

Международный рынок евро: проблемы и перспективы развития¹

Кондратов Д.И.

Европу создаст валюта.

Ж. Рюефф

В статье исследуются перспективы единой европейской валюты в мире и выработывается стратегическая составляющая оживления европейской экономики, связанная 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 Европейский союз (ЕС) как «экстраординарное предприятие», за 50 лет осуществления которого были достигнуты беспрецедентные уровень взаимодействия и взаимозависимость стран-участниц [19; 20]. Хотя в процессе европейской интеграции не удалось избежать трудностей, впервые за тысячелетие Европа добилась мира и процветания. Отправной точкой стало подписание в 1957 г. Римского договора о создании Общего рынка, который представлял собой простой таможенный союз шести стран. Впоследствии этот союз развивался, и новый этап 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), призванного обеспечить свободное передвижение товаров, услуг, капиталов и рабочей силы на территории подписавших его стран. Были также приняты так на-

¹ Статья выполнена при финансовой поддержке РГНФ (проект № 13-03-00092 «Большая Европа: идеи, реальность, перспективы»).

Автор статьи выражает признательность всем тем, кто помог в подготовке настоящей статьи к печати, и в первую очередь заведующему кафедрой прикладной макроэкономики, главному экономисту «Тройки-Диалог» Гавриленкову Е.Е., а также анонимному рецензенту «Экономического журнала ВШЭ». Без их активной и творческой помощи эта статья не скоро увидела бы свет.

Кондратов Дмитрий Игоревич – к.э.н., ведущий научный сотрудник Института Европы РАН.
E-mail: dmikondratov@yandex.ru, kondratov@ieras.ru

Статья поступила в Редакцию в январе 2013 г.

зываемые «маастрихтские критерии», или критерии конвергенции, участия стран ЕС в ЭВС, предполагавшие введение единой валюты – евро [17].

Развитие зоны евро

В 1999 г. единая европейская валюта была введена для безналичных расчетов, а с 2002 г. – в наличный оборот более десятка стран. Она стала эквивалентной (1:1) заменой ЭКЮ (*European Currency Unit*) – европейской валютной единицы, которая использовалась в валютной системе объединенной Европы с 1979 по 1998 г., но являлась именно валютной единицей, т.е. использовалась только в безналичных платежах и не устраняла национальные деньги. Для управления и администрирования новой валюты был создан по образцу Бундесбанка Европейский центральный банк (ЕЦБ). Так стала формироваться зона евро, которую первоначально составляли 11 из 15 стран – участниц ЕС. Великобритания, Дания и Швеция воспользовались своим правом не участвовать в ЭВС с 1999 г., образовав группу членов ЭВС так называемой «второй волны». В дальнейшем население этих стран высказалось за сохранение национальной валюты. Греция не попала в начальный список из-за несоблюдения критериев конвергенции и вошла в зону евро 1 января 2001 г. С 2007 г. к зоне евро присоединилась Словения – первая из 10 стран, ставших членами ЕС в 2004 г. Позднее в зону евро вошли Кипр и Мальта – с 1 января 2008 г., а затем Словакия и Эстония – с 1 января 2009 и 2011 гг. соответственно. Таким образом, членами ЭВС являются сегодня 17 из 27 стран Евросоюза [21]. В 2015 г. это число может увеличиться до 19 за счет включения в состав зоны евро Чехии и Польши.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества [15]:

- евро привел к устранению валютного риска, связанного с обменными операциями и снижению транзакционных издержек, обусловленных внутрizonальной торговлей;
- евро способствовал ценовой стабильности: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро не превышал 2–4% в год, что является главной целью 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 на уровне процентных ставок; в результате плодами стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домохозяйства: низкие значения долгосрочных процентных ставок создают весьма благоприятные условия для инвестиций и экономического роста в целом [7; 12; 25];
- евро способствует ускорению финансовой интеграции Евросоюза: сегодня многие сегменты финансового рынка характеризуются достаточной глубиной и ликвидностью, что гарантирует лучшее распределение ресурсов и рисков [29];
- евро играет роль второй в мире (после доллара США) валюты, обслуживающей международный торговый и финансовый оборот.

Прямое воздействие евро на рынок капиталов проявилось в снижении валютных рисков и устранении организационно-технических, правовых и регулирующих препятствий на территории зоны евро, которые в прошлом приводили к сегментации и разобщенности национальных рынков. Европейский финансовый рынок стал более крупным и однородным.

Совпав по времени с ускорением процесса финансовых инноваций, введение евро расширило возможности банковского кредитования, а также способствовало тому, что банки стали брать на себя более высокие риски. Однако усиление финансовой нестабильности показало, что ситуация может радикально измениться, когда возможности рыночного финансирования сужаются (а иногда и вовсе исчезают) и накопленные в предшествующий период риски материализуются.

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? Главенствующую роль в решении этих вопросов играют особенности монетарной политики ЕЦБ и деятельности евросистемы, объединяющей ЕЦБ и центральные банки (ЦБ) стран-участниц.

Сегодня зона евро сталкивается главным образом с двумя вызовами: ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными прежде всего со старением населения Европы [26]. В этих условиях основная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости европейской экономики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы, направленные в первую очередь на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. Одним из факторов успешности реформ является эффективное государственное финансирование. В этих условиях монетарная политика может создать благоприятную основу для проведения реформ, гарантируя стабильность цен и тем самым уменьшая неопределенность [6].

Международный статус евро

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри, так и за пределами страны эмиссии (или группы стран, как в случае с евро). Эмитирующая международную валюту страна или группа стран получает определенные политические 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, а также в расширении возможностей финансирования дефицита платежного баланса по текущим операциям посредством собственной валюты, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте. В то же время страна-эмитент становится более уязвимой перед лицом колебаний обменных курсов, подрывающих финансовую и макроэкономическую стабильность и ограничивающих выбор возможных мер монетарной политики.

Единая европейская валюта быстро и прочно утвердилась как вторая по значению в мире международная валюта, превзойдя не только те европейские денежные единицы, которые она заменила, но также фунт стерлингов и японскую иену. Произошло это несмотря на то, что ЕЦБ не пытался стимулировать применение евро за границей. Усиление роли евро в качестве мировой валюты можно рассматривать как одно из свидетельств его надежности.

В июле 2012 г. ЕЦБ опубликовал очередной доклад о международной роли европейской валюты, в котором представлены данные за период с середины 2010 г. до конца 2011 г. (табл. 1). Показательны результаты специального исследования Банка междуна-

родных расчетов (БМР), проведенного в декабре 2010 г.: 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 и британскому фунту возрос на 20,6 и 32,7% соответственно. Приведенные данные хорошо отражают постепенный рост значения единой европейской валюты на международной арене.

Внешняя торговля товарами и услугами стран зоны евро. Экономика зоны евро более открыта, чем экономика США или Японии: в 2012 г. внешнеторговый оборот (экспорт и импорт товаров и услуг) составил 42% ВВП, тогда как в Японии – 32%, 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., предшествовавшего введению евро, показатель открытия экономики зоны евро возрос на 11 процентных пунктов за счет быстрого расширения торговли со странами, ставшими новыми членами ЕС, и Китаем. Стоимость внутреннего товарооборота зоны евро по отношению к ВВП возросла с 26% в 1998 г. до 33% в 2012 г.; для торговли услугами соответствующий показатель увеличился с 5 до 7% [8]. В 2012 г. торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины ее внешнеторгового оборота, что свидетельствует об усилении экономической интеграции в рамках ЕС.

В последние годы появились многочисленные эмпирические исследования, благодаря которым установлено, что введение евро, вызвав уменьшение волатильности обменных курсов валют и связанной с этим неопределенности, ускорило рост взаимного обмена между членами ЭВС в среднем на 2–3 процентных пункта. Наиболее сильно этот эффект сказался на обмене промышленным оборудованием и предметами потребления, а наименее – на обмене продовольствием.

Таблица 1.

**Значения основных показателей, характеризующих роль евро
как мировой валюты, на конец 2011 г.**

Основные показатели	В процентах
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

Окончание табл. 1.

Основные показатели	В процентах
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

Примечание: CLS (Continuous Linked Settlement) – система непрерывных взаиморасчетов, действующая в рамках СВИФТ – межбанковской электронной системы передачи информации и осуществления взаимных платежей.

Источник: European Central Bank. International Role of the Euro – 2011. ECB, Frankfurt-am-Main, 2012. P. 10. (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>)

Исследования также показывают, что введение евро способствовало повышению конкурентоспособности европейских компаний на новых рынках [28]. Сегодня страны зоны евро рассматриваются как наилучшая экспортная база. Большая степень интегрированности зоны евро не только позволяет компаниям извлекать выгоды от экономии на масштабе, но и способствует усилению конкуренции, что приводит к увеличению объема производства при более низких ценах. Однако это позитивное влияние единой валюты по-разному проявляется в разных странах зоны, в зависимости от качества их институтов, доступа к новым технологиям и развития НИОКР.

Евро и международные потоки капиталов. Зона евро является открытой и в финансовом отношении: ее международные авуары и обязательства за период с 1999 по 2012 гг. возросли в целом на 60%, составив в 2012 г. 150% ВВП против 115% у США и 90% у Японии, хотя распределение этого показателя по странам-участницам было неравномерным. В 2000–2012 гг. доля стран зоны евро, рассматриваемых в качестве экспортеров и импортеров прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в мировом потоке ПИИ составляла 57%. В 2001–2012 гг. в руках резидентов стран зоны было сосредоточено 34% мирового портфеля акций и 44% мирового портфеля облигаций. Принимая во внимание, что доля зоны евро в мировом ВВП не превышает 25%, можно сделать вывод: евро играет важную роль в международном движении капиталов.

В последние годы деятельность, связанная с ПИИ, принимает форму трансграничных слияний и поглощений, львиная доля которых приходится на компании ЕС и США.

В пределах зоны евро доля слияний и поглощений промышленных компаний возросла с 20% в 1993–1998 гг. до 35% в 1999–2012 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.

На перемещение капиталов между странами зоны евро повлияли факторы, связанные с введением единой валюты: снижение транзакционных и постоянных издержек, а также операционных издержек, связанных с финансированием за счет банковских кредитов и эмиссии облигаций. 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 инвестируются 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 (которые и считаются трансграничными) подвергаются валютному риску. Введение евро устранило валютный риск для трансграничных вложений в рамках зоны евро и способствовало созданию общих торговых платформ (таких, например, как биржа «Ойронекст», возникшая от слияния фондовых бирж Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона) и интеграции финансовой 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, интенсивность двусторонних торговых связей, культурные связи и т.д.

В 1997–2012 гг. доля трансграничных авуаров в рамках зоны евро, которыми владеют ее резиденты, возросла на 16 процентных пунктов для акций и на 46 – для облигаций. Как показывают эмпирические исследования, введение евро стимулировало перемещение портфельных инвестиций как резидентов, так и нерезидентов зоны евро в активы, номинированные в единой европейской валюте. Этот факт можно рассматривать как доказательство усиления международной роли евро. Важно иметь в виду, что зона евро сравнима по потенциалу с США и превосходит их по численности населения.

Стабильность цен и обменного курса. Общеизвестно: чем стабильнее цены и обменный курс 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 [9]. Инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, изменчивость номинального и реального курса евро невысока (рис. 1).

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику ЕЦБ, в 2012 г. в валютном объединении наблюдались 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 со-

бой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям.



Рис. 1. Номинальный и реальный эффективный валютный курс евро (I кв. 1999 г. = 100), гармонизированный индекс потребительских цен² и базовая инфляция в зоне евро, 1996–2012 гг., в % к предыдущему году

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

В последнее время руководство ЕЦБ связывает усиление инфляционного давления с действием ряда факторов, среди которых рост мировых цен на нефть и повышение налогов на добавленную стоимость (НДС) в Германии (с 1 января 2012 г.). К этому следует добавить требования наемных работников о повышении заработной платы, побудившие М. Драги, управляющего ЕЦБ, призвать социальных партнеров умерить свои запросы. Еще одним фактором специалисты называют увеличение денежной массы 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, предоставляемых предприятиям. Темпы роста в 2011 и 2012 гг. составили 4,4 и 3,1% соответственно, а в начале 2013 г. – 3,2%. По мнению М. Драги, увеличение денежной массы и объема кредитов обусловило «обилие ликвидности» в зоне евро, хотя количественно определить «излишек» очень трудно.

² HICP (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.

Следует подчеркнуть: 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). Следовательно, необходимы механизмы, во-первых, включающие такие евро в обеспечение функционирования экономики и, во-вторых, позволяющие при необходимости убрать излишнюю ликвидность с рынка, не создавая паники и не допуская обвального падения валютного курса и котировок бумаг [7].

Одним из показателей, с помощью которого можно судить о высокой ликвидности, является сравнение темпов роста денежной массы, с одной стороны, и номинального ВВП – с другой. В идеале они должны совпадать (рис. 2). Между тем в зоне евро начиная с 2002 г. разрыв между ними составляет около 4 процентных пунктов (в пользу денежной массы). Тем не менее предполагается, что в 2013–2014 гг. уровень инфляции в зоне евро составит не более 2%, а возможное превышение этого показателя будет краткосрочным.

Развитие и интеграция финансового рынка. Значение финансового рынка состоит в обеспечении достаточной ликвидности, уменьшении транзакционных издержек, снижении неопределенности, рисков и стоимости страхования валютных операций, что в совокупности приводит к понижению процентных ставок. Развитый финансовый рынок также способствует повышению производительности и темпов экономического роста и укреплению доверия к валюте. Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, их финансовые рынки были менее развитыми и интегрированными, чем в США. Однако в последние два десятилетия интеграция европейских финансовых систем ускорила, особенно с принятием в марте 2000 г. плана действий в области кредитных 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, возросшей интеграции фондовых рынков, уменьшении разрыва в уровне процентных ставок между странами-участницами, формировании общей инфраструктуры, расширении многообразия финансовых инструментов.

Однако европейские рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг по-прежнему отличаются малой концентрированностью, рынок коммерческих ценных бумаг не полностью развит, правила деятельности национальных фондовых бирж недостаточно гармонизированы. Правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизированы, что затрудняет обмен ценными бумагами разных стран. Системы взаимных зачетов и расчетов по ценным бумагам также различаются. В результате разнятся 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.

Одной из проблем, которую предполагается решить в ближайшие годы, является недостаточная интеграция инфраструктуры рынков, в частности систем платежей и расчетов. В этом направлении реализуются несколько инициатив. Так, в ноябре 2006 г. европейские ассоциации предпринимателей (работающих на рынках облигаций и акций) подписали предложенный Европейской комиссией Европейский кодекс поведения при

платежах и расчетах. Для развития панъевропейского рынка краткосрочных долговых ценных бумаг реализуется инициатива *Short-Term European Paper (STEP)*, которая базируется на ряде стандартов, зафиксированных в конвенции, принятой в июне 2006 г. К марту 2007 г. в рамках *STEP* были запущены 35 программ на общую сумму 201 млрд евро.

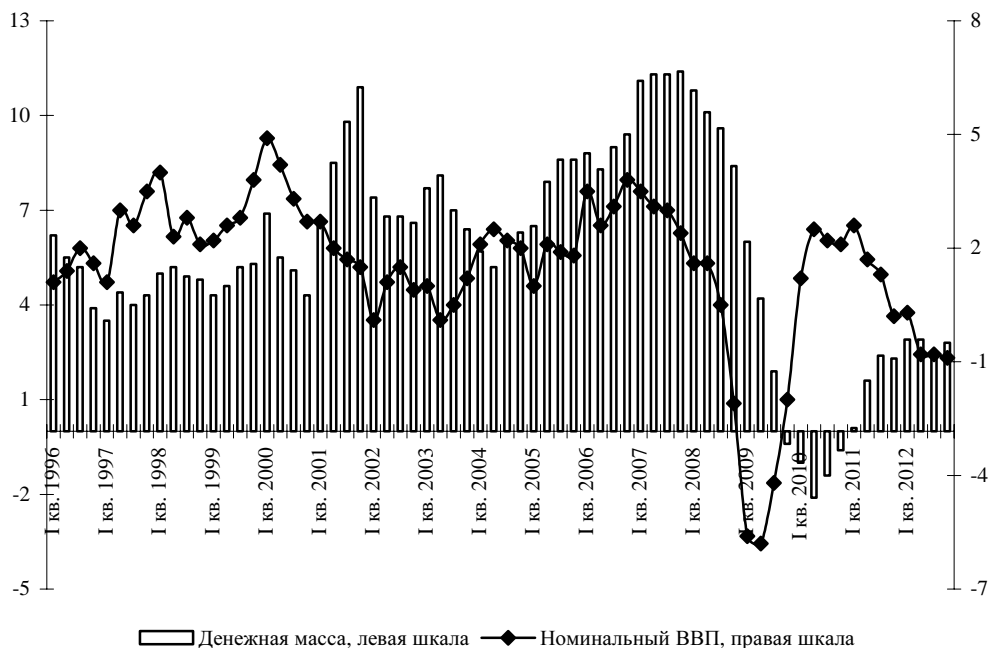


Рис. 2. Темпы роста денежной массы (МЗ) и номинального ВВП, 1996–2012 гг., в % к предыдущему году

Источник: электронная база данных Евростата. (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)

Медленнее всего процесс интеграции идет на европейском рынке розничных банковских услуг и продуктов, хотя и здесь наметился некоторый прогресс. Европейское банковское сообщество инициировало проект создания Единой европейской платежной зоны (SEPA). Кроме того, ряд показателей, в частности увеличение числа слияний и поглощений между банками разных стран и повышение доли активов других стран зоны евро в финансовых портфелях банков, свидетельствуют о росте трансграничной банковской деятельности.

Наибольшего прогресса евро добился в области международных финансов, а 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 новых членов ЕС и страны зоны франка. Они составляют около одной трети государств, которые привязывают курс своей национальной валюты к евро, остальные две трети привязывают курс собственной валюты к доллару.

Функции евро как международной валюты

Чтобы полнее охарактеризовать международное значение единой европейской валюты, необходимо рассмотреть ряд выполняемых ею на мировом валютном рынке денежных функций.

Евро и международные валютные резервы. Сразу после образования зоны евро и введения единой европейской валюты размер официальных резервов центральных банков ЭВС существенно сократился (рис. 3). Эта ситуация была вызвана объективными причинами.

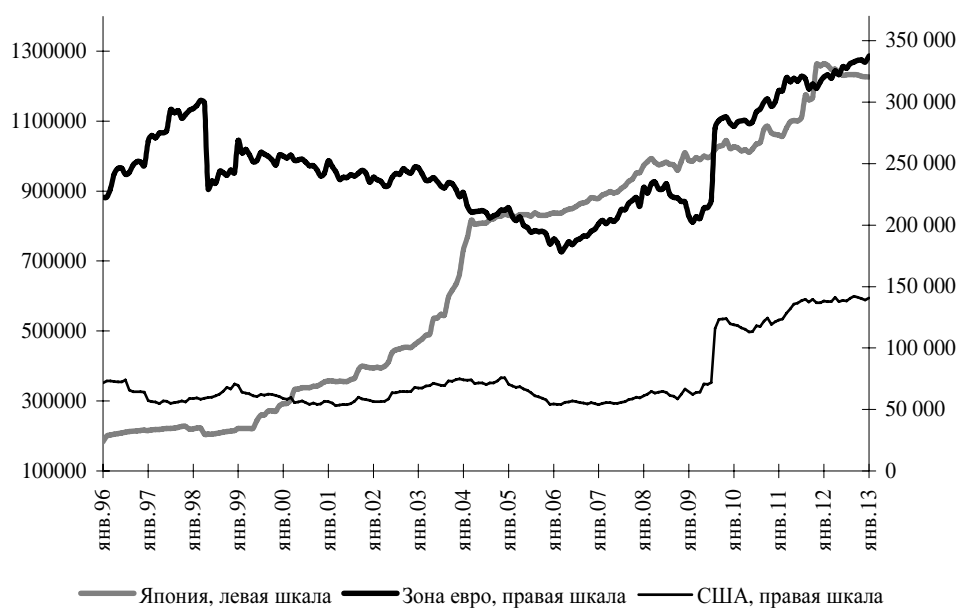


Рис. 3. Валютные резервы в зоне евро, США и Японии, 1996–2012 гг., млн долл. США

Источник: электронная база данных International Financial Statistics, 2013.

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 закономерно значительно уменьшился.

Во-вторых, 31 декабря 1998 г., в соответствии с договором о создании Европейского союза, центральные банки, входящие в Европейскую систему центральных банков, произвели конверсию находящихся на их счетах официальных экю в золото и иностранную валюту. Эти средства представляли собой соответствующие доли национальных банков в капитале ЕЦБ.

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, в относительных показателях наблюдалась тенденция к опережающему росту доли единой европейской валюты, что было обусловлено происходившим в этот период укреплением доверия к ней и повышением ее обменного курса по отношению к американской валюте (табл. 2).

Таблица 2.

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

	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
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	62,2
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	6,4	5,0	4,4	3,9	3,8	3,6	3,1	3,0	2,9	3,1	2,9	3,7	3,5
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	3,8
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	5,3

Источник: European Central Bank. International Role of the Euro – 2011. ECB, Frankfurt-am-Main, 2012. (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>) и IMF (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a1.pdf>)

Расширение сферы и масштабов применения денежной единицы в качестве резервного актива находится в тесной зависимости от выполнения валютой денежных функций в международном обороте. Как полагают профессор Калифорнийского университета Б. Айхенгрин и главный экономист Международного валютного фонда Д. Мэтисон, 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 потоков³ [11].

³ 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.

Действительно, в валютных резервах стран, географически прилегающих к Евросоюзу или тесно связанных с ним, в которых евро используется в качестве «якорной валюты», его доля выше, чем в валютных резервах промышленно развитых государств. Так, по данным БМР и ЕЦБ, доля евро в официальных резервах стран Центральной и Восточной Европы, Великобритании, Швейцарии, США, Канады и Норвегии в 2011 г. составила 60,9, 59,1, 57,0, 53,5, 37,0 и 36,1% соответственно. В отличие от евро доллар США, 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 доминирует в валютных резервах стран этих регионов, несмотря на то, что, по данным Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и Банка международных расчетов (БМР), 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 г. приходилось примерно 5% общего объема мировых валютных резервов, доля доллара составляет около 80%, евро и других европейских валют – 15%, японской иены – 5%.

В материалах ЕЦБ представлен подробный, основанный на данных макроэкономической статистики 98 центральных банков мира анализ масштабов использования в различных регионах доллара, евро и иены в качестве резервного актива. Он свидетельствует, что в 2010 г. рост резервов, номинированных в евро, сдерживался снижением курса европейской валюты по отношению к валютам стран, являющихся основными торговыми партнерами государств зоны евро. Как демонстрируют объемные показатели, доля евро в количественном приросте международных валютных резервов в 1999–2010 гг. колебалась в пределах 22–25%. В то же время происходило уменьшение доли доллара США, составившей в 2010 г. 61,5%, чему также во многом способствовала курсовая динамика⁴. В 2011 г. при изменении динамики курсов мировых валют абсолютный прирост резервов, выраженных в евро, впервые за всю историю превысил прирост резервов, сформированных в долларах США. Другими словами, за прошедший год государства мира дополнительно приобрели активы в европейской валюте на сумму 115,0 млн евро. Большинство европейских экспертов сходятся во мнении, что в долгосрочной перспективе масштабы использования евро в качестве официального резервного актива в развитых и развивающихся странах превысят масштабы использования всех в совокупности валют, которые он заменил. Так, по мнению экспертов Deutsche Bank, к 2015 г. доля евро в мировых валютных резервах должна вырасти до 30%.

Прирост международных резервов, номинированных в евро, помимо курсового фактора, был и будет в дальнейшем обусловлен несколькими причинами. Во-первых, к 2011 г. процесс глобализации финансовых рынков вошел в решающую стадию. Исчезновение барьеров на пути движения капиталов и повсеместная либерализация валютных режи-

⁴ В экономической литературе воздействие изменений валютных курсов на международные резервы сводится, как правило, к определению курсовой прибыли или курсовых убытков, т.е. к оценке номинальных изменений 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 центральных банков.

мов значительно осложнили для правительств задачу поддержания стабильности валютных курсов. У рыночных спекулянтов, наоборот, возможности проведения атак на ту или иную валюту многократно умножились. Для обеспечения достаточной защиты своей денежной единицы национальным властям сегодня требуется гораздо больше валютных накоплений, чем раньше. В первую очередь это относится к валютам развивающихся стран и стран с переходной экономикой. С 2010 по 2012 гг. общие валютные резервы этой группы государств увеличились с 4,09 трлн до 4,80 трлн СДР⁵.

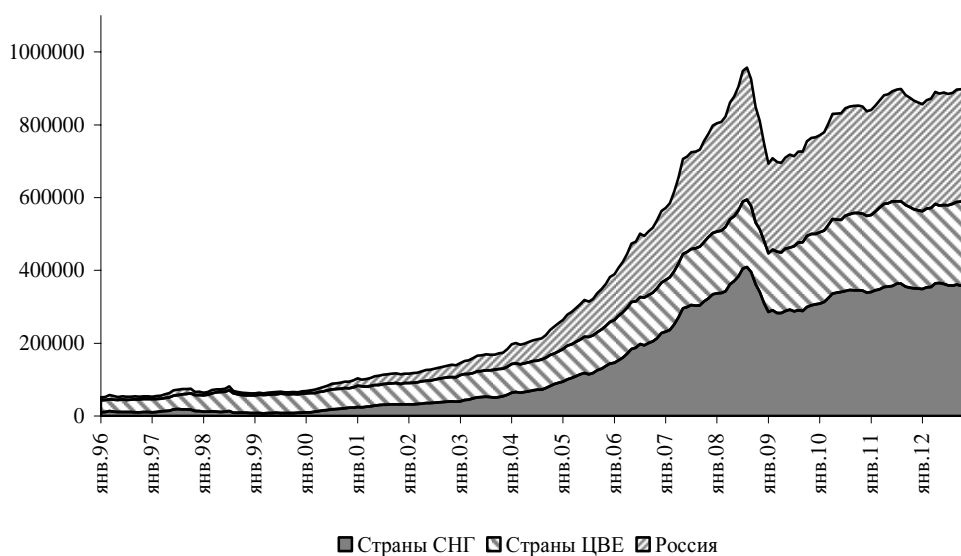


Рис. 4. Валютные резервы в странах Центральной и Восточной Европы, странах СНГ и России в 1996–2012 гг., млн СДР

Источник: электронная база данных International Financial Statistics, 2013.

Во-вторых, вследствие распада советского блока валюты бывших социалистических стран перестали быть замкнутыми. Большинство правительств поставили целью 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. В 2012 г. официальные резервы стран Центральной и Восточной Европы и СНГ составляли около 600,09 млрд СДР, из которых больше половины – в европейской валюте, а другая часть (около 30%) – в долларах. Примерно 308,89 млрд СДР находится в резервах Банка России и еще менее 55 млрд – в резервах стран СНГ (рис. 4).

В-третьих, на формирование структуры валютных резервов оказывают влияние и страновые особенности. Резервы зоны евро в 4 раза превышают резервы США и составляют

⁵ 1 долл. США = 0,634913 СДР.

почти 20% валютных запасов промышленных государств, что способствует увеличению в них доли евро и снижению доли других валют (см. рис. 3). Япония располагает четвертью валютных накоплений промышленных государств, поэтому структура ее валютных резервов оказывает решающее влияние на общую структуру резервов всех промышленных стран.

В-четвертых, потребность центральных банков в наращивании резервов в евро будет увеличиваться в связи с проведением валютных интервенций в тех странах, которые либо уже привязали, либо намерены привязать курсы национальных валют к единой европейской валюте или корзине СДР. Помимо этого, в последние годы правительства многих стран стали требовать от центральных банков, накопивших огромные валютные резервы, чтобы они вкладывали их в высокодоходные финансовые операции с целью извлечения прибыли. В результате способы управления официальными валютными резервами начинают все больше сближаться со способами, используемыми частными фондами. Диверсификация валютных резервов за счет евро способствует усилению гибкости инвестиционной политики той или иной страны, открывая доступ на значительный по объему европейский финансовый рынок. К тому же традиционные инвестирования в долгосрочные казначейские обязательства США в последние годы теряют свою привлекательность и, по подсчетам экспертов, сегодня составляют менее половины всех капиталовложений с использованием валютных резервов.

В-пятых, немаловажным фактором дальнейшего развития евро является усиление его роли на валютных рынках. Речь идет, в частности, об участии евро в обслуживании расчетов, связанных с торговлей между ЕС и Россией: в 2012 г. Россия оплачивала в евро 50,8% импорта из ЕС (против 15% в 2007 г.), а Евросоюз – 25,6% товаров, получаемых из России (против 12,4% 2007 г.). Подобные изменения в цифрах имеют значение не только для валютного рынка, но и для роли евро как резервной валюты. На практике центральные банки стараются поддерживать соответствие между валютной структурой резервов и валютной структурой платежного баланса. Поэтому двукратный рост доли евро в валютной структуре платежных операций резидентов России может привести к росту доли евро в валютных резервах Банка России. Поскольку Россия аккумулирует около 13,43% всех золотовалютных резервов промышленных государств, или 4,54% всех валютных резервов в мире, такое изменение приведет к значимому увеличению роли евро как резервной валюты.

Наконец, в последнее время все большее влияние на международные финансовые потоки оказывает политика стран – экспортеров нефти. С 2010 по 2012 гг. вывоз капиталов из стран – экспортеров нефти удвоился, достигнув в 2012 г. более 400 млрд долл. Этот вывоз приобрел форму портфельных инвестиций, главным образом, в США. Однако ситуация начинает меняться, и количество нефтедолларов, которые вкладываются в другие активы, неуклонно растет.

Евро в мировом наличном обороте. Как полагают представители ЕЦБ, об активном процессе интернационализации евро свидетельствует не только развитие денежных функций единой европейской валюты в международном официальном и частном обороте, на уровне денежных властей и компаний, но и расширение сферы использования евро в наличном обороте и банковских депозитах физических лиц – нерезидентов ЭВС. За период с декабря 2011 г. по июнь 2012 г. банки стран – нерезидентов ЭВС закупили для осуществления наличных операций с физическими лицами 36 млрд евро, что составляет примерно 10% от общего объема единой европейской валюты, находящейся в обращении.

По оценкам национальных центральных банков, основанное на евро валютное замещение составляет, например, в Хорватии 1,6 млрд евро, а в Венгрии – 150 млн евро. В Косово и Черногории, осуществивших евроизацию в одностороннем порядке и использующих евро в качестве законного платежного средства, объем наличных евро, находящихся в обращении, составляет 450 и 250 млн евро соответственно. Особенно активно увеличение удельного веса евро в банковских депозитах населения происходит в государствах, граничащих с Евросоюзом. По данным ЕЦБ, после введения в 2002 г. наличного евро общий объем выраженных в европейской валюте банковских депозитов в большинстве стран, соседствующих с государствами – членами ЭВС, вырос на 40,7 млрд евро. При этом наибольший прирост пришелся на республики бывшей Югославии – 14,4 млрд евро. Например, в Сербии и Черногории доля депозитов населения в евро в общем объеме депозитов составила на конец 2012 г. 81,2 и 82,9% соответственно. Для сравнения в тот же период данный показатель в Молдавии был равен 6,4%, а в Украине – 2,3%.

Евро на рынке международных долговых обязательств. Несмотря на то, что роль евро при формировании государственных валютных резервов в целом далека от потенциала у этой валюты, уже сегодня существуют финансовые рынки, на которых значение евро сопоставимо со значением доллара США. Таковым является рынок международных долговых обязательств. Так, по данным БМР и ЕЦБ, на конец 2011 г. объем кредитного рынка стран зоны евро составлял 2,795 трлн долл., США – 5,579 трлн долл., а Японии – 676 млрд долл. Расчет осуществлялся по рыночному курсу на конец 2011 г. 0,755 евро за долл., который к настоящему времени повысился, поэтому объем кредитного рынка стран зоны евро сегодня практически равняется объему соответствующего рынка в США.

Таблица 3.

**Валютное распределение оборота на валютном рынке в 1998–2010 гг.,
в % к итогу⁶**

	1998 г.	2001 г.	2004 г.	2007 г.	2010 г.
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/rpfx10t.htm>)

⁶ Поскольку в любой сделке на валютном рынке участвует пара валют, суммарная доля всех валют составляет 200%.

Высокая роль единой европейской валюты на кредитном рынке во многом связана с тем, что зона евро объединяет независимые государства, поэтому выпуск ценных бумаг, ориентированный на ее резидентов, автоматически становится международным. Как показывает практика последних лет, выпуски облигаций резидентов зоны евро обслуживаются как минимум двумя банками: одним в Европе и одним в США. По имеющимся данным о первичной эмиссии некоторых крупных выпусков, резиденты зоны евро выкупают 5–80% выпуска, в то время как резиденты США и Юго-Восточной Азии – по 10% и более.

В 1999–2005 гг. на международном рынке долговых обязательств наблюдался бурный рост эмиссионных операций в единой европейской валюте (в 2,5 раза по сравнению с эмиссией в национальных валютах зоны евро в 1998 г.). Однако после исчерпания «эффекта введения евро» в 2005–2011 гг. рост сменился фазой поиска нового равновесного состояния между долями евро и доллара США в различных сегментах этого рынка.

В дальнейшем общее ослабление и непредсказуемость ситуации на мировых финансовых рынках, пришедшие на смену биржевому буму конца 1990-х годов, а также рецессия в странах Евросоюза и США сделали неустойчивой динамику эмиссий на международном рынке ценных бумаг как в евро, так и в долларах США. В сопоставлении с данными за 2010 г. произошла существенная понижательная коррекция выпуска долговых обязательств в евро – на 21%, которая в 2011 г. сменилась ростом – на 28%, с последующим снижением в 2012 г. на 12%. Тем не менее доверие к евро восстанавливалось быстрее, чем к доллару, и доминирующей тенденцией этого периода стало постепенное изменение соотношения между евро и долларом в эмиссиях международных долговых обязательств. Объем чистых долларовых эмиссий стабильно увеличивался в 2000–2010 гг., но в 2011 г. резко упал – на 34%, а в 2012 г. впервые оказался ниже показателя эмиссий в евро.

Несмотря на отставание в объемах рынка долговых обязательств, сейчас ЕС контролирует почти половину их выпуска, рассчитанного на международных инвесторов. Доминирование доллара во многом связано с быстрыми темпами увеличения государственного долга США. В ближайшем будущем последовательное усиление роли зоны евро в этом сегменте рынка может продолжиться, прежде всего, за счет выхода на рынок международных заимствований компаний из стран, планирующих вскоре присоединиться к Евросоюзу.

В настоящее время мы не располагаем детальной информацией, позволяющей определить, влечет ли за собой увеличение объема ценных бумаг, номинированных в евро, укрепление позиций этой валюты на рынке. Основной оборот торгов (более 5,05 трлн долл. в день) совершается вне организованного рынка, поэтому статистика является достаточно ограниченной, а основным источником данных становится обзор межбанковского валютного рынка, проводимый БМР раз в три года [30]. Эти данные свидетельствуют, что с 1998 г. по 2010 г. роль доллара США на мировом валютном рынке снизилась (табл. 3). Во многом это связано с прекращением торгов по валютам, вошедшим в корзину евро. Тот факт, что евро сегодня уже играет роль большую, чем национальные валюты стран Евросоюза играли в 1998 г., свидетельствует о том, что перспективы евро на валютном рынке достаточно высоки, несмотря на транзакционные преимущества, которыми обладает лидирующая валюта, доллар США.

Перспективы евро как международной валюты

Экономия на масштабах, снижение транзакционных издержек и удобства, связанные с наличием более широкого спектра финансовых инструментов, служат сильным стимулом для экономических агентов продолжать пользоваться евро. Однако после Второй мировой войны доминирующей международной валютой стал доллар США, и пройдет еще немало времени, прежде чем евро превратится в действительно жизнеспособную альтернативу.

Позитивным фактором для евро является более чем двукратное увеличение с 1999 по 2011 гг. объема чистых активов, принадлежащих нерезидентам, особенно высокие темпы которого наблюдались 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 будущее евро как международной валюты могут повлиять еще два фактора. Во-первых, существенно, насколько сильной и быстрой будет корректировка глобальных дисбалансов, 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 заметному расширению масштабов использования евро в качестве международной валюты. В то же время плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное и сильное снижение курса доллара и вряд ли существенно скажется на роли евро.

По данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США (43,4% на конец 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 вкладчики являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53% на 2011 г.), вслед за ними идут вкладчики 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 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 будет иметь важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и изменения международной роли евро.

Вторым фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Дальнейший подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако в обозримом будущем вряд ли расширение международного использования их валют будет происходить такими же темпами, как рост их экономики. Поскольку страны Азии владеют существенной долей мировых резервов, их реакция на возможное понижение курса доллара имеет большое значение [14; 16].

Созданный для удовлетворения потребностей населения стран ЕС евро очень быстро приобрел значительный вес в системе международных расчетов. Домохозяйства, компании

и правительства стран вне зоны евро стали использовать единую европейскую валюту для осуществления ежедневных экономических и финансовых операций. Можно сказать, что евро, только возникнув, сразу превратился в международную валюту, поскольку заменил денежные единицы 11 стран. Он немедленно стал использоваться как резервная валюта в центральных банках или как валюта, к которой привязывались курсы некоторых национальных денежных единиц. К настоящему времени значение евро на международной арене существенно возросло. 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%, а доля евро, напомним, колеблется вблизи 25%. При этом евросистема, включающая ЕЦБ и центральные банки стран зоны евро, занимала и продолжает занимать нейтральную позицию в отношении международной роли евро, т.е. специально не продвигает единую валюту на международную арену и не считает такое продвижение своей целью. Кроме того, в условиях глобализации, когда финансовые системы глубоко интегрированы, органы власти имеют весьма ограниченное влияние на процесс интернационализации валюты. Использование евро за пределами его зоны является результатом экономического и финансового развития.

Тем не менее политика монетарных властей, направленная на обеспечение стабильности цен, 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. Интерес есть и объясняется он, во-первых, тем, что использование единой валюты вне зоны евро может оказывать влияние на механизм принятия решений в области денежно-кредитной политики и на содержание информации (показателей), связанной с этой политикой; во-вторых, повышение международной роли европейской валюты может иметь и негативные последствия, усиливая воздействие мировых валютных кризисов на зону евро. В сложившихся условиях уполномоченные лица объявили, 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. ЕЦБ проводит мониторинг и анализирует международную роль евро и начиная с 2001 г. публикует результаты в виде ежегодных докладов, предоставляя специалистам по международным валютным проблемам и широкой публике уникальные данные.

Факторы расширения сферы использования евро в России

Формирование 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.В. Буторина, главный стратегический выигрыш, который может получить в этом случае наша страна, состоит в возможности «снизить ее зависимость от доллара и, следовательно, от экономической политики США» [1, с. 269].

Сложившиеся на нынешнем этапе базисные условия внешнеэкономической деятельности России, в значительной степени ориентированной на Евросоюз, все больше входят в противоречие с присущей ей и укоренившейся за последние 10–15 лет долларизацией. Изначально вовлечение российской экономики в процессы глобализации опиралось

на доминирующую роль доллара в опосредовании торгово-экономических и финансовых взаимосвязей с внешним миром. В настоящее время значительные масштабы долларизации связаны в том числе и с особенностями структуры внешней торговли России с зоной евро. На страны ЕС приходится 50% всего объема российского экспорта энергоносителей, а поскольку валютой цены и платежа по стандартизированным контрактам на мировом энергетическом рынке традиционно выступает доллар США, то доля американской валюты в расчетах по экспорту России в страны Евросоюза закономерно велика.

Политика официальных властей Евросоюза, опираясь на объективную тенденцию формирования биполярной мировой валютной системы, направлена на оказание активного содействия продвижению евро на международные рынки капиталов и в сферу межгосударственных отношений. Руководство ЕС, учитывая масштабы российского рынка и ключевую роль России в СНГ, который представляет собой перспективную зону обращения евро, стремится убедить руководство нашей страны в преимуществах увеличения масштабов использования единой европейской валюты.

Одновременно в аналитических докладах ЕЦБ постоянно подчеркивается необходимость более полного учета фактора евро в валютной политике России. 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 Центрального банка РФ (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.

Таблица 4.

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

	Страновая структура, %		Темпы роста, в % к предыдущему году	
	экспорт	импорт	экспорт	импорт
	Евросоюз			
2003 г.	35,3	38,7	126	121
2004 г.	46,0	37,6	176	146
2007 г.	55,7	43,7	115	144
2009 г.	53,3	45,1	61	65
2010 г.	53,2	41,7	131	127
2011 г.	51,6	41,7	126	134
2012 г.*	52,8	41,8	105	103

Окончание табл. 4.

	Страновая структура, %		Темпы роста, в % к предыдущему году	
	экспорт	импорт	экспорт	импорт
АТЭС				
2003 г.	14,4	21,5	119	129
2004 г.	14,8	25,6	139	144
2007 г.	12,2	31,9	121	162
2009 г.	15,1	30,9	75	58
2010 г.	17,0	34,1	149	151
2011 г.	18,0	33,9	138	133
2012 г.*	17,5	35,3	100	107
США				
2003 г.	3,1	5,2	106	99
2004 г.	3,6	4,2	157	108
2007 г.	2,4	4,7	96	148
2009 г.	3,0	5,5	68	66
2010 г.	3,1	4,9	136	121
2011 г.	3,2	4,8	135	132
2012 г.*	2,6	4,8	85	105
СНГ				
2003 г.	15,3	22,9	131	129
2004 г.	16,2	23,5	143	135
2007 г.	15,0	15,0	124	134
2009 г.	15,5	13,0	67	60
2010 г.	15,0	13,8	128	145
2011 г.	15,2	14,6	132	141
2012 г.*	14,9	13,2	99	89

* Данные за январь–сентябрь 2012 г.

Источник: Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации за соответствующие годы
// Банк России. 2002–2012. (http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/bp.pdf)

В отличие от ЕЦБ, практикующего плавающий валютный курс, Банк России регулярно проводит валютные интервенции с целью регулирования обменного курса рубля, который ориентирован главным образом на доллар США. Однако представленная в табл. 4 сравнительная характеристика динамики внешней торговли России со странами ЕС, АТЭС и СНГ за 2002–2012 гг. демонстрирует, что доля стран Европейского союза, особенно после состоявшегося в 2004 и 2007 гг. его расширения, является преобладающей, приближаясь к 50%. Данные свидетельствуют о том, что именно в торговле между Россией и странами ЕС в 2004 г. отмечались наиболее высокие темпы прироста экспорта (176%) и импорта (146%), даже по сравнению с ростом внешней торговли России со странами СНГ. Напротив, доля США в общем объеме российского экспорта (3,0%) и импорта (5,1%) показывает тенденцию к снижению (табл. 4). Во внешней торговле России доля стран Евросоюза в 10 раз превышает долю США.

Схожие цифры можно получить, прибегнув и к другим методам анализа. Так, тенденции в структуре внешней торговли России учитываются при расчете индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам. Вычисление индекса основывается на изучении структуры общего внешнеторгового оборота России с 38 основными торговыми партнерами. В 2012 г. доля США в объеме этого оборота снизилась до 4,2%, тогда как в 2004 г. равнялась 5,63%. В то же время удельный вес 17 стран – членов зоны евро составлял 40,0%, а доля 27 государств – членов Евросоюза достигала примерно 54,5%. Несмотря на подобное соотношение, большая часть внешнеторговых контрактов в России по-прежнему заключается в долларах США.



Примечание. Знак «+» означает укрепление российского рубля к иностранным валютам; знак «-» – обесценение российского рубля к иностранным валютам.

Рис. 5. Динамика индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, 2004–2012 гг., в % прироста к предыдущему месяцу

Источник: электронная база данных Банка России. (http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_12.htm&pid=svs&sid=analit)

Надо понимать, что в условиях преимущественно европейской ориентации российских торговых, а также финансовых потоков значительная диспропорция в их обслужи-

вании 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 эта диспропорция и, соответственно, усиливаются валютные риски, связанные с высокой изменчивостью курса евро к российскому рублю. Следует также принимать во внимание, что поскольку валютные курсы доллара США и евро находятся между собой в обратно пропорциональной зависимости, то по отношению к российскому рублю они имеют разнонаправленную динамику. Например, в 2012 г. снижение курса рубля к американской валюте составило 2,7%, тогда как относительно евро рубль укрепился на 4,9% (рис. 5).

Повышению степени ликвидности сегмента российского рынка валютных операций в евро способствует также рост курса этой денежной единицы к доллару США. В значительной степени под влиянием укрепления внешних позиций евро произошли существенные изменения в страновой и валютной структуре международных операций российского банковского сектора. По данным Банка России, в 2011 г. из общего объема иностранных активов российского банковского сектора в размере 215,37 млрд долл. на страны Евросоюза приходилось 77,90 млрд долл., тогда как на США – 14,17 млрд долл. Еще значительней разрыв в распределении иностранных обязательств российского банковского сектора: в 2011 г. при общей сумме, оцениваемой в 87,05 млрд долл., обязательства в отношении стран Евросоюза равнялись 69,36 млрд долл., а в отношении США – 2,17 млрд долл. Данный дисбаланс наблюдался и в предшествующие годы, и в период после введения евро валютная структура иностранных активов и обязательств российского банковского сектора стала в большей степени соответствовать структуре их регионального распределения. В течение 2002–2011 гг. происходило увеличение доли евро в иностранных обязательствах, особенно в активах российского банковского сектора, как в абсолютном, так и в относительном выражении. В 2011 г. размер активов российских банков в евро составил 36,39 млрд долл. (или 16,9%) по сравнению с 1,19 млрд долл. (6,6%) в 2001 г. Напротив, доля долларовых активов российских банков в этот период имела тенденцию к снижению (с 80,6 до 59,9%). Менее выраженные изменения происходили в валютной структуре иностранных обязательств российского банковского сектора. Несмотря на увеличение обязательств в евро в течение 2002–2011 гг. (с 0,58 млрд долл. до 23,77 млрд долл.), его удельный вес в совокупных иностранных обязательствах российских банков остается на уровне 6–11%.

В целом даже неполное сравнение страновой и валютной структуры распределения иностранных активов и обязательств российского банковского сектора (в данных Банка России по страновому распределению иностранных активов и обязательств учитываются только остатки по межбанковским операциям в форме кредитов и депозитов, корреспондентских счетов, а также наличная иностранная валюта в кассах кредитных организаций) позволяет сделать два вывода. Во-первых, наблюдается достаточно высокая степень корреляции между страновой и валютной структурой по активам: при общей сумме активов российских банков, приходящихся на страны Евросоюза, в размере 77,908 млрд долл. на активы в евро приходится 36,39 млрд долл. Во-вторых, корреляция между страновой и валютной структурой иностранных обязательств находится на относительно низком уровне. В 2011 г. на страны ЕС приходилось 69,366 млрд долл. обязательств российских банков при том, что их доля, выраженная в евро, составила лишь 23,77 млрд долл.

Таким образом, и Евросоюз, и Россия, чей основной финансово-экономический потенциал расположен в Европейской части страны, объективно заинтересованы в расширении сферы использования евро для обслуживания взаимного торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества. По мнению отечественных экспертов, реализация потенциальных возможностей евро выполнять вышеобозначенные функции во многом будет зависеть от повышения ликвидности евро на международном рынке, включая его российский сегмент.

Функции евро на российском рынке

Чтобы оценить позиции евро на рынке нашей страны, рассмотрим объем выполняемых этой валютой функций. Начнем с *роли евро как средства сбережения и накопления*, которая существенно выросла как в частном, так и в государственном секторах. Вложения в евро стали представлять собой альтернативу вложениям в долларах США, поэтому определенный спрос на евро мог возникнуть хотя бы исходя из логики диверсификации сбережений (россияне научены горьким опытом финансовых кризисов). За девять лет с момента введения наличного евро в обращение ему удалось потеснить доллар США: если до 2002 г. средняя доля операций с долларом в общем объеме операций с наличной иностранной валютой в обменных пунктах превышала 95%, то в 2010 г. этот показатель снизился до 49,9%. При этом, по темпам роста количества операций европейская валюта опережает доллар, хотя до сих пор значительно уступает по объемам таких операций. Так, на межбанковском рынке удельный вес сегмента доллар-рубли увеличился с 49,9% в 2008 г. до 69,7% в 2012 г. Уже в первой половине 2010 г. население скупало доллары США. Доля сектора евро-рубли в 2009 г. составила 4,6% объема валютного рынка, а в 2012 г. уже превысила 12%. Еще более значительный рост операций с евро наблюдался на биржевом рынке, где в 2012 г. средний объем торгов евро-рубли в день составил 39,2 млрд евро (или 40% биржевого оборота), увеличившись по сравнению с 2011 г. почти в 2 раза.

Рост спроса на наличные евро подтверждается и статистикой по ввозу-вывозу наличной валюты уполномоченными банками. В 2012 г. сальдо ввоза-вывоза наличных евро относилось к сальдо ввоза-вывоза наличных долларов США в пропорции 1:3. По итогам 2012 г., нетто-ввоз евро в 3 раза превысил сальдо ввоза в Россию долларов США.

Денежно-кредитная политика Банка России также направлена на диверсификацию валютного рынка и сближение условий торговли долларом и евро. С 2006 г. операции на открытом рынке проводятся в обеих основных валютах. Доведение удельного веса евро в корзине до 45% привело к сближению показателей волатильности (изменчивость курса) по доллару и евро и сделало операции с евроактивами менее рискованными.

Кроме того, если до недавнего времени операции на российском рынке со стороны нерезидентов проводили в основном фонды рискованных инвестиций в долларах США, то после кризиса 2008 г. началось изменение структуры иностранных инвесторов, которое проявилось, в частности, в увеличении участия инвестиционных банков из Европы. Эти процессы могут существенно усилить позиции евро на российском рынке.

Номинированные в евро депозиты начинают занимать существенную долю в валютной структуре депозитов банков. На конец 2002 г. депозиты в евро составляли около 6,6% от общего объема привлеченных банковских вкладов в иностранной валюте, а к началу 2013 г. этот показатель увеличился почти в 4 раза и составил 23,2%. Данная тенден-

ция свидетельствует о том, что в условиях устойчивого укрепления курса евро к доллару США вкладчики предпочитают делать сбережения именно в единой европейской валюте. В 2010 г. около трети брутто-притока вкладов в иностранной валюте формировалось за счет прилива средств, номинированных в евро, в то время как нетто-приток вкладов в иностранной валюте практически на 100% обеспечен евродепозитами.

Валютные интервенции. Когда курс рубля был ориентирован только на доллар США, евро не использовался для проведения интервенций, а для управления кратко- и долгосрочной динамикой национальной валюты Банк России продавал или покупал американскую. После перехода к курсообразованию на основе бивалютной корзины доллар-евро сложились условия для того, чтобы интервенции проводились и в евро. Впервые российский монетарный регулятор провел операции на межбанковском валютном рынке рубль-евро летом 2005 г. С тех пор валютные интервенции в евро (как покупки, так и продажи) стали осуществляться на регулярной основе.

Интервенции в евро гораздо менее масштабны, чем интервенции в долларах. Так, с сентября 2008 г. по февраль 2009 г. в связи с мировым финансовым кризисом Банк России в целях стабилизации своей курсовой политики осуществил чистые продажи американской валюты на сумму 180 млрд долл. Чистые продажи единой европейской валюты за тот же период составили 24 млрд евро. С сентября 2009 г. Банк России приступил к наращиванию международных резервов: по итогам 2010 г., объем покупки иностранной валюты на внутреннем рынке превысил объем операций по ее продаже, а объем нетто-покупки за 2010 г. составил 41,6 млрд долл., тогда как в 2009 г. он был равен 17,2 млрд.

Использование Банком России в 2010 г. механизмов курсовой политики позволило сгладить колебания курса рубля, обеспечив приемлемые условия для адаптации субъектов российской экономики к происходящим внешнеэкономическим изменениям. В то же время применяемые методы не препятствовали формированию рыночных курсовых тенденций, обусловленных фундаментальными факторами. Повышение гибкости курсообразования и механизм целевых интервенций способствовали снижению привлекательности реализации на внутреннем финансовом рынке спекулятивных стратегий, способных оказывать одностороннее давление на курс рубля.

В 2011 г., несмотря на укрепление индекса реального эффективного курса рубля к бивалютной корзине на 4,6%, масштабные валютные интервенции в поддержку российской валюты практически не проводились. Пауза в использовании этого инструмента денежно-кредитной политики связана как с уменьшением степени открытости и, соответственно, уязвимости экономики России в отношении внешних ценовых факторов, так и с уверенностью, что фундаментальные факторы в конечном счете окажут стабилизирующее воздействие на рубль.

В документе Центрального банка РФ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год и период 2013 и 2014 годов» отмечается, что присутствие Банка России на валютном рынке может быть лишь строго ограниченным, нацеленным на сглаживание амплитуды резких курсовых колебаний, а также на защиту рубля от массивных спекулятивных атак в случае их возникновения. В дальнейшем планируется перейти к режиму плавающего валютного курса, а до того, как это будет сделано, по-прежнему использовать бивалютную корзину в качестве операционного ориентира денежно-кредитного регулирования.

Последовательное сокращение прямого вмешательства Банка России в процессы курсообразования позволит сделать политику управления процентными ставками ключевой в денежно-кредитном регулировании. В рамках реализации данной стратегии 14 сентября 2011 г. Банком России было принято решение повысить на 0,25 пункта процентные ставки по своим депозитным операциям на фиксированных условиях и снизить на 0,25 пункта процентные ставки по отдельным операциям предоставления ликвидности. Реализуемое тем самым сближение процентных ставок по депозитным и кредитным операциям призвано способствовать ограничению волатильности ставок денежного рынка в условиях риска возникновения ситуации недостатка рублевой ликвидности в банковском секторе. Помимо этого переход к бивалютной корзине и установление более гибкого курса рубля к доллару должно уменьшить влияние долларовых процентных ставок на российские процентные ставки.

Рынок наличных евро. Как только в январе 2002 г. ЕЦБ ввел в обращение банкноты единой европейской валюты, они стали продаваться и покупаться российскими банками и населением. В 2010 г. граждане ежемесячно приобретали в обменных пунктах около 800 млн евро. С наступлением сезона летних отпусков эта цифра увеличилась до 1 млрд евро, а потом снова снизилась. Новый всплеск произошел следующей зимой. Только за январь 2011 г. уполномоченные банки продали населению 867,06 млн. евро. Рождественские каникулы совпали с периодом повышения реального эффективного валютного курса евро, что сделало единую европейскую валюту привлекательным инвестиционным активом. В целом за первые девять лет обращения наличных евро эта валюта заняла прочные позиции на российском денежном и валютном рынках. В июне 2012 г. на нее приходилось 26,06% стоимости иностранных денежных знаков, купленных обменными пунктами у населения, и 33,87% стоимости банкнот, проданных резидентам Российской Федерации.

По мнению профессора Варшавской школы экономики, главного экономиста Народного банка Польши З. Полански и профессора Франкфуртской финансовой школы А. Винклера, рынок наличных евро в России будет расти и дальше, причем как за счет продаваемых банками купюр, так и за счет покупаемых [22]. По мере перехода новых стран Евросоюза на единую валюту эта тенденция усилится. В 2009 г. из 21,6 млн человек, выехавших из России в дальнее зарубежье, около 9,2 млн направлялось в страны Евросоюза, в том числе более 1,5 млн – в Литву, Польшу, Латвию и Чехию [9]. В ближайшие годы эти показатели, скорее всего, увеличатся, а значит, «каникулярные пики» спроса на евро со стороны населения станут более заметными.

Формирование аналогичных, пусть менее выраженных, волн следует ожидать и в динамике продаж евро, особенно после перехода на единую европейскую валюту балтийских республик, граждане которых часто приезжают в нашу страну. Этому также будет способствовать общее расширение потока зарубежных туристов в Россию. Так, по данным Росстата, в 2009 г. Россию посетили 8,3 млн иностранцев, через два-три года Правительство РФ планирует довести их число до 20 млн. В то же время «евроизация» России не грозит. В отличие от долларов, которые в середине 1990-х годов широко применялись во внутренних расчетах, купюры евро как средство обращения в больших масштабах у нас не используются. К тому времени, когда появилась единая европейская валюта, реальный валютный курс стал стабильным, что вкупе с целенаправленными действиями Банка России способствовало активному вытеснению иностранных денежных единиц из внутреннего наличного оборота.

Таблица 5.

**Общий средний дневной оборот валют по межбанковским кассовым
конверсионным операциям на внутреннем валютном рынке
Российской Федерации и стран с переходной экономикой, 1998–2010 гг.**

Страны	1998 г.		2001 г.		2004 г.		2007 г.		2010 г.	
	млн долл.	%	млн долл.	%	млн долл.	%	млн долл.	%	млн долл.	%
Чехия	5,1	0,2	2,1	0,1	2,4	0,1	5,0	0,1	5,1	0,1
Венгрия	1,4	0,1	0,6	0,0	2,8	0,1	6,9	0,2	4,2	0,1
Румыния	-	-	-	-	-	-	2,5	0,1	3,2	0,1
Польша	2,7	0,1	5,1	0,3	6,5	0,3	9,2	0,2	7,8	0,2
Россия	6,9	0,3	9,6	0,6	29,8	1,1	50,2	1,2	41,7	0,8
Словакия	-	-	0,8	0,0	1,6	0,1	3,5	0,1	0,4	0,0
Словения	-	-	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	-	-

Источник: BIS. (<http://www.bis.org/publ/rpfx10t.htm>)

Накопление российскими гражданами евро на банковских счетах и «под подушкой» также отличается весьма умеренными темпами. За период с января 2002 г. по январь 2011 г. аккумулированные чистые продажи евро населению составили 63,3 млрд евро. Судя по сезонным пикам, значительная их часть была потрачена за границей, так что общий объем евро, находящихся сейчас на депозитах, не превышает 49 млрд.

Интересную дополнительную информацию о развитии рынка евро в России можно получить, взглянув на то, как менялась средняя маржа (разница между лучшей ценой покупки и лучшей ценой продажи в фиксированный момент времени) по сделке в валютных парах рубль-немецкая марка, рубль-евро и рубль-доллар США. В 2000–2001 гг. маржа по доллару составляла около 0,62–0,86 руб., тогда как по немецкой марке колебалась в пределах 0,86–1,12 руб. Резкие и частые колебания свидетельствовали о крайней неустойчивости рынка рубль-немецкая марка и его прямой связи с малой ликвидностью. Кроме того, в конце 2001 г. маржа по операциям с национальной валютой Германии увеличилась вследствие общей неопределенности на межбанковском валютном рынке в странах Евро-союза. Граждане, имевшие на руках немецкие марки, опасались, что с 1 января 2002 г. в связи с переходом на евро они не смогут реализовать выводимые из обращения банкноты. Это толкало их сбывать марки на любых условиях. Уполномоченные банки также не имели четкого представления о том, какие издержки они понесут при реализации наличных денежных знаков стран зоны евро, и потому закладывали риск в маржу.

Показательно, что с момента введения евро маржа моментально уменьшилась: с 1,13 руб. по немецкой марке в декабре 2001 г. до 0,92 руб. по единой европейской валюте в апреле 2002 г. В течение 2002 г. она сократилась по евро с 1,16 до 1,07 руб., а по доллару – с 0,88 до 0,71 руб.; среднегодовые показатели составили 1,04 и 0,75 руб. соответственно.

Новое пороговое сокращение маржи произошло в январе 2003 г. в связи с отменой 1-процентного налога на операции с наличной иностранной валютой. В течение 2003 г. средняя маржа по операциям с долларом составил 0,38 руб., а по евро – 0,59 руб. С января 2004 г. по ноябрь 2008 г. эти показатели уменьшились до 0,31 и 0,44 руб. соответственно. В декабре 2008 г. произошло увеличение маржи как по евро, так и по доллару в связи с обострением ситуации на мировом финансовом и, в частности, на межбанковском валютном рынках. Однако в апреле того же года ситуация нормализовалась. Таким образом, маржа по евро превышала маржу по доллару на 0,28 руб. в 2002 г., на 0,21 руб. в 2003 г., на 0,13 руб. в 2004 г. – ноябре 2008 г. и на 0,08 руб. в декабре 2008–2010 гг. Впервые среднемесячная маржа по евро и доллару совпала в ноябре–декабре 2010 г.

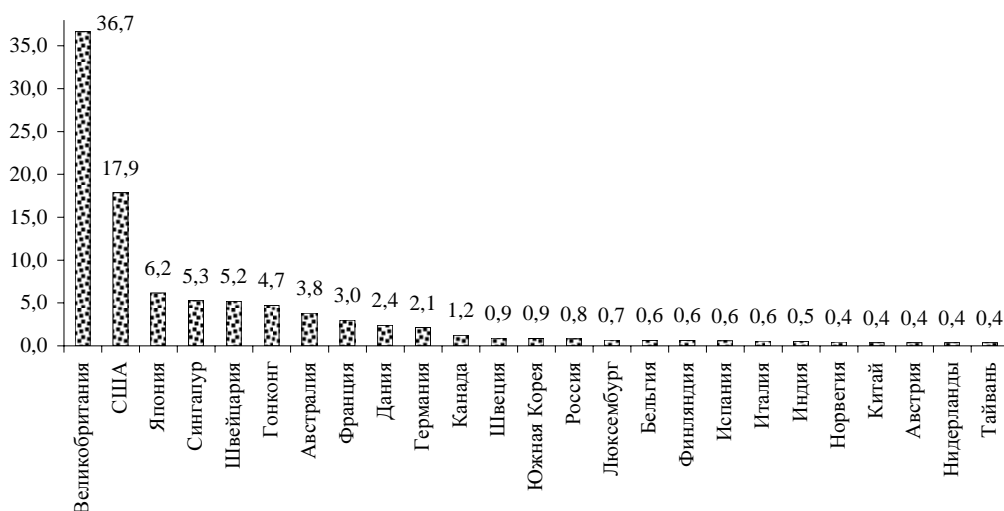


Рис. 6. Доля отдельных стран в обороте мирового валютного рынка в 2010 г.

Источник: BIS. (<http://www.bis.org/publ/rpfx10t.htm>)

Принятое в феврале 2005 г. Банком России решение о переходе к бивалютной корзине при формировании официального курса российского рубля предположительно должно было способствовать уменьшению волатильности курса евро-рубли и росту колебаний курса доллар-рубли. В целом следует ожидать дальнейшего сокращения маржи по евро, тогда как маржа по доллару может несколько увеличиваться [5]. Тем не менее, по итогам 2011 г., эта тенденция не является очевидной. Надо также отметить, что после введения бивалютной корзины курс рубля к доллару или евро стал во многом определяться их кросс-курсом. Это делает курс рубля менее предсказуемым, поскольку доллар и евро находятся в режиме свободного плавания [11; 12]. Например, с начала 2006 г. по июль 2008 г. доллар ослабевал по отношению к рублю, что соответствовало его ослаблению по отношению к евро на мировом рынке.

Рынок безналичных евро. Российский межбанковский валютный рынок – один из самых быстрорастущих в Европе. По данным Банка международных расчетов (БМР), оборот конверсионных операций в России в 2001 г. составлял 9,6, а в 2010 г. – 41,7 млрд долл. в

день. Доля России в общем объеме мирового валютного рынка увеличилась соответственно с 0,6 до 0,8% [13; 14]. По итогам последних трех лет наша страна заняла первое место среди стран с переходной экономикой по темпам развития валютного рынка (табл. 5).

Конечно, России еще далеко до лидеров – Великобритании и США, на которые приходится соответственно 36,7 и 17,9% мирового валютного рынка, тем не менее она стоит в одном ряду со многими развитыми странами Западной Европы и намного опережает все государства Центральной и Восточной Европы (рис. 6). Ежедневный объем валютных операций в России превышает размер производимого в день ВВП в 4 раза, такое же соотношение характерно для США, Германии, Австрии, Бельгии, Канады и Японии.

По мере роста российского валютного рынка увеличился и объем совершаемых на межбанковском рынке операций с евро. Если в апреле 2004 г., по данным БМР, он составлял 4,4 млрд долл., то в апреле 2010 г. – 11,9 млрд долл. в день. В 2010 г. положительная динамика сохранилась, отличаясь стабильностью, но невысокими темпами, тогда как долларовой оборот рос гораздо быстрее, что, правда, сопровождалось резкими взлетами и падениями. В результате за первые 10 лет существования единой европейской валюты ее доля в структуре российского межбанковского рынка поднялась с 17,4 до 25,7%. Однако эта в целом оптимистическая картина не должна вводить в заблуждение. Квота евро в межбанковском обороте росла на начальном этапе существования единой валюты, а с 2002 г. стала колебаться в пределах от 15 до 25%. Кроме того, торговля в паре евро-рубль крайне ограничена. В марте 2011 г. ее ежедневный оборот не превышал 15,6 млрд долл. Из всех сделок с евро на доллар приходилось 94%, на российский рубль – 3%, на фунт стерлингов – 2%, на японскую иену и швейцарский франк вместе взятые – 0,5%.

Доля доллара США на российском межбанковском валютном рынке составляет 50%, тогда как доля российского рубля меняется в интервале от 30 до 40%. Ситуация, когда национальная валюта занимает менее половины национального валютного рынка, характерна для многих стран с переходной экономикой и невысокой степенью интернационализации национальной денежной единицы. Это является частью процесса вытеснения наиболее сильными валютами (которые в полной мере выполняют денежные функции за пределами страны-эмитента и потому пользуются спросом со стороны нерезидентов) более слабых (не способных выполнять денежные функции за рубежом) из потенциальных сфер их обращения.

Нетрудно заметить, что на протяжении последних двух лет удельный вес евро, с одной стороны, и рубля – с другой, обратно пропорциональны друг другу. Увеличение доли рубля на отечественном валютном рынке совпадало с соответствующим сокращением доли евро, и наоборот. Объяснение данного феномена состоит как раз в том, что операции с евро лишь в малой степени представлены парой евро-рубль и в основном состоят из сделок евро-доллар и евро-фунт стерлингов (или евро-японская иена). Поэтому когда обороты с евро уменьшаются, относительная значимость операций с долларом растет. А так как именно они дают основную часть рублевых сделок, то и доля российского рубля тоже повышается.

В организованной торговле безналичной валютой, т.е. на биржевом рынке, евро также занимает скромное место. В 2010 г. месячный оборот сделок с евро на Единой торговой сессии межбанковских валютных бирж России колебался в пределах от 30 до 60 млрд евро, тогда как обороты по доллару – от 300 до 667 млрд долл. В итоге средневзвешенный удельный вес евро был равен 3,8%.

Перспективы и последствия использования евро в России

Роль евро в России сегодня недостаточно велика и явно не соответствует степени развитости экономических связей между нашей страной и Европейским союзом. Эта ситуация указывает на наличие большого потенциала и предпосылок к расширению использования единой европейской валюты в российской экономике. О возможности укрепления позиций евро в ближайшем будущем свидетельствует и различие в масштабах осуществления им функций международной валюты, что позволяет указать несколько основных направлений дальнейшего распространения евро. Например, усиление роли евро как средства сбережения и накопления будет способствовать большему применению его как средства платежа. Если ранее российские банки фактически не предлагали предприятиям и населению депозиты в евро, то сегодня такие продукты являются на рынке стандартными. Соответственно у предприятий появляются, во-первых, стимулы совершать платежные операции в евро (так как при этом они не будут нести дополнительные издержки по конверсии денежных средств в доллар и обратно), а во-вторых, возможность достигать большей точности при долгосрочном финансовом планировании инвестиционных проектов, предусматривающих закупку оборудования и материалов за рубежом (ведь основным торговым партнером России является ЕС).

Для того чтобы оценить, какое значение евро может приобрести в России через несколько лет, рассмотрим позиции, занимаемые этой валютой в бывших социалистических странах, присоединившихся к Европейскому союзу в 2004 г. Переходный этап для многих из них, так же как и для России, был связан с периодом гиперинфляции и финансовыми сложностями. Особый интерес в этом смысле представляют Польша и Чехия, поскольку их экономики являются самыми крупными среди остальных стран, вошедших в 2004 г. в состав ЕС. У Польши, кроме того, доля торговли с Европейским союзом составляет около 60%, что сопоставимо с долей торговли России с ЕС, ожидаемой в случае его предполагаемого расширения в 2013 г. На валютных рынках Польши и Чехии в начале 1990-х годов доминировал доллар США. В настоящее время операции с долларами по-прежнему преобладают в основном обороте валютного рынка Польши, а в Чехии доллар продолжает оставаться доминантной валютой только на рынке форвардных контрактов. Тем не менее, несмотря на долговые проблемы зоны евро [3; 4] и господство доллара на рынке расчетов, в 2010 г. евро играл значительную роль на рынке банковских депозитов этих стран. По данным ЕЦБ, в Польше объем депозитов, номинированных в евро, составлял 66,6% общего объема депозитов, номинированных в иностранной валюте, а в Чехии – 80,1%.

Расширение Европейского союза в 2013 г. и последующее за ним в 2015–2018 гг. введение единой европейской валюты в сегодняшних странах с переходной экономикой приведут к существенному приближению границ зоны евро к границам Российской Федерации (хотя Россия уже и сегодня имеет общую границу с одной из стран, входящих в зону евро, а именно с Финляндией). Тогда евро может стать основной валютой трансграничных операций, и это будет способствовать росту значения евро в российской экономике в целом. На основе формального сравнения сегодняшней роли евро в нашей стране и в бывших странах соцлагеря можно утверждать, что валютная структура как российского платежного баланса, так и российского финансового рынка может в ближайшее время существенно измениться в пользу увеличения доли евро [27].

Перевод в евро валютных расчетов, сбережений населения, активов компаний и банков будет происходить постепенно, по мере роста доверия к этому активу со стороны всех экономических субъектов российского общества. Этот процесс вряд ли является обратимым, поскольку использование евро даст возможность не только диверсифицировать структуру денежных потоков, включая заемные средства и сбережения, но и привести ее в соответствие со сложившимися экономическими и политическими связями. Таким образом, дальнейший рост роли евро в России, на мой взгляд, является практически неизбежным.

В связи с вышесказанным возникают два вопроса: какие последствия для экономики Российской Федерации принесет усиление евро и сможет ли евро вытеснить доллар с российского финансового рынка?

Еще до введения единой европейской валюты в обращение эксперты ЕС пытались проанализировать возможные последствия этого предприятия [18]. В качестве основного преимущества для иностранных компаний, имеющих деловые отношения с партнерами в зоне евро, называлось существенное сокращение расходов при ведении бизнеса за счет снижения как валютных издержек, так и расходов по привлечению кредитов и инвестиций с интегрированного европейского рынка капиталов. Основываясь на выводах профессора Калифорнийского университета А. Роуза, можно утверждать, что по мере роста использования в России евро как средства платежа будут существенно увеличиваться объемы взаимной торговли и инвестиций [24]. Некоторые авторы даже обсуждают вопрос о том, что евро может стимулировать торговые отношения России со странами СНГ.

Помимо влияния на объемы торговли и внешних инвестиций, усиление роли евро на российском финансовом рынке повлечет за собой изменения практически во всех его сегментах: будет затронута курсовая политика Банка России, дополнительные стимулы получит банковская система в целом, серьезные изменения возможны на рынке сбережений.

Одним из наиболее значительных вызовов станет укрепление евро относительно доллара, связанное с ростом роли евро в мире. Динамика обменного курса может оказать существенное влияние и на развитие торговых и инвестиционных отношений между Россией и ЕС, и на макроэкономическую ситуацию в России. Укрепление евро ведет к удорожанию российского импорта, что, с одной стороны, может спровоцировать внешний ценовой шок, за которым последует типичное ускорение темпов инфляции внутри страны, а с другой – вызвать снижение спроса на европейские товары. Поскольку стоимость импорта при равном количестве импортируемых товаров будет расти, то, по оценкам специалистов Экономической экспертной группы и сотрудников ЕЦБ, при повышении курса евро на 1% физический объем импортируемых товаров будет уменьшаться больше чем на 1% [2; 22]. Одновременно рост курса евро будет способствовать снижению стоимости российских товаров на европейских рынках и, следовательно, увеличению их привлекательности за рубежом. Однако это не приведет к росту товарных поставок в силу преобладания в российском экспорте сырьевых продуктов, спрос на которые по цене негибок, а значит, укрепление курса евро в конечном счете не вызовет увеличения торгового оборота между Россией и Европейским союзом, что отрицательно скажется на экономическом росте. Сокращение поставок из стран ЕС коснется прежде всего промышленных товаров, на которые приходится свыше 86% российского импорта из Европейского союза. Указанные процессы могут привести к снижению инвестиций и замедлению хода технического перевооружения российских предприятий.

При укреплении курса евро на мировых финансовых рынках возрастает и нагрузка на российский бюджет, связанная с обслуживанием внешнего долга, номинированного в евро. По оценкам, повышение курса евро к доллару США на 1 цент влечет увеличение расходов бюджета по обслуживанию внешнего долга на 100 млн долл. США. Рост бюджетной нагрузки по обслуживанию внешнего долга также будет отрицательно влиять на темпы экономического развития России в среднесрочной перспективе.

Таблица 6.

Доказанные запасы нефти по регионам мира, 1991–2011 гг., млн барр.

	1991 г.	2001 г.	2010 г.	2011 г.	В процентах
Весь мир	1032,7	1267,4	1622,1	1652,6	100,0
в том числе:					
страны – члены ОЭСР	142,7	254,8	235,0	234,7	14,2
страны – нечлены ОЭСР	890,1	1012,6	1387,1	1417,9	85,8
страны ОПЕК	769,0	855,5	1167,3	1196,3	72,4
страны – нечлены ОПЕК	204,7	330,4	329,4	329,4	19,9
страны Европейского союза	8,3	8,8	6,8	6,7	0,4
страны – члены СНГ	59,0	81,4	125,4	126,9	7,7

Источник: BP. (<http://www.bp.com/sectiongenericarticle800.do?categoryId=9037157&contentId=7068604>)

Таким образом, усиление роли евро на российском финансовом рынке не только открывает новые горизонты по управлению инвестициями и привлечению средств, но и ставит новые задачи практически перед всеми субъектами экономики Российской Федерации. Так, Центральному банку предстоит создать новую систему управления курсом национальной валюты, позволяющую более гибко реагировать на возможные резкие колебания курсов валют на международных рынках, не порождая ажиотажа на российском и гарантирующую макроэкономическую стабильность в условиях биполярного валютно-финансового рынка. Министерству финансов придется вносить коррективы в бюджет, поскольку укрепление рубля относительно бивалютной корзины будет снижать доходы от экспорта и влиять на расходы по обслуживанию внешнего государственного долга. Существенное обновление продуктового ряда предстоит сделать всему банковскому сектору.

Еще одно из важнейших следствий увеличения значения евро на российском финансовом рынке заключается в возникающей благодаря дедолларизации экономики возможности усиления роли рубля. Последние годы реальный эффективный валютный курс рубля постоянно растет, эффективная доходность вкладов в рублях сегодня выше доходности любых валютных вкладов, не говоря уже о хранении валюты «под подушкой». Появившаяся альтернатива вложениям в доллар США заставляет население пересматривать свои инвестиционные приоритеты, в том числе в сторону увеличения доли рублевых сбережений. Также евро может содействовать оптимизации отношений на российском потреби-

тельском рынке, ведь ни в одной развитой стране мира цены на товары, произведенные в других странах, не выражаются в иностранной валюте.

По мере того как евро будет все более утверждаться в статусе международной валюты, его влияние на российскую экономику будет расти. Однако это влияние является до известной степени обоюдным: увеличение роли евро на российском рынке может иметь довольно существенные последствия для европейских финансовых рынков. Одна из главных перспектив в этом отношении связана с интересами российских нефтяных компаний, способных оказать решающее влияние на то, в какой валюте будут котироваться контракты на мировом рынке нефти.

Таблица 7.

Импорт нефти и нефтепродуктов в зону евро, по регионам, странам мира и организациям, 2000–2011 гг., в % к итогу

	Годы									
	2000	2001	2002	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2011
Страны – члены ОПЕК	39,3	35,1	31,8	32,1	32,3	31,2	30,5	30,9	31,6	29,0
Россия	15,5	17,6	18,7	20,9	21,0	20,9	22,1	20,0	24,6	25,6
Азербайджан	0,6	0,8	0,8	0,5	0,7	1,3	2,0	2,2	2,6	3,1
Казахстан	1,5	1,4	2,1	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,7	4,1
Норвегия	10,5	10,3	11,2	10,8	8,6	7,6	7,0	6,8	6,0	6,8
Страны Латинской Америки	2,2	2,6	2,6	2,1	2,5	2,7	2,8	2,7	2,5	2,7
Страны Африки и Карибского бассейна	6,5	7,3	6,8	5,2	6,1	6,2	6,3	8,3	7,1	9,0
Прочие регионы, страны и международные организации	23,9	24,9	26,0	25,4	25,8	27,0	26,1	26,0	21,9	19,7

Источник: Евростат. (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_mainez&lang=en)

Аналогичные процессы будут происходить и в отношениях Евросоюза со странами Ближнего Востока, с которыми у него также имеются значительные торговые связи. С 2000 по 2011 гг. средняя доля импорта товаров из Европейского союза в общем объеме импорта стран, расположенных на Ближнем Востоке и в Северной Африке, составила 44%. Центральные банки этих стран объективно будут стремиться поддерживать фиксированный курс национальных валют относительно евро. Соответственно, производители нефти и нефтепродуктов в этих странах заинтересованы в образовании нового нефтяного рынка, на котором котировки будут осуществляться в евро, а не в долларах США. Если подобные примеры будут иметь место, это откроет единой валюте путь на рынки энергоносителей и другого сырья, что имеет огромное коммерческое и стратегическое значение для стран Экономического и валютного союза.

Кроме продавцов нефти из России и стран Ближнего Востока, практически все операторы из Европейского союза желали бы исключить валютный риск и получить котировки нефти в евро. Зона евро импортирует около 75% потребляемой нефти и нефтепродуктов. При этом страны Ближнего Востока и СНГ, ближайшие торговые партнеры зоны евро, суммарно владеют более 80% мировых резервов нефти (табл. 6, 7). В этих условиях существующая взаимная заинтересованность в создании сегмента, в рамках которого нефть котируется бы в евро, действительно может привести к изменению правил определения цен на всем мировом энергетическом рынке. Исчезновение валютных рисков с европейских товарных рынков приведет к снижению расходов и повышению долгосрочной стабильности цен и, более того, может стать важным фактором макроэкономической стабильности в ЕС. Последнее положительно скажется на экономике России, а создание рынка нефти и газа в единой европейской валюте способно послужить дальнейшему развитию торгово-экономических отношений между Россией и ЕС. И главное: поскольку роль валюты как меры стоимости на сырьевых рынках оказывает влияние на ее международное значение, то ожидаемое увеличение роли евро на рынках России и стран Ближнего Востока может привести к резкому росту значения евро и на международных финансовых рынках.

* * *

Изучение международной роли евро позволяет сделать три главных вывода:

- в последние годы роль евро на международных рынках существенно возросла, особенно велика эта роль в некоторых сегментах рынка;
- увеличение международного значения евро связано с поведением экономических субъектов зоны евро;
- наиболее полно евро исполняет функции международной валюты в географически близких с зоной евро странах.

Можно подытожить, что с 1999 г. евро играет позитивную роль в развитии внешнеэкономических отношений как в рамках своей зоны, так и за ее пределами. Положительные результаты его введения совпали с процессом конвергенции цен в странах зоны евро, что привело к снижению общего уровня цен, в том числе импортных и экспортных. Введение единой валюты стимулировало внутреннюю конкуренцию в зоне евро, способствующую восстановительному экономическому росту ЕС, и вызвало интенсификацию потоков капитала, что ускорило финансовую интеграцию.

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. В то же время формирование Экономического и валютного союза нельзя считать завершенным: 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 [24]. Однако ответить на вопрос о возможности его использования в других регионах мира трудно. Как считает член управляющего совета ЕЦБ К. Нуайе, идти в направлении валютной интеграции следует осторожно, учитывая уровень экономиче-

ской взаимозависимости соответствующих стран, а также наличие политической воли у их властей [25].

Вместе с тем изменение международных позиций евро – вовсе не линейный процесс укрепления, поскольку на него воздействуют разнонаправленные факторы. Доля евро, например, на международном рынке облигаций с 2010 по 2011 гг. снизилась практически на 1 процентный пункт (составив 25,7%). Специалисты объясняют это разницей между депозитными процентными ставками в зоне евро (0,33%) и США (0,43%) – более высокая ставка способствует спросу на облигации, номинированные в долларах.

Некоторые эксперты справедливо предостерегают, что, хотя в ближайшие два-три года вполне вероятно будет наблюдаться усиление евро как одной из мировых валют, в долгосрочной перспективе эта денежная единица может стать менее привлекательной для центральных банков, так как с увеличением курса растет риск того, что он будет нуждаться в корректировке. Оптимальным называется курс, не превышающий 1,35 долл. за евро, тогда как в сентябре 2010 г. он достигал 1,4 долл.

Также следует отметить, что превращение валюты в международную создает для региона и входящих в него стран не только преимущества, но и риски, повышает ответственность, так как эмитент становится более уязвимым перед лицом колебаний обменных курсов валют, подрывающих финансовую и макроэкономическую стабильность и ограничивающих выбор возможных мер монетарной политики. Кроме того, быстрое повышение курса евро невыгодно европейским производителям, поскольку ведет к удорожанию экспорта, снижая его конкурентоспособность по сравнению с американскими и азиатскими товарами, что, в свою очередь, тормозит экономический рост. Неслучайно бывший президент Франции Н. Саркози, выступая перед широкой публикой 23 июня 2007 г., сказал, что «зона евро является единственной зоной в мире, где валюта не используется в интересах экономического роста» [10, р. 1; 23, р. 155].

Нынешние относительно благоприятные для евро условия на международных финансовых рынках не гарантированы на будущее; ситуация ухудшится, если будет нарушена стабильность экономического роста. Политика обменного курса не может заменить необходимых изменений в реальной экономике. Если правительства стран зоны евро не продолжат реформы экономики, рынков труда, единой сельскохозяйственной и налоговой политики, то обвинения в некомпетентности ЕЦБ многократно усилятся, что снизит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро.

Чтобы сделать евро действительно мировой валютой, необходимо расширить границы его применения в международных торговых и финансовых операциях, выйдя за пределы региона, непосредственно прилегающего к зоне евро. В долгосрочном плане решение этой задачи будет во многом зависеть от преодоления структурных и других трудностей, стоящих на пути экономического роста и интеграции финансовых рынков Евросоюза. Важную роль сыграет способность ЕС выступать единым фронтом на международной арене, в том числе по финансовым вопросам.

Также проведенный анализ показывает, что хотя в настоящее время евро является второй по значению иностранной валютой в России, по многим макроэкономическим показателям евро значительно уступает доллару. Несмотря на поступательный рост оборотов, его доля на наличном и безналичном рынках нашей страны не превышает 20%.

Главными препятствиями для дальнейшего расширения торговли евро в России являются: небольшой спрос со стороны российских операторов и недостаточная ликвидность

рынка евро-рубль. Решение 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 единой валюте. Что касается российского экспорта, то если Россия начнет использовать евро в качестве средства платежа в нефтяных контрактах (а доллар останется в них валютой цены), 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 неизбежно 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 издержки 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 маржа по евро постепенно сокращается.

Чтобы доверие к единой европейской валюте росло, ее курс на мировых финансовых рынках должен отличаться долгосрочной стабильностью. Созданию критической массы предприятий, заинтересованных в стабильности рубля относительно евро, будет способствовать приток европейских инвестиций в Россию, которые (в отличие от торговых отношений) не получили широкого развития. Не только степень развитости торгово-экономических отношений между Россией и ЕС будет определять возможность становления евро в качестве мировой валюты, важным фактором станет также гибкость курсовой политики Банка России.

Введение Банком России бивалютной корзины, по отношению к которой определяется курс российского рубля, и рост в этой корзине доли евро будут способствовать уменьшению волатильности в паре рубль-евро. 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 зависит от того, будет ли маржа рубль-евро больше или меньше суммы маржей рубль-доллар и доллар-евро.

Тем не менее, повторюсь, вышеперечисленные факторы могут влиять на скорость роста значения евро в России, но сам факт усиления роли евро в торгово-экономических отношениях России с внешним миром представляется неизбежным. Геополитически Россия гораздо ближе к Европе, и не только географически, но и благодаря совпадению систем ценностей. В этом смысле для России практически нет альтернативы дальнейшему укреплению политических, экономических и культурных связей с Евросоюзом.

В заключение хотелось бы подчеркнуть, что макроэкономические процессы в зоне евро позволяют сделать важные выводы и для курсовой политики России. Чтобы рубль оставался национальной валютой, государству необходимо целенаправленно повышать его ликвидность. Рубль должен полноценно выполнять функции денег на внутреннем рынке, а в перспективе – и 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 дру-

гим 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.

* *
*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Буторина О.В.* Международные валюты: интеграция и конкуренция. М.: Деловая литература, 2003.
2. *Воронина В., Дынникова О.* Влияние изменения курса евро на экономику России. М.: Центр экономических и финансовых разработок, 2002.
3. *Кондратов Д.* Антикризисная политика зоны евро в условиях долгового кризиса // Общество и экономика. 2013. № 1–2. С. 71–107.
4. *Кондратов Д.* Последствия европейского долгового кризиса и перспективы зоны евро // Мировая экономика и международные отношения. 2012. № 10. С. 52–61.
5. *Пищик В.Я.* Интернационализация евро и повышение его роли в мировой валютной системе // Мировая валютная система и проблемы конвертируемости рубля. М.: Международные отношения, 2006. С. 102–139.
6. *Arestis P., Chortareas G.* Monetary Policy in the Euro Area // Journal of Post Keynesian Economics. 2006. Vol. 28. № 3. P. 371–394.
7. *Attali J.* La crise se commence. (<http://fr.euronews.net/2010/05/07/>)
8. *Bertuch-Savuels A., Ramlgan P.* L'euro, monnaie mondiale? // Problèmes écon. P., 2007. № 2926. P. 41–45.
9. *Caporale G., Cipollini A.* The Euro and Monetary Policy Transparency // Eastern Economic Journal. 2002. Vol. 28. № 1. P. 59–70.
10. *Creel J., Laurant E.* La Banque Centrale Européenne va-t-elle faire Plonger la Zone Euro? // Lettre de l'OFCE. P., 2008. № 296. P. 1–4.
11. *Eichengreen B., Mathieson D.* The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect: IMF Working Paper, WP/00/131. 2000.
12. Elements of the Euro Area: Integrating Financial Markets / ed. by J. Berg, M. Grande, F. Mongelli. Aldershot: Ashgate Publishing, Ltd., 2005.
13. *European Central Bank.* International Role of the Euro – 2011. ECB, Frankfurt-am-Main, 2012. (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>)
14. *Gros D.* China and India: Implications for the EU Economy: CEPS Working Document № 280. 2008, Jan. (<http://www.ciaonet.org/wps/ceps10606/ceps10606.pdf>)
15. 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. (http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce)
16. *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. (<http://www.mitpressjournals.org/toc/asep/7/1>)
17. L'action des banques centrales // Documents et débats. P., 2010. № 3. (http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf)
18. Monetary Policy in the Euro Area: Strategy and Decision Making at the European Central Bank / ed. by O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani. Cambridge : Cambridge University Press, 2001.

19. *Noyer Chr.* De Maastricht a l'Europe actuelle et future. (http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/discours_09_05_2007.pdf)
20. *Noyer Chr.* La stabilité financière en Europe et dans le monde. (<http://www.banque-france.fr/fr/instit/2010/copenhague.pdf>)
21. OECD Economic Surveys: Euro Area. P.: OECD Publishing, March 2012.
22. *Polański Z., Winkler A.* Russia, EU Enlargement and the Euro // European Central Bank Occasional Paper Series. 2008. № 93.
23. Politique Monétaire: A petits pas / Blot C., Mathier C., Riffart Chr. et al. // Rev. de l'OFCE. P., 2007. № 101. P. 143–163.
24. *Rose A.* One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade // Economic Policy. 2000. № 30.
25. *Surico P.* The Monetary Policy of the European Central Bank // The Scandinavian Journal of Economics. 2007. Vol. 109. № 1. P. 115–135.
26. The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis // Month. bull. of ECB. Frankfurt a. Main, 2010. № 1. (<http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf>)
27. The Euro and Economic Stability: Focus on Central, Eastern and South-Eastern Europe / ed. by E. Nowotny, P. Mooslechner, D. Ritzberger-Grünwald. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2010.
28. The Euro at Ten: The Next Global Currency? / Editor: A. Posen, J. Pisani-Ferry. USA, Peterson Institute for International Economics, 2009.
29. *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. (<http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>)
30. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010. Bank for International Settlements, 2010. December.