

Международный рынок евро: проблемы и перспективы развития (часть 1)

Европу создаст валюта
Ж. Рюефф (1896-1978)

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

Д.И. Кондратов

УДК 339.74
ББК 65.268
К-642

РАЗВИТИЕ ЗОНЫ ЕВРО

Введенный в рамках ЭВС в 1999 г. евро за 14 лет своего существования приобрел статус одной из ведущих мировых валют. В 1999 г. евро был введен в безналичный оборот, а с 2002 г. в наличный оборот стран – членов зоны евро. Вначале такими странами стали 11 из 15 стран – участниц ЕС. Великобритания, Дания и Швеция воспользовались своим правом не участвовать в ЭВС с 1999 г., составив группу стран так называемой «второй волны» членов ЭВС. В последующем население этих стран высказалось за сохранение национальной валюты. Греция не попала в начальный список из-за несоблюдения критериев конвергенции, она



вошла в зону евро 1 января 2001 г. С начала 2007 г. к зоне евро присоединилась Словения – первая из 10 стран, ставших членами ЕС в 2004 г.

Также с 1 января 2008 г. Кипр и Мальта, а затем с 1 января 2009 г. и 2011 г. Словакия и Эстония вошли в зону евро. Таким образом, членами ЭВС являются сегодня 17 стран Евросоюза из 27. С 2015 г. после возможного включения в состав зоны евро Чехии и Польши число ее членов возрастет до 19.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро следующие преимущества¹ [3]:

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

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

- четко сформулированный приоритет в деятельности ЕЦБ – стабильность цен – позволил значительно уменьшить размер премии за риск, который отражается

¹ Евро оказало позитивное влияние на экономику ЕС и в известной мере позволило предотвратить отрицательные последствия финансового кризиса. Но при этом нельзя забывать, что история экономического союза является также хроникой нарушения правил: Италию и Грецию не следовало принимать в зону евро; Францию и Германию в 2003 г. следовало оштрафовать за несоблюдение бюджетной дисциплины. Ст. 125 Лиссабонского договора гласит, что ни ЕС, ни страны-члены не отвечают за обязательства отдельных стран-членов. И все-таки весной 2010 г. страны ЕС согласились на создание объемистого «пакета спасения» для Греции с кредитом в 110 млрд евро, хотя прежде коллективная помощь категорически исключалась. Чтобы успокоить граждан, был введен механизм санкций, а в мае 2010 г. раскрыт дополнительный «спасательный зонтик» в форме гарантированных кредитов на сумму в 750 млрд евро из бюджета ЕС, МВФ и EFSF. Этот «зонтик» должен своим существованием успокоить финансовые рынки и ни в коем случае не мог быть увеличен или продлен. Тем не менее в январе 2011 г. встал вопрос о его увеличении на 85 млрд евро для кредитования Ирландии. В феврале 2011 г. последовал очередной опасный шаг: было объявлено, что старые обещания не продлевать действие «спасательного зонтика» будут снова нарушены. Интересы спасения стран ЕС многослойны. Прежде всего выигрывают «спасаемые государства» и иностранные кредиторы, например немецкие и французские банки. В долгосрочном плане растущая задолженность многих стран ЕС не сможет регулироваться путем увеличения «зонтика». Если слабые страны не смогут или не захотят в долгосрочном плане консолидировать свои бюджеты, а сильным в финансовом плане странам придется постоянно финансировать слабые государства, то ЕС станет не валютным, а скорее, трансфертным союзом. Это значит, что в экстремальных случаях в ЕС должно перераспределяться 800 млрд евро в год, при этом на долю Германии будет приходиться до 260 млрд евро.

в уровне процентных ставок; в результате плодами стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домашние хозяйства, поскольку уровень долгосрочных процентных ставок установился на исторически низком уровне, что создает весьма благоприятные условия для финансирования инвестиций и экономического роста в целом [4; 5];

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

– сегодня евро играет роль второй в мире (после доллара) валюты, обслуживающей международный торговый и финансовый оборот [6].

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

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

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

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

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

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

Сегодня зона евро сталкивается с двумя главными вызовами: с ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь с постарением европейского населения. В этих условиях главная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости европейской



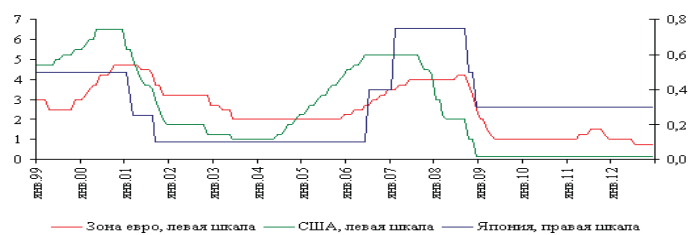
экономики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы со стороны правительств, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ.

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

Проблема суверенных долгов будет оказывать негативное воздействие на экономику не только на этапе ее посткризисного восстановления, но и в более долгосрочной перспективе. Как считают некоторые эксперты, даже несмотря на ожидаемое сокращение бюджетных дефицитов развитых стран зоны евро в ближайшие годы, объем долговой нагрузки на их экономики продолжит нарастать, пусть и более медленными темпами, чем в 2007-2011 гг. Так, по расчетам сотрудников Организации экономического сотрудничества и развития, отношение размера государственного долга к ВВП в этих странах достигнет к 2025 г. 106%, увеличившись по сравнению с 2010 г. на 10 п.п. Снижению или хотя бы поддержанию на стабильном уровне данного отношения будет препятствовать значительный объем социальных обязательств в развитых странах, к масштабному сокращению которых они сегодня не готовы. В развивающихся странах зоны евро, напротив, будет наблюдаться тенденция к постепенному уменьшению долговой нагрузки. Отношение госдолга к ВВП составит в них в 2025 г. порядка 60-70% [7, Р. 48].

Рисунок 1

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



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

Следует ожидать, что долговые проблемы ведущих развитых стран будут выступать в долгосрочном периоде одним из главных дестабилизирующих факторов для глобальной экономики и финансовых рынков. В частности, значительную опасность для устойчивой мировой валютно-финансовой системы будет представлять дальнейший рост государственного долга в США, объем которого, по некоторым оценкам, составит к 2020 г. порядка 120-130% ВВП. При этом очевидно, что по мере роста долговой нагрузки развитых государств их способность противостоять возникающим кризисным ситуациям путем принятия новых программ поддержки экономик будет неуклонно сокращаться.

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

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

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

Одной из важных характеристик деятельности ЕЦБ и Евросистемы в целом является то, что она осуществляется на основе четырех принципов: независимости, транспарентности, ответственности и операционной децентрализации. Принцип независимости ЕЦБ и 17 ЦБ стран зоны евро записан в тексте Маастрихтского договора. Независимость Евросистемы означает, что при осуществлении своей деятельности ЕЦБ и ЦБ стран зоны евро не получают никаких инструкций от органов ЕС и национальных правительств. Институциональная и оперативная независимость Евросистемы предполагает прозрачность принимаемых решений, что особенно важно для ЕЦБ, так как от этого зависит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро. Ответственность ЕЦБ, зафиксированная в тексте Маастрихтского договора, предполагает регулярное заслушивание доклада управляющего ЕЦБ Европарламентом, его неформальные встречи с Еврогруппой министров финансов стран зоны евро, а также публикацию отчетов об эволюции экономической конъюнктуры и макроэкономических прогнозов [8; 9; 10]. После принятия важнейших решений президент и вице-президент ЕЦБ обязательно орга-



низуют пресс-конференции, на которых детально комментируют принятые решения, что является уникальной практикой для ЦБ. Вместе с тем, ЕЦБ не публикует протоколы своих заседаний [11].

Решения, принятые Советом управляющих ЕЦБ, практически реализуются ЦБ стран зоны евро. Такая децентрализованная система доказала свою эффективность в августе и сентябре 2011 г., когда наблюдались трудности на межбанковском рынке. Тесные связи между национальными ЦБ позволили лучше понять и быстро ответить на потребности банков в средствах для рефинансирования [12].

Введение евро и проведение единой монетарной политики способствовали значительному сокращению разрыва в уровнях инфляции между странами зоны евро с 6 процентных пунктов в 1990-х годах до 3,3 процентных пункта в 2012 г. (этот показатель очень близок к показателю разрыва между 14 городскими статистическими зонами в США). Сократился также разрыв в темпах экономического роста стран зоны евро, хотя в 2012 г. он достигал 9 процентных пункта.

Начиная с 1999 г., Евросистема меняла процентные ставки 36 раз, в том числе 18 раз снижала их и 18 раз повышала, доведя ее в 2012 г. до 0,75%². Это происходило реже, чем у ФРС США (см. рисунок 1). В целом частота изменений процентных ставок определяется экономической ситуацией и ее изменениями. Как показывают исследования, в промышленно развитых странах процентные ставки пересматриваются в среднем каждые 5 месяцев, в ЕЦБ этот показатель составляет почти ту же величину – 4,7 месяца.

ЯВЛЯЕТСЯ ЛИ ЕВРО МИРОВОЙ ВАЛЮТОЙ?

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов [13].

Внешняя торговля товарами и услугами стран зоны евро. Экономика зоны евро более открыта, чем экономика США и Японии. В 2011 г. внешнеторговый оборот (экспорт и импорт товаров и услуг) зоны евро составил 42% ВВП, тогда как в Японии – 32%, а в США – 28%. Доля зоны евро в мировом экспорте достигла 24,4% против 9,7% у США, 4,0% у Японии и 8,3% у стран – экспортеров нефти. С 1998

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

г. (года, предшествовавшего введению евро) показатель открытия экономики зоны евро возрос на 11 процентных пунктов за счет быстрого расширения торговли с новыми странами – членами ЕС и Китаем. Стоимость взаимной торговли товарами между странами зоны евро по отношению к ВВП возросла с 26% в 1998 г. до 33% в 2011 г.; для торговли услугами соответствующий показатель увеличился с 5 до 7%. В 2011 г. торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины всего внешнеторгового оборота зоны евро (см. рисунок 2).

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

Анализ экспорта европейских предприятий за долгий период показал, что в первое время после введения евро возросли число и разнообразие товаров, экспортированных в страны зоны евро, тогда как объем экспорта, который существовал до введения евро, увеличился в меньшей степени. Со временем использование евро изменило способы фиксации экспортных цен, что приводило к их выравниванию и уменьшению выгод, получаемых за счет дифференциации цен. Таким образом, введение евро позволило снизить трансакционные издержки и частично внутренние цены, что пошло на пользу потребителям стран зоны евро.

Исследования показывают, что введение евро способствовало повышению конкурентоспособности европейских компаний на новых рынках [14]. Сегодня страны зоны евро рассматриваются как наилучшая экспортная база, способная привлечь большое число предприятий из соседних стран. Более интегрированная зона евро не только позволяет компаниям извлекать выгоды от экономии на масштабе, но и способствует обострению конкуренции, что приводит к увеличению объема производства при более низких ценах. Однако это позитивное влияние евро проявляется в разных странах зоны евро по-разному, в зависимости от качества их институтов, доступа к новой технологии и развития НИОКР.

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

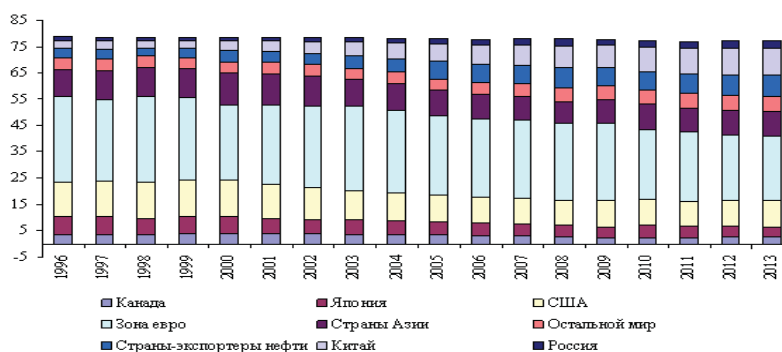


зоны евро отказались от трудоемких производств, усилив свою специализацию на производстве капиталоемкой продукции.

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

Рисунок 2

Крупнейшие страны (регионы) мира по экспорту товаров и услуг, 1996-2013 г. (%)



Примечание к рисунку: 2013 г. - прогноз

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

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

На перемещение капиталов между странами зоны евро повлияли такие факторы, связанные с введением евро, как: а) снижение транзакционных и постоянных издержек; б) снижение операционных издержек, связанных с финансированием за счет банковских кредитов и эмиссии облигаций. Таким образом, введение евро способствовало увеличению потоков ПИИ в зоне евро на 15%, тогда как это влияние на приток ПИИ из третьих стран оценивается в 7%. При этом влияние евро на численность трансграничных слияний и поглощений промышленных компаний в зоне евро оценивается в 160%, а на численность соответствующих операций вне зоны евро – в 80%.

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

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

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

Однако темпы экономического роста стран зоны евро отстают от темпов роста мировой экономики, составив в 2011 г. в среднем всего 1,5% против 3,2% в остальных странах. Более высокие темпы роста могут повысить привлекательность стран зоны евро для инвесторов, а также доверие к их экономике и евро, что приводит к увеличению притока долгосрочного капитала.



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

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику Европейского центрального банка, 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 собой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям.

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

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

³ Следует в принципе указать, что, когда объемы международного использования европейской валюты значительно превышают объем европейского ВВП и в ряде случаев поддерживаются операциями третьих стран на неевропейском рынке, ЕЦБ должен быть готов к неожиданному появлению «лишних» евро (которые были, например, вытеснены другими иностранными валютами) и иметь механизмы, во-первых, «включающие» такие евро в обеспечение функционирования экономики и, во-вторых, позволяющие при необходимости снять излишнюю ликвидность с рынка, не создавая паники и не допуская обвальных падений валютного курса и котировок бумаг.

показатели должны совпадать, см. рисунок 3). Начиная с 2002 г. в зоне евро разрыв между этими показателями составляет около 4 процентных пунктов (в пользу темпов МЗ).

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

Однако европейские финансовые рынки еще не полностью интегрированы. Рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг остаются менее развитыми, чем в США⁴, рынок коммерческих ценных бумаг в зоне евро слабо скоординирован, правила деятельности национальных фондовых бирж недостаточно гармонизированы⁵.

⁴ Расчеты за 2000-2011 гг. показали, что размер рынков капитала составил 450% ВВП в США против 220% ВВП в зоне евро.

⁵ Согласно Лиссабонскому договору, формирование единого фондового рынка ЕС должно быть завершено в 2015 г, а рынка финансовых услуг – в 2016 г. До конца 2014 г. Евросоюз намерен принять все восемь запланированных в этой области директив. Они, в частности, будут регулировать такие вопросы, как борьба с неправомерным использованием особого рыночного и инсайдерского положения; гармонизация бухгалтерских стандартов и гарантий, запрашиваемых финансовыми учреждениями в качестве залогового обеспечения; порядок работы пенсионных фондов; отчетность корпораций для фондовых бирж; правила пруденциального надзора за деятельностью финансовых конгломератов; реформа рынка инвестиционных услуг и посреднических услуг в страховом бизнесе; правила проведения финансовых сделок по телефону и через Интернет.



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

Одной из проблем, которую предполагается решить в ближайшие годы, является недостаточная интеграция инфраструктуры рынков, в частности систем платежей и расчетов. Несколько инициатив в этом направлении реализуются. 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 (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*). Для развития панъевропейского рынка краткосрочных долговых ценных бумаг реализуется инициатива *Short-Term European Paper (STEP)*, которая базируется на ряде стандартов, зафиксированных в конвенции *STEP Market Convention*, принятой в июне 2006 г. К марту 2007 г. в рамках указанной инициативы были запущены 35 программ на сумму 201 млрд евро.

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

МЕЖДУНАРОДНЫЙ СТАТУС ЕВРО

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри страны эмиссии, так и за ее пределами. В отношении евро это означает использование его за пределами зоны евро. Эмитирующая международную валюту страна или группа стран получает определенные политические и экономические выгоды, связанные с ростом международного престижа и глобального влияния. Экономические выгоды проявляются в более низких транзакционных издержках и процентных ставках и более высокой доходности финансовых учреждений. Эти выгоды обусловлены возрастанием экономической активности и эффективности внутренних рынков капитала; большей возможностью финансирования дефицита платежного баланса по текущим операциям собственной валютой, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте.

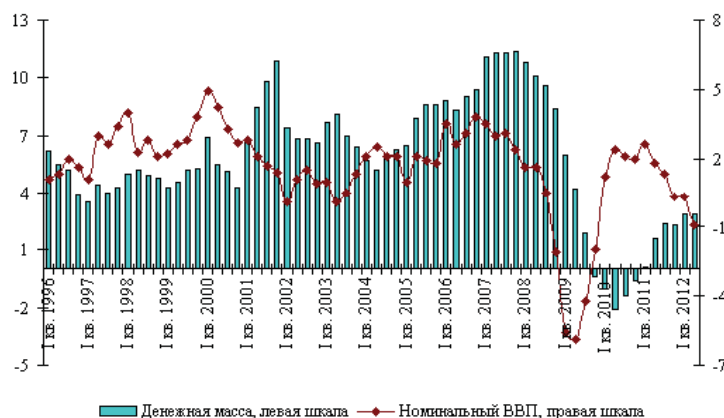
После 14 лет введения евро эта валюта быстро и прочно утвердилась как вторая по значению в мире международная валюта. В настоящее время евро по своей роли намного превосходит не только европейские валюты, которые он заменил, но и фунт стерлингов и японскую иену. Это произошло несмотря на то, что ЕЦБ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

Одним из свидетельств надежности евро является усиление его роли как мировой валюты. В июле 2012 г. ЕЦБ опубликовал очередной доклад о международной роли евро, в котором представлены данные о месте евро в мировой валютной системе за период с середины 2010 г. до конца 2011 г. Основные данные этого доклада приведены в таблице 1 [15].

В дополнение к этим данным можно привести результаты специального исследования Банка международных расчетов, проведенного в декабре 2010 г., в соответствии с которыми сделки по обмену евро на доллары составляли 28% традиционных сделок на валютном рынке и 46% на рынке производных валютных инструментов. Доля евро в операциях с процентными дериватами возросла с 65% в 2004 г. до 82% в 2011 г. Частично это повышение объясняется тем, что с апреля 2004 г. по апрель 2011 г. номинальный курс евро по отношению к доллару и британскому фунту возрос на 20,6 и 32,7% соответственно (см. рисунок 4).

Рисунок 3

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



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)



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

ЕВРО И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ РЕЗЕРВЫ

В течение 1999 – 2011 гг. основные изменения в структуре мировых валютных резервов были связаны с постепенным ростом доли евро (с 17,9 до 25,0%) и соответственно уменьшением удельного веса доллара (с 71,0 до 62,1%) и прочих валют. Хотя в абсолютном выражении прирост в официальных резервах долларовых активов превышал увеличение активов в евро, тем не менее, в относительных показателях наблюдалась тенденция к опережающему росту доли единой европейской валюты в резервах вследствие происходившего в этот период укрепления доверия к евро и повышения его обменного курса по отношению к американской валюте (см. таблицу 2).

Сразу после образования зоны евро и введения единой европейской валюты размер официальных резервов центральных банков ЭВС по объективным причинам существенно сократился (см. рисунок 5). Во-первых, с установлением необратимой фиксации курсов национальных валют друг к другу и к евро с последующей их заменой на единую европейскую валюту, а также в связи с превращением примерно половины взаимной торговли стран зоны евро во внутренний товарооборот объем официальных резервов центральных банков стран ЭВС объективно стал значительно меньше. Часть валютных резервов стран-участниц Европейской системы центральных банков, денонмированных в национальных валютах их партнеров по ЭВС, была конвертирована в евро, который стал внутренней денежной единицей стран ЭВС.

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

Таблица 1

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

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

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

Источник: [15]

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 Калифорний-

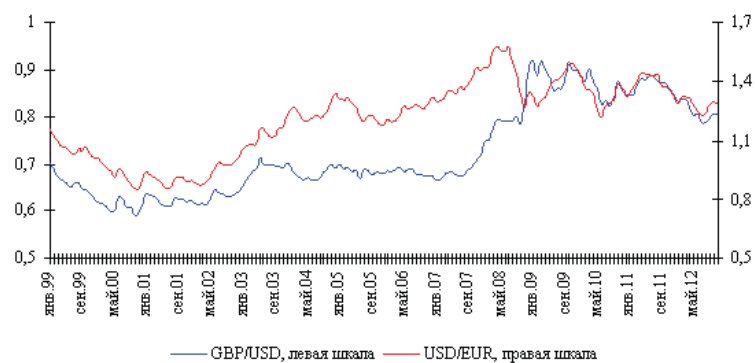


ского университета Б. Айхенгрин и главный экономист Международного валютного фонда Д. Мэтисон считают, что начальный этап повышения доли какой-либо иностранной валюты в структуре официальных резервов центральных банков во многом определяется ее выбором в качестве «якорной валюты», к которой привязана национальная денежная единица, а также масштабами использования этой иностранной валюты для обслуживания международных торговых и финансовых потоков [16].⁶

В валютных резервах развивающихся стран и стран-основных торговых партнеров доля евро выше, чем у промышленно развитых государств (см. таблицу 3), 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, Великобритании, Швейцарии, США, Канаде и Норвегии в 2011 году составила 60,9, 59,1, 57,0, 53,5, 37,0 и 36,1% соответственно.

Рисунок 4

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



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

⁶ 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.

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

Подробный анализ структуры формирования валютных резервов свидетельствует, что в 2010 г. рост резервов, номинированных в евро, сдерживался снижением курса евро по отношению к валютам стран-основных торговых партнеров на мировых рынках. Объемные показатели прироста международных валютных резервов с момента введения евро в 1999 г. показывают, что доля евро в количественном приросте валютных резервов в 1999-2010 гг. составляла 22-25%. Доля доллара США за это время снизилась с 71,1% в 1999 г. до 61,5% в 2010 г. То есть в 2010 г. уменьшению доли доллара США способствовала во многом курсовая динамика.⁷

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

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

⁷ В экономической литературе воздействие изменений валютных курсов на международные резервы сводится, как правило, к определению курсовой прибыли или курсовых убытков, т.е. с номинальным изменением оценки валютных резервов в национальной валюте. Если курс доллара к евро падает, например, на 20%, что соответствует повышению курса евро к доллару на 25%, то оценка долларовых резервов в евро сокращается на 20%. Подобная переоценка резервов лежит в основе определения курсовой прибыли или убытков банков и других учреждений, в том числе и центрального банка.

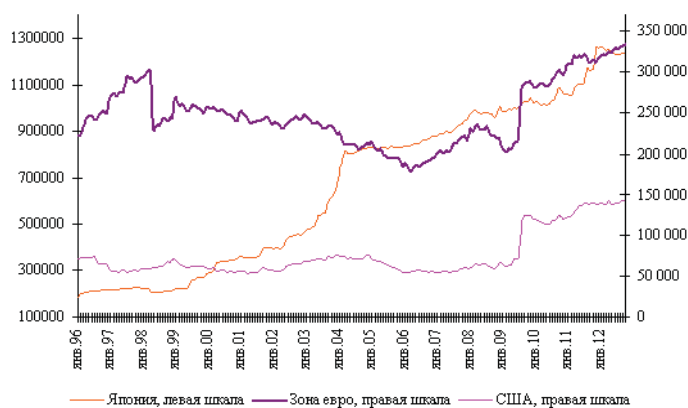


стабильности валютных курсов. У рыночных спекулянтов, наоборот, возможности проведения атак на ту или иную валюту многократно возросли. Национальным властям, чтобы обеспечить достаточную защиту своей денежной единицы, стало требоваться гораздо больше валютных накоплений, чем раньше. В первую очередь, это относится к валютам развивающихся стран и стран с переходной экономикой. С I кв. 2010 г. по I кв. 2012 г. общие валютные резервы этой группы государств увеличились с 3,68 трлн до 4,59 трлн СДР.⁸

Во-вторых, в 90-е гг. 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, т.е. в долларах. Последовавшие затем валютно-финансовые кризисы 1997-1998 гг. только увеличили потребность развивающихся стран в государственных накоплениях. Если в 1998 г. они увеличились на 13 млрд СДР, по сравнению с предыдущим годом, в 1999 г. прирост составил 82 млрд СДР.

Рисунок 5

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



Источник: Электронная база данных International Financial Statistics, 2013.

⁸ 1 доллар США=0,634913 СДР.

Таблица 2

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

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Доллар США	71,0	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9	66,9	65,5	64,1	64,1	62,1	61,5	62,2
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: [15]

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 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 [17, с. 180-181]. К середине 2012 г. официальные резервы стран Центральной и Восточной Европы и СНГ составляли около 580,74 млн СДР, из которых больше половины была выражена в европейской валюте, а другая часть (около 30%) – в долларах. Примерно 300,60 млн СДР находится в резервах Банка России и еще меньше 55 млн – в резервах стран СНГ.

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

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.



Таблица 3

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

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

Источник: Европейский центральный банк (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>). P. 55.

РЫНОК МЕЖДУНАРОДНЫХ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Несмотря на то что роль евро при формировании государственных валютных резервов в целом пока далека от потенциальной, уже сегодня существуют финансовые рынки, на которых евро играет роль, относительно сопоставимую с ролью доллара США. Например, рынок международных долговых обязательств (см. таблицу 4).



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

Как свидетельствуют данные таблицы 4, этап бурного роста эмиссионных операций в единой европейской валюте в 1999-2005 гг. на международном рынке долговых обязательств (в 2,5 раза по сравнению с эмиссией в валютах зоны евро в 1998 г.) после исчерпания ресурса «эффекта введения евро» сменился в течение 2005-2011 гг. фазой поиска нового равновесного состояния между долями евро и доллара на различных сегментах этого рынка.

В этот период наступившее после биржевого бума конца 1990-х гг. общее ослабление и непредсказуемость ситуации на мировых финансовых рынках, а также рецессия в странах Евросоюза и США, неизбежно отразились на неустойчивой динамике эмиссий на международном рынке ценных бумаг как в евро, так и в долларах США. В сопоставлении с данными за 2010 г. произошла существенная понижательная коррекция выпуска долговых обязательств в евро – на 21%, которая в 2011 г. сменилась ростом объема данных эмиссий на 28%, с последующим новым снижением в 2012 г. на 12%. Объем чистых долларовых эмиссий международных долговых обязательств стабильно увеличивался в 2000-2010 гг., но в 2011 г. резко упал – на 34%. В 2012 г. впервые объем чистых международных эмиссий в долларах оказался ниже соответствующего показателя эмиссий в евро.

В целом, несмотря на общую нестабильность на мировых финансовых рынках в 2012 г. доверие к евро восстанавливалось быстрее, чем к доллару и доминирующей тенденцией этого периода стало постепенное изменение соотношения между евро и долларом в эмиссиях международных долговых обязательств, которое, начиная с 2002 г. впервые склонилось в пользу единой европейской валюты.



Таблица 4

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

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

Источник: Европейский центральный банк (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201107en.pdf>). Р. 58.

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. В ближайшем будущем последовательный рост роли зоны евро на этом сегменте рынка может продолжиться, прежде всего, за счет выхода на рынок международных заимствований компаний из стран, планирующих вскоре присоединиться к Евросоюзу.

Пока нет детальной информации о том, влечет ли рост объема ценных бумаг, номинированных в евро, увеличению роли евро на валютном рынке. Основной оборот торгов (более 5,05 трлн долл. США в день) совершается вне организованного рынка, и поэтому статистика валютного рынка является достаточно ограниченной, основным источником информации является обзор межбанковского валютного рынка, проводимый Банком международных расчетов раз в три года [18].

Данные этих обзоров свидетельствуют, что с 1998 г. по 2010 г. роль доллара США на мировом валютном рынке уменьшилась (см. таблицу 5). Во многом это связано с исчезновением торгов между валютами, вошедшими в корзину ЭКЮ. Тот факт, что евро сегодня уже играет роль большую, чем валюты стран Евросоюза играли в 1998 г., свидетельствует о том, что перспективы роста роли евро на валютном рынке достаточно высоки, несмотря на транзакционные преимущества, которые имеет лидирующая валюта – доллар США, и долговые и социальные проблемы зоны евро.

Таблица 5

Валютное распределение оборота на валютном рынке в 1998 – 2010 гг., (в % к итогу)⁹

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

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

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,

⁹ Поскольку в любой сделке на валютном рынке участвует пара валют, суммарная доля всех валют составляет 200%.



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 [19, с. 113].

БИБЛИОГРАФИЯ:

1. Noyer Chr. De Maastricht a l'Europe actuelle et future. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/discours/discours_09_05_2007.pdf;
2. Noyer Chr. La stabilité financiere en Europe et dans le monde. – Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/2010/copenhagen.pdf>.
3. Incidence de l'euro sur les echanges et les flux de capitaux et role international de l'euro // Bull. mensuel de la BCE. – Francfort-sur-le-Main, 2008. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce.
4. Trichet J.-C. Closing Remarks at the Conference Organised by the European Commission and the Federal Reserve Bank of New York «The Euro and the Dollar: Pillars in Global Finance». N.Y., 17 Apr. 2007. – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html>.
5. Trichet J.-C. Keynote Luncheon Remarks at the Conference «Transatlantic Roundtable on Finance and Monetary Affairs» at the invitation of the European Institute. Wash. DC, 13 Apr. 2007. – Mode of access: <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070413.en.html>.
6. Attali J. La crise se commence. – Mode of access: <http://fr.euronews.net/2010/05/07/>.
7. OECD Economic Surveys: Euro Area, OECD Publishing, Paris. March 2012. – 81 P.
8. Arestis P., Chortareas G. Monetary Policy in the Euro Area // Journal of Post Keynesian Economics. 2006. Vol. 28. № 3. P. 371-394.
9. Caporale G., Cipollini A. The Euro and Monetary Policy Transparency // Eastern Economic Journal. 2002. Vol. 28. № 1. P. 59-70.
10. Surico P. The Monetary Policy of the European Central Bank // The Scandinavian Journal of Economics. 2007. Vol. 109. № 1. P. 115-135.
11. The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis // Month. bull. of ECB. – Frankfurt a. Main, 2010. – № 1. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf>.
12. L'action des banques centrales // Documents et debats. – P., 2010. – № 3. – Mode of access: http://www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf.

13. Bertuch-Savuels A., Ramlgan P. L'euro, monnaie mondiale? // Problemes йcon. – P., 2007. – N 2926. – P. 41–45.
14. The Euro at Five: The Next Global Currency? / Editor: Posen A., Pisani-Ferry J. – USA, Peterson Institute for International Economics, 2009, 225 P.
15. European Central Bank. International Role of the Euro – 2011. - ECB, Frankfurt-am-Main, 2012. – 79 P. – Mode of access: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf>.
16. Eichengreen B., Mathieson D. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect // IMF Working Paper, WP/00/131. 2000. – 34 P.
17. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция / О. В. Буторина; Ин-т Европы РАН ; Нац. валютная ассоциация. – М.: Деловая литература, 2003. – 368 с.
18. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010. Bank for International Settlements. – 2010. – December 2010. – 21 P.
19. 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.

.....

РФ, КНР и Казахстан - самые крупные торговые партнеры Узбекистана

Россия, Китай и Казахстан стали самыми крупными торговыми партнерами Узбекистана по итогам первого полугодия 2012 года. Об этом говорится в отчете Госкомстата Узбекистана, передает Uzdaily. Доля России во внешнеторговом обороте Узбекистана в первом полугодии 2012 года составила 29,5%. Согласно данным Госкомстата Узбекистана, торговый оборот между Россией и Узбекистаном составил 3,856 млрд долл., что на 28,6% больше по сравнению с аналогичным периодом 2011 года. При этом экспорт Узбекистана составил 2,674 млрд долл. в январе-июне 2012 году (1,932 млрд долл. в первом полугодии 2011 года), а импорт - 1,182 млрд долл. (1,067 млрд долл.).

Второе место среди крупных торговых партнеров Узбекистана занимает Китай с долей 12,3%. В отчетном периоде двусторонний товарооборот этих стран составил 1,609 млрд долл., что на 54,5% больше по сравнению с первым полугодием 2011 года.

Объем экспорта Узбекистана в Китай увеличился с 394,3 млн долл. в январе-июне 2011 года до 725,8 млн долл. в первом полугодии 2012 года. Импорт, в свою очередь, вырос с 647,2 млн до 883 млн долл.

Тройку лидеров замкнул Казахстан с долей 10,7%. Двусторонний товарооборот Узбекистана и Казахстана вырос на 17,9% - до 1,406 млрд долл. в первом полугодии 2012 года. Экспорт Узбекистана в Казахстан увеличился с 643,4 млн до 794,2 млн долл., а импорт с 548,6 млн до 611,7 млн долл. Внешнеторговый оборот Узбекистана за январь-июнь 2012 года вырос на 6,6% по сравнению с аналогичным периодом 2011 года и составил 13,088 млрд долл.

.....

