

ДМИТРИЙ КОНДРАТОВ

# Есть ли будущее у евро?

Европу создаст валюта.  
Ж. Рюефф (1896—1978)

## Евро и международные валютные резервы

В течение 1999—2011 годов основные изменения в структуре мировых валютных резервов были связаны с постепенным ростом доли евро (с 17,9 до 25,0 процентов) и соответственно уменьшением удельного веса доллара (с 71,0 до 62,2 процента) и прочих валют. Хотя в абсолютном выражении прирост в официальных резервах долларовых активов превышал увеличение активов в евро, тем не менее в относительных показателях наблюдалась тенденция к опережающему росту доли единой европейской валюты в резервах вследствие происшедшего в этот период укрепления доверия к евро и повышения его обменного курса по отношению к американской валюте (см. Рис. 7 и Табл. 3).

Сразу после образования зоны евро и введения единой европейской валюты размер официальных резервов центральных банков ЭВС по объективным причинам существенно сократился (см. Рис. 8). Во-первых, с установлением необратимой фиксации курсов национальных валют друг к другу и к евро с последующей их заме-

ной на единую европейскую валюту, а также в связи с превращением примерно половины взаимной торговли стран зоны евро во внутренний товарооборот объем официальных резервов центральных банков стран ЭВС объективно стал значительно меньше. Часть валютных резервов стран—участниц Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), денонмированных в национальных валютах их партнеров по ЭВС, была конвертирована в евро, который стал внутренней денежной единицей стран ЭВС.

Во-вторых, 31 декабря 1998 года, в соответствии с договором о создании Европейского Союза, центральные банки, входящие в ЕСЦБ, произвели конверсию находящихся на их счетах официальных экю в золото и иностранную валюту. Эти средства представляли собой соответствующие доли национальных банков в капитале ЕЦБ, которые были сформированы ими путем выпуска экю в виде возобновляемых свопов против их взноса в ЕЦБ золота и долларов США в соотношении 20:80. Максимальная сумма перевода должна была составить 50 миллиардов экю (или 50 миллиардов евро по установленному кур-

---

КОНДРАТОВ Дмитрий Игоревич — старший научный сотрудник Института Европы РАН, кандидат экономических наук.

Окончание. Начало см. «Свободная Мысль». 2012. № 11/12.



Источник: База данных Европейского центрального банка (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf1=4&FREQ=M&sf3=4&node=2018794>).

Рисунок 7. Динамика индекса номинального курса евро к доллару США и британскому фунту, 1999–2012 годы

Таблица 3

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

|                            | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Доллар США                 | 71,0 | 71,1 | 71,5 | 67,1 | 65,9 | 65,9 | 66,9 | 65,5 | 64,1 | 64,1 | 62,1 | 61,5 | 62,2 |
| 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    | 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: Международный валютный фонд ([www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a1.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2011/eng/pdf/a1.pdf)) и Европейский центральный банк ([www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf)).

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

су 1 экю=1 евро). Фактически сумма конверсии составила 39,46 миллиарда евро, поскольку центральные банки Великобритании, Греции, Дании и Швеции не вошли в зону евро. 15 процентов этой суммы были конвертированы в золото, а 85 процентов — в доллары США и японские иены.

Расширение сферы и масштабов использования денежной единицы в

качестве резервного актива находится в тесной зависимости от выполнения валютой денежных функций в международном обороте. В частности, профессор Калифорнийского университета Б. Айхенгрин и главный экономист Международного валютного фонда Д. Мэтисон считают, что начальный этап повышения доли какой-либо иностранной валюты в структуре

официальных резервов центральных банков во многом определяется ее выбором в качестве «якорной валюты», к которой привязана национальная денежная единица, а также масштабами использования этой иностранной валюты для обслуживания международных торговых и финансовых потоков<sup>1</sup>.

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

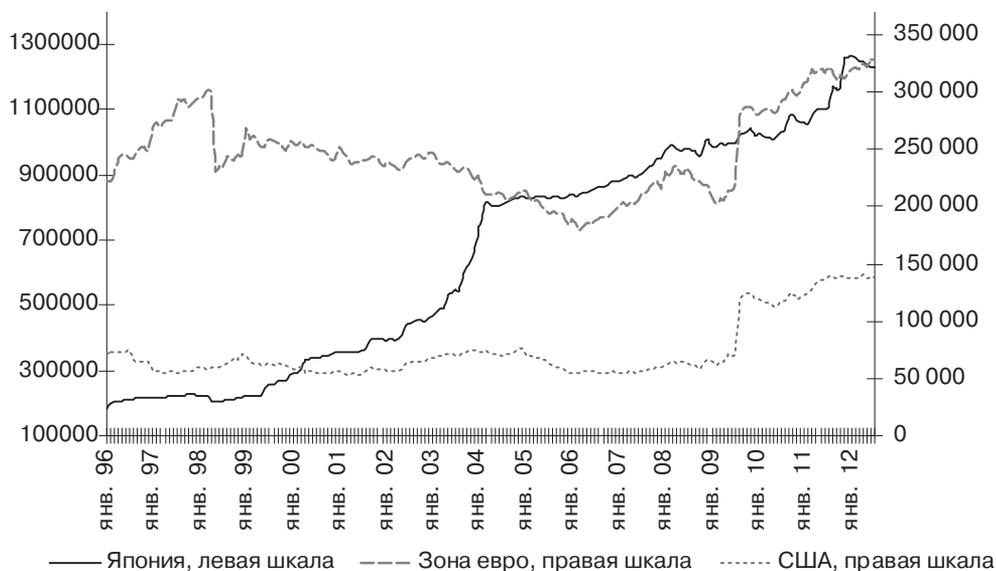
В отличие от евро доллар, уже длительное время выполняющий функцию общепризнанного мирового резервного актива, является «якорной валютой» не только для стран Западного полушария, но также для многих государств Юго-Восточной Азии, Африки и ряда стран СНГ. Доллар занимает доминирующие позиции в валютных резервах стран этих регионов несмотря на то, что, по данным Организации экономического сотрудничества и развития и Банка международных расчетов, тор-

говые и финансовые потоки азиатских и особенно африканских государств в большей степени ориентированы на Евросоюз, чем на США. Например, по оценкам ОЭСР, в структуре валютных резервов Гонконга, на который в конце 2011 года приходилось примерно 5 процентов общего объема мировых валютных резервов, доля доллара составляет около 80 процентов, евро и других европейских валют — 15 процентов, японской иены — 5 процентов. В аналитических материалах ЕЦБ на основе данных макроэкономической статистики 98 центральных банков мира проанализировали масштабы использования в различных регионах мира доллара, евро и иены в качестве резервного актива.

Подробный анализ структуры формирования валютных резервов свидетельствует, что в 2010 году рост резервов, номинированных в евро, сдерживался снижением курса евро по отношению к валютам стран—основных торговых партнеров на мировых рынках. Объемные показатели прироста международных валютных резервов с момента введения евро в 1999 году показывают, что доля евро в количественном приросте валютных резервов в 1999—2010 годах составляла 22—25 процентов. Доля доллара США за это время снизилась с 71,1 в 1999-м до 61,5 процента в 2010 году. То есть в 2010-м уменьшению доли доллара США во многом способствовала курсовая динамика<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> 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 процентам. То есть основным фактором являются сложившиеся предпочтения (см. **B. Eichengreen, D. Mathieson.** The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect. — «IMF Working Paper». 2000. WP/00/131).

<sup>2</sup> В экономической литературе воздействие изменений валютных курсов на международные резервы сводится, как правило, к определению курсовой прибыли или курсовых убытков, то есть с номинальным изменением оценки валютных резервов в национальной валюте. Если курс доллара к евро падает, например, на 20 процентов, что соответствует повышению курса евро к доллару на 25 процентов, то оценка долларовых резервов в евро сокращается на 20 процентов. Подобная переоценка резервов лежит в основе определения курсовой прибыли или убытков банков и других учреждений, в том числе и центрального банка.



Источники: «International Financial Statistics, 2013».

Рисунок 8. Валютные резервы в зоне евро, США и Японии, 1996–2012 годы (млн долларов США)

Таблица 4

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

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

Источники: Европейский центральный банк ([www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf](http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf)).

В 2011 году, при изменении динамики курсов мировых валют, впервые за всю историю абсолютный прирост резервов, выраженных в евро, превысил прирост резервов, сформированных в долларах США. Другими словами, за прошедший год государства мира дополнительно приобрели активы в европейской валюте на сумму 77,1 миллиона евро больше, чем за предыдущий год.

Прирост международных резервов, номинированных в евро, помимо курсового фактора, был обусловлен несколькими причинами. Во-первых, к 2011 году процесс глобализации финансовых рынков вошел в решающую стадию. Исчезновение барьеров на пути движения капиталов и повсеместная либерализация валютных режимов значительно осложнили для правительств зада-

чу поддержания стабильности валютных курсов. У рыночных спекулянтов, наоборот, возможности проведения атак на ту или иную валюту многократно возросли. Национальным властям, чтобы обеспечить достаточную защиту своей денежной единицы, теперь требуется гораздо больше валютных накоплений, чем раньше. В первую очередь это относится к валютам развивающихся стран и стран с переходной экономикой. С первого квартала 2010-го по первый квартал 2012 года общие валютные резервы этой группы государств увеличились с 3,68 до 4,59 триллиона СДР<sup>3</sup>.

Во-вторых, в 1990-е годы МВФ активно пропагандировал преимущества валютных режимов, предусматривающих жесткую фиксацию курса

слабой денежной единицы к валюте-«якорю». Последней, как правило, выступал доллар США (везде, кроме Центральной и Восточной Европы). К середине десятилетия тезис о необходимости и полезности жесткой фиксации уже был не только официальной точкой зрения международных финансовых организаций, но и прочно утвердился в политических и научных элитах большинства стран. Целый ряд государств Азии и Латинской Америки, а также Россия ввели режимы валютного управления (currency board), жесткой или скользящей фиксации. Для их поддержания, естественно, были необходимы резервы в соответствующей валюте, то есть в долларах. Последовавшие затем валютно-финансовые кризисы

**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.**

1997—1998 годов только увеличили потребность развивающихся стран в государственных накоплениях. Если в 1998 году они увеличились на 13 миллиардов СДР, по сравнению с предыдущим годом, то в 1999-м прирост составил 82 миллиарда СДР.

И в-третьих, вследствие распада советского блока валюты бывших социалистических стран перестали быть замкнутыми. Большинство правительств поставили цель как можно скорее перейти к полной конвертируемости национальных денежных единиц. Поддержание рыночного курса

<sup>3</sup> 1 доллар США=0,634913 СДР.

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<sup>4</sup>. К середине 2012 года официальные резервы стран Центральной и Восточной Европы и СНГ составляли около 580,74 миллиона СДР, из которых больше половины было выражено в европейской валюте, а другая часть (около 30 процентов) — в долларах. Примерно 300,60 миллиона СДР находится в резервах Банка России и еще меньше, 55 миллионов, — в резервах стран СНГ.

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

Перспективы евро в качестве резервной валюты будут определяться двумя основными факторами: долгосрочным стремлением инвесторов (в данном случае государственных) диверсифицировать валютную структуру резервов и способностью евро удовлетворить эту потребность, что в свою очередь будет зависеть от сравнительных параметров рыночного поведения евро и доллара.

## РЫНОК МЕЖДУНАРОДНЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Несмотря на то, что роль евро при формировании государственных валютных резервов в целом пока далека от потенциальной, уже сегодня существуют финансовые рынки, на которых евро играет роль, относительно сопо-

ставимую с ролью доллара США, — например рынок международных долговых обязательств (см. Табл. 5).

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

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

В этот период наступившее после биржевого бума конца 1990-х годов общее ослабление и непредсказуемость ситуации на мировых финансовых рынках, а также рецессия в странах Евросоюза и США неизбежно отразились на неустойчивой динамике эмиссий на международном рынке ценных бумаг как в евро, так и в долларах США (см. Рис. 9). В сопоставлении с данными за 2010 год произошла существенная понижающая коррекция выпуска долговых обязательств в евро — на 21 процент, которая в 2011 году сменилась

<sup>4</sup> См. О. В. Бугорина. Международные валюты: интеграция и конкуренция. М., 2003. С. 180—181.

Таблица 5

Валюта выпуска международных долговых обязательств (доля от всех обязательств, находящихся в обращении), 1999–2011 годы (в процентах, в текущих ценах)

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

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

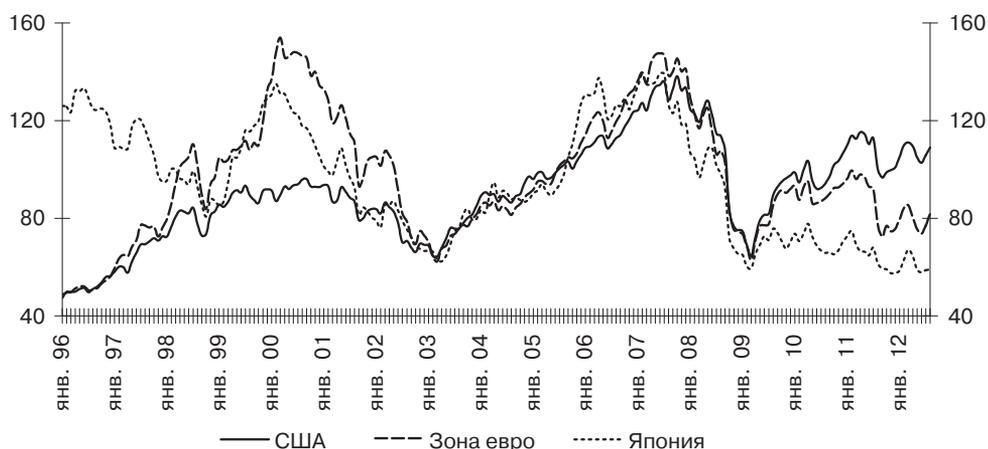
ростом объема данных эмиссий на 28 процентов с последующим новым снижением в 2012-м на 12 процентов. Объем чистых долларовых эмиссий международных долговых обязательств стабильно увеличивался в 2000–2010 годах, но в 2011-м резко упал — на 34 процента. В 2012 году впервые объем чистых международных эмиссий в долларах оказался ниже соответствующего показателя эмиссий в евро.

В целом, несмотря на общую нестабильность на мировых финансовых рынках в 2012 году, 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, которое начиная с 2002 года впервые склонилось в пользу единой европейской валюты.

Несмотря на отставание в объемах рынка долговых обязательств, ЕС на сегодня контролирует почти половину

выпуска всех долговых обязательств, рассчитанных на международных инвесторов. Доминирование доллара США во многом связано с быстрыми темпами роста государственного долга, нетто-задолженности и дефицита счета текущих операций платежного баланса США (см. Рис. 10). В ближайшем будущем последовательный рост 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.

Пока нет детальной информации о том, влечет ли рост объема ценных бумаг, номинированных в евро, увеличение роли евро на валютном рынке. Основной оборот торгов (более 5,05 триллиона долларов США в день) совершается вне организованного рынка, и поэтому статистика валютного рынка видится достаточно ограниченной,



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

Рисунок 9. Динамика индексов фондовых бирж в зоне евро, Японии и США, 1996–2012 годы (2005 год=100)

основным источником информации является обзор межбанковского валютного рынка, проводимый Банком международных расчетов раз в три года<sup>5</sup>.

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

Как отмечают эксперты БМР, важным фактором общей тенденции к повышению доли евро на рынке долговых обязательств является и то, что европейские банки, как правило, проводят операции на этом сегменте рынка через свои отделения, расположенные в Лондонском финансовом центре. Банки стран зоны евро переводят крупные

суммы средств, деноминированных в евро, в Великобританию, которые позже — как правило, с лагом в один квартал — возвращаются на континент для финансирования потребностей предприятий корпоративного сектора. Такие круговращательные перемещения финансовых средств, деноминированных в евро, во многом объясняют экспансию позиций кредитных организаций в единой европейской валюте на международном банковском рынке. Кроме того, растущая роль евро на международном рынке кредитов связана с тем, что банки—нерезиденты зоны евро все более активно инвестируют средства в ценные бумаги, выпущенные европейскими резидентами, по сравнению с американскими ценными бумагами. В частности, в последнее время японские банки все более активно приобретают ценные бумаги, эмитированные европейскими резидентами. Эти тенденции в большей степени относятся к анализу роли евро на международном рынке капиталов в так называемой узкой его трактовке, то есть перспектив его использования инвесторами и заемщиками из числа нерезидентов ЭВС<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> См. «Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010». Bank for International Settlements. December 2010.

<sup>6</sup> См. В. Я. Пищик. Интернационализация евро и повышение его роли в мировой валютной системе. М., 2006. С. 113.

Валютное распределение оборота на валютном рынке в 1998–2010 годах  
(в процентах к итогу)

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

*Примечание:* Поскольку в любой сделке на валютном рынке участвует пара валют, суммарная доля всех валют составляет 200 процентов.

*Источник:* BIS ([www.bis.org/publ/rpfx10t.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx10t.htm)).

## «Привычки и инерция»

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

Между тем начиная с июля 2012 года курс евро начинает повышаться. Данные об изменении курса евро по отношению к доллару представлены на Рисунке 7. В целом за период 1999–2012 годов разница между самым низким курсом доллара (0,8252 на 26 октября 2000 года) и самым высоким (1,5990 на 15 июля 2008-го) составила около 67 процентов.

Чтобы евро стал действительно мировой валютой, он должен расширить границы своего применения в международных операциях, выйдя за пределы региона, непосредственно прилегающего к зоне евро. В долгосрочном плане способность евро решить эту

задачу будет во многом зависеть от преодоления структурных и других трудностей, стоящих на пути экономического роста и интеграции финансовых рынков. Важную роль также должна играть способность ЕС выступать единым фронтом на международной арене, в том числе по международным финансовым вопросам.

Позитивным фактором для евро является более чем двукратное увеличение за период с 1999-го по 2011 год объема чистых активов, принадлежащих нерезидентам. Особенно быстро они росли в 2002–2006 годах, 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 годах, а также повышение конкурентоспособности зоны евро в области привлечения инвестиций.

На будущей роли евро как международной валюты могут сказаться еще два фактора. *Во-первых*, то, насколько сильной и быстрой будет корректировка глобальных дисбалансов и в первую очередь между глобальными сбережениями, инвестициями и потреблением. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать

приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов США могут вызвать резкое падение доллара и привести к резкому расширению использования евро в качестве международной валюты. В то же время более плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное и сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

По данным министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США — 43,4 процента на конец третьего квартала 2012 года, а инвесторы из европейских стран занимают второе место — 30,5 процента. На долю стран—экспортеров нефти приходится менее 5 процентов. В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53 процента на 2011 год), вслед за ними идут инвесторы из стран Западного полушария (26 процентов) и Азии (18 процентов). Таким образом, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет играть определяющую роль в сохранении высокого спроса на долларовые активы, который

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

*Вторым* фактором является быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро, к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако вряд ли расширение международного использования их валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост их экономик. Поскольку страны Азии владеют существенной долей мировых официальных резервов, их реакция на возможное дальнейшее понижение номинального эффективного валютного курса доллара будет иметь большое значение<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Дальнейшее снижение номинального эффективного валютного курса доллара на мировых финансовых рынках вероятно в связи с усилением международной роли евро, а также необходимостью урегулирования дефицита платежного баланса США. Так, с 2009 года дефицит США по текущим операциям угрожающе растет: с 2,74 процента к ВВП в первом квартале 2009-го он увеличился до 4,32 процента в третьем квартале 2012 года. Поскольку валюты основных торговых партнеров США (Мексика и Китай) де-факто привязаны к доллару США, обесценение доллара относительно корзины валют торговых партнеров может произойти только за счет девальвации относительно евро и/или японской иены.

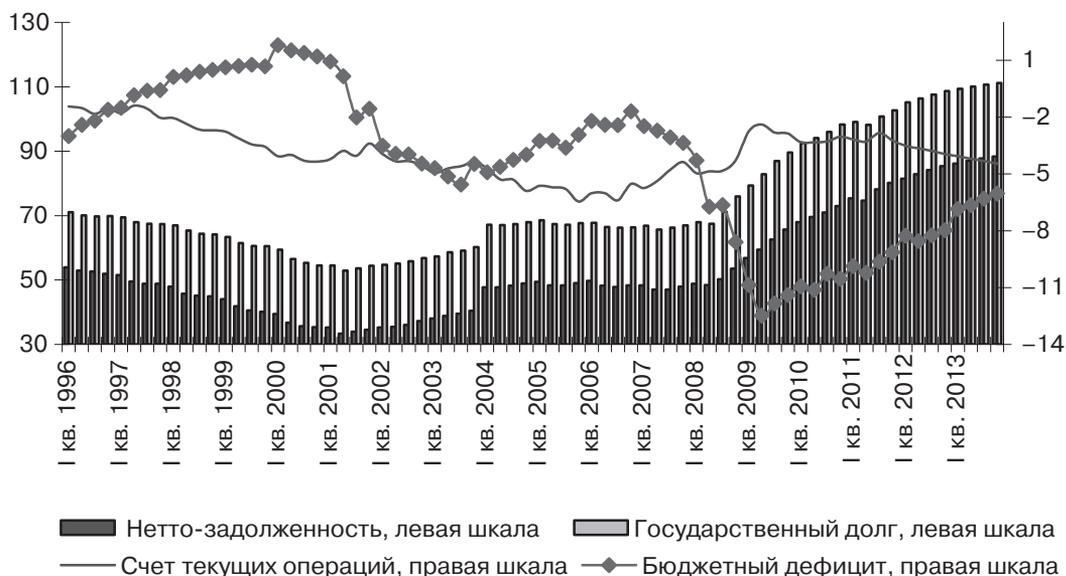
К причинам дальнейшего укрепления курса евро и иены (и соответственно снижения курса доллара) следует отнести и изменение соотношения спроса и предложения на соответствующие валюты, обращающиеся в международном платежном обороте. В 2011 году относительно увеличился их приток в связи с изменением валютно-финансового положения стран—членов ОПЕК, которые в 2011-м выступали «крупными поставщиками» евро и иены для международной банковской системы. Повышение спроса на нефть при одновременном росте экспорта и снижении импорта привело к увеличению активного сальдо текущего платежного баланса стран ОПЕК. Увеличение доходов от экспорта повлекло за собой «наплыв» в западные банки вкладов нефтедобывающих стран. Одновременно некоторые из них (Иран, Саудовская Аравия, Объединенные Арабские Эмираты и Катар) вынуждены во все больших масштабах прибегать к займам на международных рынках, то есть предъявлять спрос на евро и иены. В связи с этим см.: **K. Kalirajan, K. Singh.** A Comparative Analysis of China's and India's Recent Performances. — «Asian economic papers». 2008. Vol. 7. № 1 ([www.mitpressjournals.org/toc/asep/7/1](http://www.mitpressjournals.org/toc/asep/7/1)); **D. Gros.** China and India: Implications for the EU economy. — «CEPS Working Document». 2008. № 280 ([www.ciaonet.org/wps/ceps10606/ceps10606.pdf](http://www.ciaonet.org/wps/ceps10606/ceps10606.pdf)).

## Возможное усиление международной роли евро

Будучи созданным для удовлетворения потребностей населения стран ЕС, евро очень быстро приобрел значительный вес в системе международных расчетов. Домашние хозяйства, компании и правительства стран вне зоны евро стали использовать евро для осуществления ежедневных экономических и финансовых операций. Они могут в евро держать свои наличные, открывать банковские счета, получать кредиты и займы, эмитировать различные финансовые инструменты, выписывать счета и вести международные расчеты. Более того, органы власти третьих стран могут выбрать евро в качестве основы для своего валютного режима или хранить в евро часть своих валютных резервов. Евросистема, включающая ЕЦБ и центральные банки стран зоны евро, занимает нейтральную пози-

цию в отношении международной роли евро, то есть не продвигает единую валюту на международную арену и не считает это продвижение своей целью. Использование евро за пределами зоны евро является результатом экономического и финансового развития. В условиях глобализации, когда финансовые системы глубоко интегрированы, органы власти имеют весьма ограниченное влияние на интернационализацию валюты.

В то же время политика монетарных властей, направленная на обеспечение стабильности цен (что является главной целью деятельности ЕЦБ), косвенно способствует продвижению евро на рынки третьих стран и на международную арену. К тому же нейтралитет монетарных органов в отношении международной роли евро не означает отсутствия интереса к этому вопросу со стороны ЕЦБ и Евросистемы. ЕЦБ проводит мониторинг и анализирует международ-



Примечание: 2013 год — прогноз.

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

Рисунок 10. Государственный долг, нетто-задолженность, счет текущих операций и бюджетный дефицит в США, 1996–2013 годы (процентов к ВВП)

ную роль евро и начиная с 2001 года публикует ежегодные доклады об изменении роли евро в международных масштабах. Такой интерес объясняется, во-первых, тем, что использование единой валюты вне зоны евро может оказывать влияние на механизм передачи решений в области денежно-кредитной политики и на содержание информации (показателей), связанной с этой политикой. Во-вторых, повышение международной роли евро может способствовать усилению механизмов передачи в зону евро международных финансовых шоков и валютных кризисов. Следя за изменением международной роли евро, ЕЦБ предоставляет специалистам по международным валютным проблемам и широкой публике уникальные данные по этому вопросу.

Изучение международной роли евро позволяет сделать три промежуточных вывода:

- в последние годы роль евро на международных рынках существенно возросла, особенно велика эта роль в некоторых сегментах рынка;

- повышение международной роли евро связано с поведением экономических субъектов зоны евро;

- международная роль евро особенно велика в географически близких с зоной евро странах.

С момента своего возникновения в 1999 году евро сразу стал «международной» валютой, поскольку заменил национальные валюты одиннадцати стран — членов зоны евро. Заменяя, например, немецкую марку или французский франк, евро немедленно стал использоваться как резервная валюта в центральных банках или как валюта, к которой привязывались курсы некоторых национальных валют. Но сегодня международная роль евро значительно сильнее. Доля евро в мировых валютных резервах гораз-

до больше, чем сумма долей валют, которые он заменил (например, доля немецкой марки в мировых валютных резервах составляла на конец 1998 года 18 процентов). По данным МВФ, доля евро в мировых валютных резервах колеблется вокруг 25 процентов.

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

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

ЕЦБ внимательно изучает факторы увеличения займов в иностранной валюте, получаемых странами Центральной и Восточной Европы,

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

## Международное сотрудничество ЕЦБ

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

развития (ОЭСР) как один из членов делегации ЕС. Руководители банка являются членами некоторых постоянных комитетов БМР, который выступает как «банк центральных банков».

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

Тенденции формирования биполярной мировой валютной системы на основе доллара США и евро и набирающая силу интернационализация единой европейской валюты создают объективную основу для расширения сферы использования евро в России на официальном уровне и в частном обороте. Как считает профессор О. Буторина, главный стратегический выигрыш, который может получить Россия благодаря появлению евро, состоит в возможности «снизить ее зависимость от доллара и, следовательно, от экономической политики США»<sup>8</sup>. Сложившиеся на нынешнем этапе базисные условия внешнеэкономической деятельности России, в значительной степени ориентированной на Евросоюз, все больше входят в противоречие с укоренившейся за последние 10—15 лет ее долларизацией.

Изначально вовлечение российской экономики в процессы глобализации опиралось на доминирующую роль доллара США в опосредовании торгово-экономических и финансовых взаимосвязей России с внешним миром. Значительные масштабы

<sup>8</sup> О. В. Буторина. Международные валюты: интеграция и конкуренция. С. 269.

долларизации связаны, в частности, с особенностями структуры внешней торговли России с зоной евро и обусловлены тем обстоятельством, что на страны ЕС приходится 50 процентов всего объема российского экспорта энергоносителей. Как известно, валютой цены и платежа по стандартизированным контрактам на мировом энергетическом рынке традиционно выступает доллар США, что и предопределяет подавляющую долю американской валюты в расчетах по экспорту России в страны Евросоюза.

Политика официальных властей Евросоюза, опираясь на объективную тенденцию к формированию биполярной мировой валютной системы, направлена на оказание активного содействия продвижению евро на международные рынки капиталов и в сферу межгосударственных отношений. Руководство ЕС, учитывая масштабную роль российского рынка и ключевую роль России в СНГ как перспективной зоны обращения евро, стремится убедить Россию в преимуществах увеличения масштабов использования единой европейской валюты. В аналитических докладах ЕЦБ постоянно акцентируется внимание на 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 Банка России по оздоровлению государственных финансов, повышению устойчивости финансово-банковского сектора, снижению темпов инфляции и обеспечению стабильнос-

ти валютного курса рубля. В свою очередь, зона евро, во многом благодаря политике независимого ЕЦБ, стал зоной стабильности с низкими темпами инфляции и невысоким уровнем долгосрочных процентных ставок. В отличие от ЕЦБ, практикующего плавающий валютный курс, Банк России регулярно проводит валютные интервенции с целью регулирования обменного курса рубля, который ориентирован главным образом на доллар США. Однако, учитывая преимущественно европейскую ориентацию российских торговых и финансовых потоков, сохраняющаяся значительная диспропорция в их обслуживании в пользу доллара в определенной мере ослабляет конкурентоспособность российской экономики, объективно зависимой от динамики курса евро к американской валюте. Чем активнее развиваются торгово-экономические и финансовые связи между Россией и Евросоюзом, тем больше нарастает валютная диспропорция в пользу доминирующей роли доллара США в их обслуживании и соответственно усиливаются валютные риски, связанные с высокой волатильностью курса евро к российскому рублю.

Из представленной в Таблице 7 сравнительной характеристики динамики внешней торговли России со странами ЕС, АТЭС и СНГ за 2002—2012 годы видно, что во внешней торговле Российской Федерации доля стран Европейского Союза, особенно после состоявшегося в 2004 и 2007 годах расширения, является преобладающей, приближаясь к 50 процентам. Данные таблицы свидетельствуют о том, что в отношениях между Россией и странами ЕС в 2004 году наблюдались наиболее быстрые темпы прироста экс-

Таблица 7

## Экспорт/импорт Российской Федерации в страны ЕС, АТЭС и СНГ в 2003–2012 годах

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

\*Данные за первый квартал 2012 года.

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

порта (176 процентов) и импорта (146 процентов) даже по сравнению с ростом внешней торговли России со странами СНГ. Напротив, доли США в общем объеме российского экспорта (3,0 процента) и импорта (5,1 процента) имеют общую тенденцию к снижению. Это обуславливает объективную потребность устранения традиционно сложившейся разительной диспропорции в структуре валют, обслуживающих внешнеторговые потоки России, особенно принимая во внимание то, что доля стран Евросоюза в общем объеме внешней торговли России в десять раз превышает удельный вес США.

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

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

Существенно сократилась доля стран ЕС в импорте России (до 41,7 процента, то есть более чем на 3 процента по сравнению с 2009 годом) при резком увеличении доли стран—членов АТЭС (на 3 процента — до 32 процентов), главным образом за счет возросшего почти в два раза импорта из Китая. Несмотря на низкую долю США в российском внешнеторговом обороте (не более 3—4 процентов), в связи с сырьевой направленностью экспорта Россия остается в группе долларо-ориентированных стран, поскольку цены на большинство сырьевых товаров номинированы в долларах. С повышением нефтяных цен во втором полугодии 2012 года доля топлива в экс-

порте увеличилась до 72,7 процента (с 65,2 процента в последнем квартале 2011 года). Доллар остается основной валютой экспортных контрактов. А при условии, что в импорте растет доля стран—членов АТЭС, также большей частью ориентированных на доллар, увеличение роли европейской валюты во внешнеторговых операциях наталкивается на существенные ограничения.

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

Таким образом, и Евросоюз, и Россия, чей основной финансово-экономический потенциал расположен в европейской части страны, объективно заинтересованы в расширении сферы использования евро в обслуживании взаимного торгово-экономического и инвестиционного сотрудничества и соответственно учитывать в стратегии и реализации политики валютного курса рубля динамику обменного курса единой европейской валюты.

Тенденции в структуре внешней торговли России учитываются в методологии расчета индекса реального эффективного курса к иностранным валютам. В 2012 году доля США в общем внешнеторговом обороте России с 38 основными торговыми партнерами, используемая для расчета этого индекса, была снижена до 4,2 процента по сравнению с 5,63 процента в 2004 году. В то же время

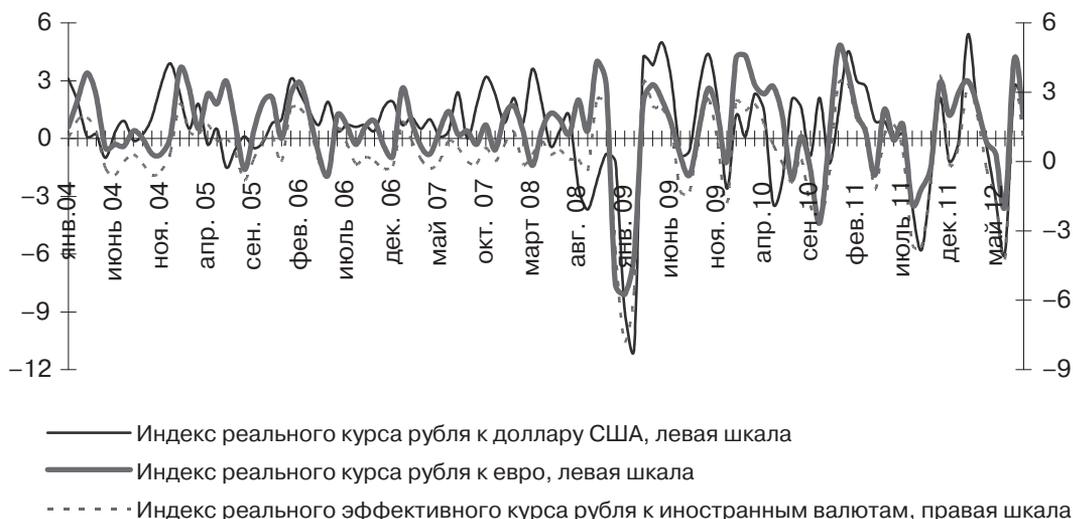
удельный вес 17 стран—членов зоны евро был определен в 40,0 процентов, а доля 27 государств-членов Евросоюза, входящих в состав 38 основных торговых партнеров России, — на уровне 54,54 процента. Однако по-прежнему большая часть внешнеторговых контрактов в России заключается в долларах США.

Анализ динамики внешней стоимости рубля за период 2010—2012 годов по отношению к основным мировым валютам показывает, что валютные курсы доллара США и евро по отношению к российскому рублю имеют разнонаправленную динамику. Так, например, в первом полугодии 2012 года снижение курса рубля к американской валюте составило 5,1 процента, тогда как против евро курс рубля имел повышательный тренд (см. Рис. 11).

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

## Заключение

Начиная с 1999 года евро играет позитивную роль в развитии внешнеэкономических отношений как в рамках зоны евро, так и за ее пределами. Эти результаты совпали с процессом конвергенции цен в странах зоны евро, что приводит к снижению общего уровня цен, в том числе импортных (см. Рис. 12). Введение евро стимулировало внутреннюю конкуренцию в зоне евро, способствующую повышению восстановительного экономического роста ЕС, привело к интенсификации потоков



Положительные значения по оси координат означают укрепление российского рубля к иностранным валютам; отрицательные — обесценение российского рубля к иностранным валютам.

Источник: Банк России ([http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind\\_12.htm&pid=svs&sid=analit](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_12.htm&pid=svs&sid=analit)).

Рисунок 11. Динамика индекса реального эффективного курса рубля к иностранным валютам, 2005–2012 годы (в процентах прироста к предыдущему месяцу)



Источник: International Financial Statistics, 2013; German Federal Statistical Office ([www.destatis.de/EN/Facts-Figures/Indicators/ShortTermIndicators/Prices/pre110.html?cms\\_gtp=148106\\_list](http://www.destatis.de/EN/Facts-Figures/Indicators/ShortTermIndicators/Prices/pre110.html?cms_gtp=148106_list) процентов253D2&https=1).

Рисунок 12. Экспортные и импортные цены и гармонизированный индекс потребительских цен в зоне евро, 2001–2012 годы (в процентах к предыдущему году)

капитала в рамках зоны евро, что ускорило процессы финансовой интеграции, а также слияний и поглощений промышленных компаний и банков. В будущем эти процессы сохранятся, распространяясь за пределы зоны евро.

Создание ЭВС является динамичным процессом: в его состав могут войти новые страны ЕС, соответствующие маастрихтским критериям. Опыт валютной интеграции в ЕС вы-

зывает значительный интерес во всем мире, особенно у стран СНГ<sup>9</sup>. Однако ответить на вопрос о возможности его использования в других регионах мира трудно. Как считает К. Нуайе, управляющий Банка Франции, идти в направлении валютной интеграции следует осторожно, учитывая уровень экономической взаимозависимости соответствующих стран, а также наличие политической воли у их руководства<sup>10</sup>. ◆

---

<sup>9</sup> См.: **Д. Кондратов**. Финансовая интеграция: мировая практика и перспективы развития СНГ. — «Экономический журнал ВШЭ», 2012. Т. 16. № 1; **Он же**. Проблемы создания оптимальной валютной зоны в СНГ. — «Проблемы прогнозирования», 2011. № 4; **D. Kondratov**. Problems in the Creation of an Optimal Currency Zone in the Commonwealth of Independent States. — «Studies on Russian Economic Development», 2011. Vol. 22. № 4.

<sup>10</sup> См. **Chr. Noyer**. Mettre à profit les réalisations de la zone euro pour préparer son élargissement. — [www.banque-france.fr/fr/institut/telectyar/discours20071010.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/institut/telectyar/discours20071010.pdf)