

# РОССИЙСКАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА В ГЛОБАЛЬНОМ КОНТЕКСТЕ

---

*С. МОИСЕЕВ,  
кандидат экономических наук,  
директор Центра экономических исследований  
Московской финансово-промышленной академии*

## РУБЛЬ КАК РЕЗЕРВНАЯ ВАЛЮТА

Выступая на XII Петербургском международном экономическом форуме в июне 2008 г., президент РФ Д. А. Медведев сформулировал важную цель, к которой должна стремиться отечественная экономика. «Превращение Москвы в мощный мировой финансовый центр, а рубля — в одну из ведущих региональных резервных валют — вот ключевые составляющие, призванные обеспечить конкурентоспособность нашей финансовой системы», — заявил он<sup>1</sup>. Обладая внутренней конвертируемостью, российский рубль будет потенциально претендовать на такую роль. С его помощью станет возможным обслуживать операции в рублевой зоне — речь идет прежде всего о странах СНГ. Для этого властям следует активно стимулировать интернационализацию национальной валюты, что подразумевает расширение ее денежных функций не только на внутреннем, но и на международном рынке.

Какие выгоды сулит России интернационализация рубля? Она позволит использовать российскую валюту за пределами нашей страны. В частности, при выезде за границу с туристическими или деловыми целями можно будет легко и с минимальными потерями на курсовой разнице обменивать рубль на местную валюту на наличном рынке стран — основных партнеров России. Однако удельный вес таких поездок в экономическом обороте страны невелик.

Главные выгоды интернационализации рубля проявятся в финансовой сфере. Домашние хозяйства, предприятия, банки и правительство смогут использовать рубль за пределами страны в повседневных экономических и финансовых операциях, открывая рублевые счета в зарубежных банках или беря кредиты в рублях. В то же время резиденты и нерезиденты получат возможность выпускать номинированные в рублях финансовые инструменты, такие как облигации или векселя. Благодаря интернационализации можно будет выставлять и оплачивать международные счета в рублях, а не в американской

---

<sup>1</sup> Официальный текст выступления Д. А. Медведева на XII Петербургском международном экономическом форуме 7 июня 2008 г. (<http://www.kremlin.ru>).

или европейской валюте. Наконец, у денежных властей третьих стран возникнут стимулы выбирать российский рубль в качестве якоря денежно-кредитной политики и вкладывать часть своих международных резервов в рублевые активы.

### Международная иерархия валют

Статус резервной валюты — высшая ступень иерархии глобальной валютной системы. Прежде чем национальные деньги его обретут, они должны пройти определенный путь развития. В современном мире далеко не все государства имеют национальные валюты. В международном стандарте ISO 4217, определяющем коды валют, приведены сведения о 240 странах, где обращаются различные валюты. Причем на их территориях имеет хождение 161 валюта. Таким образом, около 80 стран (или каждое третье государство) пользуются платежными средствами, эмитированными вне их юрисдикции.

Национальные валюты различаются в зависимости от их международного статуса (см. рис. 1). Первую, или самую низшую, ступень занимают *замкнутые, или неконвертируемые (необратимые) валюты*. МВФ определяет конвертируемость как возможность резидентов любой страны использовать ее валюту для совершения международных операций<sup>2</sup>, что для замкнутых валют



Рис. 1

неприменимо в силу законодательных ограничений, наложенных властями. Подавляющее большинство национальных валют в мире относится к группе замкнутых, эмитируемых в основном слаборазвитыми странами и государствами с сильным государственным регулированием, такими как Беларусь, Боливия, Китай, Египет, Ливан и др.

На более высокой ступени иерархии находятся *внутренние валюты*, спрос на которые предъявляется преимущественно на внутреннем рынке. Хотя такие валюты могут быть частично или даже полностью конвертируемыми, они не задействованы в международных операциях. Небольшой спрос на них может предъявляться и со стороны нерезидентов, в частности на приграничных территориях (наиболее яркий пример — мелкая розничная торговля и туризм на российских границах с Китаем или Финляндией). Однако в макроэкономическом плане объемы международных операций с внутренними валютами ничтожны. Сегодня российский рубль наряду с валютами стран СНГ, Центральной и Восточной Европы относится к данной категории валют.

<sup>2</sup> Articles of Agreement of the International Monetary Fund / IMF. 1994.

*Международные валюты* — это национальные валюты, выполняющие отдельные денежные функции за пределами юрисдикции эмитирующего государства. Национальные деньги принимаются к оплате на территории страны в силу того, что местные власти закрепляют за ними статус законного платежного средства. При этом они должны быть полностью конвертируемыми. В международных валютах заключаются внешнеторговые контракты, а нерезиденты могут хранить в них свои сбережения. Однако объемы международных операций в таких валютах остаются ограниченными. К их числу относятся валюты, вокруг которых сформировались устойчивые валютные зоны (австралийский, новозеландский и восточно-карибский доллары, франк СФА, южно-африканский рэнд), а также валюты, активно участвующие в международной торговле и инвестициях (швейцарский франк, канадский, сингапурский и гонконгский доллары, датская и норвежская кроны).

*Резервная, или доминирующая, валюта* находится на вершине международной иерархии валют. Она обращается за рубежом в больших объемах, чем на внутреннем рынке. Экономические функции резервной валюты весьма разнообразны (см. табл. 1). Частный сектор номинирует в ней финансовые активы, заключает международные контракты и осуществляет платежи. Государственный сектор в лице центрального банка проводит в резервной валюте операции на валютном рынке и использует ее как номинальный якорь денежно-кредитной политики. В резервных валютах государство также хранит свои международные резервы.

Т а б л и ц а 1

**Экономические функции резервной валюты**

Функции	Частный сектор	Государственный сектор
Средство обращения	Валюта платежа в международных контрактах	Валютные интервенции
Средство сбережения	Валюта номинала финансовых активов	Валютные резервы
Мера стоимости	Валюта цены в международных контрактах	Номинальный якорь денежно-кредитной политики

Хотя концепция резервной валюты получила широкое распространение, после распада Бреттон-Вудской валютной системы МВФ постепенно отошел от нее. В настоящее время он опирается на концепцию свободно используемой валюты (Freely Usable Currency). В «Правилах и нормах МВФ» от 2006 г., входящих в состав соглашения об учреждении и условиях функционирования Фонда, включено положение «Оценка СДР, оценка валют, выраженных в СДР, свободно используемая валюта, процедуры обмена валют и операционный бюджет», которое регламентирует международный статус валют. Оно гласит, что Фонд самостоятельно формирует закрытый перечень свободно используемых валют в соответствии со статьей устава ХХХ (f). В их число входят валюты государств—членов МВФ, относительно которых Фонд устанавливает, что:

— валюта широко используется для совершения платежей по международным операциям;

— она является предметом активной торговли на основных валютных рынках.

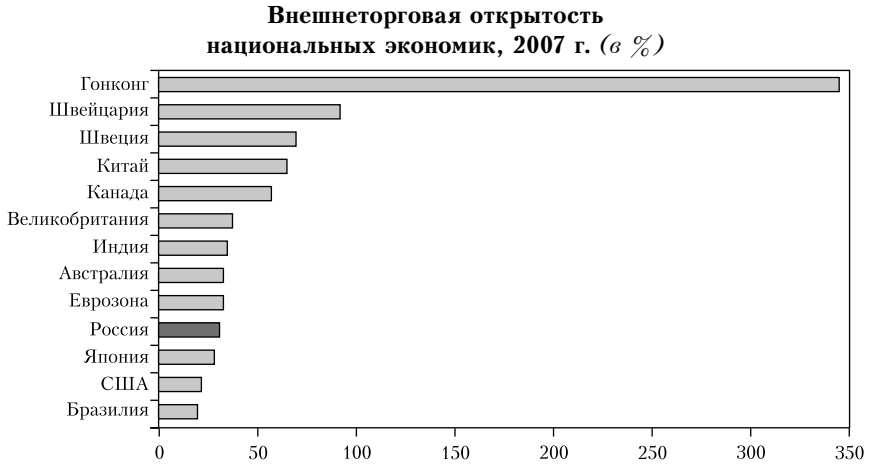
По состоянию на 2008 г. к свободно используемым валютам МВФ относит доллар США, евро, японскую иену и фунт стерлингов. Отметим, что хотя швейцарский франк учитывается МВФ в статистике международных резервов центральных банков, он не причислен к свободно используемым валютам. Прежде чем изменить их список, Фонд обязан провести консультации со странами-членами. В настоящее время ни в одной статье соглашений о Фонде не фигурирует понятие «резервная валюта».

### **Размер экономики и денежная стабильность**

Чтобы валюта вышла за пределы национальных границ, она должна соответствовать ряду требований. Предварительными институциональными требованиями являются свободное движение международного капитала через границы и отсутствие валютных ограничений на операции по текущему счету платежного баланса. Валютное законодательство должно позволять вывозить большие суммы наличных денег и переводить деньги за границу с банковских счетов. С 2006 г. благодаря валютной либерализации российский рубль стал конвертируемым для резидентов, что делает возможным повышение его международного статуса.

Среди экономических факторов, влияющих на международный статус валюты, ключевым является размер национальной экономики. Валюты маленьких стран по определению не могут быть резервными, поскольку спрос на них на внешних рынках практически отсутствует. Доля национальной экономики в глобальном ВВП должна быть существенной, а сама экономика — открытой и играть заметную роль в международной торговле. В этом плане американская экономика, на которую приходится около 20% глобального ВВП, продолжает оставаться самой большой в мире. Хотя суммарно страны еврозоны еще уступают США, но если к валютному союзу присоединятся другие члены ЕС (Великобритания, Швеция и Дания), то по экономическому весу еврозона сравнится с США. Более того, если в нее, как планируется, войдут остальные члены ЕС из числа стран Центральной и Восточной Европы, то она превзойдет американскую экономику. Расширение еврозоны будет способствовать как минимум формированию полноценной бивалютной системы, а как максимум — вытеснению доллара США с валютного Олимпа.

По паритету покупательной способности российская экономика входит в десятку стран-лидеров, занимая девятое место. Она сопоставима с экономикой другой страны — эмитента резервной валюты — Великобритании. При оценке ВВП в текущих ценах в долларах США отечественная экономика находится на 12-м месте, среди развивающихся стран уступая лишь Бразилии и Китаю. Россия входит в число стран с умеренной внешнеторговой открытостью (см. рис. 2). Объем совокупного импорта и экспорта достигает 30% отечественного ВВП. Сопоставимым уровнем внешнеторговой открытости обладают Япония, Австралия и страны еврозоны. Российская экономика относится к числу крупных



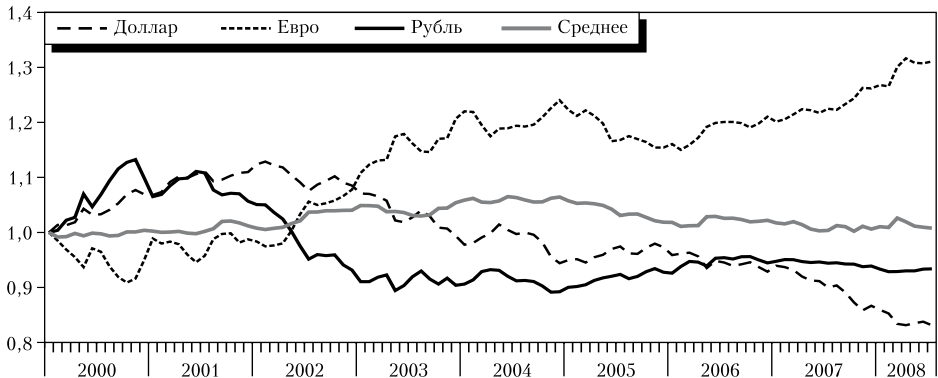
Источник: рассчитано по данным национальных статистических агентств.

Рис. 2

открытых экономик, способных по ряду позиций оказывать влияние на конъюнктуру глобального товарного рынка. Большинство подобных стран придерживаются политики плавающего валютного курса.

Другой немаловажный фактор, способствующий повышению статуса валюты, — ее стабильность, определяющая доверие к ней со стороны рыночных участников. Стоимость денег с точки зрения как инфляции, так и валютного курса не должна беспорядочно колебаться. По критерию стабильности валютного курса российский рубль не уступает резервным валютам. С 2002 г. номинальный эффективный курс рубля находится на стабильном уровне. Наши расчеты среднего значения эффективных курсов резервных валют (японской иены, швейцарского франка, фунта стерлингов, доллара и евро) показывают, что рубль не менее устойчив, чем ведущие международные валюты (см. рис. 3), а в последние годы он более стабилен, нежели доллар и евро.

**Динамика номинального эффективного курса  
резервных валют и рубля, 2000—2008 гг.**

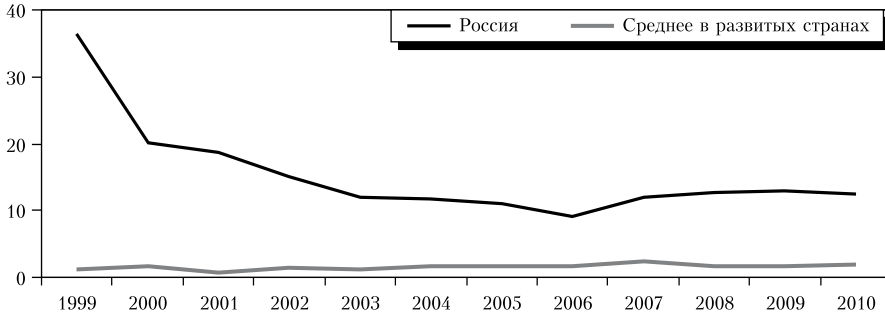


Источник: BIS Effective Exchange Rate Indices / Bank for International Settlements. 2008.

Рис. 3

Однако устойчивость покупательной способности рубля явно недостаточна. Инфляция в странах—эмитентах резервных валют колеблется в диапазоне 0,8—2,5% (и лишь в последнее время несколько повысилась). В России же она находится на запретительном для эмитента резервной валюты уровне (см. рис. 4). Обесценение рубля на внутреннем рынке не способствует использованию его нерезидентами. Для того чтобы рубль мог получить статус резервной валюты, инфляция должна быть снижена до менее 5%.

**Инфляция в странах—эмитентах резервных валют  
и в России (в %)**



Источники: Росстат; World Economic Outlook Database, 2008.

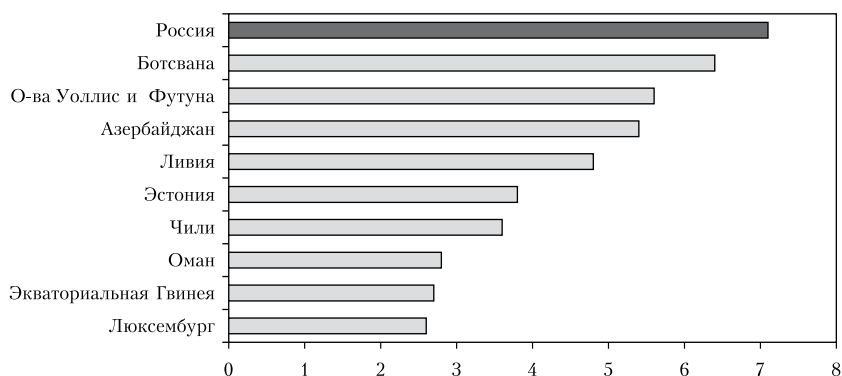
Рис. 4

### **Роль финансовых рынков и сетевых эффектов в продвижении резервной валюты**

Чтобы повысить международный статус валюты, властям следует активно развивать рынок капитала и денежный рынок, где смогут размещать свои сбережения и резервы нерезиденты. Эти финансовые рынки должны быть открытыми и либеральными. Зрелые и хорошо капитализированные рынки Нью-Йорка и Лондона служат фундаментом резервного статуса доллара и фунта стерлингов. По сравнению с другими странами российский финансовый сектор обладает как достоинствами, так и недостатками. Одно из его главных сравнительных преимуществ — высокая капитализация национального рынка акций. В этом году она достигла примерно 100% ВВП, что сопоставимо с аналогичными показателями развитых фондовых рынков Японии и Франции и вдвое больше, чем в Германии и Италии. В абсолютном выражении капитализацию рынка акций эмитентов, обращающихся на внутреннем рынке, можно оценить в 1,3 трлн долл., а с учетом акций компаний, обращающихся на внешних рынках, — в 1,5 трлн долл.

Доступность внутренних долговых ценных бумаг для нерезидентов сильно ограничена. Российский рынок государственных облигаций имеет хорошо развитую инфраструктуру и длительную историю, однако его размер невелик. Сегодня Россия входит в десятку стран мира с наименьшим совокупным государственным долгом, составляющим примерно 7% ВВП (см. рис. 5). В условиях благоприятной

**Страны с минимальным совокупным государственным долгом  
(% ВВП на 1 января 2008 г.)**



Источники: Росстат; World Economic Outlook Database, 2008.

Рис. 5

внешнеторговой конъюнктуры, устойчивого экономического роста и возросшей собираемости налогов власти сумели не только отказаться от дальнейшего наращивания государственного долга, но и досрочно погасить старые обязательства перед международными организациями и другими западными кредиторами.

Несмотря на устойчивый рост, капитализация рынка корпоративных облигаций по номинальной стоимости не превышает 4% ВВП. Это объясняется тем, что нефинансовый корпоративный сектор предпочитает финансировать свою деятельность за счет либо кредитов российских банков (21% ВВП), либо международных синдицированных кредитов (10% ВВП). Внешние и внутренние долговые ценные бумаги используются в гораздо меньшей степени. Таким образом, налицо дефицит предложения корпоративных облигаций. В результате нерезиденты не могут рассматривать их как достаточно емкий рынок для долгосрочных крупных вложений международных резервов. Только банковский сектор может претендовать на размещение нерезидентами резервных активов на его счетах и депозитах.

Наконец, последний фактор, обуславливающий международный статус валюты, — сетевые внешние эффекты (*network externalities*). В экономической теории под ними понимают особый вид внешних эффектов, когда полезность товара (услуги или актива) зависит от численности участников рынка, которые его потребляют или используют. Международные валюты обретают общественную ценность благодаря тому, что их используют другие участники рынка. Международный статус валюты представляет собой классический пример сетевого внешнего эффекта. Его влияние столь велико, что фундаментальные факторы здесь *de facto* менее важны. Более значимыми оказываются история продвижения международных валют и их популярность в мире. Как правило, даже если валюта утрачивает характеристики, позволяющие ей иметь международный статус, в силу инерции она продолжает активно использоваться в мире. Результаты соответствующих научных исследований свидетельствуют о том, что активизация факторов, способствующую

щих международному продвижению валют, не оказывает видимого краткосрочного воздействия. При укреплении позиций региональной валюты, начинающей претендовать на вхождение в число глобальных лидеров, ее статус далеко не сразу будет признан игроками рынка. И наоборот, ослабление позиций лидера отражается в международных операциях со значительным временным лагом<sup>3</sup>.

Наиболее яркий пример здесь — фунт стерлингов. Он долгое время оставался доминирующей валютой даже после того, как Великобритания утратила статус экономической сверхдержавы. Инерционный фактор в значительной мере определяет продолжительное доминирование доллара США (см. табл. 2). Таким образом, обретение рублем всех свойств резервной валюты не гарантирует его признания таковой в краткосрочной перспективе.

Т а б л и ц а 2

**Валютная структура глобальных резервов (в %)**

Резервные валюты	1973	1987	1995	2000	2005	2008
Доллар США	84,5	66,0	56,4	55,3	45,7	39,6
Евро	7,9	19,9	22	13,6	17,5	16,8
Фунт стерлингов	5,9	2,2	3,4	2,3	2,5	3,0
Швейцарский франк	1,4	1,5	0,1	0,2	0,1	0,1
Японская иена	—	7,0	7,1	4,9	2,7	2,0
Нераскрытые резервы	0,3	3,4	11,0	23,7	31,5	38,5

Источник: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves / IMF. 2008.

**Торговля рублем на валютном рынке**

Российский валютный рынок — один из наиболее развитых среди стран с формирующейся рыночной экономикой. По оценке Банка международных расчетов, в 2007 г. на него приходилось 0,8% оборота глобального валютного рынка (см. табл. 3), что можно считать весьма высоким показателем (на все валюты стран Центральной и Восточной Европы приходилось 2,2%, а Латинской Америки — немногим более 1,8% его оборота).

Валютный рынок России также входит в десятку наиболее крупных валютных рынков в мире. В первой половине 2008 г. среднесуточный оборот на нем составлял 98 млрд долл., что сопоставимо с показателями Германии, Дании и Канады. В 2007 г. годовой оборот валютного рынка на ММВБ превысил 1,5 трлн долл., достигнув уровня развитых европейских стран.

Рубль больше не является замкнутой валютой, обращающейся только на внутреннем рынке. С 2007 г. он активно торгуется на международных площадках. В частности, рубль котируется в валютной торговой системе LavaFX Interbank (Нью-Йорк). Она представляет собой электронную мультидилерскую систему, поддерживаемую американской компанией Lava. Наибольшие объемы торгов рублем приходятся на междилерскую систему валютного рынка Electronic Broking Service

<sup>3</sup> Chinn M., Frankel J. Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? // NBER Working Paper 11510. 2005.



## Структура оборота глобального валютного рынка (в %)

Национальные валюты	2001	2004	2007
Доллар США	90,4	88,7	86,3
Евро	37,7	37,2	37,0
Японская иена	22,7	20,3	16,5
Фунт стерлингов	13,3	16,9	15,0
Швейцарский франк	6,1	6,1	6,8
Австралийский доллар	4,2	5,5	6,7
Канадский доллар	4,5	4,2	4,2
Шведская крона	2,1	2,3	2,8
Гонконгский доллар	2,2	1,9	2,8
Норвежская крона	1,1	1,5	2,2
Новозеландский доллар	0,2	1,0	1,9
Мексиканское песо	0,8	1,1	1,3
Сингапурский доллар	0,9	1,0	1,2
Корейский вон	0,7	1,2	1,1
Южноафриканский рэнд	1,0	0,8	0,9
Датская крона	1,0	0,9	0,9
Российский рубль	0,4	0,7	0,8

*Примечание.* Сумма долей равна 200%, учитывая, что в сделке участвуют две валюты.

*Источник:* Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007 / Bank for International Settlements. 2007.

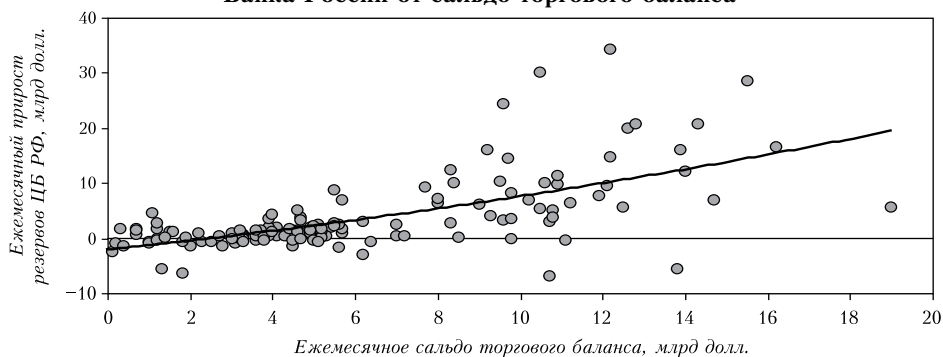
(EBS), принадлежащую брокеру ICAP (Лондон). EBS является одной из лидирующих электронных анонимных дилинговых систем для межбанковского валютного трейдинга, сопоставимой с системой Reuters Dealing. Торговля в системе EBS составляет 45% всех операций на глобальном валютном рынке. За рубежом рубль обращается как на спот-рынке, так и на рынке беспоставочных форвардов.

По мере интернационализации рубля на отечественном валютном рынке будут происходить заметные перемены. Прежде всего снизятся обороты валютного спот-рынка за счет перевода внешней торговли на рубли. В настоящее время торговля ими сконцентрирована в Москве. Интернационализация приведет к выходу рублей за пределы страны, существенной децентрализации валютного рынка, смещению части торговли за рубеж. Как следствие, обороты валютного рынка в Москве должны упасть, а на соседних торговых площадках (Украинская межбанковская валютная биржа, Казахстанская фондовая биржа и др.) — возрасти.

Как это отразится на банковском секторе? В настоящее время в структуре его валовых доходов и расходов обслуживание клиентских операций с иностранной валютой занимает первое место. Очевидно, их доля уменьшится, однако вряд ли это приведет к существенной потере доходов. Дело в том, что удельный вес операций с иностранной валютой в чистом текущем доходе банков невелик — менее 4%. Напротив, можно рассчитывать, что за счет операций с валютными деривативами чистые доходы банков возрастут.

Следствием перевода внешней торговли на рубли станет сокращение долларowego сальдо, которое идет на пополнение международных резервов Банка России. Между их приростом и сальдо торгового баланса наблюдается выраженная зависимость (см. рис. 6). По нашим оценкам,

### Зависимость прироста международных резервов Банка России от сальдо торгового баланса



Источник: рассчитано по данным Банка России.

Рис. 6

перевод до  $\frac{1}{3}$  оборота внешней торговли на рубли приведет к стабилизации международных резервов Банка России.

Интернационализация рубля невозможна без полноценного валютного клиринга. Он позволяет заменить валютный оборот с внешним рынком расчетами в национальной валюте с клиринговыми банками, осуществляющими зачет взаимных требований и обязательств. Необходим закон о клиринге, который мог бы регулировать деятельность кредитных организаций, специализирующихся на клиринге сделок, заключенных в рублях и иностранной валюте, а также использующих другие финансовые инструменты.

Международные расчеты в рублях требуют развития систем передачи финансовой информации и электронного документооборота и их приближения к международным стандартам. В настоящее время далеко не все участники финансового рынка России используют систему SWIFT для платежей и расчетов, что осложняет установление корреспондентских отношений, осуществление финансовых операций, расчетов и выполнение обязательств в сроки, принятые в мировых финансовых центрах. В 2007 г. Банк России ввел в действие систему валовых расчетов в режиме реального времени, которая получила название «Система банковских электронных срочных платежей» (БЭСП). В целях интернационализации рубля необходимо унифицировать стандарты БЭСП со стандартами проведения расчетных и других операций, принятыми в SWIFT. Без этого невозможна интеграция БЭСП с другими международными системами расчетов в режиме реального времени.

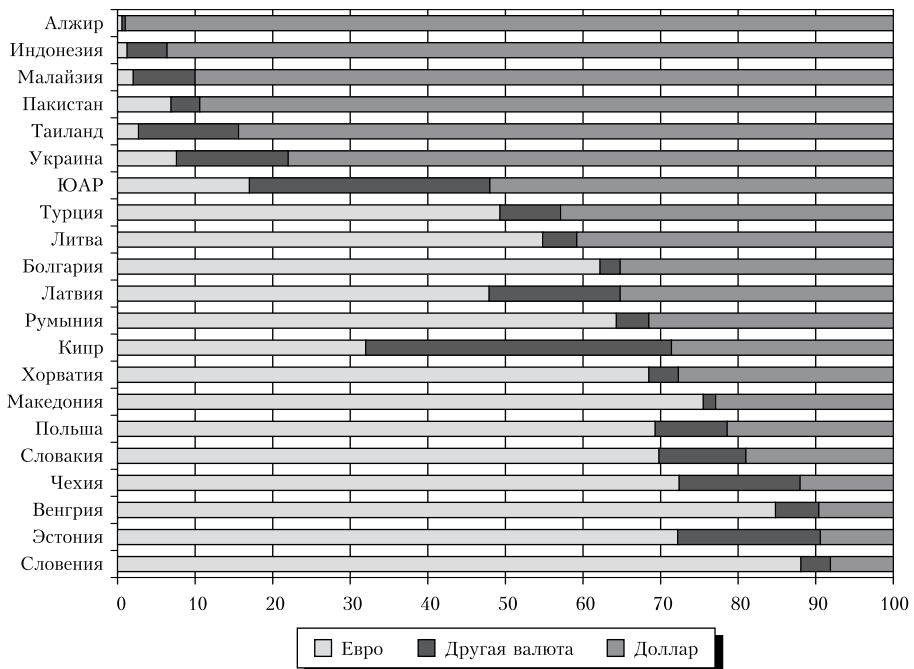
На глобальном рынке расчеты по свободно конвертируемым валютам, имеющим международный статус, осуществляются через систему Continuous Linked Settlement (CLS), созданную крупнейшими западными банками для проведения расчетов по конверсионным операциям. Сегодня через CLS Bank проходят расчеты по семнадцати валютам; в их числе и те, которые имеют одинаковые с рублем конкурентные позиции, — южноафриканский рэнд, норвежская крона, мексиканское песо, корейский вон, израильский шекель и др. Однако российского рубля среди них нет. Для его интернационализации важно интегрировать российскую систему расчетов в режиме реального времени в глобальную сеть аналогичных систем через CLS Bank. Это позволит наладить обращение рублей на международном рынке.

## Рубль во внешней торговле

Какое распространение может получить рубль во внешней торговле? В этой области наблюдается несколько устойчивых закономерностей. Во-первых, во внешней торговле экономически развитых стран преобладает валюта экспортера — в ней выражены цены и платежи контрактов. Во вторую очередь выбирается валюта импортера и в последнюю — валюты третьих стран. Международная торговля европейских стран выражена в евро. Исключение составляют только несколько стран, таких как Великобритания и Дания, не вошедших в еврозону. Аналогичная ситуация и в Японии, где международная торговля выражена в иенах и азиатских валютах.

Во-вторых, во внешнеторговом обороте между экономически развитыми странами и государствами с формирующимся рынком преобладают валюты развитых или третьих стран (см. рис. 7). В подавляющем большинстве случаев это доллар (Алжир, Индонезия, Малайзия, Пакистан, Таиланд и др.) или евро (Словения, Македония, Венгрия, Эстония и др.). Даже если контрагентом во внешней торговле не являются ни США, ни европейские страны, все равно валютой третьей страны становится доллар или евро. Они выступают валютами-посредниками, поскольку прямых котировок между национальными валютами стран с формирующимся рынком не существует — например, котировок венгерского форинта к малайзийскому ринггиту.

**Валютная структура экспорта развивающихся стран  
и стран с формирующимся рынком (в %)**



Источник: Европейский центральный банк.

Рис. 7

Наконец, в-третьих, рынки ключевых международных товаров являются однородными — рынками одного товара, такого как золото, зерно, сахар, нефтепродукты, металлы и др. Ценообразование на такие товары происходит в долларах США (и значительно реже — в евро). В данном случае доллар играет роль валюты-посредника, при помощи которого обмениваются другие валюты. Это объясняется как высокой ликвидностью долларового рынка, так и узкими спредами, позволяющими с наименьшими издержками заключать сделки. Большую роль также играют международные торговые площадки в Нью-Йорке и Чикаго, на которые приходится значительная часть оборота мирового товарного рынка. В связи с тем что участникам рынка удобнее котировать товары в одной валюте, долларовые цены закладывают стандарт ценообразования и обеспечивают транспарентность и сопоставимость условий торговли. На других международных товарных рынках, не являющихся однородными (как правило, это предметы потребления, например автомобили), преобладают национальные валюты экспортеров.

С одной стороны, использованию рубля во внешней торговле препятствует сырьевой характер российского экспорта, с учетом того что ценообразование на сырье традиционно происходит в долларах. С другой стороны, благодаря существенной доле страны в мировом экспорте отечественная валюта может играть заметную роль во внешней торговле. Кроме того, валютный курс рубля стабилен, а ликвидность валютного рынка высока. Крупнейшие российские банки, имеющие разветвленную сеть дочерних банков и филиалов за рубежом, достаточно надежны, чтобы обслуживать торговые сделки. Наконец, есть устойчивый спрос на российские энергоносители, благодаря чему отечественные производители занимают сильные позиции на переговорах. Значительная часть выручки топливно-энергетического комплекса номинирована в долларах или евро. Переход на рубль позволит сократить издержки и стабилизировать рублевый экспортный поток.

Для интернационализации рубля во внешней торговле следует решить ряд проблем. Во-первых, за пределами СНГ рубль не является конвертируемой валютой, поэтому возможности экспортеров по страхованию рисков, связанных с изменением валютных курсов, посредством конвертации в другие валюты значительно ограничены. К тому же узок круг целей, под которые в нашей стране допускаются конвертация и оплата в иностранных валютах. На фоне валютной либерализации правительство РФ и Банк России проводят мероприятия по усилению контроля за валютными операциями.

Во-вторых, в отсутствие полноценного рынка производных инструментов экспортеры не смогут использовать рубль в качестве валюты контрактов или платежа вне стран СНГ. Контрагентам необходимы инструменты, которые позволили бы минимизировать риски и довести их до уровня долларовых сделок. В противном случае риски будут заложены в рублевые цены с учетом дисконта на возможное обесценение рубля, что делает его интернационализацию экономически невыгодной.

В-третьих, необходимо развивать ценообразование на сырье в отечественной валюте. В 2007 г. правительство РФ поставило задачу организовать биржевую торговлю сырьевыми товарами, однако пока неясно,

каковы будут ее обороты и ликвидность. Следует признать, что рублевое ценообразование вряд ли станет международным стандартом.

Наконец, в-четвертых, интернационализации рубля во внешней торговле в краткосрочном периоде препятствует действие текущих контрактов. Экспорт сырья и энергоносителей в европейские страны осуществляется преимущественно на основе долгосрочных контрактов и цен, индексируемых в соответствии с изменением мировых цен на конкурирующие нефтепродукты. Например, «Газпром» подписал ряд долгосрочных контрактов на поставку газа: в Германию сроком до 2027 г., в Швейцарию — в 2013–2030 гг., в Румынию — в 2010–2030 гг., в Чехию — до 2013 г. Они не могут быть пересмотрены, поскольку это приведет к санкциям. Новые рублевые контракты можно заключить лишь по истечении сроков действия предыдущих.

В перспективе, если названные меры будут реализованы, характер использования национальной валюты во внешней торговле станет напоминать ситуацию в Дании, в валюте которой заключается 46% экспортных и 50% импортных контрактов, или Австралии (соответственно 28 и 33%). На рубль может быть переведена торговля со странами СНГ и до  $\frac{1}{3}$  торговли со странами дальнего зарубежья.

### Рубль на международном финансовом рынке

Финансовые инструменты, обращающиеся на глобальном рынке, имеют номинал либо в резервных, либо в международных валютах. Это обеспечивает спрос на них в мире и способствует интернационализации валют. Несмотря на то что рубль не является международной валютой, внешний рынок долговых ценных бумаг с номиналом в рублях быстро развивается. Подавляющее большинство эмитентов рублевых облигаций, обращающихся на нем, — это резиденты (крупнейшие среди них — ВТБ, Еврокоммерц, УРСА Банк и др.). Иностранцев игроков, выпускающих рублевые инструменты, сегодня насчитывается более двух десятков. Крупнейшие эмитенты рублевых инструментов зарегистрированы в Европейском союзе и США (см. рис. 8).

Самый активный игрок на этом рынке — группа Всемирного банка. Отметим, что банки развития (EBRD в Великобритании, KfW в Германии, European Investment Bank в Люксембурге, IBRD в США) по объему рублевых эмиссий значительно опережают других представителей финансового сектора. Ценные бумаги эмитируются ими для развития облигационных рынков в национальных валютах.

**Географическое распределение иностранных эмитентов рублевых долговых ценных бумаг (в %)**



Источник: рассчитано по данным агентства CBonds.

Рис. 8

Вторую группу эмитентов составляют глобальные инвестиционные банки, активно сотрудничающие с российскими компаниями. В третью группу входят крупные банки регионального масштаба. Они выпускают рублевые ценные бумаги, чтобы удовлетворить спрос своих клиентов (как правило, хедж-фондов) на высокодоходные инструменты. Во всех проспектах эмиссий заемщики отмечают, что интерес к рублевым инструментам возникает из-за крепнущей валюты и высокой доходности на рублевом рынке.

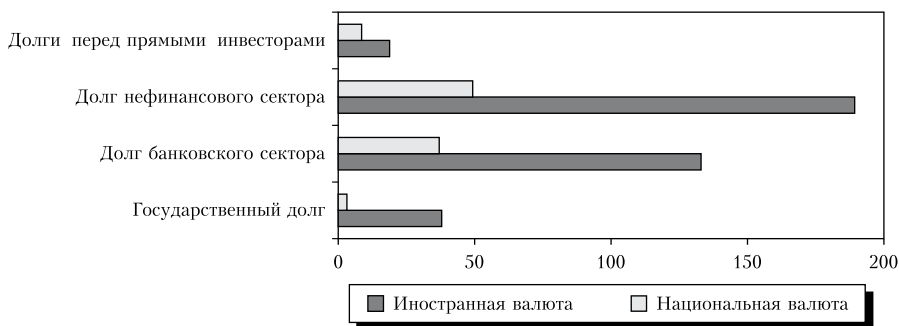
Развитие рынка международных облигаций в рублях несет с собой ощутимые выгоды для отечественной экономики. Во-первых, рублевые еврооблигации имеют большую срочность, нежели облигации, обращающиеся на внутреннем рынке. Срочность рублевых долговых обязательств иностранных эмитентов достигает десяти лет, а средне-взвешенная срочность составляет пять лет. На внутреннем же рынке для стимулирования спроса на свои облигации заемщики вынуждены выставлять ежегодные оферты на досрочный выкуп.

Во-вторых, рублевые еврооблигации привлекательны для отечественных заемщиков с точки зрения низких процентных ставок. Наши расчеты средневзвешенных процентных ставок по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в рублях на срок свыше 1 года на внутреннем рынке, и средневзвешенной доходности рублевых еврооблигаций свидетельствуют о преимуществах интернационализации. С 2006 г. процентная ставка по рублевым кредитам устойчиво колеблется вокруг 12%, в то время как еврооблигации выпускаются с купоном в 6,5%. Таким образом, развитие рынка международных облигаций в рублях позволяет снизить издержки финансирования для отечественных заемщиков.

В перспективе структура внешнего долга России может быть изменена в пользу рублевых инструментов (см. рис. 9). Прежде всего в рубли следует перевести государственный долг, что устранил риск бюджетного кризиса из-за возможного обесценения рубля. Затем целесообразно увеличить рублевую составляющую внешнего долга частного сектора хотя бы до 50%, чтобы минимизировать издержки финансирования, а также снизить чувствительность корпоративного долгового бремени к колебаниям курса рубля.

### Валютная структура внешнего долга России

(в млрд долл., на март 2008 г.)



Источник: данные Банка России.

Рис. 9

## **Рублевые инструменты в составе международных резервов**

Прежде всего отметим, что международные рейтинги России достаточно высоки, чтобы нерезиденты проявили интерес к рублевым инструментам. В настоящее время долгосрочный рейтинг России в иностранной валюте достигает «ВВВ+», а долгосрочный рейтинг в национальной валюте — «А-». Более  $\frac{1}{3}$  центральных банков инвестируют в правительственные облигации рейтинга ниже «АА» и в корпоративные облигации с рейтингом ниже «ВВВ». Каждый второй центральный банк хранит в портфеле резервов облигации развивающихся стран и государств с формирующимся рынком<sup>4</sup>. Таким образом, спрос на рублевые инструменты достаточно высок.

Какие инструменты предпочтут центральные банки для своих инвестиций? На наш взгляд, для них могут представлять интерес только три рублевых инструмента: банковские депозиты, корпоративные облигации инвестиционного рейтинга и в меньшей степени акции крупнейших отечественных корпораций. К сожалению, дефицит полноценных рублевых инструментов не позволяет рассчитывать на широкое включение рубля в состав международных резервов. Тем не менее на него уже приходится небольшая доля международных резервов некоторых стран. В частности, резервы Национального банка Беларуси размещаются в том числе в рублях. Среди стран СНГ о такой возможности официально заявили власти Украины. Представители Инвестиционного фонда Китая в июне 2008 г. подтвердили, что он размещает свои средства в рублевых активах.

Для активизации резервной роли российской валюты необходимо предоставлять специальные финансовые услуги зарубежным центральным банкам. Отметим соответствующий опыт еврозоны. Реагируя на рост спроса на евро, Евросистема в январе 2005 г. ввела услуги для центральных банков и международных организаций вне еврозоны<sup>5</sup>. Национальные центральные банки, входящие в Евросистему, предлагают набор стандартных услуг для других центральных банков, обеспечивая финансовую безопасность, законность и конфиденциальность. Это, в частности, депозитарные и расчетные услуги по операциям с ценными бумагами, депозитные, инвестиционные и валютные операции, а также сделки с наличными евро. Аналогично и Банку России следует рассмотреть возможность предоставления услуг другим центральным банкам по управлению рублевыми резервами.

### **«Резервный» рубль: выгоды и риски для российской экономики**

Для отечественной экономики интернационализация рубля несет с собой как выгоды, так и издержки. Выгоды могут быть раз-

---

<sup>4</sup> Borio C., Galati G., Heath A. FX Reserve Management: Trends and Challenges // BIS Papers 40. 2008.

<sup>5</sup> ECB Review of the International Role of the Euro / ECB. 2007.

делены на политические и экономические, поскольку рубль будет использоваться и иностранными государствами, и частным сектором. К наиболее очевидным преимуществам интернационализации рубля следует отнести следующие.

*Минимизация издержек внешней торговли.* В связи с переводом контрактов на рубли исчезают издержки обмена валют. Валютные риски для резидентов больше не существуют, что позволяет более обоснованно планировать инвестиции. Снижаются операционные издержки (связанные с валютными и хеджевыми операциями, международными платежами и управлением счетами в различных валютах).

*Транспарентность внешней торговли и конъюнктуры финансовых рынков.* Цены становятся более прозрачными, поскольку контрагентам в рамках зоны влияния рубля их легче сравнивать, что способствует усилению конкуренции. Кроме того, повышается транспарентность ценообразования на финансовых рынках. При международном кредитовании и инвестировании в рублях приоритет получает оценка кредитного, а не валютного риска.

*Снижение волатильности экспортных доходов.* В настоящее время из-за того что экспортные контракты номинированы в долларах или евро, рублевая выручка зависит от колебаний обменных курсов. После перевода внешней торговли на рубли экспортные доходы стабилизируются, и, как следствие, волатильность экономического роста уменьшится. Кроме того, стабилизируются объемы торговли внутри зоны влияния рубля (в СНГ).

*Увеличение размеров банковского сектора.* Поскольку значительные объемы рублевых ресурсов будут храниться на счетах в российских банках, у них увеличатся рублевые пассивы. Приток капитала в страну для покупки резервной валюты иностранными инвесторами заложит основу для роста иностранных обязательств и активов банковского сектора, номинированных в рублях. Существенное развитие получают международное кредитование и выпуск рублевых облигаций. Очевидно, российские кредитные организации будут иметь конкурентные преимущества перед иностранными игроками в области андеррайтинга рублевых ценных бумаг и организации рублевых синдикаций.

*Развитие рынка долгосрочных инструментов.* Выбирая рубль в качестве резервной валюты, иностранные центральные банки будут заинтересованы в приобретении долгосрочных долговых обязательств с высоким кредитным рейтингом. Тем самым они будут способствовать формированию рынка для консервативных инвесторов и обеспечат спрос на долгосрочные инструменты, дефицит которых испытывает Россия.

*Снижение издержек финансирования.* Увеличение размеров банковского сектора приведет к появлению дисконта (отрицательной премии) за ликвидность. Благодаря притоку иностранного капитала снизятся процентные ставки на емком и ликвидном рублевом рынке.

*Повышение устойчивости национальной экономики к внешним шокам.* Рост банковского сектора и укрепление рынка ценных бумаг будут способствовать большей стабильности национальной экономики. Исчезнут проблемы с текущим финансированием ее развития, что уменьшит уязвимость страны перед внешними шоками.



*Получение доходов от сеньоража.* Наличные рубли, распространившиеся за рубежом, будут представлять собой беспроцентное кредитование нерезидентами отечественной экономики.

*Финансирование дефицита торгового баланса.* Облегчается покрытие гипотетического дефицита торгового баланса, поскольку потоки капитала номинированы в той же валюте, что и текущие платежи. Россия сможет беспрепятственно финансировать этот дефицит за счет выпуска рублевых долговых инструментов.

*Независимая внешняя политика.* Интернационализация рубля позволит России проводить независимую внешнюю политику, устойчивую к иностранному влиянию, без оглядки на политических противников и конкурентов, направленную на решение национальных задач. Она будет способствовать экспансии российского капитала за рубеж.

В то же время статус резервной валюты несет с собой серьезные издержки. Вот почему такие страны, как Япония или Китай, не стимулируют или даже препятствуют распространению национальных валют за пределами своих экономик.

*Ограничение маневра денежно-кредитной политики.* Эмитент резервной валюты должен поддерживать ее стабильный обменный курс, чтобы сохранять международное доверие к ней. Это ограничивает возможности центрального банка по проведению экономической политики, ориентированной на решение задач внутреннего рынка. Большая нагрузка в плане регулирования национальной экономики ложится на налогово-бюджетную политику.

*Потеря контроля над денежным предложением.* Денежные власти лишаются возможности прямого влияния на рублевое денежное предложение, поскольку оно будет отчасти формироваться на внешнем рынке. Как следствие, эффективность таргетирования денежного предложения со стороны Банка России снизится.

*Завышение обменного курса рубля.* Рост спроса на валюту приведет к завышению обменного курса рубля. Чтобы этого избежать, придется наращивать импорт, который будет компенсировать приток капитала в страну. В противном случае завышенный курс рубля обусловит потерю конкурентоспособности отечественных товаров на международном рынке.

*Нагрузка на кредитора последней инстанции.* Распространение рубля в качестве резервной валюты и ориентация иностранных центральных банков на денежно-кредитную политику Банка России возможны, если российские власти будут готовы оказать (или хотя бы декларировать) финансовую поддержку в случае угрозы валютного кризиса (так, Банк России пополнял резервы Национального банка Беларуси рублевыми кредитами). Это накладывает ограничения на кредитора последней инстанции, с учетом того что он должен решать задачи внутреннего рынка и обеспечивать стабильность рубля.

*«Дилемма Триффина».* Развитие резервной валюты в конечном счете сталкивается с двумя отрицательными исходами, названными «дилемма Триффина» в честь профессора экономики Йельского университета Роберта Триффина. Она состоит в том, что либо увеличение предложения резервной валюты (что возможно в условиях дефицита

платежного баланса) приведет к ее обесценению в долгосрочном периоде и валютному кризису, либо ликвидация дефицита платежного баланса вызовет нехватку резервов и отказ от резервной валюты.

*Отсутствие валютного контроля и контроля над движением международного капитала.* Интернационализация рубля подразумевает, что денежные власти отказываются от административного регулирования потоков платежного баланса. Они не смогут директивными методами препятствовать оттоку или притоку капитала. В противном случае полная конвертируемость будет нарушена, и доверие нерезидентов к российской валюте исчезнет.

*Угроза обвала на офшорном рынке.* Для нейтрализации движения международного капитала центральный банк должен удерживать на одном уровне доходность на внутреннем и офшорном финансовых рынках, иначе разница в процентных ставках создаст нежелательное давление на валютный курс. Если доходность на офшорном рынке оказывается существенно выше, то возникают предпосылки для оттока капитала и валютного кризиса. Подобный опыт пережили власти Чехии, когда в 1997 г. падение цен на суверенные еврооблигации, номинированные в кронах, спровоцировало валютный кризис в стране.

Между выгодами и издержками интернационализации рубля существует положительный баланс. Очевидно, отрицательные стороны интернационализации валюты преобладают, когда ее использование за рубежом превышает применение валюты в местной экономике, в результате государство теряет контроль над предложением денег. Однако пока использование рубля за пределами России невелико, можно с уверенностью говорить о том, что российские граждане, компании и банки только выиграют от развития рублевого финансового рынка и рублевой внешней торговли.

В данной области требуется серьезная информационная и аналитическая поддержка. Государственные ведомства, в первую очередь Банк России, Министерство финансов, Министерство экономического развития, Федеральная служба по финансовым рынкам, Федеральная таможенная служба, заинтересованы в регулярном и оперативном анализе ситуации с рублем на внешних рынках. За рубежом к таким оценкам относятся достаточно серьезно. Например, Европейский центральный банк, несмотря на нейтральное отношение к интернационализации евро, с 2001 г. проводит мониторинг международных позиций европейской валюты.

Текущий мониторинг международных позиций рубля нужен по ряду причин. Во-первых, использование российской валюты за пределами страны будет оказывать влияние на денежно-кредитную политику (в части денежно-кредитного трансмиссионного механизма), а также на состояние денежной сферы. Во-вторых, распространение рублей на международных рынках усилит уязвимость отечественного рынка перед внешними шоками — колебаниями цен на глобальных финансовых рынках и валютного курса рубля. Наконец, в-третьих, обеспечение властей и участников рынка необходимой информацией позволит четко определить текущие тенденции и прогнозировать будущее состояние внешнеэкономических отношений.