

© 2012 г.

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник

Института Европы РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК ЕВРО: НАСТОЯЩЕЕ И БУДУЩЕЕ

В статье исследуются перспективы единой европейской валюты в мире и возможности оживления европейской экономики, связанные с развитием рынка евро. В исследовании делается вывод о том, что по мере вхождения новых стран в зону евро большинство стран с переходной экономикой уходят от долларовой ориентации в пользу реализации контрактов и расчетов в евро.

Ключевые слова: зона евро, финансовый кризис, валютные резервы, евро, Европейский центральный банк.

Управляющий Банка Франции К. Нуайе охарактеризовал Европу как «экстраординарное предприятие» в истории человечества, в рамках которого за 50 лет существования были достигнуты невиданное взаимодействие и взаимозависимость стран-участниц.¹ Хотя процесс европейской интеграции развивался не без трудностей, впервые за тысячелетия Европа стала мирной и процветающей. Отправной точкой этого опыта стало подписание в 1957 г. Римского договора о создании Общего рынка, который представлял собой простой таможенный союз шести стран. Впоследствии этот союз развивался и обогащался. Новый этап его развития был связан с подписанием в 1986 г. Единого европейского акта и в 1993 г. – Маастрихтского договора, наметившего точный календарь создания в рамках ЕС Экономического и валютного союза (ЭВС), в котором обеспечивалось бы свободное передвижение товаров, услуг, капиталов и рабочей силы.² Были также приняты так называемые «маастрихтские критерии», или критерии конвергенции, участия стран ЕС в ЭВС, в рамках которого вводилась единая валюта – евро.³

¹ *Noyer Chr.* De Maastricht a l'Europe actuelle et future. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/discours_09_05_2007.pdf; *Noyer Chr.* La politique monétaire de l'Eurosystème: une vision interne. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/teleyar/discours20071007.pdf>.

² *Noyer Chr.* La stabilité financière en Europe et dans le monde. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/2010/copenhague.pdf>.

³ Евро заменил (1:1) ЭКЮ – европейскую валютную единицу (*European Currency Unit*), которая использовалась в валютной системе объединенной Европы с 1979 по 1998 г.

Развитие зоны евро

Введенный в рамках ЭВС в 1999 г. евро за 14 лет своего существования приобрел статус одной из ведущих мировых валют. В 1999 г. евро был введен в безналичный оборот, а с 2002 г. в наличный оборот стран – членов зоны евро. Вначале такими странами стали 11 из 15 стран – участниц ЕС (см. табл. 1). Великобритания, Дания и Швеция воспользовались своим правом не участвовать в ЭВС с 1999 г., составив группу стран так называемой «второй волны» членов ЭВС. В последующем население этих стран высказалось за сохранение национальной валюты. Греция не попала в начальный список из-за несоблюдения критериев конвергенции, она вошла в зону евро 1 января 2001 г. С начала 2007 г. к зоне евро присоединилась Словения – первая из 10 стран, ставших членами ЕС в 2004 г. Также с 1 января 2008 г. Кипр и Мальта, а затем с 1 января 2009 г. и 2011 г. Словакия и Эстония вошли в зону евро. Таким образом, членами ЭВС являются сегодня 17 стран Евросоюза из 27. С 2015 г. после возможного включения в состав зоны евро Чехии и Польши число ее членов возрастет до 19.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества:¹

– евро привел к устранению риска валютнообменных операций и снижению транзакционных издержек, связанных с внутризональной торговлей;

– евро способствовал ценовой стабильности: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро не превышал 2-4% в год, что является главной целью Европейского центрального банка (ЕЦБ); одновременно с этим стабилизировались и инфляционные ожидания;

– четко сформулированный приоритет в деятельности ЕЦБ – стабильность цен – позволил значительно уменьшить размер премии за риск, который отражается в уровне процентных ставок; в результате плодами стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домашние хозяйства, поскольку уровень долгосрочных процентных ставок установился на исторически низком уровне, что создает весьма благоприятные

Надо отметить, что ЭКЮ была именно валютной единицей, использовалась только в безналичных платежах и не устранила национальные деньги. Евро был представлен мировым финансовым рынкам в качестве расчетной валюты в 1999 г., а 1 января 2002 г. были введены в наличное обращение банкноты и разменные монеты. Евро администрируется Европейским центральным банком (ЕЦБ), созданным по образцу Бундесбанка.

¹ Incidence de l'euro sur les échanges et les flux de capitaux et rôle international de l'euro // Bull. mensuel de la BCE. – Francfort-sur-le-Main, 2008. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce.

ятные условия для финансирования инвестиций и экономического роста в целом;¹

– евро способствовал ускорению финансовой интеграции в ЕС: сегодня многие сегменты финансового рынка характеризуются достаточной глубиной и ликвидностью, что способствует лучшему распределению ресурсов и рисков;

– сегодня евро играет роль второй в мире (после доллара) валюты, обслуживающей международный торговый и финансовый оборот.²

Прямое воздействие евро на рынок капиталов с момента его введения проявилось в следующих аспектах:

- исключены валютные риски и в значительной степени устранены организационно-технические, правовые и регулирующие препятствия на территории зоны евро, которые в прошлом приводили к сегментации и разобщенности национальных рынков;

- европейский финансовый рынок стал более крупным и однородным, чем предшествовавшая ему совокупность национальных финансовых рынков;

- при кредитовании и инвестировании в зоне евро приоритетное значение стала приобретать оценка кредитного, а не странового риска.

Таблица 1

Этапы развития зоны евро, 1999–2011 гг.

Страна	Год присоединения	Страна	Год присоединения
Австрия	1999	Финляндия	1999
Бельгия	1999	Франция	1999
Германия	1999	Греция	2001
Ирландия	1999	Словения	2007
Испания	1999	Кипр	2008
Италия	1999	Мальта	2008
Люксембург	1999	Словакия	2009
Нидерланды	1999	Эстония	2011
Португалия	1999		

Источник: ЕСВ. Annual Report. 2011.

¹ *Trichet J.-C.* Closing Remarks at the Conference Organised by the European Commission and the Federal Reserve Bank of New York «The Euro and the Dollar: Pillars in Global Finance». N.Y., 17 Apr. 2007. – Mode of access:

<http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>; *Trichet J.-C.* Keynote Luncheon Remarks at the Conference «Transatlantic Roundtable on Finance and Monetary Affairs» at the invitation of the European Institute. Wash. DC, 13 Apr. 2007. – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070413.en.html>.

² *Attali J.* La crise se commence. – Mode of access: <http://fr.euronews.net/2010/05/07/>.

Введение евро совпало с ускорением процесса финансовых инноваций, что расширило возможности банковского кредитования, а также повысило склонность банков брать на себя высокие риски. Однако усиление финансовой турбулентности показало, что ситуация может радикально измениться, когда возможности рыночного финансирования сужаются (а иногда и вовсе исчезают), и накопленные в предшествующий период риски материализуются. Недавние финансовые потрясения серьезно усилили уязвимость канала передачи денежно-кредитной политики, т.е. связи между ключевыми процентными ставками ЕЦБ и ставками на межбанковском рынке.

Будущее развитие зоны евро во многом зависит от ответов на следующие вопросы: имеет ли валютная интеграция долгосрочный характер, каковы перспективы расширения зоны евро, может ли евро стать моделью для других регионов мира, может ли ЭВС привести к большей политической интеграции. В свою очередь, ответы на эти вопросы определяются особенностями монетарной политики ЕЦБ и деятельности Евросистемы, объединяющей ЕЦБ и центральные банки (ЦБ) стран зоны евро.

Сегодня зона евро сталкивается с двумя главными вызовами: с ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь с постарением европейского населения. В этих условиях главная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости европейской экономики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ.

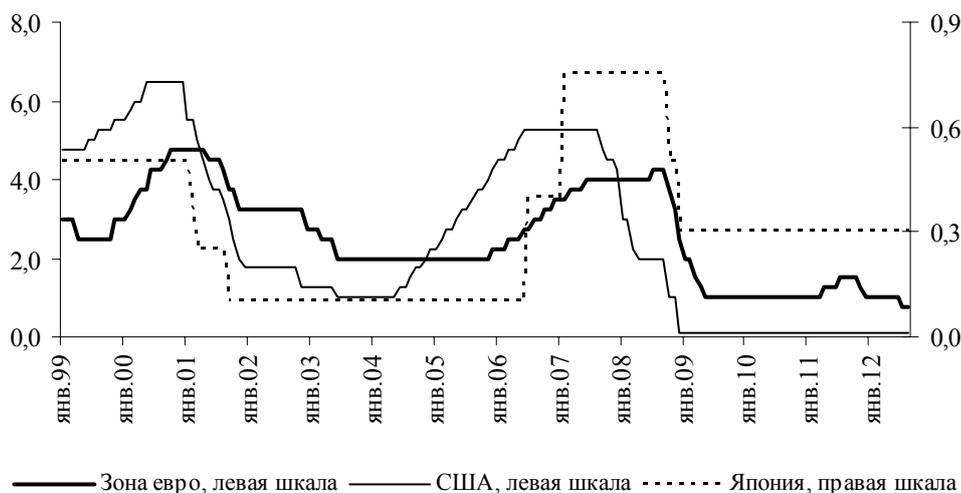
Одновременно на фоне долгового кризиса усиливаются противоречия между участниками зоны евро. С одной стороны, растет недовольство ее крупнейших государств, которым приходится направлять значительные средства на спасение более слабых членов Евросоюза от банкротства. В свою очередь, постепенно усиливается разочарование от участия в европейском интеграционном проекте и в странах-должниках, вынужденных под давлением развитых стран зоны евро принимать непопулярные среди населения меры по урезанию социальных расходов и сокращения бюджетных дефицитов. Подобные разногласия ослабляют интеграционные связи в зоне евро и способны, в случае продолжения долгового кризиса, привести к ослаблению позиций единой европейской валюты.

Проблема суверенных долгов будет оказывать негативное воздействие на экономику не только на этапе ее посткризисного восстановления, но и в более долгосрочной перспективе. Как считают некоторые экспер-

ты, даже несмотря на ожидаемое сокращение бюджетных дефицитов развитых стран зоны евро в ближайшие годы, объем долговой нагрузки на их экономики продолжит нарастать, пусть и более медленными темпами, чем в 2007–2011 гг. Так, по расчетам сотрудников Организации экономического сотрудничества и развития, отношение размера государственного долга к ВВП в этих странах достигнет к 2025 г. 106%, увеличившись по сравнению с 2010 г. на 10 п.п. Снижению или хотя бы поддержанию на стабильном уровне данного отношения будет препятствовать значительный объем социальных обязательств в развитых странах, к масштабному сокращению которых они сегодня не готовы. В развивающихся странах зоны евро, напротив, будет наблюдаться тенденция к постепенному уменьшению долговой нагрузки. Отношение госдолга к ВВП составит в них в 2025 г. порядка 60-70%¹.

Рисунок 1

**Ставка рефинансирования в зоне евро, США и Японии,
1999–2012 гг. (% годовых)**



Источник: данные Европейского центрального банка

(<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn131>) и International Financial Statistics, 2013.

Следует ожидать, что долговые проблемы ведущих развитых стран будут выступать в долгосрочном периоде одним из главных дестабилизирующих факторов для глобальной экономики и финансовых рынков. В частности, значительную опасность для устойчивой мировой валютно-

¹ OECD Economic Surveys: Euro Area, OECD Publishing, Paris. March 2012. P. 48.

финансовой системы будет представлять дальнейший рост государственного долга в США, объем которого, по некоторым оценкам, составит к 2020 г. порядка 120-130% ВВП. При этом очевидно, что по мере роста долговой нагрузки развитых государств их способность противостоять возникающим кризисным ситуациям путем принятия новых программ поддержки экономик будет неуклонно сокращаться.

Наращение нестабильности в государственных финансах, порождающее чувства неопределенности, изменит структуру трансграничных потоков капитала, сократив в ней долю долгосрочных инвестиций в пользу коротких спекулятивных вложений. Для европейских банков это будет означать ограничение возможностей по привлечению длинных ресурсов, необходимых для осуществления инвестиционного кредитования реального сектора экономики.

Таким образом, к 2013 г. во многих ведущих западных государствах сложилась по сути патовая ситуация, когда потребительский и инвестиционный спрос со стороны частного сектора, обремененного долгами, растет очень медленно, а правительства в условиях ухудшения состояния государственных финансов почти не имеют возможностей по его поддержанию. Выход из этой ситуации потребует переориентации западных экономик на новые факторы роста, что, очевидно, будет процессом долгим и сложным.

В этих условиях монетарная политика может создавать благоприятные условия для проведения реформ, гарантируя стабильность цен и тем самым уменьшая неопределенность.

Одной из важных характеристик деятельности ЕЦБ и Евросистемы в целом является то, что она осуществляется на основе четырех принципов: независимости, транспарентности, ответственности и операционной децентрализации. Принцип независимости ЕЦБ и 17 ЦБ стран зоны евро записан в тексте Маастрихтского договора. Независимость Евросистемы означает, что при осуществлении своей деятельности ЕЦБ и ЦБ стран зоны евро не получают никаких инструкций от органов ЕС и национальных правительств. Институциональная и оперативная независимость Евросистемы предполагает прозрачность принимаемых решений, что особенно важно для ЕЦБ, так как от этого зависит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро. Ответственность ЕЦБ, зафиксированная в тексте Маастрихтского договора, предполагает регулярное заслушивание доклада управляющего ЕЦБ Европарламентом, его неформальные встречи с Еврогруппой министров финансов стран зоны евро, а также публикацию отчетов об эволюции экономической конъюнктуры и макроэконо-

мических прогнозов.¹ После принятия важнейших решений президент и вице-президент ЕЦБ обязательно организуют пресс-конференции, на которых детально комментируют принятые решения, что является уникальной практикой для ЦБ. Вместе с тем ЕЦБ не публикует протоколы своих заседаний.²

Решения, принятые Советом управляющих ЕЦБ, практически реализуются ЦБ стран зоны евро. Такая децентрализованная система доказала свою эффективность в августе и сентябре 2011 г., когда наблюдались трудности на межбанковском рынке. Тесные связи между национальными ЦБ позволили лучше понять и быстро ответить на потребности банков в средствах для рефинансирования.³

Введение евро и проведение единой монетарной политики способствовали значительному сокращению разрыва в уровнях инфляции между странами зоны евро с 6 процентных пунктов в 1990-х годах до 0,7 процентных пункта в 2012 г. (этот показатель очень близок к показателю разрыва между 14 городскими статистическими зонами в США). Сократился также разрыв в темпах экономического роста стран зоны евро, хотя в 2012 г. он достигал 1,5 процентных пункта.

Начиная с 1999 г. Евросистема меняла процентные ставки 36 раз, в том числе 18 раз снижала их и 18 раз повышала, доведя ее в 2012 г. до 0,75%⁴. Это происходило реже, чем у ФРС США (рис. 1). В целом частота

¹ *Arestis P., Chortareas G.* Monetary Policy in the Euro Area // *Journal of Post Keynesian Economics*. 2006. Vol. 28. № 3. P. 371-394; *Caporale G., Cipollini A.* The Euro and Monetary Policy Transparency // *Eastern Economic Journal*. 2002. Vol. 28. № 1. P. 59-70; *Surico P.* The Monetary Policy of the European Central Bank // *The Scandinavian Journal of Economics*. 2007. Vol. 109. № 1. P. 115-135.

² The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis // *Month. bull. of ECB*. – Frankfurt a. Main, 2010. – № 1. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf>.

³ L'action des banques centrales // *Documents et débats*. – P., 2010. – № 3. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf.

⁴ Напомним, когда было нужно оживить экономику зоны евро, ЕЦБ 3 раза за 2 года снижал ставку (2011-2012 гг.), установив ее на уровне ниже инфляции, поскольку риск спада воспринимался более остро, чем возможный рост цен. Другими словами, для стимулирования экономики зоны евро ЕЦБ даже был готов нести дополнительные издержки. Это, по-видимому, оправданно, поскольку центральные банки в большинстве стран в первую очередь «кредиторы последней инстанции», для которых стабильное экономическое развитие более важно, чем собственная прибыль. Именно поэтому во многих странах, помимо чисто финансовых задач (поддержание цен и валютного курса), на них возлагаются и задачи, связанные с поддержкой экономики в целом. И тогда уже центральные банки заинтересованы с максимальной эффективностью использовать те механизмы и инструменты, которыми они располагают, чтобы на их основе обеспечить решение задач, стоящих перед экономикой.

изменений процентных ставок определяется экономической ситуацией и ее изменениями. Как показывают исследования, в промышленно развитых странах процентные ставки пересматриваются в среднем каждые 5 месяцев, в ЕЦБ этот показатель составляет почти ту же величину – 4,7 месяца.¹

Является ли евро мировой валютой?

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов.²

Внешняя торговля товарами и услугами стран зоны евро. Экономика зоны евро более открыта, чем экономика США и Японии. В 2011 г. внешне-торговый оборот (экспорт и импорт товаров и услуг) зоны евро составил 42% ВВП, тогда как в Японии – 32%, а в США – 28%. Доля зоны евро в мировом экспорте достигла 24,4% против 9,7% у США, 4,0% у Японии и 8,3% у стран – экспортеров нефти. С 1998 г. (года, предшествовавшего введению евро) показатель открытия экономики зоны евро возрос на 11 процентных пунктов за счет быстрого расширения торговли с новыми странами – членами ЕС и Китаем. Стоимость взаимной торговли товарами между странами зоны евро по отношению к ВВП возросла с 26% в 1998 г. до 33% в 2011 г.; для торговли услугами соответствующий показатель увеличился с 5 до 7%. В 2011 г. торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины всего внешнеторгового оборота зоны евро.

Создание валютного союза и введение единой валюты способствовали увеличению взаимного обмена между членами союза, поскольку уменьшили волатильность обменных курсов валют и связанную с этим неопределенность. В последние годы появились многочисленные эмпирические исследования, в которых анализировалось влияние введения евро на объем взаимного обмена товарами между странами зоны евро. В целом было установлено, что введение евро ускорило рост взаимного обмена в среднем на 2–3 процентных пункта. Наиболее сильное влияние введение евро оказало на обмен промышленным оборудованием и предметами потребления и наименьшее – на обмен продовольствием.

Анализ экспорта европейских предприятий за долгий период показал, что в первое время после введения евро возросли число и разнообразие товаров, экспортируемых в страны зоны евро, тогда как объем экс-

¹ The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis // Month. bull. of ECB. – Frankfurt a. Main, 2010. – № 1. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf>.

² Bertuch-Savuels A., Ramlgan P. L'euro, monnaie mondiale? // Problèmes écon. – P., 2007. – N 2926. – P. 41–45.

порта, который существовал до введения евро, увеличился в меньшей степени. Со временем использование евро изменило способы фиксации экспортных цен, что приводило к их выравниванию и уменьшению выгод, получаемых за счет дифференциации цен. Таким образом, введение евро позволило снизить транзакционные издержки и частично внутренние цены, что пошло на пользу потребителям стран зоны евро.

Исследования показывают, что введение евро способствовало повышению конкурентоспособности европейских компаний на новых рынках.¹ Сегодня страны зоны евро рассматриваются как наилучшая экспортная база, способная привлечь большое число предприятий из соседних стран. Более интегрированная зона евро не только позволяет компаниям извлекать выгоды от экономии на масштабе, но и способствует обострению конкуренции, что приводит к увеличению объема производства при более низких ценах. Однако это позитивное влияние евро проявляется в разных странах зоны евро по-разному, в зависимости от качества их институтов, доступа к новой технологии и развития НИОКР.

Рост конкурентоспособности экономики зоны евро имеет большое значение в условиях появления новых субъектов на мировых рынках. Так, за последнее десятилетие доля Китая в мировом экспорте возросла в среднем на 13% в год, тогда как доля зоны евро уменьшалась на 1,7% в год (исключение составляют Ирландия и Германия, доля которых в мировом экспорте увеличивалась). Снижение доли зоны евро в мировом экспорте частично объясняется выходом на мировой рынок стран с низкими издержками на оплату труда, а частично тем, что страны зоны евро отказались от трудоемких производств, усилив свою специализацию на производстве капиталоемкой продукции.

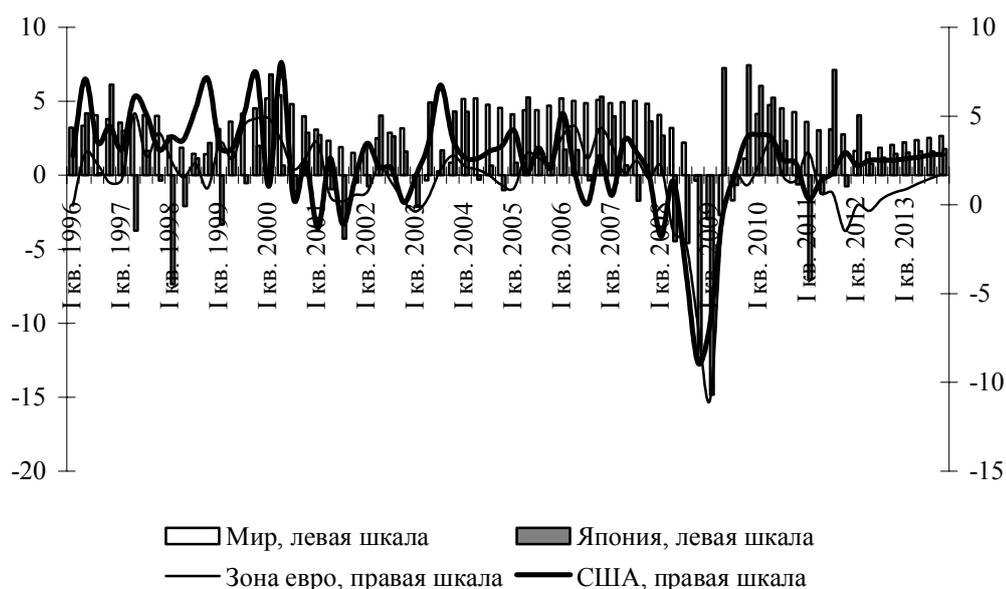
Евро и международные потоки капиталов. Зона евро является открытой и в финансовом отношении: ее международные авуары и обязательства составляли в 2011 г. 150% ВВП против 115% у США и 90% у Японии. За период 1999–2011 гг. международные авуары и обязательства зоны евро возросли в целом на 60%, хотя этот рост был в разных странах неодинаковым. В 2000–2011 гг. доля стран зоны евро, рассматриваемых как экспортеры и импортеры прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в мировом потоке ПИИ составляла 57%. В 2001–2011 гг. в руках резидентов стран зоны евро находились 34% мирового портфеля акций и 44% мирового портфеля облигаций. Учитывая тот факт, что доля зоны евро в мировом ВВП не превышает 25%, можно сделать вывод – евро играет важную роль в международном движении капиталов, особенно в рамках самой зоны.

¹ Posen A. The Euro at Five: Ready for a Global Role? Peterson Institute, 2005.

В последние годы деятельность, связанная с ПИИ, принимает форму трансграничных слияний и поглощений, львиная доля которых приходится на компании ЕС и США. Доля слияний и поглощений промышленных компаний в рамках зоны евро в общей численности таких операций зоны евро возросла с 20% в 1993–1998 гг. до 35% в 1999–2011 гг. Операции по слиянию и поглощению в зоне евро осуществляли промышленные компании Норвегии, Канады, Японии и США. Что касается операций по слиянию и поглощению в секторе услуг, то здесь доля операций внутри зоны евро в рассматриваемый период снизилась с 37 до 27%, тогда как доля компаний сферы услуг других стран увеличилась.

Рисунок 2

Темпы роста реального ВВП в мире, зоне евро, США и Японии, 1996–2013 гг. (% к предыдущему году)



Примечание: 2013 г. – прогноз

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>)

На перемещение капиталов между странами зоны евро повлияли такие факторы, связанные с введением евро, как: а) снижение транзакционных и постоянных издержек; б) снижение операционных издержек, связанных с финансированием за счет банковских кредитов и эмиссии облигаций; в) большая корреляция между ПИИ и внешнеторговым оборотом.

Таким образом, введение евро способствовало увеличению потоков ПИИ в зоне евро на 15%, тогда как это влияние на приток ПИИ из третьих стран оценивается в 7%. При этом влияние евро на численность трансграничных слияний и поглощений промышленных компаний в зоне евро оценивается в 160%, а на численность соответствующих операций вне зоны евро – в 80%.

Индивидуальные сбережения часто размещаются в портфели различного типа – в акции различных компаний, в облигации и фонды коллективных вложений, управляемые профессионалами. Если финансовые инструменты выпущены за рубежом, то вложения в них считаются трансграничными, которые подвергаются валютному риску. Введение евро устранило валютный риск для трансграничных вложений в рамках зоны евро и способствовало созданию общих торговых платформ (*plates-formes de negotiation communes*), таких как, например, биржа Euronext, возникшая от слияния фондовых бирж Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона, а также интеграции пострыночной инфраструктуры. Все это снизило барьеры для трансграничных портфельных инвестиций. Среди других факторов, ускоряющих перемещение капиталов в форме портфельных инвестиций в мировых масштабах, можно назвать уровень ожидаемых доходов, волатильность активов в разных странах, предпочтение, отдаваемое национальным активам, прогнозы экономического роста, особенности институциональной структуры, старение населения в странах, интенсивность двусторонних торговых связей, культурные связи и т. д.

В 1997–2011 гг. доля трансграничных авуаров в рамках зоны евро, которыми владеют резиденты зоны, увеличилась на 16 процентных пунктов для акций и на 46 пунктов – для облигаций. Все важные регионы мира, в том числе резиденты Великобритании, Дании и Швеции, также увеличили свои портфельные вложения в активы зоны евро. Как показывают эмпирические исследования, введение евро стимулировало перемещение портфельных инвестиций как резидентов, так и нерезидентов зоны евро в активы, номинированные в евро.

Размер и уровень открытости экономики. Чем крупнее и динамичнее экономика, тем потенциально больше ее влияние на мировую экономику. Зона евро, имея большую численность населения, чем США, и почти такую же экономику, в состоянии обеспечить евро важную международную роль.

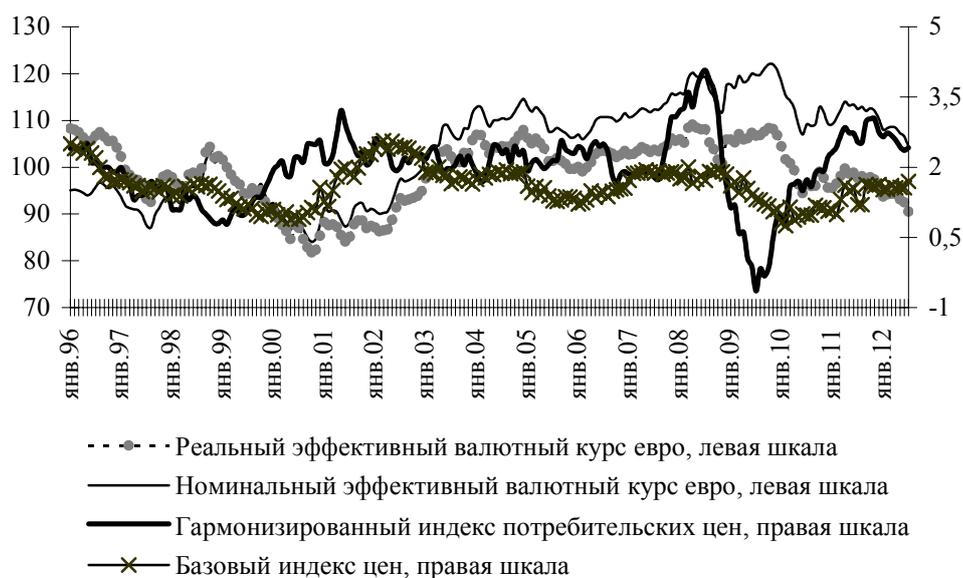
Однако темпы экономического роста стран зоны евро отстают от темпов роста мировой экономики, составив в 2012 г. в среднем всего 0,1% против 3,4% в остальных странах. Более высокие темпы роста могут повысить привлекательность стран зоны евро для инвесторов, а также дове-

рие к их экономике и евро, что приводит к увеличению притока долгосрочного капитала.

Стабильность цен и обменного курса. Чем выше стабильность цен и обменного курса в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на финансовых рынках и выше доверие к валюте. ЕЦБ наделен большими полномочиями и обладает независимостью в поддержании стабильности цен. Инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, а волатильность номинального и реального эффективного валютного курса евро невысока (рис. 3).

Рисунок 3

Номинальный и реальный эффективный валютный курс евро (I кв. 1999=100), гармонизированный индекс потребительских цен¹ и базовая инфляция в зоне евро (в % к предыдущему году), 1996–2012 гг.



Источник: данные Европейского центрального банка
 (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf1=4&FREQ=M&sf3=4&CURRENCY=Z65&sf4=4&node=2018795> и
 (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR)

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику Европейского центрального банка, в 2012 г. в валютном объединении наблю-

¹ ИИСП – Harmonised Index of Consumer Prices – гармонизированный индекс потребительских цен. Индикатор инфляции в зоне евро, рассчитываемый как средневзвешенное индексов потребительских цен в странах-членах валютной зоны.

дались существенные различия в темпах инфляции – от 3,4-4,0% в Италии и Эстонии до 1,4-1,6% во Франции и Германии. Расхождения в темпах инфляции неизбежны вследствие сохраняющихся структурных диспропорций и представляют собой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям (рис. 4).

В последнее время руководство ЕЦБ связывает усиление инфляционного давления с действием таких факторов, как рост мировых цен на нефть, повышение налогов на добавленную стоимость (НДС) в Германии с 1 января 2012 г., увеличение денежной массы в обращении и объемов кредитования. К этому добавляется и такой фактор, как усиление требований наемных работников о повышении заработной платы. Недавно М. Драги, управляющий ЕЦБ, призвал социальных партнеров умерить свои требования на переговорах о повышении оплаты труда.

Предполагается, что в 2013–2014 гг. уровень инфляции в зоне евро будет составлять не более 2%, а возможное превышение этого показателя будет краткосрочным. Одним из факторов усиления инфляционного давления специалисты называют увеличение денежной массы (агрегата М3) и объемов кредитования. С 2010 г. рост денежной массы был связан в основном с восстановлением объема ипотечного кредитования и в меньшей степени с увеличением кредитов (рост составил 4,4% и 3,1% в 2011 г. и 2012 г. соответственно), предоставляемых предприятиям. В марте 2012 г. темп роста денежного агрегата М3 составил 3,2%. По мнению М. Драги, увеличение М3 и объема кредитов обусловило «обилие ликвидности» в зоне евро, хотя количественно определить «излишек» ликвидности очень трудно.¹ Одним из показателей, с помощью которого можно судить о чрезмерной ликвидности, является сравнение темпов роста М3 и номинального ВВП (в идеале эти показатели должны совпадать, рис. 5). Начиная с 2002 г. в зоне евро разрыв между этими показателями составляет около 4 процентных пунктов (в пользу темпов М3).

Развитие и интеграция финансового рынка, который обеспечивает достаточную ликвидность, уменьшает трансакционные издержки, снижает неопределенность, риски и стоимость хеджирования и приводит к по-

¹ Следует в принципе указать, что, когда объемы международного использования европейской валюты значительно превышают объем европейского ВВП и в ряде случаев поддерживаются операциями третьих стран на неевропейском рынке, ЕЦБ должен быть готов к неожиданному появлению «лишних» евро (которые были, например, вытеснены другими иностранными валютами) и иметь механизмы, во-первых, «включающие» такие евро в обеспечение функционирования экономики и, во-вторых, позволяющие при необходимости снять излишнюю ликвидность с рынка, не создавая паники и не допуская обвальных падений валютного курса и котировок бумаг.

нижению процентных ставок. Он также способствует повышению производительности и темпов экономического роста и укреплению доверия к евро. Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, и их финансовые рынки были менее развитыми и интегрированными, чем в США. Однако в последние два десятилетия интеграция европейских финансовых систем ускорилась, особенно с принятием в марте 2000 г. Плана действий в области финансовых услуг, который предполагает устранение законодательных и рыночных барьеров при оказании трансграничных финансовых услуг. Растущая интеграция финансовых рынков в рамках ЕС проявляется в значительном увеличении рынка корпоративных и государственных облигаций, в возросшей интеграции фондовых рынков, в уменьшении разрыва в уровнях процентных ставок в странах зоны евро, в формировании общей рыночной инфраструктуры, расширении многообразия финансовых инструментов.

Однако европейские финансовые рынки еще не полностью интегрированы. Рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг остаются слабо концентрированными, рынок коммерческих ценных бумаг слабо развит, правила деятельности национальных фондовых бирж недостаточно гармонизированы.

Рисунок 4

Динамика гармонизированного индекса потребительских цен в некоторых странах зоны евро, 1996–2012 гг. (% к предыдущему году)

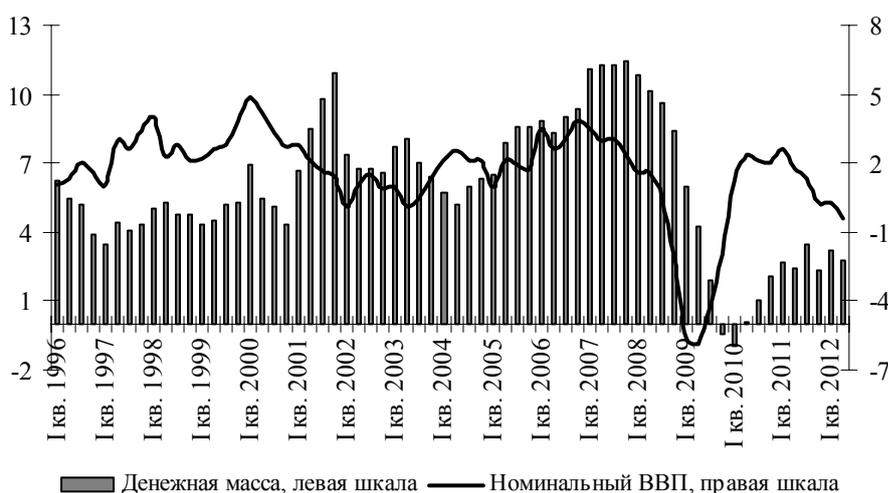


Источник: электронная база данных ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>) и Евростата (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teicp000&plugin=1>)

Правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизированы, что затрудняет обмен между ценными бумагами разных стран. Системы клиринга и расчетов по ценным бумагам также различаются между странами. В результате различаются правила учета и другие требования к ведению операций, что обуславливает высокие издержки по международным сделкам. Различия в налоговых системах и в правилах защиты потребителей сдерживают развитие иностранных инвестиций. Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора, что препятствует оптимизации деятельности международных банков.

Рисунок 5

**Темпы роста денежной массы (М3) и номинального ВВП
(% к предыдущему году), 1996–2012 гг.**



Источник: Евростат

(http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=mny_agg_q&lang=en;
http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_gdp_k&lang=en)

Международный статус евро

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри страны эмиссии, так и за ее пределами. В отношении евро это означает использование его за пределами зоны евро. Эмитирующая международную валюту страна или группа стран получает определенные политические и экономические выгоды, связанные с ростом международного престижа и глобального влияния. Экономические выгоды проявляются в более низких транзакционных издержках и процентных ставках и более

высокой доходности финансовых учреждений. Эти выгоды обусловлены возрастанием экономической активности и эффективности внутренних рынков капитала; большей возможностью финансирования дефицита платежного баланса по текущим операциям собственной валютой, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте. Однако превращение валюты в международную создает риски и повышает ответственность, так как страна-эмитент становится более уязвимой перед лицом колебаний обменных курсов валют, подрывающих финансовую и макроэкономическую стабильность и ограничивающих выбор возможных мер монетарной политики.

После 14 лет введения евро эта валюта быстро и прочно утвердилась как вторая по значению в мире международная валюта. В настоящее время евро по своей роли намного превосходит не только европейские валюты, которые он заменил, но и фунт стерлингов и японскую иену. Это произошло несмотря на то, что ЕЦБ не пытается активно расширять применение евро за границей.

Одним из свидетельств надежности евро является усиление его роли как мировой валюты. В июле 2012 г. ЕЦБ опубликовал очередной доклад о международной роли евро, в котором представлены данные о месте евро в мировой валютной системе за период с середины 2010 г. до конца 2011 г. Основные данные этого доклада приведены в табл. 2.

В дополнение к этим данным можно привести результаты специального исследования Банка международных расчетов, проведенного в декабре 2010 г., в соответствии с которыми сделки по обмену евро на доллары составляли 28% традиционных сделок на валютном рынке и 46% на рынке производных валютных инструментов. Доля евро в операциях с процентными дериватами возросла с 65% в 2004 г. до 82% в 2011 г. Частично это повышение объясняется тем, что с апреля 2004 г. по апрель 2011 г. номинальный курс евро по отношению к доллару, британскому фунту, швейцарскому франку, японской иене возрос на 36,4, 33,8, 19,4 и 5,9% соответственно (рис. 6).

Наибольшего прогресса евро добился в области международных финансов и наименьшего – в области международных торговых операций. С географической точки зрения евро играет роль международной валюты в основном в странах, которые имеют региональные и политические связи с зоной евро, включая новые страны – члены ЕС и страны зоны франка. Эти страны составляют около одной трети стран, которые привязывают курс своей национальной валюты к евро или доллару. Остальные две трети привязывают курс своей валюты к доллару.

Таблица 2

**Основные показатели, характеризующие роль евро как мировой валюты
на конец 2011 г.**

Основные показатели	Доля на конец 2011 года, %
Доля евро в валютных резервах	25,0
Доля евро на международном рынке долговых ценных бумаг	25,7
Доля евро на международном рынке займов и депозитов	
международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро	21,8
международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро	17,3
международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	22,4
международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	22,8
Доля евро на международном валютном рынке:	
общий оборот на валютном рынке	19,5
ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS	20,7
Доля евро в расчетах по торговле товарами и услугами:	
расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	66,7
оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	50,2
расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	61,9
оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	61,4
Доля стран, привязывающих свою национальную валюту к евро	51

Источник: European Central Bank. International Role of the Euro – 2011. – ECB, Frankfurt-am-Main, 2012. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>.

Евро и международные валютные резервы

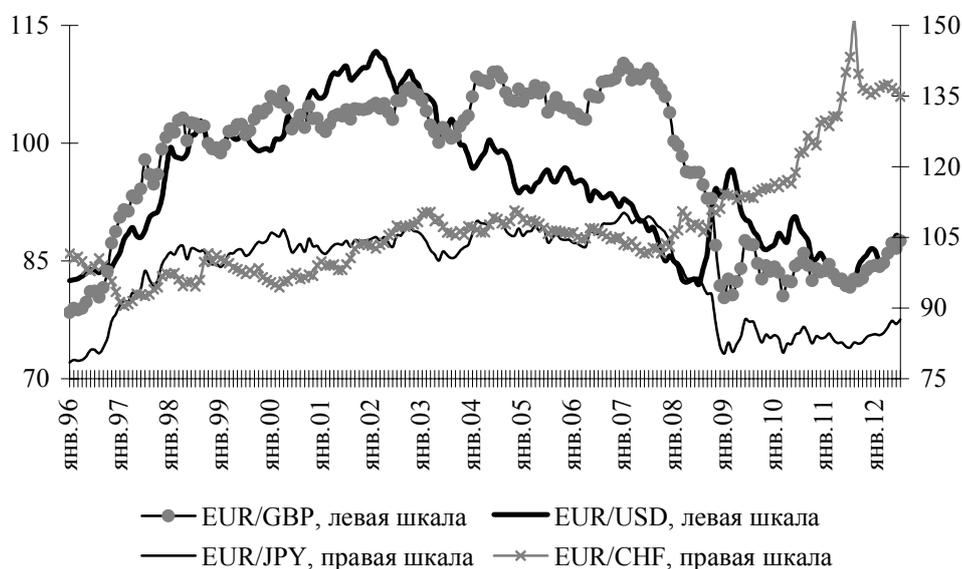
В течение 1999–2011 гг. основные изменения в структуре мировых валютных резервов были связаны с постепенным ростом доли евро (с 17,9 до 25,0%) и соответственно уменьшением удельного веса доллара (с 71,0 до 62,1%) и прочих валют. Хотя в абсолютном выражении прирост в официальных резервах долларовых активов превышал увеличение активов в евро,

тем не менее, в относительных показателях наблюдалась тенденция к опережающему росту доли единой европейской валюты в резервах вследствие происшедшего в этот период укрепления доверия к евро и повышения его обменного курса по отношению к американской валюте (табл. 3).

Сразу после образования зоны евро и введения единой европейской валюты размер официальных резервов центральных банков ЭВС по объективным причинам существенно сократился (рис. 7). Во-первых, с установлением необратимой фиксации курсов национальных валют друг к другу и к евро с последующей их заменой на единую европейскую валюту, а также в связи с превращением примерно половины взаимной торговли стран зоны евро во внутренний товарооборот объем официальных резервов центральных банков стран ЭВС объективно стал значительно меньше. Часть валютных резервов стран-участниц Европейской системы центральных банков, деноминированных в национальных валютах их партнеров по ЭВС, была конвертирована в евро, который стал внутренней денежной единицей стран ЭВС.

Рисунок 6

Динамика индекса номинального курса евро к доллару США, британскому фунту, японской иене и швейцарскому франку (I квартал 1999=100), 1996–2012 гг.



Источник: база данных Европейского центрального банка
(<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf1=4&FREQ=M&sf3=4&CURRENCY=Z65&sf4=4&node=2018795>)

Во-вторых, 31 декабря 1998 г., в соответствии с договором о создании Европейского союза, центральные банки, входящие в ЕЦБ, произвели конверсию находящихся на их счетах официальных ЭКЮ в золото и иностранную валюту. Эти средства представляли собой соответствующие доли национальных банков в капитале ЕЦБ, которые были сформированы ими путем выпуска ЭКЮ в виде возобновляемых свопов против их взноса в ЕЦБ золота и долларов США в соотношении 20:80. Максимальная сумма перевода должна была составить 50 млрд ЭКЮ (или 50 млрд евро по установленному курсу 1ЭКЮ=1 евро). Фактически сумма конверсии составила 39,46 млрд евро, поскольку центральные банки Великобритании, Греции, Дании и Швеции не вошли в зону евро. 15% этой суммы были конвертированы в золото, а 85% – в доллары США и японские иены.

Таблица 3

Динамика долей ведущих мировых валют в структуре официальных валютных резервов (% к общему объему, на конец года), 1999–2011 гг.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Доллар США	71,0	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9	66,9	65,5	64,1	64,1	62,1	61,5	62,1
Евро	17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,8	24,1	25,1	26,3	26,4	27,6	26,3	25,0
Японская иена ¹	6,4	5,0	4,4	3,9	3,8	3,6	3,1	3	2,9	3,1	2,9	3,7	3,7
Английский фунт стерлингов	2,9	2,7	2,8	2,8	2,8	3,4	3,6	4,4	4,7	4,0	4,3	4,0	4,0
Швейцарский франк	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Другие валюты	1,6	1,5	1,3	1,6	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	2,2	3,1	4,4	5,1

Источник: Международный валютный фонд

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a1.pdf>) и Европейский центральный банк (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>)

Расширение сферы и масштабов использования денежной единицы в качестве резервного актива находится в тесной зависимости от выполнения валютой денежных функций в международном обороте. В частности, профессор Калифорнийского университета Б. Айхенгрин и главный эконо-

¹ Стагнация экономики Японии (за последние 10 лет доля страны в мировом ВВП снизилась на 20%) и затяжной кризис финансовой системы этой страны будут способствовать дальнейшему снижению роли экономики страны «восходящего солнца» в мировой экономике. На сегодняшний день объем ВВП Японии в три раза меньше ВВП США и расширенного Евросоюза. В ближайшем будущем, видимо, этот разрыв будет увеличиваться.

номист Международного валютного фонда Д. Мэтисон считают, что начальный этап повышения доли какой-либо иностранной валюты в структуре официальных резервов центральных банков во многом определяется ее выбором в качестве «якорной валюты», к которой привязана национальная денежная единица, а также масштабами использования этой иностранной валюты для обслуживания международных торговых и финансовых потоков.¹

В валютных резервах развивающихся стран и стран-основных торговых партнеров доля евро выше, чем у промышленно развитых государств (табл. 4), поскольку евро используется в качестве «якорной валюты», главным образом в странах, географически прилегающих к Евросоюзу или тесно связанных с ним, то вполне закономерно, что единая европейская валюта преобладает в структуре валютных резервов этих стран. Так, по данным Банка международных расчетов и Европейского центрального банка, доля евро в официальных резервах стран Центральной и Восточной Европы, Великобритании, Швейцарии, США, Канаде и Норвегии в 2011 году составила 60,9, 59,1, 57,0, 53,5, 37,0 и 36,1% соответственно.

В отличие от евро доллар, уже длительное время выполняющий функцию общепризнанного мирового резервного актива, является «якорной валютой» не только для стран Западного полушария, но также для многих государств Юго-Восточной Азии, Африки и для ряда стран СНГ. Доллар занимает доминирующие позиции в валютных резервах стран этих регионов, несмотря на то, что, по данным Организации экономического сотрудничества и развития и Банка международных расчетов, торговые и финансовые потоки азиатских и особенно африканских государств в большей степени ориентированы на Евросоюз, чем на США. Например, по оценкам ОЭСР, в структуре валютных резервов Гонконга, на который в конце 2011 года приходилось примерно 5% общего объема мировых валютных резервов, доля доллара составляет около 80%, евро и других европейских валют – 15% и японской иены – 5%. В аналитических материалах ЕЦБ на основе данных макроэкономической статистики 98 центральных банков мира проанализировали масштабы использования в различных регионах мира доллара, евро и иены в качестве резервного актива.

¹ Как показали авторы, ни изменения в объемах и направлении внешней торговли, ни валюта деноминации государственного долга не могут объяснить изменения в валютном составе государственных резервов. Основным фактором, влияющим на долю резервов в долларах, оказалась *ad hoc* константа, равная почти 80%. То есть основным фактором являются сложившиеся предпочтения (*Eichengreen B., Mathieson D. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper, WP/00/131. 2000*)

Таблица 4

Оценки распределения долей доллара, евро и иены в валютных резервах различных регионов мира, 1999–2011 гг., (% к итогу, в текущих ценах)

	Развитые страны				Развивающиеся страны			
	евро	доллар	иена	Другие валюты	евро	доллар	иена	Другие валюты
1999	23,8	64,3	7,4	4,5	23,2	68,5	4,0	4,4
2000	25,3	62,2	8,1	4,5	25,3	67,4	3,1	4,2
2001	26,9	61,3	7,5	4,2	28,3	64,8	3,0	3,9
2002	28,9	60,2	6,3	4,6	25,1	68,7	1,7	4,5
2003	25,3	64,7	5,8	4,3	30,1	63,2	1,1	5,7
2004	23,8	66,3	5,4	4,5	29,1	63,1	1,3	6,5
2005	24,4	65,5	5,7	4,4	29,0	62,8	1,5	6,7
2006	23,5	66,4	5,3	4,8	29,4	61,6	1,3	7,7
2007	23,7	66,3	4,8	5,2	28,5	62,1	1,8	7,6
2008	23,7	66,6	4,1	5,6	29,9	60,8	1,9	7,5
2009	25,4	65,1	3,9	5,6	30,2	58,6	1,8	9,4
I кв. 2010	25,3	65,0	4,0	5,8	29,5	58,2	1,8	10,5
II кв. 2010	24,6	65,7	4,0	5,8	28,1	58,9	2,3	10,6
III кв. 2010	24,7	64,4	4,4	6,5	28,9	58,4	2,4	10,3
IV кв. 2010	23,9	65,0	4,5	6,6	28,4	58,3	2,8	10,6
I кв. 2011	25,0	64,0	4,5	6,6	28,0	57,8	2,8	11,4
II кв. 2011	25,0	63,7	4,4	6,9	28,5	57,1	3,1	11,4
III кв. 2011	23,7	65,5	4,2	6,5	27,8	57,7	3,1	11,4
IV кв. 2011	23,0	66,2	4,3	6,5	27,4	57,4	3,0	12,1

Источник: Европейский центральный банк (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>)

Подробный анализ структуры формирования валютных резервов свидетельствует, что в 2010 г. рост резервов, номинированных в евро, сдерживался снижением курса евро по отношению к валютам стран–основных торговых партнеров на мировых рынках. Объемные показатели прироста международных валютных резервов с момента введения евро в 1999 г. показывают, что доля евро в количественном приросте валютных резервов в 1999–2010 гг. составляла 22–25%. Доля доллара США за это время снизи-

лась с 71,1% в 1999 г. до 61,5% в 2010 г. То есть в 2010 г. уменьшению доли доллара США способствовала во многом курсовая динамика.¹

В 2011 г., при изменении динамики курсов мировых валют, впервые за всю историю абсолютный прирост резервов, выраженных в евро, превысил прирост резервов, сформированных в долларах США. Другими словами, за прошедший год государства мира дополнительно приобрели активы в европейской валюте на 115,0 млн евро больше, чем за предыдущий год.

Прирост международных резервов, номинированных в евро, помимо курсового фактора, был обусловлен несколькими причинами. Во-первых, к 2011 году процесс глобализации финансовых рынков вошел в решающую стадию. Исчезновение барьеров на пути движения капиталов и повсеместная либерализация валютных режимов значительно осложнили для правительств задачу поддержания стабильности валютных курсов. У рыночных спекулянтов, наоборот, возможности проведения атак на ту или иную валюту многократно возросли. Национальным властям, чтобы обеспечить достаточную защиту своей денежной единицы, стало требоваться гораздо больше валютных накоплений, чем раньше. В первую очередь, это относится к валютам развивающихся стран и стран с переходной экономикой. С I кв. 2010 г. по I кв. 2012 г. общие валютные резервы этой группы государств увеличились с 3,68 трлн до 4,59 трлн СДР.²

И, во-вторых, вследствие распада советского блока валюты бывших социалистических стран перестали быть замкнутыми. Большинство правительств поставили цель как можно скорее перейти к полной конвертируемости национальных денежных единиц. Поддержание рыночного курса денежной единицы в условиях либерального валютного режима создает необходимость в гораздо больших резервах, чем это требуется при плановой экономике, когда национальные деньги не являются предметом купли-продажи.³ К середине 2012 г. официальные резервы стран Центральной и Восточной Европы и СНГ составляли около 580,74 млн СДР, из которых больше половины была выражена в европейской валюте, а другая

¹ В экономической литературе воздействие изменений валютных курсов на международные резервы сводится, как правило, к определению курсовой прибыли или курсовых убытков, т.е. с номинальным изменением оценки валютных резервов в национальной валюте. Если курс доллара к евро падает, например, на 20%, что соответствует повышению курса евро к доллару на 25%, то оценка долларовых резервов в евро сокращается на 20%. Подобная переоценка резервов лежит в основе определения курсовой прибыли или убытков банков и других учреждений, в том числе и центрального банка.

² 1 доллар США=0,634913 СДР.

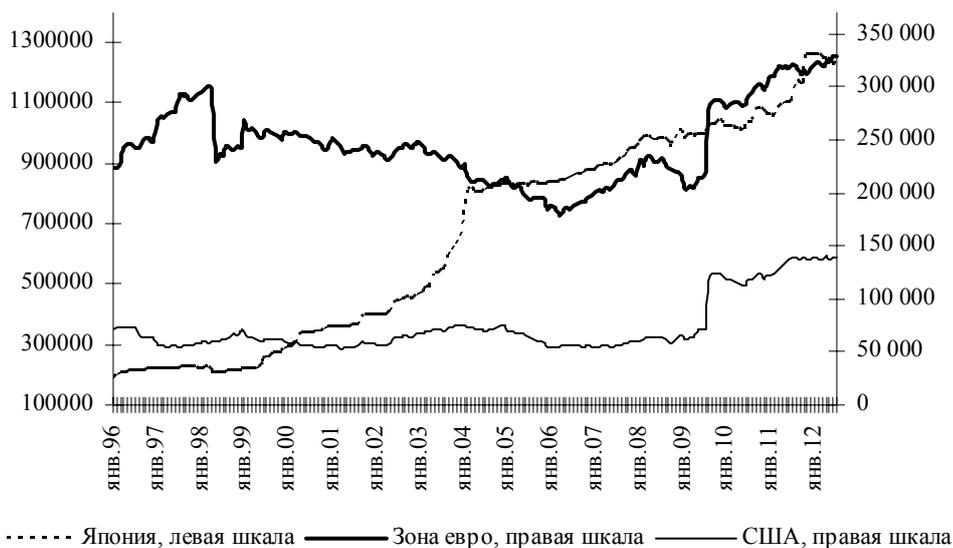
³ *Буторина О.В.* Международные валюты: интеграция и конкуренция / Ин-т Европы РАН ; Нац. валютная ассоциация. – М. : Деловая литература, 2003. С. 180-181.

часть (около 30%) – в долларах. Примерно 300,60 млн СДР находится в резервах Банка России и еще меньше 55 млн – в резервах стран СНГ.

На формирование валютной структуры резервов индустриально развитых стран оказывают влияние и страновые особенности. Валютные резервы зоны евро в 4 раза превышают валютные резервы США и составляют почти 20% валютных резервов промышленных государств, что способствует увеличению доли евро и снижению доли других валют (рис. 7). Четверть валютных резервов промышленных государств составляют валютные резервы Японии, поэтому структура валютных резервов этого государства оказывает решающее влияние на общую структуру валютных резервов всех промышленных стран.

Рисунок 7

Валютные резервы в зоне евро, США и Японии, 1996–2012 гг.
(млн долл. США)



Источник: International Financial Statistics, 2013.

При этом большинство европейских экспертов сходятся во мнении, что в долгосрочной перспективе роль евро в функции официального резервного актива в развитых и развивающихся странах будет выше, чем значение простой механической суммы отдельных европейских валют до введения единой европейской валюты.

Рынок международных долговых обязательств

Несмотря на то, что роль евро при формировании государственных валютных резервов в целом пока далека от потенциальной, уже сегодня существуют финансовые рынки, на которых евро играет роль, относительно сопоставимую с ролью доллара США. Например, рынок международных долговых обязательств (табл. 5).¹

Высокая роль евро на этом рынке во многом связана с тем, что зона евро объединяет независимые государства, поэтому выпуски ценных бумаг, ориентированные на всех резидентов зоны евро, автоматически становятся международными. На практике последних лет, основные выпуски облигаций резидентов зоны евро обслуживаются как минимум двумя банками: одним в Европе и одним в США. Это свидетельствует о том, что спрос на облигации, номинированные в евро, существует и за пределами зоны евро. По имеющимся данным о первичной эмиссии некоторых крупных выпусков, резиденты зоны евро являются андеррайтерами 5-80% выпуска, в то время как резиденты США и Юго-Восточной Азии выкупают по 10% и более.

Как свидетельствуют данные таблицы 5, этап бурного роста эмиссионных операций в единой европейской валюте в 1999–2005 гг. на международном рынке долговых обязательств (в 2,5 раза по сравнению с эмиссией в валютах зоны евро в 1998 г.) после исчерпания ресурса «эффекта введения евро» сменился в течение 2005–2011 гг. фазой поиска нового равновесного состояния между долями евро и доллара на различных сегментах этого рынка.

В этот период наступившее после биржевого бума конца 199-х гг. общее ослабление и непредсказуемость ситуации на мировых финансовых рынках, а также рецессия в странах Евросоюза и США, неизбежно отразились на неустойчивой динамике эмиссий на международном рынке ценных бумаг как в евро, так и в долларах США (рис. 8). В сопоставлении с данными за 2010 г. произошла существенная понижительная коррекция выпуска долговых обязательств в евро – на 21%, которая в 2011 г. сменилась ростом объема данных эмиссий на 28%, с последующим новым снижением в 2012 г. на 12%. Объем чистых долларовых эмиссий международных долговых обязательств стабильно увеличивался в 2000–2010 гг.,

¹ По данным Банка международных расчетов и ЕЦБ, на конец 2011 г. объем кредитного рынка стран зоны евро составлял 1,055 трлн долл., в то время как в США – 2,990 трлн долл., а в Японии – 168 млрд долл. Пересчет осуществлялся по рыночному курсу на конец 2011 г. – 0,755 долл. за евро. На текущий момент из-за роста рыночного курса евро по отношению к доллару США выше паритета, объем кредитного рынка стран зоны евро практически равняется объему соответствующего рынка в США.

но в 2011 г. резко упал – на 34%. В 2012 г. впервые объем чистых международных эмиссий в долларах оказался ниже соответствующего показателя эмиссий в евро.

Таблица 5

**Валюта выпуска международных долговых обязательств
(доля от всех обязательств, находящихся в обращении), 1999–2011 гг.,
(%, в текущих ценах)**

	В широком определении					В узком определении				
	Всего	Евро	Доллар	Иена	Другие валюты	Всего	Евро	Доллар	Иена	Другие валюты
1999	100	21,1	46,0	18,1	14,1	100	20,7	48,9	16,0	14,4
2000	100	20,8	47,9	17,5	13,8	100	21,4	50,2	13,9	14,4
2001	100	20,6	49,7	16,0	13,7	100	23,1	50,5	11,9	14,5
2002	100	23,3	46,7	16,1	13,9	100	27,2	46,8	10,1	15,9
2003	100	26,2	42,7	16,6	14,5	100	31,4	43,0	8,9	16,7
2004	100	27,4	41,5	16,2	15,3	100	33,7	40,9	7,8	17,6
2005	100	25,3	43,9	14,9	16,2	100	31,2	44,0	6,5	18,3
2006	100	27,4	42,5	13,1	17,2	100	31,3	44,2	5,3	19,2
2007	100	29,2	40,6	12,1	18,3	100	32,2	43,3	5,3	19,2
2008	100	28,7	40,8	14,2	16,5	100	32,2	44,7	6,8	16,3
2009	100	29,0	38,9	13,4	18,7	100	31,4	45,8	5,8	17,0
I кв. 2010	100	28,0	39,4	13,6	19,0	100	30,1	47,4	5,7	16,8
II кв. 2010	100	25,9	40,2	14,9	19,1	100	28,0	49,1	6,1	16,8
III кв. 2010	100	27,3	38,4	14,9	19,4	100	28,9	47,7	6,1	17,3
IV кв. 2010	100	26,5	38,5	15,2	19,7	100	27,5	48,7	6,3	17,6
I кв. 2011	100	27,7	37,9	14,6	19,8	100	28,3	48,4	5,9	17,5
II кв. 2011	100	27,8	37,3	14,9	19,9	100	28,0	48,3	5,9	17,9
III кв. 2011	100	26,3	38,1	16,1	19,4	100	26,8	49,7	6,3	17,3
IV кв. 2011	100	25,7	38,6	16,0	19,8	100	25,5	50,9	6,2	17,5

Источник: Европейский центральный банк (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201107en.pdf>)

В целом, несмотря на общую нестабильность на мировых финансовых рынках в 2012 г. доверие к евро восстанавливалось быстрее, чем к доллару, и доминирующей тенденцией этого периода стало постепенное изменение соотношения между евро и долларом в эмиссиях международ-

ных долговых обязательств, которое, начиная с 2002 г. впервые склонилась в пользу единой европейской валюты.

Несмотря на отставание в объемах рынка долговых обязательств ЕС на сегодня контролирует почти половину выпуска всех долговых обязательств, рассчитанных на международных инвесторов. Доминирование доллара США во многом связано с быстрыми темпами роста государственного долга, нетто-задолженности и дефицита счета текущих операций платежного баланса США (рис. 9). В ближайшем будущем последовательный рост роли зоны евро на этом сегменте рынка может продолжиться, прежде всего, за счет выхода на рынок международных заимствований компаний из стран, планирующих вскоре присоединиться к Евросоюзу.

Пока нет детальной информации о том, влечет ли рост объема ценных бумаг, номинированных в евро, к увеличению роли евро на валютном рынке. Основной оборот торгов (более 5,05 трлн долл. США в день) совершается вне организованного рынка, и поэтому статистика валютного рынка является достаточно ограниченной, основным источником информации является обзор межбанковского валютного рынка, проводимый Банком международных расчетов раз в три года.¹

Данные этих обзоров свидетельствуют, что с 1998 г. по 2010 г. роль доллара США на мировом валютном рынке уменьшилась (табл. 6). Во многом это связано с исчезновением торгов между валютами, вошедшими в корзину евро. Тот факт, что евро сегодня уже играет роль большую, чем валюты стран Евросоюза играли в 1998 г., свидетельствует о том, что перспективы роста роли евро на валютном рынке достаточно высоки, несмотря на транзакционные преимущества, которые имеет лидирующая валюта – доллар США, и долговые и социальные проблемы зоны евро.

Как отмечают эксперты БМР, важным фактором общей тенденции к повышению доли евро на рынке долговых обязательств является и то, что европейские банки, как правило, проводят операции на этом сегменте рынка через свои отделения, расположенные в Лондонском финансовом центре. Банки стран зоны евро переводят крупные суммы средств, деноминированных в евро, в Великобританию, которые позже, как правило, с лагом в один квартал, возвращаются на континент для финансирования потребностей предприятий корпоративного сектора. Такие круговращательные перемещения финансовых средств, деноминированных в евро, во многом объясняют экспансию позиций кредитных организаций в единой европейской валюте на международном банковском рынке. Кроме того, растущая роль евро на международном рынке кредитов связана с

¹ Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010. Bank for International Settlements. – 2010. – December 2010.

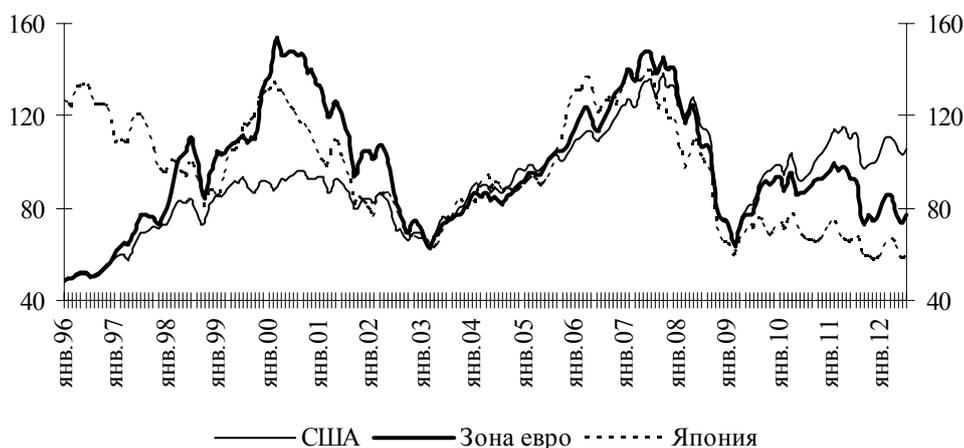
тем, что банки-нерезиденты зоны евро все более активно инвестируют средства в ценные бумаги, выпущенные европейскими резидентами, по сравнению с американскими ценными бумагами. В частности, в последнее время японские банки все более активно приобретают ценные бумаги, эмитированные европейскими резидентами. Эти тенденции в большей степени относятся к анализу роли евро на международном рынке капиталов в так называемой узкой его трактовке, то есть перспектив его использования инвесторами и заемщиками из числа нерезидентов ЭВС¹.

«Привычки и инерция»

Экономия на масштабах, снижение транзакционных издержек и удобства, связанные с наличием более широкого спектра финансовых инструментов, служат сильным стимулом для экономических агентов продолжать пользоваться существующей валютой. После Второй мировой войны доминирующей международной валютой стал доллар. Так что пройдет еще немало времени, прежде чем евро станет действительно жизнеспособной альтернативой доллару.

Рисунок 8

Динамика индексов фондовых бирж в зоне евро, Японии и США, 1996–2012 гг. (2005=100)



Источник: база данных ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

¹ Пиццик В.Я. Интернационализация евро и повышение его роли в мировой валютной системе / Мировая валютная система и проблемы конвертируемости рубля. – М.: Междунар. Отношения, 2006. С. 113.

Между тем начиная со второго квартала 2012 г. курс евро начинает повышаться. Данные об изменении курса евро в отношении доллара представлены на рис. 6. В целом за период 1999–2012 гг. разница между самым низким курсом 0,8252 долл. (на 26 октября 2000 г.) и самым высоким курсом 1,5990 долл. (на 15 июля 2008 г.) составила около 67%.

Чтобы евро стал действительно мировой валютой, он должен расширить границы своего применения в международных операциях, выйдя за пределы региона, непосредственно прилегающего к зоне евро. В долгосрочном плане способность евро решить эту задачу будет во многом зависеть от преодоления структурных и других трудностей, стоящих на пути экономического роста и интеграции финансовых рынков. Важную роль также должна играть способность ЕС выступать единым фронтом на международной арене, в том числе по международным финансовым вопросам.

Позитивным фактором для евро является более чем двукратное увеличение за период с 1999 по 2011 г. объема чистых активов, принадлежащих нерезидентам. Особенно быстро они росли в 2002–2006 гг., когда чистый приток капиталов в зону евро рос быстрее, чем в США. В этом частично отражаются изменения обменного курса евро по отношению к доллару в 2002–2006 гг., а также повышение конкурентоспособности зоны евро в области привлечения инвестиций.

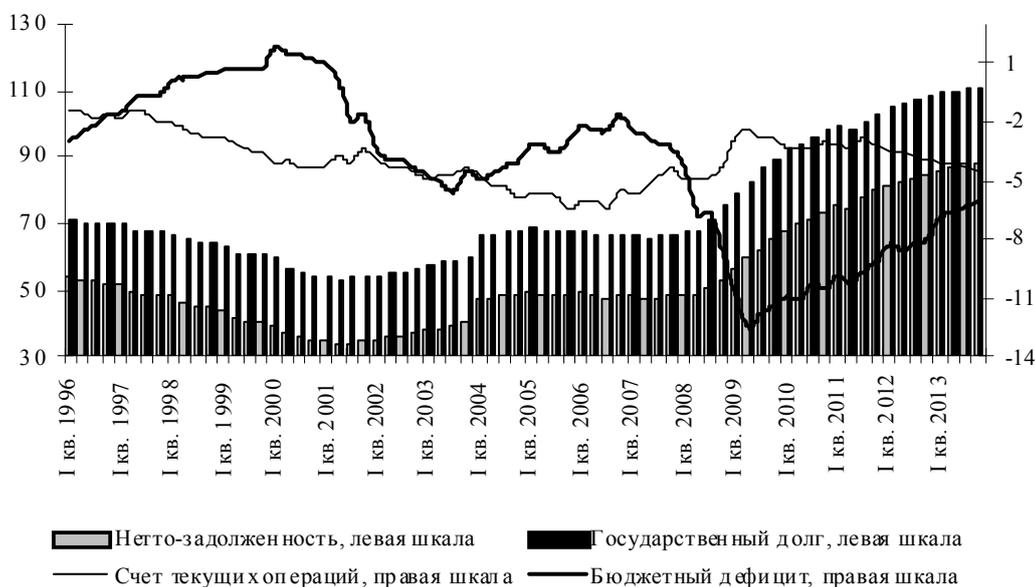
На будущей роли евро как международной валюты могут сказаться еще два фактора. Во-первых, то, насколько сильной и быстрой будет корректировка глобальных дисбалансов и в первую очередь между глобальными сбережениями, инвестициями и потреблением. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов США могут вызвать резкое падение доллара и привести к резкому расширению использования евро в качестве международной валюты. В то же время более плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное и сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

По данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США: 43,4% на конец III кв. 2012 г., а инвесторы из европейских стран занимают второе место (30,5%). На долю стран – экспортеров нефти приходится менее 5%. В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53% на 2011 г.), вслед за ними идут инвесторы из стран Западного полушария (26%) и Азии (18%). Таким образом, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет играть определяющую роль в сохранении высокого спроса на долларовые активы, который зеркально отражает силу

экономики США, глубину и ликвидность американского рынка капитала и разницу в процентных ставках в США и зоне евро. Готовность государственных и частных инвесторов Европы и Азии продолжать держать долларовые активы в случае существенного повышения обменного курса доллара будет иметь важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и международной роли евро.

Рисунок 9

Государственный долг, нетто-задолженность, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 1996–2013 гг. (% к ВВП)



Примечание: 2013 г. – прогноз

Источник: данные ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>)

Вторым фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако вряд ли расширение международного использования их валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост их экономики. Поскольку страны Азии владеют существенной долей мировых офици-

альных резервов, их реакция на возможное дальнейшее понижение курса доллара будет иметь большое значение.¹

Возможное усиление международной роли евро

Будучи созданным для удовлетворения потребностей населения стран ЕС, евро очень быстро приобрел значительный вес в системе международных расчетов. Домашние хозяйства, компании и правительства стран вне зоны евро стали использовать евро для осуществления ежедневных экономических и финансовых операций. Они могут в евро держать свои наличные, открывать банковские счета, получать кредиты и займы, эмитировать различные финансовые инструменты, выписывать счета и вести международные расчеты. Более того, органы власти третьих стран могут выбрать евро в качестве основы для своего валютного режима или хранить в евро часть своих валютных резервов. Евросистема, включающая ЕЦБ и центральные банки стран зоны евро, занимает нейтральную позицию в отношении международной роли евро, т.е. не продвигает единую валюту на международную арену и не считает это продвижение своей целью. Использование евро за пределами зоны евро является результатом экономического и финансового развития. В условиях глобализации, когда финансовые системы глубоко интегрированы, органы власти имеют весьма ограниченное влияние на интернационализацию валюты.

В то же время политика монетарных властей, направленная на обеспечение стабильности цен (что является главной целью деятельности ЕЦБ), косвенно способствует продвижению евро на рынки третьих стран и на международную арену. К тому же нейтралитет монетарных органов в отношении международной роли евро не означает отсутствия интереса к этому вопросу со стороны ЕЦБ и Евросистемы. ЕЦБ проводит мониторинг и анализирует международную роль евро и начиная с 2001 г. публикует ежегодные доклады об изменении роли евро в международных масштабах. Такой интерес объясняется, во-первых, тем, что использование единой валюты вне зоны евро может оказывать влияние на механизм передачи решений в области денежно-кредитной политики и на содержание информации (показателей), связанной с этой политикой. Во-вторых, повышение международной роли евро может способствовать усилению ме-

¹ Kalirajan K., Singh K. A Comparative Analysis of China's and India's Recent Performances // Asian economic papers. – 2008. – Vol. 7, № 1. – P. 1–28. – Mode of access: <http://www.mitpressjournals.org/toc/asep/7/1>; Gros D. China and India: Implications for the EU economy // CEPS Working Document N 280. – 2008, Jan. – 12 p. – Mode of access: <http://www.ciaonet.org/wps/ceps10606/ceps10606.pdf>.

ханизмов передачи в зону евро международных финансовых шоков и валютных кризисов. Следя за изменением международной роли евро, ЕЦБ предоставляет специалистам по международным валютным проблемам и широкой публике уникальные данные по этому вопросу.

Изучение международной роли евро позволяет сделать три промежуточных вывода:

- в последние годы роль евро на международных рынках существенно возросла, особенно велика эта роль на некоторых сегментах рынка;
- повышение международной роли евро связано с поведением экономических субъектов зоны евро;
- международная роль евро особенно велика в географически близких с зоной евро странах.

С момента своего возникновения в 1999 г. евро сразу стал «международной» валютой, поскольку заменил национальные валюты 11 стран – членов зоны евро. Заменяя, например, немецкую марку или французский франк, евро немедленно стал использоваться как резервная валюта в центральных банках или как валюта, к которой привязывались курсы некоторых национальных валют. Но сегодня международная роль евро значительно сильнее. Доля евро в мировых валютных резервах гораздо больше, чем сумма долей валют, которые он заменил (например, доля немецкой марки в мировых валютных резервах составляла на конец 1998 г. 18%). По данным МВФ, доля евро в мировых валютных резервах колеблется вокруг 25%.

Таблица 6

**Валютное распределение оборота на валютном рынке в 1998–2010 гг.,
(в % к итогу)¹**

	1998	2001	2004	2007	2010
Доллар США	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9
Евро	...	37,9	37,4	37,0	39,1
Немецкая марка	30,5	...	...	...	...
Французский франк	5,0	...	...	...	...
ЭКЮ	16,8	...	...	...	...
Японская иена	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0
Фунт стерлингов	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9
Швейцарский франк	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4
Гонконгский доллар	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4
Прочие валюты	20,1	27,5	29,5	35,8	35,3
Всего	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0

Источник: BIS (<http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.htm>)

¹ Поскольку в любой сделке на валютном рынке участвует пара валют, суммарная доля всех валют составляет 200%.

Повышение международной роли евро проявляется также в том, что все большее число эмитентов за пределами зоны евро выпускают облигации, номинированные в евро. Доля выпущенных в евро международных долговых обязательств в общем объеме таких обязательств на июнь 2012 г. составила 31%. Евро играет ведущую роль как валюта финансирования в соседних с зоной евро странах. Эмитенты из Дании, Великобритании и Швеции (стран ЕС, не входящих в зону евро) занимают наибольший удельный вес в эмиссии международных облигаций, номинированных в евро, осуществляемой нерезидентами. В ведущем мировом финансовом центре – Лондоне финансовые операции ведутся одновременно в евро и долларах США. Евро широко используются в странах ЕС, не являющихся членами зоны евро, а также в странах – кандидатах на вступление в ЕС.

В этих условиях Евросистема заявила, что любое одностороннее введение евро (через так называемую «евроизацию» – по аналогии с «долларизацией») вне рамок Договора о Евросоюзе и без соблюдения Маастрихтских критериев конвергенции противоречит экономическим основам ЕС и может осуществляться только на многосторонней основе.

ЕЦБ внимательно изучает факторы увеличения займов в иностранной валюте, получаемых странами Центральной и Восточной Европы, и влияние этих займов на экономику и финансовую стабильность этих стран. Региональный характер использования евро является результатом факторов исторического, институционального и экономического характера. Так, в экономическом плане зона евро является ведущим торговым и финансовым партнером для многих европейских стран, не являющихся членами ЕС, что заставляет монетарные органы этих стран ориентироваться на евро и устанавливать с ним стабильные отношения.

Международное сотрудничество ЕЦБ

ЕЦБ поддерживает тесные двусторонние и многосторонние связи с другими ЦБ и международными финансовыми организациями. Такое сотрудничество помогает европейскому монетарному регулятору следить за развитием экономики и финансов вне зоны евро, облегчает обмен информацией о происходящих событиях и перспективах развития. ЕЦБ организует различные международные встречи и конференции с участием представителей ведущих ЦБ мира, в том числе Банка Японии и Федеральной резервной системы США. ЕЦБ оказывает техническую, экспертную и консультативную помощь по различным аспектам проведения денежно-кредитной политики, осуществления банковского контроля и функционирования платежно-расчетных систем. Банк играет ключевую роль в деятельности ведущих международных организаций, таких как МВФ, Форум

финансовой стабильности (FSF) и Банк международных расчетов (БМР). ЕЦБ участвует в собраниях Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) как один из членов делегации ЕС. Руководство Банка являются членами некоторых постоянных комитетов БМР, который выступает как «банк центральных банков».

Эволюция мировой валютной системы как объективный фактор расширения сферы использования евро в России

Тенденции формирования биполярной мировой валютной системы на основе доллара США и евро и набирающая силу интернационализация единой европейской валюты создают объективную основу для расширения сферы использования евро в России на официальном уровне и в частном обороте. Как считает О. Буторина, главный стратегический выигрыш, который может получить Россия благодаря появлению евро, состоит в возможности «снизить ее зависимость от доллара и, следовательно, от экономической политики США»¹. Сложившиеся на нынешнем этапе базисные условия внешнеэкономической деятельности России, в значительной степени ориентированной на Евросоюз, все больше входят в противоречие с укоренившейся за последние 10-15 лет ее долларизацией. Изначально вовлечение российской экономики в процессы глобализации опиралось на доминирующую роль доллара США в опосредовании торгово-экономических и финансовых взаимосвязей России с внешним миром. Значительные масштабы долларизации связаны, в частности, с особенностями структуры внешней торговли России с зоной евро и обусловлены тем обстоятельством, что на страны ЕС приходится 50% всего объема российского экспорта энергоносителей. Как известно, валютой цены и платежа по стандартизированным контрактам на мировом энергетическом рынке традиционно выступает доллар США, что и предопределяет подавляющую долю американской валюты в расчетах по экспорту России в страны Евросоюза.

Политика официальных властей Евросоюза, опираясь на объективную тенденцию к формированию биполярной мировой валютной системы, направлена на оказание активного содействия продвижению евро на международные рынки капиталов и в сферу межгосударственных отношений. Руководство ЕС, учитывая масштабную роль российского рынка и ключевую роль России в СНГ как перспективной зоны обращения евро, стремится убедить Россию в преимуществах увеличения масштабов использования единой европейской валюты. В аналитических докладах ЕЦБ

¹ Буторина О. Международные валюты: интеграция и конкуренция. М.: Издательский дом «Деловая литература», 2003. С. 269.

постоянно акцентируется внимание на необходимости более полного учета фактора евро в валютной политике России.

Таблица 7

**Экспорт/импорт Российской Федерации в страны ЕС, АТЭС и СНГ
в 2003–2012 гг.**

Страны	Страновая структура, %							Темпы роста, % к предыдущему году						
	2003	2004	2007	2009	2010	2011	2012*	2003	2004	2007	2009	2010	2011	2012*
Евросоюз														
Экс-порт	35,3	46,0	55,7	53,3	53,2	51,6	54,0	126	176	115	61	131	126	122
Им-порт	38,7	37,6	43,7	45,1	41,7	41,7	40,5	121	146	144	65	127	134	114
АТЭС														
Экс-порт	14,4	14,8	12,2	15,1	17,0	18,0	17,3	119	139	121	75	149	138	116
Им-порт	21,5	25,6	31,9	30,9	34,1	33,9	35,4	129	144	162	58	151	133	119
США														
Экс-порт	3,1	3,6	2,4	3,0	3,1	3,2	3,0	106	157	96	68	136	135	148
Им-порт	5,2	4,2	4,7	5,5	4,9	4,8	5,1	99	108	148	66	121	132	149
СНГ														
Экс-порт	15,3	16,2	15,0	15,5	15,0	15,2	14,4	131	143	124	67	128	132	102
Им-порт	22,9	23,5	15,0	13,0	13,8	14,6	14,6	129	135	134	60	145	141	105

* – данные за I квартал 2012 г.

Источник: Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации за соответствующие годы // Банк России. 2002–2012.

По мнению официальных представителей Банка, важной предпосылкой для расширения сотрудничества между Россией и Евросоюзом в валютной сфере является значительный прогресс, достигнутый в последние годы в деятельности российского правительства и Банка России по оздоровлению государственных финансов, повышению устойчивости финансово-банковского сектора, снижению темпов инфляции и обеспечению стабильности валютного курса рубля. В свою очередь, зона евро, во многом благодаря политике независимого ЕЦБ стала зоной стабильности с низкими темпами инфляции и невысоким уровнем долгосрочных процентных ставок. В отличие от ЕЦБ, практикующего плавающий валютный курс, Банк России регулярно проводит валютные интервенции с це-

лью регулирования обменного курса рубля, который ориентирован главным образом на доллар США. Однако, учитывая преимущественно европейскую ориентацию российских торговых и финансовых потоков, сохраняющаяся значительная диспропорция в их обслуживании в пользу доллара в определенной мере ослабляет конкурентоспособность российской экономики, объективно зависимой от динамики курса евро к американской валюте. Чем активнее развиваются торгово-экономические и финансовые связи между Россией и Евросоюзом, тем больше нарастает валютная диспропорция в пользу доминирующей роли доллара США в их обслуживании и соответственно усиливаются валютные риски, связанные с высокой волатильностью курса евро к российскому рублю.

Из представленной в таблице 7 сравнительной характеристики динамики внешней торговли России со странами ЕС, АТЭС и СНГ за 2002–2012 гг. видно, что во внешней торговле Российской Федерации доля стран Европейского союза, особенно после состоявшегося в 2004 г. и 2007 г. расширения, является преобладающей, приближаясь к 50%. Данные таблицы свидетельствуют о том, что в отношениях между Россией и странами ЕС в 2004 г. наблюдались наиболее быстрые темпы прироста экспорта (176%) и импорта (146%) даже по сравнению с ростом внешней торговли России со странами СНГ. Напротив, доли США в общем объеме российского экспорта (3,0%) и импорта (5,1%) имеют общую тенденцию к снижению. Это обуславливает объективную потребность устранения традиционно сложившейся разительной диспропорции в структуре валют, обслуживающих внешнеторговые потоки России, особенно принимая во внимание то, что доля стран Евросоюза в общем объеме внешней торговли России в 10 раз превышает удельный вес США.

Однако необходимо отметить, что эта доля в последние годы стабилизировалась и даже показала небольшое снижение – за 2011 год доля 27 стран ЕС во внешнеторговом обороте России снизилась почти на 3% – с 54,3 до 51,4%.

Наблюдалось снижение удельного веса стран ЕС в российском экспорте (с 53,2 до 51,6%, в том числе за счет сокращения поставок российского газа из-за теплой зимы в Европе) при увеличении доли стран-членов АТЭС, ЕврАзЭС и ряда других стран.

Существенно сократилась доля стран ЕС в импорте России (до 41,7%, т.е. более чем 3% по сравнению с 2009 г.) при резком увеличении доли стран АТЭС (на 3% – до 32%), главным образом за счет возросшего почти в два раза импорта из Китая. Несмотря на низкую долю США в российском внешнеторговом обороте (не более 3-4%), в связи с сырьевой направленностью экспорта Россия остается в группе доллароориентированных стран, поскольку цены на большинство сырьевых товаров но-

минированы в долларах. С повышением нефтяных цен во втором полугодии 2012 года доля топлива в экспорте увеличилась до 72,7% (с 65,2% в последнем квартале 2011 года). Доллар остается основной валютой экспортных контрактов. А при условии, что в импорте растет доля стран АТЭС, также большей частью ориентированных на доллар, увеличение роли европейской валюты во внешнеторговых операциях наталкивается на существенные ограничения.

Рисунок 10

Динамика индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, 2005–2012 гг. (в % прироста к предыдущему месяцу)



* Знак "+" означает укрепление российского рубля к иностранным валютам; знак "-" — обесценение российского рубля к иностранным валютам.

Источник: Банк России

(http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_12.htm&pid=svs&sid=analit)

В перспективе строительство нефтепроводов на восток и реализация проекта «Сахалин-2» могут устранить дисбаланс во внешней торговле с дальневосточными регионами. Получаемая по новым проектам долларовая выручка сможет обеспечивать расчеты в Азии, в то время как внешнеторговые операции с ЕС будут преимущественно осуществляться в евро, что создаст благоприятные условия для развития этого рынка в России.

Таким образом, и Евросоюз и Россия, чей основной финансово-экономический потенциал расположен в европейской части страны, объ-

активно заинтересованы в расширении сферы использования евро в обслуживании взаимного торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества и должны соответственно учитывать в стратегии и реализации политики валютного курса рубля динамику обменного курса единой европейской валюты.

Тенденции в структуре внешней торговли России учитываются в методологии расчета индекса реального эффективного курса к иностранным валютам. В 2012 г. доля США в общем внешнеторговом обороте России с 38 основными торговыми партнерами, используемая для расчета этого индекса, была снижена до 4,2% по сравнению с 5,63% в 2004 г. В то же время удельный вес 17 стран-членов зоны евро был определен в 40,0%, а доля 27 государства-членов Евросоюза, входящих в состав 38 основных торговых партнеров России, – на уровне 54,54%. Однако по-прежнему большая часть внешнеторговых контрактов в России заключается в долларах США.

Рисунок 11

Экспортные и импортные цены и гармонизированный индекс потребительских цен в зоне евро, 2001–2012 гг. (% к предыдущему году)



Источник: International Financial Statistics, 2013 и German Federal Statistical Office (https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/Indicators/ShortTermIndicators/Prices/pre110.html?cms_gtp=148106_list%253D2&https=1)

Анализ динамики внешней стоимости рубля за период 2010–2012 гг. по отношению к основным мировым валютам показывает, что валютные курсы доллара США и евро по отношению к российскому рублю имеют разнонаправленную динамику. Так, например, в I полугодии 2012 г. сни-

жение курса рубля к американской валюте составило 5,1%, тогда как против евро курс рубля имел повышательный тренд (рис. 10).

По мнению российских экспертов, реализация потенциальных возможностей евро потеснить доллар в обслуживании внешней торговли России в функциях валюты цены и платежа во многом будет зависеть от повышения ликвидности евро на международном рынке, включая его российский сегмент.

* * *

Начиная с 1999 г. евро играет позитивную роль в развитии внешнеэкономических отношений как в рамках зоны евро, так и за ее пределами. Эти результаты совпали с процессом конвергенции цен в странах зоны евро, что приводит к снижению общего уровня цен, в том числе импортных (рис. 12). Введение евро стимулировало внутреннюю конкуренцию в зоне евро, способствующую повышению восстановительного экономического роста ЕС. Введение евро привело к интенсификации потоков капитала в рамках зоны евро, что ускорило процессы финансовой интеграции, а также слияний и поглощений промышленных компаний и банков. В будущем эти процессы сохранятся, распространяясь за пределы зоны евро.

Создание ЭВС является динамичным процессом: в его состав могут войти новые страны ЕС, соответствующие маастрихтским критериям. Опыт валютной интеграции в ЕС вызывает значительный интерес во всем мире, особенно у стран СНГ.¹ Однако ответить на вопрос о возможности его использования в других регионах мира трудно. Как считает К. Нуайе, управляющий Банка Франции, идти в направлении валютной интеграции следует осторожно, учитывая уровень экономической взаимозависимости соответствующих стран, а также наличие политической воли у их руководства.²

Проведенный анализ также позволяет сделать некоторые выводы и оценить перспективы развития рынка евро в России. В настоящее время евро является второй по значению иностранной валютой в России, в то же время по многим макроэкономическим показателям он значительно уступает доллару. Несмотря на поступательный рост оборотов с единой валютой, его доля на наличном и безналичном рынках не превышает 20%.

Главными препятствиями для дальнейшего расширения торговли евро в России являются: небольшой спрос на евро со стороны российских операторов и недостаточная ликвидность рынка евро/рубли. Решение

¹ Кондратов Д. Финансовая интеграция: мировая практика и перспективы развития СНГ // Экономический журнал ВШЭ. 2012. Т. 16. № 1; Кондратов Д. Проблемы создания оптимальной валютной зоны в СНГ // Проблемы прогнозирования. 2011. № 4.

² Noyer Chr. Mettre à profit les réalisations de la zone euro pour préparer son élargissement. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/teleyar/discours20071010.pdf>.

обеих этих проблем займет по меньшей мере пять-десять лет. Рост спроса на евро со стороны банков и предприятий Российской Федерации возможен только по мере увеличения объемов отечественного импорта, номинированного в этой валюте. Данный процесс постепенно набирает силу, так как поставщики из стран зоны евро все больше настаивают на заключении контрактов в евро. Российский экспорт переходит на евро гораздо медленнее, потому что основу его составляют нефть и другие биржевые товары, которые традиционно продаются за доллары. Если Россия начнет использовать евро в качестве валюты платежа в нефтяных контрактах (а доллар останется в них валютой цены), то это создаст необходимость конвертировать полученные евро в рубли и, следовательно, заметно оживит торговлю в паре рубль/евро.

Вместе с тем более широкое внедрение евро во внешнеторговую практику российских предприятий не обязательно приведет к существенному изменению структуры рынка евро в России. Подавляющая его часть приходится на пару евро/доллар. И это неслучайно: данные валюты являются самыми торгуемыми в мире, в результате чего ликвидность рассматриваемого сегмента мирового валютного рынка – наивысшая, а существующие там издержки (спред) – минимальные. В этом смысле привлекательность сделок евро/рубль для российских операторов едва ли в ближайшие годы сравняется с привлекательностью сделок евро/доллар. Хотя и здесь возможны положительные сдвиги. На примере наличного рынка видно, что спреды по евро постепенно сокращаются.

Введение Банком России бивалютной корзины, по отношению к которой определяется курс российского рубля, и рост в этой корзине доли евро будет способствовать уменьшению волатильности в паре рубль/евро. А это, в свою очередь, позволит снизить риски (и расходы) операторов при конвертировании евро в рубли и обратно. В целом же объем торговли в паре рубль/евро будет зависеть от того, будет ли спред рубль/евро больше или меньше суммы спредов рубль/доллар и доллар/евро.

Опыт и макроэкономические результаты в зоне евро позволяют сделать важные выводы и для курсовой политики России. Чтобы рубль оставался ее национальной валютой, государству необходимо целенаправленно повышать его ликвидность. Рубль должен полноценно выполнять функции денег на внутреннем рынке, а в перспективе – на внешнем. Для этого требуется обеспечить максимально широкую сферу обращения рубля и добиться долгосрочной стабилизации его валютного курса. По своей ликвидности рубль еще долгое время будет уступать доллару США и другим иностранным валютам, что на фоне его низкой интернационализации создает объективные предпосылки для колебаний реального эффективного валютного курса. В сложившейся ситуации предметом особой заботы денежных властей должно быть поддержание равновесия между спросом и предложением на внутреннем валютном рынке, в том числе при помощи валютных ограничений.