно относительно безболезненно восстановить, если ключевые страны будут предпринимать для этого скоординированные усилия; (3) режимы плавающих валютных курсов в целом хорошо показали себя во время кризиса 2008—2009 гг.

Одним из вариантов развития такой системы выступает возможная замена доллара в качестве мировой резервной валюты другой денежной единицей, в частности китайским юанем (Eichengreen, 2011; Prasad, Ye, 2012). Однако, по общему мнению, если глобальный переход на юань и состоится, то не скоро. Главные причины — как внутренние проблемы, присущие китайской экономике (отсутствие свободной конвертируемости юаня, неразвитость внутреннего финансового рынка и недостаток качественных и надежных активов, сильная зависимость от условий торговли, ограничение политических свобод), так и более глобальные факторы, связанные с влиянием инерции в развитии МВС и историческими сложившимся использованием доллара в международной торговле.

Во-вторых, предлагают ввести некую наднациональную валюту. Она может быть обеспечена золотом или носить кредитный характер. Данная идея восходит к предложению Дж. М. Кейнса о возможности ввести в оборот искусственную международную валюту «банкор» в рам-

ках предлагавшегося им международного клирингового союза². В итоге от этого предложения отказались в пользу создания специальных прав заимствования — СДР, которые, строго говоря, валютой не являются, а служат для целей покупки резервных активов (валют) в рамках МВФ.

Практика использования СДР не позволяет говорить об успешности этого эксперимента. С самого начала их не могли использовать частные экономические агенты, а соответствующие возможности центральных банков были ограничены. Более того, попытки создать финансовые активы на основе СДР не были успешными из-за слабого спроса на международных рынках капитала. Низкая востребованность СДР во многом связана с отсутствием четкого понимания механизма формирования их курса по отношению к другим валютам (из-за необходимости учитывать большое число базовых факторов по всем валютам, составляющим корзину СДР) и с невозможностью хеджировать риски (из-за низкой ликвидности рынка активов, номинированных в СДР, и отсутствия производных инструментов) (Bordo, James, 2011). МВФ непопулярность активов в СДР объясняет относительно более высокими издержками отслеживания курсов и кросс-курсов всех валют в составе корзины СДР и необходимостью часто проводить сделки по балансированию портфеля (IMF, 2011).

Интерес к СДР вновь возрос после публикации статьи председателя Народного банка Китая, посвященной вопросам реформирования мировой валютной системы и использования СДР в качестве глобальной международной валюты (Zhou, 2009). Пока сложно говорить как о поддержке данной инициативы со стороны развитых стран, так и об искренности китайских монетарных властей и их готовности отказаться в пользу СДР от перспектив юаня в качестве резервной валюты.

В целом конструкция, в рамках которой полномочия по проведению денежно-кредитной политики концентрируются в руках одного органа в отсутствие единой бюджетно-налоговой политики, не выглядит стабильной. Как показал опыт еврозоны, едва только бюджетный дефицит одной из стран-участниц становится значительным и сохраняется длительное время, под угрозой оказывается существование всей системы.

В-третьих, МВС может эволюционировать в сторону использования нескольких резервных валют. Большинство экспертов склоняются к тому, что развитие будет идти именно по этому пути (Trairatvorakul, 2011; Smaghi, 2011a, 2011b). Тогда при сохранении глобальной роли доллара расширится использование в международных экономических отношениях евро и, возможно, других валют. На региональном уровне большое значение будут иметь местные резервные валюты.

Чтобы определить наиболее вероятный путь развития МВС, необходимо понимать, какие функции выполняют резервные валюты. При этом с точки зрения создания системы, основанной на нескольких глобальных и региональных резервных валютах, а также становления рубля в качестве региональной резервной валюты важно прежде

² См.: «Предложения по созданию международного клирингового союза», озвученные британской делегацией в рамках Бреттон-Вудской конференции (Proceedings and Documents of the United Nations Monetary and Financial Conference. Vol. 2. Washington: United States Government Printing Office, 1948).

всего изучить факторы, влияющие на приобретение национальной денежной единицей статуса резервной. Для этого нужно рассмотреть теоретические предпосылки существования резервных валют и модели их функций в МВС.

Теоретические основы существования региональных резервных валют

Факторы спроса на резервные валюты

В международной торговле потребность в резервной валюте возникает естественным образом. Осуществление сделки между контрагентами из разных стран в большинстве случаев требует как минимум одной транзакции по обмену валют. Современная глобальная экономика основана на относительно свободном перемещении товаров и капитала между странами и нуждается в быстром и надежном функционировании глобального валютного рынка. Однако его работа будет осложняться из-за проблемы «двойного совпадения желаний»³: для покупки некоторой суммы валюты другой страны необходимо, чтобы кто-нибудь хотел ее продать. Проблему можно решить с помощью организации непрямого обмена: найти валюту, которая служила бы универсальным средством обмена.

В модели появления такого средства обмена, основанной на теории поиска контрагента (см.: Kiyotaki, Wright, 1989; 1993; Lagos, Wright, 2004)⁴, рынок сам определит валюту, которая лучше всего отвечает требованиям экономических агентов с точки зрения облегчения международных транзакций. Международный обмен в рамках подобных моделей описан в работах ряда авторов (Krugman, 1980; Rey, 2001), где показано, что использование валюты в качестве промежуточного средства обмена зависит от транзакционных издержек при обменных операциях. В случаях, когда издержки непрямого обмена ниже, чем прямого, будут использовать резервную валюту. Таким образом, одна из причин существования резервных валют — необходимость проводить быстрые и наименее затратные международные операции.

Чтобы объяснить низкие издержки использования резервных валют, рассматривают сетевые внешние эффекты (network externalities). Под ними понимают дополнительную ценность, которую получает потребитель блага, если общее количество его потребителей увеличивается⁵. Для контрагентов в международных сделках мировая валюта обладает данным преимуществом. В результате чем больше экономических агентов используют валюту в расчетах, тем выгоднее это становится.

³ Проблему «двойного совпадения желаний» («double coincidence of wants») сформулировал У. С. Джевонс (Jevons, 1875).

⁴ Помимо моделей, основанных на теории поиска контрагента, существование универсального средства обмена (денег) можно объяснить с помощью введения денег в функцию полезности или используя ограничение вида cash-in-advance (предоплата).

⁵ См.: Katz, Shapiro, 1985; Chinn, Frankel, 2008; Моисеев, 2008.

К числу факторов формирования трансакционного спроса на резервные валюты принято относить исторический (Frankel, 1995). Отмечается, что процесс использования валюты в качестве резервной в значительной степени определяется сложившейся деловой практикой. Такая инерционность вполне понятна: экономические агенты склонны применять в своих расчетах валюту, которой уже пользуются все остальные.

Помимо облегчения международных трансакций резервная валюта, по аналогии с национальными деньгами, должна быть относительно надежным средством хранения сбережений. В этом смысле ключевую роль играют доходность активов, номинированных в ней, и колебания обменных курсов. Чем выше суммарная доходность активов в данной валюте, взвешенная с учетом рисков, тем больше спрос на нее. Кроме того, важны ликвидность рынка активов и долгосрочная стабильность валюты. Валюта со стабильным курсом будет пользоваться повышенным спросом в качестве резервной, если номинированные в ней активы можно легко реализовать на хорошо функционирующем ликвидном рынке.

Теоретические модели функций резервных валют

Попытки создать модели, объясняющие причины появления резервных валют и функции, выполняемые ими в МВС, были впервые предприняты в конце 1970-х — начале 1980-х годов. В последние годы сформировалось несколько новых теоретических подходов к моделированию факторов использования резервных валют. Классификация моделей произведена нами в соответствии с разделением функций, выполняемых резервными валютами в мировой экономике, на используемые частными экономическими агентами и органами денежно-кредитного регулирования (Cohen, 1971; Kenen, 1983).

Использование валюты для сделок вне юрисдикции страны-эмитента. В моделях долларизации (в том числе валютного правления, currency board) пытаются объяснить использование резервной валюты в качестве платежного средства в других странах помимо страны-эмитента. В этом случае она полностью или частично заменяет местную валюту. В работах по анализу последствий долларизации моделируется открытая экономика и рассматривается ее функционирование при нескольких режимах валютного курса: плавающий курс национальной валюты, фиксированный курс и долларизация (см.: Mendoza, 2000; Chang, Velasco, 2002; Arellano, Heathcote, 2007).

В этих работах показано, как формируется спрос на использование иностранной валюты в качестве внутреннего средства платежа. Из-за недоверия к денежно-кредитной политике правительства, связанного с высокой инфляцией, спрос будет предъявляться на стабильную денежную единицу. Поэтому вероятнее всего в качестве валюты привязки обменного курса или замещающей денежной единицы станут использовать одну из резервных валют в силу характерной для них низкой инфляции. В результате важной составляющей совокупного спроса на резервную валюту выступает спрос со стороны экономических агентов стран, где доверие к денежно-кредитной политике госу-

дарства находится на низком уровне, а восстановить его не позволяет непоследовательность проводимой политики.

В *моделях оптимальных валютных зон* изучают группы стран, которым выгодно использовать единую валюту, а также критерии, в соответствии с которыми использование общей валюты для них оптимально с точки зрения достижения основных целей макроэкономической политики. Эти модели похожи на модели долларизации. Однако в отличие от них (в последних исследуют причины одностороннего решения какой-либо страны использовать иностранную валюту в качестве внутренней денежной единицы) модели оптимальных валютных зон призваны объяснить выгоды от использования единой валюты в международной торговле во всех странах валютного блока.

Для нас важен аспект теории оптимальных валютных зон, который позволяет выявить стимулы для использования иностранной валюты в межстрановой торговле или для перехода на единую валюту⁶. Согласно результатам изучения гравитационных моделей, основными причинами вхождения страны в валютный союз выступают: малый размер экономики; большой товарооборот со странами, использующими данную резервную валюту; высокий уровень инфляции. Таким образом, вероятность использования валюты в качестве общей денежной единицы валютного союза тем выше, чем крупнее экономика страны-эмитента, чем обширнее внешнеторговые связи этой страны и чем стабильнее ее денежная единица.

Валюта международной торговли. Использование определенной валюты для установления цен в международной торговле зависит от желания экспортера найти баланс между валютными рисками и стремлением сохранить спрос на свою продукцию. Цена, выраженная в национальной валюте, предполагает отсутствие для экспортера неопределенности, связанной с конвертацией валютной выручки. При этом валютный риск перекладывается на покупателя-импортера. В случае непредвиденных изменений обменного курса меняется цена для покупателя и, следовательно, объем спроса на данную продукцию. В результате установление цен в национальной валюте имеет для экспортера как положительные (отсутствие валютного риска), так и отрицательные (риск изменения спроса на продукцию) последствия. При установлении цены в валюте страны, которая осуществляет импорт, для продавца-экспортера ситуация будет обратной: спрос на продукцию станет более стабильным, так как не будет подвержен влиянию существенных изменений цен из-за колебаний обменных курсов, однако на нем будет полностью лежать валютный риск.

Модели выбора валюты внешнеторговых контрактов рассматриваются в ряде работ (см.: Donnenfeld, Zilcha, 1991; Bachetta, Wincoop, 2002; Goldberg, Tille, 2005). Объяснение механизма внешнеторгового ценообразования в них базируется на микроэкономической теории фирмы (максимизация прибыли производителя). Такой подход позволяет выявить факторы, влияющие на выбор компаниями-экспортерами ва-

⁶ При этом отметим недостатки, присущие валютным зонам, в частности невозможность преодолеть асимметричные шоки внутри них из-за отсутствия независимой денежно-кредитной политики в отдельных странах.

люты, в которой они устанавливают цены на свою продукцию. С точки зрения спроса на резервные валюты ключевой вывод из подобных моделей — валюта страны, откуда осуществляется экспорт, не всегда оптимальна при установлении цен на соответствующую продукцию. На выбор валюты ценообразования влияют доля рынка и другие показатели монопольной власти компаний-экспортеров на внешних рынках, а также степень эластичности спроса по цене на импортируемые товары в других странах. Спрос на резервную валюту будет тем больше, чем сильнее монопольная власть на внешних рынках компаний-экспортеров из страны — эмитента этой валюты и чем меньше ценовая эластичность спроса в странах-импортерах.

На конкурентных рынках, где продают хорошо заменяемые товары (типичный пример — сырье), экономические агенты склонны номинировать экспортную продукцию в единой (чаще всего отличной от национальной) валюте. В этом случае мотив установления цены в валюте конкурентов — противодействие риску со стороны спроса. Если цена на продукцию компании будет установлена в валюте, отличной от общепринятой на данном рынке, то при реализации валютного риска она изменится относительно цен конкурентов, что приведет к колебаниям спроса. В то же время цены у компаний-конкурентов останутся прежними, и спрос на их продукцию не изменится.

Промежуточная валюта. Одна из функций резервных валют — использование их для непрямого валютного обмена при осуществлении международных сделок между контрагентами из стран, не являющихся эмитентами резервных валют. В упомянутой работе П. Кругмана (Krugman, 1980) показано, что общепризнанной международной валютой может служить только денежная единица страны, играющей значительную роль в международных расчетах. Данный вывод учитывает снижение удельных транзакционных издержек обмена при росте числа операций, что характерно для крупной экономики, активно вовлеченной в международную торговлю.

Как свидетельствуют теоретические модели, при использовании промежуточной валюты действует эффект масштаба, то есть чем больше сделок заключают с какой-либо валютой, тем ниже удельные транзакционные издержки при проведении сделок. В результате во многих случаях для экономических агентов, желающих обменять одну валюту на другую, оптимальным будет заключить две последовательные валютные сделки с использованием промежуточной валюты. Спрос на резервные валюты, связанный с выполнением ими функций промежуточной валюты в международной торговле, представляет значительную часть общего спроса на них.

Валюта номинирования долга и хранения резервов. В моделях номинирования долга исследуют одну из важных функций резервных валют — их использование 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. Факторы, влияющие на валютную структуру внешних заимствований экономических агентов, были рассмотрены в ряде работ (см.: Grandes et al., 2003; Siegfried et al., 2007; Habib, Joy, 2008).

Издержки заимствования на внешних финансовых рынках включают несколько составляющих, в том числе процентную ставку, валютный риск, премию за страновой риск государства — эмитента валюты номинирования долговых обязательств. Выбор той или иной валюты заимствования влияет на каждый вид издержек. Следовательно, компания, привлекающая заемные средства, должна определить валюту (или несколько валют), суммарные издержки номинирования долга в которой минимальные.

Таким образом, основным фактором выбора валюты заимствований выступают издержки. Чем они выше, тем реже данную валюту используют для номинирования долга.

Одной из первых попыток *моделирования международных резервов* центральных банков стала модель, описанная Хеллером (Heller, 1968). В условиях Бреттон-Вудской системы официальные резервы служили инструментом сглаживания внешних шоков и поддержания фиксированных курсов валют. По указанной причине транзакционный мотив, то есть возможность использовать резервы для компенсации внешнеторговых дисбалансов, был на тот момент основным аргументом в пользу накопления резервов центральными банками. При этом вопрос о валютной структуре резервов вообще не возникал, поскольку официальный статус резервной валюты был закреплен за долларом США. Поэтому в модели анализируется реакция монетарных властей на дефицит платежного баланса. Центральный банк может позволить национальной валюте подешеветь, что сделает импортные товары дороже, а экспорт — более конкурентоспособным. Или он может поддерживать курс, финансируя дефицит платежного баланса за счет международных резервов.

В настоящее время при анализе действий ЦБ по оптимизации структуры резервов в большинстве работ рассматривают модель среднего отклонения (mean-variance framework). Она оценивает свойства портфеля активов, состоящего из набора валют. Формирование такого набора основано на теории портфеля активов Г. Марковица (Markowitz, 1952). В соответствии с ней каждый актив (в нашем случае валюту) характеризуют доходность и риск.

Центральный банк стремится оптимизировать валютную структуру портфеля резервов. Данную задачу обычно рассматривают 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. Моделирование портфеля официальных резервов осуществлено в ряде работ (Horii, 1986; Ramaswamy, 1999; Papaioannou et al., 2006; Beck, Rahbari, 2008).

Воздействие доходности и риска на структуру резервов обычно учитывают с помощью модели выбора оптимального портфеля для инвестирования, который предполагает наибольшую доходность при

наименьшем риске. Важным условием выступает диверсификация портфеля по активам в нескольких валютах.

Таким образом, спрос на резервную валюту будет тем значительнее, чем активнее страна-эмитент участвует в международной торговле и чем больше средств на ее финансовом рынке привлекают зарубежные заемщики. Кроме того, объем резервов, размещенных в данной валюте, будет больше, если вложения в ней обеспечивают максимальную доходность при заданном уровне риска, а корреляция доходности с другими валютами минимальная.

*Теоретические аргументы в пользу существования
региональных резервных валют*

Региональной резервной валютой принято называть такую, которая выполняет все или часть функций резервной валюты, но не в мировом, а в региональном масштабе, то есть 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. Ее также должны использовать в качестве промежуточного инструмента, способствующего снижению транзакционных издержек, которые возникают при обмене региональных мало используемых валют. В некоторых случаях региональную резервную валюту могут использовать в качестве меры стоимости, то есть для определения цен в странах региона, испытывающих сложности с проведением стабильной монетарной политики. В узком смысле под региональной резервной валютой могут понимать денежную единицу некоторой страны, которую хранят в качестве резервов или используют в операционной деятельности центральные банки хотя бы нескольких стран региона.

Существование региональных резервных валют с точки зрения транзакционных функций теоретически обосновано в ряде моделей (Krugman, 1980; Rey, 2001). В базовой модели обмен может осуществляться с помощью одной или нескольких резервных валют. При этом в рамках модели можно рассматривать организованный международный обмен как между региональными группами стран, так и между странами в каждом регионе. В каких случаях будут использовать глобальную резервную валюту, а когда оптимальна торговля с помощью региональной валюты? Выбор в пользу той или иной валюты определяется величиной транзакционных издержек. Если издержки обмена при межрегиональной торговле ниже для глобальной валюты, а при торговле внутри региона — для региональной, то оптимально использовать две резервные валюты.

В целом аргумент в отношении издержек применим и для хранения резервов центральными банками для транзакционных целей. Однако с точки зрения моделей использования валют для номинирования долга и формирования портфеля активов существование региональных

резервных валют обусловлено необходимостью диверсифицировать портфель. Оптимальными будут вложения в активы, номинированные в нескольких валютах, корреляция доходностей которых отрицательная. Поэтому в теории статус региональной резервной валюты должен переходить к валютам, активы в которых демонстрируют относительно более высокую доходность при наименьших валютных рисках.

В настоящее время в рамках общепринятого подхода резервные валюты исследуют с точки зрения спроса на них. При этом выделяют несколько функций, выполняемых резервными валютами в международной торговле. Существующие модели, как правило, описывают только одну из них, оставляя без внимания другие. В результате пока не удалось объединить все факторы спроса на резервные валюты в рамках единой модели. Тем не менее реально сформировать мультивалютную систему, где большую роль будут играть именно региональные валюты. Для этого важно определить валюты, обладающие наибольшими возможностями обрести данный статус, и составить список конкретных мероприятий, которые позволят усилить позиции национальной денежной единицы в качестве региональной резервной валюты.

Перспективы российского рубля в качестве региональной резервной валюты

Для достижения российским рублем статуса региональной резервной валюты могут потребоваться значительные усилия и продолжительное время. Более того, даже реализация целенаправленного плана по развитию международного использования российской валюты может не дать ожидаемых результатов. В настоящее время рубль обладает значительным потенциалом с точки зрения превращения в одну из региональных резервных валют. Использование рубля в международных расчетах постоянно расширяется, а его хранение на рынках капитала постепенно становится реальностью. Тем не менее пока по темпам роста использования рубль уступает не только юаню, но и индийской рупии (см. табл.).

Т а б л и ц а

**Объем сделок в мире с использованием
региональных валют (млн долл. США)**

Денежная единица	Апрель 2001	Апрель 2004	Апрель 2007	Апрель 2010	Отношение 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
<i>Российский рубль</i>	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: Банк международных расчетов.

В существующих теоретических моделях выделяют несколько каналов спроса на резервные валюты. Для выявления ключевых элементов международного использования валюты рассмотрим основные теоретические выводы применительно к региональным резервным валютам.

Использование региональной валюты нерезидентами при осуществлении внутренних сделок обычно выступает следствием нестабильности денежно-кредитной политики в других странах региона. Ключевым фактором в этом случае служит спрос на стабильную денежную единицу, обеспечивающую сохранность сбережений. Снижение инфляции в России в последние годы положительно влияет на использование рубля в соседних странах. Тем не менее по этому показателю он пока значительно проигрывает глобальным резервным валютам.

Можно выделить два аспекта *использования национальной валюты во внешнеэкономических сделках* с участием национальных экономических агентов: для установления цен в импортных и 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 и чем меньше в импортируемых товарах доля сырья. Кроме того, доля национальной валюты при оплате импорта высокая тогда, когда валюта свободно конвертируемая. Размер российской экономики, характер импорта и достижение конвертируемости национальной валюты позволяют говорить о выполнении ряда необходимых условий для превращения рубля в региональную резервную валюту.

В экспортных операциях роль национальной валюты больше, если на экспорт поставляют уникальные товары с низкой эластичностью спроса на них, а также если рынки сбыта экспортируемых товаров дифференцированы, в том числе существует емкий внутренний рынок. Кроме того, важными факторами выступают величина фирм-экспортеров и их доля на рынке — чем сильнее монопольная власть, тем легче устанавливать цены в национальной валюте (при этом на рынках сырьевых товаров исторически велика роль доллара США). Данный фактор свидетельствует об очевидной слабости рубля и требует пристального внимания с точки зрения диверсификации российской экономики и развития производств с высокой добавленной стоимостью.

Региональная резервная валюта тем шире используется в качестве промежуточного инструмента при обмене других валют между собой, чем меньше трансакционные издержки операций с ее использованием. При этом издержки снижаются, когда рынок такой валюты становится более ликвидным, то есть увеличивается его объем. Российский валютный рынок — один из самых емких среди стран СНГ и Восточной Европы, что улучшает перспективы рубля как региональной резервной валюты.

Важной составляющей статуса региональной резервной валюты служит ее *использование для номинирования долга*. Определяющий фактор здесь — возможность привлекать финансирование по низкой цене. Это реально, когда страна, валюту которой выбирают для номинирования долга, обладает развитым финансовым рынком, а также предсказуемым обменным курсом. Отметим, что выполнение данной функции тесно связано с понятием регионального финансового центра. Чем большую роль

этот центр играет на региональных финансовых рынках, тем активнее будут использовать валюту страны, где он расположен. В результате глубина финансового рынка привлекает иностранных заемщиков, которые могут получать финансирование, не доступное внутри своей страны. Важное условие привлечения иностранных эмитентов — наличие беспрепятственно функционирующего валютного рынка, то есть свободная конвертируемость валюты и отсутствие ограничений по капитальным операциям. Сейчас прилагаются значительные усилия для повышения статуса Москвы в качестве регионального финансового центра. Однако помимо финансовых факторов ключевую роль в данном случае играют такие показатели, как уровень защиты прав собственности и верховенство права. Пока, по мнению иностранных инвесторов и российских предпринимателей⁷, в этом направлении серьезного продвижения нет.

Спрос на резервные валюты со стороны центральных банков определяется необходимостью поддерживать платежный баланс в случае временного отрицательного сальдо торгового баланса или счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Кроме того, при управлении международными резервами ЦБ корректируют их структуру для получения максимальной доходности при минимальном риске. Пока Россия экспортирует преимущественно сырьевые энергетические товары, традиционно торгуемые в долларах США. Кроме того, внешняя задолженность российских экономических агентов относительно невелика, что обуславливает незначительное предложение ценных бумаг, номинированных в российских рублях.

* * *

За последние 40 лет было разработано несколько подходов к теоретическому и эмпирическому определению факторов формирования и функционирования мировой валютной системы, основанной на резервных валютах. Существование региональных резервных валют может быть теоретически обосновано в моделях как транзакционного спроса, так и спроса на активы и формирования оптимального портфеля. Более того, в настоящее время активно обсуждают возможность функционирования МВС, основанной на нескольких резервных валютах, включая региональные. Потенциал российского рубля в качестве региональной резервной валюты пока в значительной мере не реализован. Тем не менее продолжение экономической политики, направленной на поддержание макроэкономической стабильности, а также снижение институциональных рисков инвестирования в российские активы могут существенно усилить позиции рубля. Спрос на резервные валюты в значительной степени определяется также исторически сложившимися моделями поведения экономических агентов. Поэтому становление рубля в качестве региональной резервной валюты может занять значительное время. Однако стремление повысить роль рубля в мировой финансовой системе само по себе может способствовать развитию экономики России.

⁷ См., например, рейтинг Doing Business. russian.doingbusiness.org/rankings.

Список литературы

- Moiseev S.* (2008). Рубль как резервная валюта // Вопросы экономики. № 9. [Moiseev S. (2008). Rouble as a Reserve Currency // Voprosy Ekonomiki. No 9.]
- Arellano C., Heathcote J.* (2007). Dollarization and Financial Integration // International Finance Discussion Paper. No 890 / Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Bachetta P., Wincoop E. van* (2002). A Theory of the Currency Denomination of International Trade // International Finance Discussion Paper. No 747.
- Beck R., Rahbari E.* (2008). Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops: The Euro and the Dollar as Safe Haven Currencies // ECB Working Paper. No 916.
- Bordo M. D., James H.* (2011). Reserves and Baskets // NBER Working Paper. No 17492.
- Chang R., Velasco A.* (2002). Dollarization: Analytical Issues // NBER Working Paper. No 8838.
- Chinn M., Frankel J.* (2008). The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency // NBER Working Paper. No 13909.
- Cohen B. J.* (1971). The Future of Sterling as an International Currency. L.: Macmillan.
- Dobson W., Masson P. R.* (2009). Will the Renminbi Become a World Currency? // China Economic Review. Vol. 20, No 1. P. 124–135.
- Donnenfeld S., Zilcha I.* (1991). Pricing of Exports and Exchange Rate Uncertainty // International Economic Review. Vol. 32, No 4. P. 1009–1022.
- Eichengreen B.* (2011). Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford: Oxford University Press.
- Frankel J. A.* (1995). Reports of the Dollar's Demise are Greatly Exaggerated. Berkeley: University of California.
- Genberg H.* (2009). Currency Internationalisation: Analytical and Policy Issues / Bank for International Settlements.
- Goldberg L. S., Tille C.* (2005). The International Role of the Dollar and Trade Balance Adjustment // NBER Working Paper. No 11127.
- Grandes M., Peter M., Pinaud N.* (2003). The Currency Premium and Local-Currency Denominated Debt Costs in South Africa // OECD Working Paper. No 230.
- Habib M. M., Joy M.* (2008). Foreign-currency Bonds: Currency Choice and the Role of Uncovered and Covered Interest Parity // ECB Working Paper. No 947.
- Heller H. R.* (1968). The Transactions Demand for International Means of Payments // The Journal of Political Economy. Vol. 76, No. 1. P. 141–145.
- Horii A.* (1986). The Evolution of Reserve Currency Diversification // BIS Economic Paper. No 18.
- IMF* (2011). Enhancing International Monetary Stability – A Role for the SDR? Washington, D.C.
- Jevons W. S.* (1875). Money and the Mechanism of Exchange. N. Y.: D. Appleton and Co.
- Katz M. L., Shapiro C.* (1985). Network Externalities, Competition, and Compatibility // American Economic Review. Vol. 75, No 3. P. 424–440.
- Kenen P. B.* (1983). The Role of the Dollar as an International Currency. N. Y.: Group of Thirty.
- Kiyotaki N., Wright R.* (1989). On Money as a Medium of Exchange // Journal of Political Economy. Vol. 97, No 4. P. 927–954.
- Kiyotaki N., Wright R.* (1993). A Search-Theoretic Approach to Monetary Economics // American Economic Review. Vol. 83, No 1. P. 63–77.
- Krugman P.* (1980). Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange // Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 12, No 3. P. 513–526.
- Lagos R., Wright R.* (2004). A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis // Research Department Staff Report No 346 / Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Markowitz H.* (1952). Portfolio Selection // The Journal of Finance. Vol. 7, No 1. P. 77–91.

- Mendoza E. G. (2000). On the Benefits of Dollarization when Stabilization Policy is not Credible and Financial Markets Are Imperfect // NBER Working Paper. No 7824.
- Papaioannou E., Portes R., Siuounis G. (2006). Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar // NBER Working Paper. No 12333.
- Prasad E., Ye L. (2012). Will the Renminbi Rule? // Finance and Development. Vol. 49, No 1. P. 26–29.
- Ramaswamy S. (1999). Reserve Currency Allocation: an Alternative Methodology // BIS Working Paper. No 72.
- Rey H. (2001). International Trade and Currency Exchange // Review of Economic Studies. Vol. 68, No 2. P. 443–464.
- Salikhov M., Agibalov S. (2010). The Rouble as the Settlement Currency of the CIS // Eurasian Integration Yearbook 2010 / Eurasian Development Bank. Almaty.
- Siegfried N., Semeonova E., Vespro C. (2007). Choice of Currency in Bond Issuance and the International Role of Currencies // ECB Working Paper. No 814.
- Smaghi L. B. (2011a). The Reform of the International Monetary System / Speech at the Conference in memory of Tommaso Padoa-Schioppa. Rome, Dec. 16.
- Smaghi L. B. (2011b). The Triffin Dilemma Revisited / Speech at the Conference on the International Monetary System. Brussels, Oct. 3.
- Trairatvorakul P. (2011). Towards a Multi-Polar Currency and Reserve System / Speech at the High-Level Conference on the International Monetary System. Zurich, May.
- Truman E. M. (2010). The International Monetary System and Global Imbalances / Peterson Institute for International Economics. www.iie.com/publications/papers/truman0110.pdf.
- Truman E. M., Wong A. (2006). The Case for an International Reserve Diversification Standard // Peterson Institute for International Economics Working Paper. No 06-2.
- Zhou X. (2009). Reform the International Monetary System. An Essay. Beijing: People's Bank of China // www.pbc.gov.cn/publish/english/956/2009/20091229104425550619706/20091229104425550619706_.html.

Prospects of Russian Ruble as a Regional Reserve Currency: Theoretical Approach

Sergey Narkevich, Pavel Trunin

Authors affiliation: Gaidar Institute for the Economic Policy (Moscow, Russia).
Corresponding author: Sergey Narkevich, snarkevich@iet.ru.

In recent years the discussion of the role played by reserve currencies in the world economy has reached a new level. Problems caused by the domination of the single reserve currency have not yet been resolved and it remains unclear when and how they will be solved in the future. At the same time quite often the discussion doesn't include theoretical foundations of different alternatives. In this article we try to develop a strict foundation of the regional reserve currency concept, present theoretical arguments for the factors of reserve currencies' formation and estimate the potential of the Russian ruble as a regional reserve currency.

Keywords: global imbalances, international monetary system, reserve currencies, regional reserve currencies.

JEL: E41, E42, E58, F31, F33, F34, F36, F42, F55, G15.