

На правах рукописи

Терентьева Ольга Игоревна

**ВЛИЯНИЕ СВОБОДНОЙ КОНВЕРТИРУЕМОСТИ РУБЛЯ НА
ТРАНСФОРМАЦИЮ ВАЛЮТНОГО РЫНКА РОССИИ**

Специальность: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2008

Диссертация выполнена на кафедре Инвестиционной деятельности Московской финансово-промышленной академии (МФПА)

Научный руководитель - доктор экономических наук, профессор
Ягодкина Изольда Аркадьевна

Официальные оппоненты: - доктор экономических наук, профессор
Портной Михаил Анатольевич
- кандидат экономических наук, профессор
Максимова Валентина Федоровна

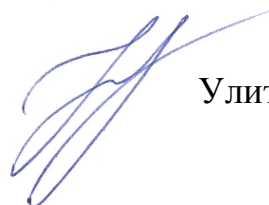
Ведущая организация: Московский государственный университет
им. М.В. Ломоносова

Защита диссертации состоится « 29 » апреля 2008 года в 14-00 часов на заседании диссертационного совета Д 521.042.02 в Московской финансово-промышленной академии по адресу: г. Москва, ул. Мещанская, д. 9/14, аудит. 202.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Академии.

Автореферат разослан « 28 » марта 2008 г.

Ученый секретарь диссертационного совета, к.э.н.



Улитина Е.В.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИССЕРТАЦИИ

Актуальность темы исследования. Свободная конвертируемость (обратимость) рубля и обусловленная ею трансформация российского валютного рынка как самостоятельный предмет изучения недостаточно исследованы в отечественной и зарубежной литературе. Вместе с тем отмена ограничений по капитальным операциям с июля 2006 г. влечет за собой структурные сдвиги как на финансовом рынке в целом, так и на валютном в частности.

Либерализация валютного законодательства в России существенно изменила основные компоненты российского валютного рынка: его субъектов, функциональную и организационную структуру, курсообразование отечественной валюты, динамику иностранных инвестиций, золотовалютных резервов. Результатом недостаточно обоснованной и несвоевременной оценки модификации данных компонент может явиться нарастание финансовой нестабильности и, как следствие, - возникновение финансового кризиса, создание неблагоприятной экономической ситуации в стране.

Положительная динамика макроэкономических показателей в России, снятие ограничений вначале по текущим, а затем по капитальным операциям значительно увеличили масштабы валютного рынка. В перспективе отечественный валютный рынок имеет возможность превратиться в один из лидирующих валютных рынков на мировой арене¹. Достижение такого уровня предполагает сильную национальную валюту международного значения. Возникает необходимость оценки перспектив превращения российского рубля в одну из международных валют и выявления связанных с этим статусом преимуществ и рисков для экономики России.

Таким образом, практическая значимость исследования трансформации валютного рынка в условиях свободной конвертируемости рубля представляется актуальной научной проблемой, имеющей теоретическое и практическое значение.

Степень разработанности проблемы. Часть вопросов теоретического характера, исследованных в диссертации, рассматривались в трудах известных

¹ Потемкин А.И. Не останавливаться на достигнутом // Биржевое обозрение. – 2007. - № 12. – С. 3.

зарубежных ученых и специалистов - Касселя Г., Кейнса Дж., МакКинона Р., Манделла Р., Портера М., Родрика Д., Сороса Дж., Стиглица Дж., Хааса Э.

Проблеме конвертируемости рубля посвящены труды российских ученых: Арсёновой Е.В., Арсёнова А.В., Бажана А.И., Богомолова О.Т., Борисова С.М., Гельвановского М.И., Гринберга Р.С, Елизаветина М.Е., Ершова М.В, Константинова Ю.А. Королёва И.С., Кучкина С.В., Макаревича Л.Н., Наговицина А.Г., Орешкина В.А., Платоновой И.Н, Ситнина В.В. Современное состояние валютных рынков, движения капиталов и эволюция валютного регулирования исследованы Болотиным Б.М., Буториной О.В., Красавиной Л.Н., Моисеевым С.Р., Портным М.А., Шенаевым В.Н., Щёголевой Н.Г. Основы методологической разработки проблемы содержатся в фундаментальных трудах Буториной О.В., Киреева А.П., Смыслова Д. В., Шмелева Н.П. и др.

Однако в указанных выше научных работах переход к свободно конвертируемому рублю и его влияние на трансформацию валютного рынка пока не стало самостоятельным объектом исследования. Отечественные исследователи, как правило, отдают приоритет локальному по задачам анализу российского валютного рынка или регулированию валютных операций. По мнению соискателя, это объясняется недооценкой значения влияния либерализации валютных отношений и валютных операций на трансформацию валютного рынка России. Следует также отметить, что в экономической литературе и практике Банка России при осуществлении им регулирования валютного рынка не нашли должного отражения и многие аспекты исследования трансформации российского валютного рынка, в частности, в условиях отмены ограничений по капитальным операциям.

Таким образом, актуальность и недостаточная степень научной разработанности проблемы, ее теоретическая и несомненная практическая значимость для развития валютного рынка России и ее экономики в целом, обусловили выбор темы, определили цель и задачи диссертационного исследования.

Целью исследования является выявление и раскрытие основных направлений трансформации российского валютного рынка в условиях свободной конвертируемости рубля и оценка возможности его превращения в международную валюту.

Достижение поставленной цели потребовало постановки и решения следующих задач:

- на основе обобщения исследований российских и зарубежных авторов раскрыть экономическую сущность валютного рынка, определить роль конвертируемости рубля в его трансформации;
- провести сравнительный анализ зарубежной и российской практики перехода к обратимости валюты;
- исследовать изменения в денежно-кредитной политике ЦБ РФ, связанные с либерализацией валютных операций, особенно связанные с движением капитала;
- оценить влияние перехода к свободной обратимости рубля на российский валютный рынок, на состояние финансовой системы и экономики в целом;
- определить динамику золотовалютных резервов России, границы их увеличения и эффективность использования в условиях свободной конвертируемости рубля;
- рассмотреть возможность превращения российского рубля в международную валюту и выявить способы достижения этого статуса;
- установить и обосновать преимущества и возможные риски для экономики России в случае исполнения рублем функций международной валюты.

Объектом исследования является российский валютный рынок в условиях свободной конвертируемости рубля.

Предмет исследования - трансформация российского валютного рынка, обусловленная переходом к свободной конвертируемости рубля.

Теоретическая и методологическая основы исследования. Теоретической базой исследования являлись фундаментальные положения экономической науки, теории финансов, труды отечественных и зарубежных ученых, посвященные различным аспектам теории и практики регулирования валютного рынка. В качестве методологической основы исследования использовались различные методы научного познания: анализ, синтез, аналогия, индукция, дедукция, абстрагирование, сопоставление, обобщение.

Информационная база исследования. Соискатель использовал справочные информационные материалы, приведенные в научных работах, отчетах,

докладах по исследуемой проблеме; статистические материалы российских и международных валютно-финансовых организаций (Банка России, Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Международного банка реконструкции и развития). Необходимые данные по теме диссертации были использованы по публикациям Федеральной службы государственной статистики.

В диссертации учитывались законодательные и нормативно-правовые акты РФ.

Наиболее существенные новые научные результаты, полученные лично автором и выносимые на защиту.

1. Доказан двойственный характер последствий влияния на российский рынок капиталов перехода к полной конвертируемости рубля.

С одной стороны, он способствует увеличению объема иностранных инвестиций, в том числе прямых в нефинансовом секторе, и «дедолларизации» экономики.

С другой стороны, переход на полную конвертируемость рубля:

- пока не позволяет улучшить структуру иностранных инвестиций путем сокращения в них доли кредитов;
- не способствует востребованности российских источников заимствований по сравнению с зарубежными;
- не обеспечивает концентрацию иностранного капитала преимущественно в наукоемких и перерабатывающих отраслях.

2. Раскрыта взаимосвязь роста внешней задолженности России с ревальвацией рубля. Обоснован основной фактор, способствующий его ревальвации, несмотря на валютные интервенции Банка России: благоприятная ценовая конъюнктура на нефтегазовый экспорт, при которой валютная выручка создает значительное предложение долларов и евро на валютном рынке.

3. Обосновано, что введение полной конвертируемости рубля должно быть учтено Банком России в принципах процентной политики: коридор процентных ставок должен коррелировать со ставками международного рынка. Однако, это существенно снижает эффективность денежно-кредитного регулирования инфляции.

4. Выявлена внутренняя противоречивость увеличения золотовалютных резервов. Положительные последствия:

- прямая зависимость увеличения дохода РФ от роста величины золотовалютных резервов;
- увеличение поступлений в федеральный бюджет за счет прибыли ЦБ РФ, формируемой, в частности, за счет управления возрастающими резервами;
- обеспечения регулирования ликвидности на внутреннем рынке;
- существенное сокращение давления на экономику возрастающей в последнее время внешней задолженности за счет создания системы рефинансирования и ее досрочного погашения или выкупа путем использования части золотовалютных резервов.

Отрицательные последствия:

- дополнительная эмиссия национальной валюты для абсорбирования излишнего предложения иностранной валюты, приводящего к инфляции;
- рост золотовалютных резервов увеличивает стоимость их хранения и величину альтернативных издержек;
- существенное укрепление рубля в номинальном выражении, что негативно отразится на конкурентоспособности российских производителей и валютно-финансовой сфере страны из-за резкого снижения курса доллара США к рублю;
- невозможность при увеличении золотовалютных резервов использования валюты на расширение внутреннего кредита путем ее продажи на валютной бирже.

5. Создана модель трех возможных сценариев действий Банка России, которые по-разному определяют развитие российского валютного рынка:

- при осуществлении стратегии стабилизации курса рубля из-за оттока капитала за рубеж золотовалютные резервы существенно снизятся (ниже 200 млрд. долл. США);
- при предоставлении курсообразования валютному рынку (осуществив переход от управляемого курса рубля к плавающему) его волатильность из-за инфляционных и спекулятивных ожиданий окажется значительно выше (12-14%);

- при политике управляемого курса рубля (сдерживание чрезмерного его укрепления) возникнет не только существенный рост внешней задолженности, но и вероятность финансового кризиса, высокий уровень инфляции (невозможность снижения ее уровня до запланированных 8% в год).

Соискатель считает наиболее целесообразным первый сценарий, поскольку снижение золотовалютных резервов оправдает себя при стабилизации курса рубля и повышении к нему доверия со стороны отечественных и зарубежных инвесторов, обусловленного не спекулятивным интересом, а целями долгосрочного инвестирования или увеличением деловой активности вследствие снижения курсовых рисков.

6. Разработаны и обоснованы практические рекомендации по совершенствованию управления российскими золотовалютными резервами:

- структура золотовалютных резервов должна соответствовать валютной структуре внешнего госдолга, что позволит компенсировать убытки (прибыли) при изменении курса доллара к евро прибылями (убытками) по государственным долгам, исключить потери от переоценки валютных активов ЦБ РФ из-за взаимных колебаний курсов доллара и евро;
- должна быть увеличена степень прозрачности управления золотовалютными резервами для повышения эффективности их использования.

Научная новизна исследования состоит в том, что впервые раскрыты основные направления влияния свободной конвертируемости рубля на развитие российского валютного рынка, а также обоснованы перспективы становления рубля в качестве международной валюты.

Наиболее существенные результаты соответствуют пунктам 8.9. «Интеграция денежно-кредитной и валютной систем российской экономики в мировую рыночную систему»; 8.12. «Регулирование внутреннего валютного рынка и влияние денежно-кредитной политики на устойчивость валютного курса рубля, процессы дедолларизации российского внутреннего рынка и состояние платежно-расчетной системы российской экономики» Паспорта специальности 08.00.10. ВАК РФ.

Теоретическая значимость исследования обусловлена возможностью применения его положений и выводов научными коллективами и отдельными

исследователями, работающими по проблематике валютных отношений, а также в дальнейших научных исследованиях, посвященных валютным проблемам.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что его основные положения и рекомендации могут быть использованы Банком России и Правительством РФ для совершенствования регулирования российского валютного рынка. Они также могут найти применение в учебном процессе при преподавании дисциплин «Финансы и кредит», «Мировая экономика» и спецкурсов «Мировые финансовые рынки и международные финансовые институты», «Валютный рынок», «Валютные операции во внешней торговле», «Рынок драгоценных металлов», «Операции банка на рынке драгоценных металлов».

Апробация исследования осуществлена в докладах на международной научно-практической конференции «Стратегическое управление: Российский опыт» (16 мая 2006, Москва, МЭСИ); Студенческой научной конференции «Актуальные проблемы развития финансово-экономических отношений в Российской Федерации» (11 апреля 2006, Москва, МЭСИ); Первой ежегодной научной сессии преподавателей и аспирантов «Роль бизнеса в трансформации российского общества – 2006» (17-19 апреля 2006 г., Москва, МФПА); Второй ежегодной научной сессии преподавателей и аспирантов «Роль бизнеса в трансформации российского общества – 2007» (17-19 апреля 2007 г., Москва, МФПА). Основные положения диссертации использованы в преподавании в МФПА курсов «Мировая экономика» и «Рынок драгоценных металлов».

Публикации. Основное содержание диссертации отражено в 8 публикациях общим объемом 2,16 п.л. Три статьи опубликованы в изданиях, рекомендованных ВАК.

Структура работы обусловлена задачами, поставленными в исследовании, и включает введение, три главы, заключение, список использованной литературы и приложения.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИИ

В процессе исследования соискателем были поставлены и решены несколько групп задач, что обеспечило реализацию основной цели диссертации.

ПЕРВАЯ ГРУППА ЗАДАЧ связана с обоснованием авторской трактовки сущности, экономического содержания валютного рынка и анализом особенностей его функционирования в России при свободной конвертируемости рубля. В этой группе проблем, в первую очередь, уточняется понятийный аппарат. В экономической литературе и нормативных документах приводятся различные определения валютного рынка. При этом иногда авторы критикуют отличные от их позиции определения. Однако, на наш взгляд, различные определения валютного рынка подчеркивают только отдельные его аспекты, поэтому не противоречат одно другому. Валютный рынок как сложное многогранное явление может быть рассмотрен с различных точек зрения: как экономическое явление, экономическая категория², с позиции его организационного, институционального строения, функциональной роли его субъектного состава и т.п. Он характеризуется рядом признаков: сферой распространения, отношением к валютным ограничениям, видами валютных курсов, степенью организованности и др. Поэтому как сложный предмет исследования, имеющий различные стороны и признаки его функционирования, валютный рынок не может быть определен односложно. В рамках исследования соискатель определяет валютный рынок как систему экономических отношений, возникающих при осуществлении операций: с иностранной валютой (конверсия, купля-продажа иностранных валют и платежных документов), а также кредитно-депозитных и инвестиционных. Вместе с тем валютный рынок есть инструмент согласования интересов продавца и покупателя валютных ценностей. С точки зрения соискателя, основными направлениями влияния национальной валюты на трансформацию валютного рынка являются: динамика курсообразования российского рубля как индикатор трансформации валютного рынка; влияние либерализации валютного рынка и свободной конвертируемости рубля на инвестиционный процесс в России;

² Экономическая категория - теоретическое (абстрактное) выражение реально существующих производственных отношений.

взаимосвязь свободной конвертируемости рубля с уровнем и структурой золотовалютных резервов.

В диссертации обосновано положение о том, что рост объема валютного рынка во многом обусловлен, во-первых, растущим переливом капиталов в условиях свободной конвертируемости валют и продолжающимся процессом либерализации национальных финансовых рынков, в том числе валютных, во-вторых, тенденцией расширения круга его субъектов, основными из которых являются центральные и коммерческие банки, брокерские дома-посредники между банками, фондами, комиссионными домами, дилинговыми центрами; а также резиденты и нерезиденты, осуществляющие внешнеэкономическую деятельность, прежде всего, внешнюю торговлю.

Проанализированы предпосылки ускоренного развития валютного рынка в России в условиях рыночных преобразований. Анализ факторов его роста позволил обосновать вывод о том, что наиболее значимым стимулом для развития и увеличения масштабности российского валютного рынка послужил перевод курсообразования рубля на рыночную основу и возможность его обмена на свободно используемые валюты, либерализация валютного регулирования и валютного контроля.

Исследование показало, что по основным параметрам валютный рынок России последовательно приближается к международным стандартам: свободный обмен основных валют, открытие мультивалютных счетов, осуществление кросс-валютных операций, купля-продажа валютных деривативов. По объему, масштабам, структуре российский валютный рынок в настоящее время сопоставим с рынками открытых экономик Европы.

На основании проведенного исследования установлено, что *либерализация валютного законодательства является решающим фактором, влияющим на трансформацию российского валютного рынка, а свободная конвертируемость валюты – следующим за ним по релевантности.*

На основе многочисленных данных, собранных и обработанных соискателем, раскрыты основные особенности современного российского валютного рынка: значительный рост конверсионных операций, обусловленный продажей экспортной выручки; преобладание сделок с американской (в большей степе-

ни) и европейской валютами; доминирующая роль ММВБ в процессе курсообразования. Особого внимания заслуживает сравнение структуры современного российского и мирового валютного рынка по операциям с резидентами и нерезидентами. Преобладание резидентов характеризует валютный рынок России как *интровертный*, в то время как на мировом рынке большую долю участников представляют нерезиденты.

ВТОРАЯ ГРУППА ЗАДАЧ связана со сравнительной характеристикой зарубежной и российской практики перехода к обратимости валюты.

Анализ западноевропейского опыта перехода национальных валют к конвертируемым позволил выделить основные условия ее достижения:

- решение ключевой проблемы – высокой инфляции и сдерживание роста цен принятием эффективного антимонопольного законодательства;
- осуществление гибкой денежно-кредитной политики.

Как показал исторический опыт стран Западной Европы и Японии, последовательная и устойчивая либерализация рыночного валютного оборота, отмена валютных ограничений при условии обязательного сохранения твердых курсовых соотношений с валютами партнеров, и, прежде всего, с долларом США, могли принести желаемый результат лишь при серьезных положительных сдвигах практически во всех отраслях экономики и инфраструктуры, реализация которых заняла сравнительно длительный период (около 10-12 лет).

В диссертации раскрыто, что западноевропейская концепция достижения валютной обратимости предполагала проведение достаточно последовательной валютно-финансовой политики, ориентированной, прежде всего, на защиту национального денежного обращения и укрепление позиций национальной денежной единицы как внутри страны, так и за рубежом. Наиболее важные ее особенности заключались в том, чтобы максимально уменьшить воздействие более сильных иностранных валют и одновременно поднять престиж и привлекательность национальной валюты в рамках внешнеэкономических связей, в связи с чем *переход к обратимости начинался не с резидентов, а – с нерезидентов, т. е. с внешней конвертируемости*. Подобный приоритет, стимулируя активность зарубежных инвесторов и способствуя повышению международного спроса на данную валюту, содержал в себе меньший риск возможных из-

держек в случае неблагоприятного развития событий, поскольку контингент нерезидентов обычно невелик по сравнению с массой отечественных субъектов валютного оборота.

Для полноты анализа в диссертации рассмотрены особенности перехода к конвертируемой валюте в Японии, а именно:

- наращивание промышленно-торгового потенциала и формирование ее рыночных механизмов, осуществлявшееся в условиях жесткого валютного режима, близкого к валютной монополии: йена оставалась замкнутой валютой, ориентированной только на внутреннее денежное обращение, не котировалась на мировых валютных рынках;
- осуществление расчетов по всем международным сделкам в валютах других стран, в первую очередь, в долларах США или по валютным клирингам на базе американского доллара;
- нахождение всех валютных ресурсов страны в распоряжении государства и строгий государственный контроль за валютными операциями;
- проведение политики опоры на собственные силы, а не на иностранные инвестиции, защита национальных компаний и банков.

Переход к свободной конвертируемости в Японии достаточно четко осуществлялся в три основных этапа, показанных в диссертации.

Общий алгоритм перехода от замкнутой к конвертируемой валюте в анализируемых странах (западноевропейских и Японии) представлен в следующей последовательности:

- формирование рыночных механизмов хозяйствования и повышение конкурентоспособности экономики;
- введение внешней конвертируемости валюты;
- введение внутренней конвертируемости валюты.

Проведение исследования позволило раскрыть иную последовательность перехода к свободной обратимости валют в постсоциалистических странах Восточной Европы и России (по сравнению с западноевропейским и японским опытом):

- переход к внутренней обратимости осуществлялся параллельно с внешней или даже с некоторым опережением;

- введение конвертируемости осуществлялось в пределах внутренних рынков и не способствовало включению национальных валют в международный обмен.

Таким образом, если конвертируемость национальных валют в послевоенной Западной Европе и Японии достигалась в результате предварительной стабилизации экономики, финансов и платежного баланса государств и вводилась, опираясь на рост производства и экспорта при дозированном открытии внутреннего рынка для иностранной конкуренции, то страны Восточной Европы и Россия в большинстве случаев переходили к внешней и внутренней конвертируемости своих валют практически одновременно при отсутствии обоснованной макроэкономической программы и необходимых подготовительных мер.

В диссертации выявлено, что результатами введения в России частичной конвертируемости рубля стали: резкое снижение конкурентоспособности национального производства, изменение объема и структуры внешней торговли, а также состава импортеров и экспортеров; активное внедрение на российский внутренний рынок западных предпринимателей; существенное падение курса национальной валюты, наступление валютного кризиса 11 октября 1994 г.; значительный рост спроса на иностранную валюту на валютном рынке, непропорциональный предложению; обострение проблемы инфляции; «бегство» капиталов потенциальных инвесторов; долларизация денежного оборота в условиях инфляции и социально-политической нестабильности.

С введением единой европейской валюты в 1999 г. встал вопрос о «коллективной» конвертируемости. На современном этапе развития международного валютного рынка коллективная валюта евро приобрела статус свободно используемой. Вместе с тем, евро, трансформировавшийся из ЭКЮ³, не является первым коллективным расчетно-платежным средством. В период СССР его аналогом выступал переводной рубль (ПР). На основании проведенного исследования раскрыто, что страны СЭВ впервые, в условиях официальной демонетизации золота, доказали возможность формирования международного расчетно-платежного средства. Тем самым была продемонстрирована возможность при-

³ Европейская валютная единица (ЕКУ; ЭКЮ) - валютная единица, использовавшаяся в европейской валютной системе с 1979 по 1998 гг.

менения коллективной валюты, а не национальных денежных единиц для проведения расчетно-платежных и кредитных операций, обслуживания внешне-экономического оборота в течение длительного времени и в крупных масштабах.

ТРЕТЬЯ ГРУППА ЗАДАЧ связана с анализом процесса курсообразования рубля как индикатора трансформации валютного рынка и выявлением изменений в денежно-кредитной политике ЦБ РФ, обусловленных либерализацией капитальных операций.

В диссертации аргументируется положение, что операционным ориентиром в курсовой политике Банка России является бивалютная корзина, в состав которой входят доллар США и евро, пропорции которых устанавливаются ЦБ РФ. На основе анализа массива статистических данных выявлено, что введение бивалютной корзины в 2005 г. способствовало росту волатильности курса доллара США к рублю при одновременном ее уменьшении относительно валютной пары евро/рубль. Банк России использует тактику периодического пересмотра ее стоимости к рублю в сторону повышения, что приводит к укреплению номинального эффективного курса рубля, соответствующего состоянию счета текущих операций платежного баланса России и ситуации на валютном рынке. Вместе с тем исследование показало, что введение свободной конвертируемости рубля практически не повлияло на тактику проведения Банком России валютных интервенций.

На основании статистической информации соискателем доказано, что в настоящее время рост внешней задолженности вызывает ревальвацию, а не девальвацию (как считают некоторые экономисты) национальной валюты на российском валютном рынке. Данная ситуация связана с благоприятной ценовой конъюнктурой на нефтегазовый экспорт, при которой валютная выручка формирует значительное предложение долларов и евро на российском валютном рынке, поддерживает динамику ревальвации рубля, несмотря на интервенции ЦБ РФ. Укрепление рубля характеризовалось экспансией импорта на потребительский и инвестиционный рынки России, увеличением цен на потребительские товары в условиях довольно незначительного роста производства в реальном секторе в 2002-2007 гг., рассчитанного не по текущим, а по базисным це-

нам. Вместе с тем укрепление рубля и повышение к нему доверия сдерживало «бегство» капитала из страны и способствовало улучшению структуры платежного баланса.

Существенной проблемой, связанной с процессом ревальвации национальной валюты, является, как известно, рост инфляции. Предпосылками ее усиления в России послужил увеличивающийся приток капитала в страну, формируемый в большей мере за счет спекулятивных ресурсов, портфельных инвестиций иностранных инвесторов, осознавших заинтересованность Банка России в укреплении рубля. Они начинают активнее осуществлять вложения в рублевые инструменты. Таким образом, инвестиционные решения принимаются российскими и иностранными инвесторами не в привязке к рублю, а ориентируясь, в первую очередь, на потенциал роста рынков и эффективность размещения производств в России. Поэтому с учетом российских макроэкономических условий соискатель считает необходимым стимулировать иностранных инвесторов к осуществлению вложений преимущественно в реальный, а не финансовый сектор экономики РФ, поскольку увеличение выпуска промышленной продукции выступало бы фактором, сдерживающим раскручивание нового витка инфляционной спирали.

Соискателем раскрыто существенное влияние введения свободной конвертируемости рубля на процентную политику Банка России. В условиях либерализации по капитальным операциям при установлении процентных ставок ЦБ РФ вынужден учитывать два аспекта: уровень инфляции в стране и международный уровень процентных ставок. Исходя из статистических данных, ставки по операциям РЕПО вплотную приблизились к ставкам международного рынка. Сложилась ситуация, при которой Банк России фактически стал финансировать арбитражные операции банков: при сокращении объема операций по предоставлению ликвидности (объем РЕПО, ломбардных операций и операций своп был незначительным) у него существенно возросли расходы по обслуживанию депозитов кредитных организаций, что, помимо убыточности для ЦБ РФ, влечет дополнительную рублевую эмиссию.

ЧЕТВЕРТАЯ ГРУППА ЗАДАЧ связана с выявлением влияния перехода к свободной обратимости рубля на инвестиционный процесс и формирование золотовалютных резервов России.

Опираясь на статистическую информацию, соискателем выявлено и аргументировано, что понижающая тенденция нелегального оттока капитала, которая, начиная с 1999 г. (в 2005 г. в России впервые зафиксирован его приток), базируется на постепенном восстановлении экономики после кризиса 1998 г., чему способствуют следующие факторы:

- благоприятная ценовая конъюнктура продукции нефтегазовых отраслей на мировом рынке;
- снижение спреда между доходностью по большинству ценных бумаг российского и международного рынков;
- процесс "дедолларизации" российской экономики;
- совершенствование валютного контроля в сторону его последовательной либерализации.

В диссертации раскрыты основные особенности развития инвестиционного процесса в России, обусловленные конвертируемостью рубля.

1. *Поступление инвестиций в основном в форме торговых и прочих кредитов.* Данная тенденция связана с:

- быстрыми темпами роста абсолютных размеров и доли зарубежных банковских кредитов в общем объеме инвестирования;
- возможностью предоставления внешних кредитов на более выгодных по сравнению с российскими условиях;
- потребностью страны в долгосрочном рефинансировании;
- ростом капитализации российских эмитентов;
- рефинансированием кредитов;
- либерализацией капитальных операций.

Привлечение инвестиций в форме займов создает дополнительные риски для платежного баланса в будущем и может обернуться масштабным оттоком капитала в случае ухудшения экономической конъюнктуры. На основании метода сопоставления и приемов сравнительного анализа выявлена тенденция из-

менения состава участников внешних заимствований: на смену государству-заемщику пришли кредитные организации⁴ (рис.1).

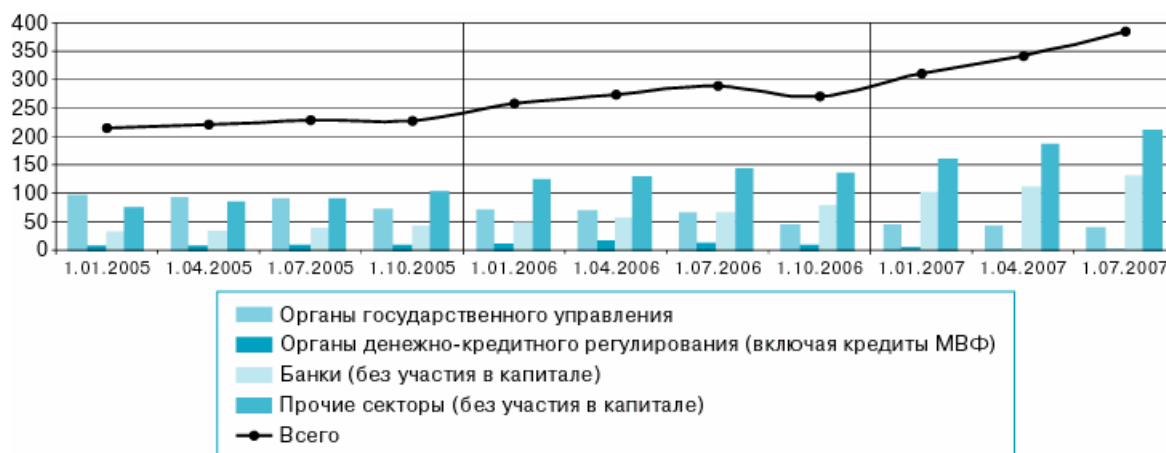


Рис. 1. Внешний долг Российской Федерации (млрд. долл. США)⁵.

2. *Перераспределение валюты, предоставленной нерезидентами российским контрагентам в форме ссуд и займов.* В 2005 г. отечественные банки, помимо перераспределения за рубежом заимствованных у иностранных контрагентов ресурсов, трансформировали валютные депозиты, принятые у резидентов, в валютные активы. С 2006 г. ситуация изменилась: отечественные кредитные организации, получая кредиты от иностранных контрагентов, существенно преобразуют их в валютные кредиты российским заемщикам. Последние, в свою очередь, значительную долю полученных ресурсов продают за рубли, используя их для ведения бизнеса. Следовательно, поступившая в форме ссуд из-за рубежа валюта продается на внутреннем рынке и, не будучи востребованной адекватным ростом спроса, абсорбируется Банком России, что, в свою очередь, ведет к росту золотовалютных резервов, укреплению курса рубля, а также повышению зависимости устойчивости российского валютного рынка от политики Банка России.

3. *Концентрация привлекаемого иностранного капитала в торговле, особенно во внешней, а также в топливно-сырьевых отраслях.* Первое связано, в числе прочего, с расширением масштабов импортных операций, сопровождаемых торговыми кредитами, а также с активным проникновением в Россию

⁴ Удельный вес банков во внешнем долге возрос в 2005-2007 гг. с 15 до 33%

⁵ Вестник банка России, 2007 г., № 62-63, С.14.

крупнейших международных сетей розничной торговли. Второе - с быстрым наращиванием добычи и вывоза из страны непереработанных или минимально переработанных природных ресурсов на пике ценовой конъюнктуры.

Исходя из приведенных особенностей развития инвестиционного процесса в России, соискатель считает необходимым привлекать иностранные инвестиции главным образом в качестве «проводников» новых технологий и предпринимательских навыков, поскольку в настоящее время вложения осуществляются преимущественно в отрасли, которые тесно привязаны к рынкам сбыта или местоположению природных ресурсов. Экспорт российской наукоемкой продукции составляет менее 1%, инновации отечественных предприятий - 5%, в то время как в развитых странах эта цифра составляет 10-15%⁶.

Золотовалютные резервы являются, как известно, составным элементом одновременно двух механизмов денежно-кредитной политики ЦБ РФ – внешнего валютного оборота и внутреннего денежного обращения, обеспечивая взаимодействие между ними. Переход к свободно конвертируемой российской валюте в 2006 г. определил дополнительную функцию золотовалютных резервов – обеспечение стабильности курса рубля в условиях отмены ограничений по капитальным операциям.

Увеличивающийся приток иностранного капитала в страну (в силу роста цен на нефть) способствует резкому притоку валюты на внутренний рынок и, соответственно, увеличению объема золотовалютных резервов, поскольку ЦБ РФ, стремясь не допустить чрезмерного укрепления рубля, вынужден скупать избыточное предложение американской валюты, т.к. расчеты за поставку нефти по-прежнему осуществляются в долларах США. Главным ограничителем увеличения резервов в текущей финансовой ситуации является опасность ускорения инфляции вследствие значительной эмиссии национальной валюты за счет скупки Банком России излишнего предложения иностранной валюты. По мнению соискателя, для сильной экономики соотношение денежных агрегатов и золотовалютных резервов определяется общеэкономическими (потребность

⁶ Ермаков К.М. Рубль как свободно конвертируемая валюта. Последствия для российской экономики // <http://www.mbka.ru/item115/>. 2007 г.

экономики в деньгах), а не валютными (поддержание обменного курса) факторами.

Помимо опасности ускорения инфляции, рост официальных золотовалютных резервов ограничивается стоимостью их хранения и величиной альтернативных издержек, например, доходами от неосуществленных инвестиций в национальную экономику. Однако, наряду с перечисленным, золотовалютным резервам необходимо выполнять два ключевых условия: обеспечивать внешнюю задолженность и ликвидность на внутреннем рынке.

Проблема оптимизации структуры золотовалютных резервов в условиях свободной конвертируемости рубля не перестает быть актуальной. Структура российских валютных резервов имеет следующий вид: доля доллара США составляет примерно 50%, евро – примерно 40%, фунта стерлингов – около 10%, доля йены –1%. В целом, на активы в иностранной валюте приходится 80,7% золотовалютных резервов РФ, что объясняется их наибольшей ликвидностью и доходностью.

Соискатель считает, что для устранения потерь от переоценки валютных активов ЦБ РФ из-за взаимных колебаний курсов доллара и евро структура резервов должна соответствовать валютной структуре внешнего госдолга. В таком случае убытки (прибыли) при изменении курса доллара к евро по резервам будут в основном компенсироваться прибылями (убытками) по государственным долгам.

Дальнейшее развитие российского валютного рынка в условиях свободной конвертируемости рубля зависит от выбора Банком России курсовой политики, основные направления и результаты которой соискатель подразделяет на три возможных сценария: а) при осуществлении ЦБ РФ стратегии стабилизации курса рубля прогнозируется отток капитала и снижение величины золотовалютных резервов; б) при переходе от управляемого курса рубля к действительно плавающему, его волатильность из-за инфляционных и спекулятивных ожиданий окажется на порядок выше; в) продолжение Банком России политики управляемого курса рубля, сдерживая его чрезмерное укрепление, что спрово-

цирует еще больший рост внешней задолженности, уровня инфляции и, как следствие, опасности финансового кризиса.

Первый из представленных сценариев соискатель считает наиболее целесообразным, поскольку снижение золотовалютных резервов оправдает себя при стабилизации курса рубля и повышении к нему доверия со стороны отечественных и зарубежных инвесторов, обусловленного не спекулятивным интересом, а целями долгосрочного инвестирования или увеличением деловой активности вследствие снижения курсовых рисков.

ПЯТАЯ ГРУППА ЗАДАЧ связана с оценкой перспектив достижения отечественной валютой статуса международной на пространстве СНГ, а также выявлением связанных с этим преимуществ и рисков для российского финансового и валютного рынков.

Для достижения российским рублем статуса международной валюты возникает необходимость решения следующих задач:

- обеспечить развитие в стране полноценного финансового рынка, что должно повысить доверие к финансовой системе страны и национальной валюте;
- укрепить отечественную банковскую систему, которая не обладает достаточной устойчивостью;
- поддерживать российский экспорт с акцентом на расширение вывоза наукоемкой и высокотехнологичной продукции;
- превратить рубль в резервную валюту МВФ, что сделает возможным предоставление рублевых кредитов странам-заемщикам;
- снизить темпы инфляции до 3-5%.

Учитывая длительность периода трансформации рубля в валюту мирового значения, соискатель считает целесообразным на начальном этапе сосредоточиться на его продвижении к выполнению международных функций в региональном масштабе, на валютном пространстве СНГ. Данный процесс может иметь следующий алгоритм:

- расширение использования на рынке стран СНГ российской валюты наряду с национальными;
- превращение рубля в единую валюту для стран СНГ.

Реализация данной стратегии тормозится тем, что:

- ✓ валютные и платежно-расчетные взаимоотношения стран СНГ находятся на стадии своего становления: по некоторым направлениям окончательно не определены границы дееспособности существующих валютно-кредитных институтов, механизмов и инструментов международных расчетов;
- ✓ общая валюта для стран СНГ на данном этапе не представляет особого интереса, т.к. лишь пройдя все интеграционные этапы, существующие в мировой практике (зону свободой торговли, таможенный союз, единый внутренний рынок и, наконец, экономический и валютный союз) страны объективно будут иметь взаимную заинтересованность в единой валюте;
- ✓ попытки решения проблем платежно-расчетных взаимоотношений стран СНГ за счет ускорения валютной интеграции путем разработки концепции формирования валютного союза без учета современных экономических реалий имеют проблематичный и бесперспективный характер;
- ✓ проблема развития валютного объединения стран СНГ на базе рубля заключается в том, что доля торговли России со странами СНГ достаточно невелика по сравнению с долей торговли со странами дальнего зарубежья.

В рамках СНГ существуют, по нашему мнению, два возможных направления в увеличении циркуляции рубля: заключение межправительственных соглашений о признании российского рубля единой валютой (так было решено действовать в рамках интеграции России и Белоруссии); насыщение экономик стран ближнего зарубежья рублями, прежде всего, за счет более широкого их использования при расчетах за экспортируемые товары.

На основе проведенного анализа возможностей использования национальных денежных единиц стран СНГ в качестве международных региональных валют доказано, что в настоящее время на эту роль подходит российский рубль, т.к. он наряду с долларом США котируется центральными (национальными) банками стран Содружества, а с 2007 г. - на двух зарубежных площадках: в Нью-Йорке и в Лондоне. Дополнительным аргументом в пользу расширения использования российской валюты на пространстве СНГ служит то обстоятельство, что на долю экономики России приходится свыше 70% ВВП всех государств Содружества. Поэтому соискатель придерживается мнения, что в

настоящее время возможно создание союза по принципу прикрепления к ведущей валюте (российскому рублю), своего рода региональной валютной системы, которая, несмотря на явную и программируемую асимметрию, все же может обеспечить корректное согласование плавающих курсов национальных валют. Для реализации данного проекта необходимо снижение общих темпов инфляции России, а также диверсификация российского производства с целью укрепления доверия со стороны стран СНГ к российской экономике. Наиболее эффективным способом достижения отечественной валютой статуса международной валюты диссертант видит в переводе расчетов за российский экспорт на рубли.

В диссертации раскрыто, что использование отечественной валюты в качестве международной (в аспекте ключевой) может обеспечить стране несомненные преимущества: доходы от сеньоража, проведение независимой экономической политики в интересах национальных экспортеров, доступ к внешнему финансированию за счет эмиссии, сокращение расходов для национальной банковской системы.

Вместе с тем выяснилось, что становление рубля в качестве международной валюты создает определенные риски: снижение степени управляемости национальной экономикой, увеличение волатильности национальной валюты, выведение большей части финансовых потоков за пределы налоговой системы страны, увеличение притока капитала, способного исказить воспроизводственную структуру отечественной экономики.

Таким образом, введение свободной конвертируемости рубля существенно трансформирует российский валютный рынок: изменяются его функциональная, институциональная и организационно-техническая структуры; значительным образом модифицируется состав участников. Анализ наиболее важных направлений его трансформации (влияние на динамику валютного курса, инвестиционные процессы, золотовалютные резервы, перспективы становления рубля как мировой валюты) доказывает, что последовательная либерализация валютного законодательства при формировании соответствующих экономических предпосылок способна принести ряд преимуществ российскому финансовому рынку в целом и валютному, в частности. Вместе с тем выявлены нере-

шенные проблемы, связанные с ростом инфляции, внешней частной задолженности, золотовалютных резервов, ревальвацией национальной валюты, осуществлением интеграционных процессов на пространстве СНГ.

Решение перечисленных в автореферате и диссертации задач позволило реализовать цель исследования, сформулированную во введении к диссертационному исследованию.

По теме диссертационного исследования опубликованы следующие работы:

в научных журналах, рекомендованных ВАК РФ:

1. Щеголева (Терентьева) О.И. Оптимизация структуры золотовалютных резервов на международном финансовом рынке // Финансы и кредит. – 2006. - № 35. – 0,40 п.л.
2. Щеголева (Терентьева) О.И. Ценообразующие факторы международного золотого рынка // Финансы и кредит. – 2007. - № 2. – 0,44 п.л.
3. Терентьева О.И. Влияние либерализации российского валютного рынка и свободной конвертации рубля на движение капитала и инвестиции // Финансы и кредит. – 2008. - № 7. – 0,30 п.л.

в других изданиях:

4. Щеголева (Терентьева) О.И. Факторы, определяющие цену золота на мировом рынке // Сб. науч. трудов МФПА/ Вып. 1. М.: Московская финансово-промышленная академия; Маркет ДС, 2006. – 0,10 п.л.
5. Щеголева (Терентьева) О.И. Динамика формирования цен на международном рынке золота // Материалы ежегодной научной сессии «Роль бизнеса в трансформации российского общества». – М.: Маркет ДС, 2006. – 0,32 п.л.
6. Щеголева (Терентьева) О.И. Роль золота в золотовалютных резервах // Актуальные проблемы развития финансово-экономических отношений в Российской Федерации: сборник научных статей / Моск. гос. ун-т экономики, статистики и информатики – М.: МЭСИ, 2007. - 0,30 п.л.
7. Щеголева (Терентьева) О.И. Мировая валютная система и проблемы конвертируемости рубля // Материалы второй ежегодной научной сессии «Роль бизнеса в трансформации российского общества». – М.: Маркет ДС, 2007. т.2 – 0,30 п.л.