



Дмитрий  
Кондратов

# ПЕРСПЕКТИВЫ СТАНОВЛЕНИЯ РОССИЙСКОГО РУБЛЯ КАК МЕЖДУНАРОДНОЙ ВАЛЮТЫ

Дмитрий Игоревич Кондратов – к. э. н., ведущий научный сотрудник Института Европы РАН.

Электронная почта: kondratov@ieras.ru

Может ли российский рубль стать международной резервной валютой? В статье оцениваются его возможности с точки зрения ключевых факторов, определяющих международный статус национальной валюты: объема национальной экономики, инфляции, волатильности валютного курса и размера национального финансового рынка. По мнению автора, ряд условий говорит в пользу российской валюты, в частности, оборот и ликвидность валютного рынка, объем ВВП и внешней торговли, развитие международного рынка долговых ценных бумаг, номинированных в рублях. В статье обсуждаются последствия политики интернационализации рубля для Банка России и российской экономики в целом.

*Ключевые слова:* рубль, финансовый рынок, международные резервы, государственный долг.

\* \* \*

*«Реальная конвертируемость рубля во многом зависит от его привлекательности как средства, используемого для расчетов и сбережений. И здесь нам еще очень многое предстоит сделать. В частности, рубль должен стать более универсальным средством для международных расчетов и должен постепенно расширять зону своего влияния».*

*Президент России В. Путин  
(из Послания Федеральному собранию  
Российской Федерации  
10 мая 2006 года)*

## ВВЕДЕНИЕ

Экономические успехи, достигнутые Россией в последние годы, и неуверенное развитие в США, зоне евро и Японии в 2010–2011 годах (см. рисунок 1) закономерно поставили вопрос о возможности превращения рубля в международную валюту, которая играла бы заметную роль в обслуживании внешнеторговых контрактов и инвестиционных связей страны, обороте глобальных и финансовых рынков. Эффективное решение этой сложной задачи могло бы обеспечить России целый ряд долгосрочных геополитических и экономических преимуществ, в частности, существенно повысило бы конкурентоспособность отечественной финансовой политики и приток в нее иностранного капитала.

Базовые предпосылки для интернационализации российской валюты в настоящее время уже сложились: по размеру ВВП и экспорта товаров и услуг Россия входит в число ведущих стран мира, введена свободная конвертируемость рубля как по текущим, так и по капитальным операциям, накоплены значительные международные резервы, обеспечивающие стабильность его покупательной способности. Однако для успешного продвижения отечественной валюты за рубежом сохраняются и некоторые существенные препятствия, в частности, умеренный рост инфляции и недостаточная емкость финансового рынка, снижающие интерес иностранных инвесторов к российскому рублю.

Становление рубля как полноценной международной валюты предполагает существенное повышение его роли во внешнеторговых расчетах России, увеличение масштабов использования рублевых финансовых инструментов для размещения нерезидентами частных сбережений и официальных резервов, дальнейшее наращивание объ-



Рисунок 1. Темпы роста реального ВВП в Японии, зоне евро, США и России, 2000–2013 годы, % к предыдущему году

Примечание: 2013 год — прогноз.

Источник: базы данных Института народнохозяйственного прогнозирования РАН (<http://www.macroforecast.ru/>) и Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

емов и диверсификацию конверсионных операций с рублем на внутреннем и зарубежном рынках. Перспективы развития интернационализации рубля в рамках указанных направлений рассмотрены ниже.

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри страны эмиссии, так и за ее пределами. В отношении рубля это означает использование его за пределами Российской Федерации. Эмитирующая международную валюту страна или группа стран получает определенные политические и экономические выгоды, связанные с ростом международного престижа и глобального влияния. Экономические выгоды проявляются в более низких транзакционных издержках и процентных ставках и более высокой доходности финансовых учреждений. Эти выгоды обусловлены возрастанием экономической активности и эффективности внутренних рынков капитала; большей возможностью финансирования дефицита платежного баланса по текущим операциям собственной валютой, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте. Однако превращение валюты в международную создает риски и повышает ответственность, так как страна-эмитент становится более уязвимой перед курсовыми колебаниями, подрывающими финансовую и макроэкономическую стабильность и ограничивающими выбор возможных инструментов монетарной политики.

## 2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ СТАТУС РУБЛЯ

В настоящее время в мире насчитывается примерно 160 валют. Большая их часть представляет собой замкнутые, или неконвертируемые (необратимые), валюты, которые не могут быть использованы для совершения международных расчетов или иных операций в силу законодательных ограничений, действующих в их странах. В группу замкнутых валют, главным образом, входят денежные единицы наименее развитых государств, а также стран с сильным государственным регулированием экономической деятельности.

Вторую категорию валют образуют так называемые внутренние валюты. Эти ликвидные средства, как правило, обладают частичной или даже полной конвертируемостью и могут применяться в международном обороте. Спрос на них, однако, предъявляется преимущественно на внутреннем рынке страны-эмитента, и объем сделок с этими валютами за рубежом незначителен. К категории внутренних сегодня относятся в том числе и валюты таких крупнейших развивающихся стран, как Китай, Бразилия и Индия.

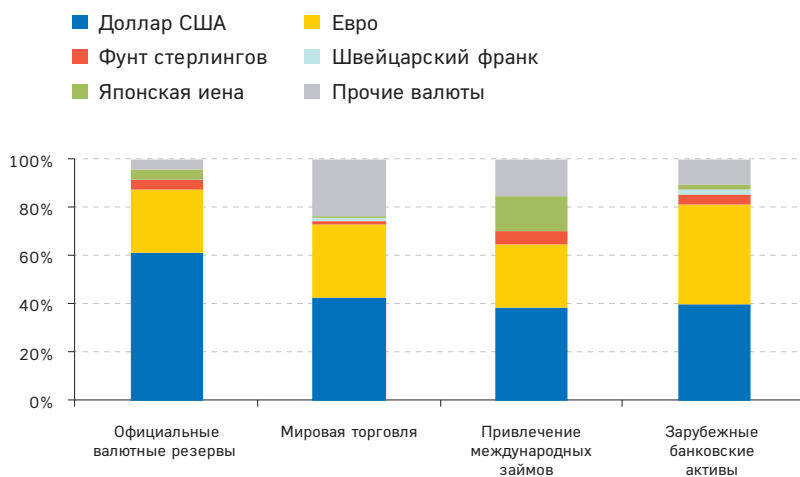
Более высокий статус по сравнению с замкнутыми и внутренними валютами имеют свободно конвертируемые международные валюты, выполняющие отдельные денежные функции за пределами юрисдикции эмитирующего их государства. Примерами таких валют, общее число которых в мире не превышает 15–17, являются канадский, гонконгский и сингапурский доллары, шведская, датская и норвежская кроны, южнокорейский вон, мексиканское песо. Международные валюты активно применяются во внешнеторговых расчетах своих стран (например, в Дании в национальной валюте заключается 46% экспортных контрактов, в Австралии — 28%), торгуются, хотя в ограниченных масштабах, на зарубежных рынках, включая рынки наличной валюты, в небольших объемах используются нерезидентами для инвестирования частных сбережений и официальных резервов. Некоторые международные валюты, в частности, австралийский доллар и южноафриканский рэнд, играют заметную роль в обслуживании региональных экономических связей, что обеспечивается лидирующими позициями их государств среди сопредельных стран.

Официально после распада Бреттон-Вудской системы статус резервной валюты не закреплен ни за одной национальной денежной единицей, поэтому Международный валютный фонд и Организация экономического сотрудничества и развития применяют термин «свободно используемая валюта». В эту категорию указанные организации в настоящее время включают только четыре валюты — доллар США, евро, японскую иену и фунт стерлингов. Швейцарский франк учитывается МВФ и ОЭСР в статистике официальных резервов центральных банков, но не причислен к свободно используемым валютам. Резервные валюты, прежде всего доллар и евро, доминируют в мировой валютной системе, в частности, в них осуществляется более 80% расчетов в международной торговле и номинируется порядка 95% официальных резервов и международных финансовых активов (см. рисунок 2).

Российский рубль в настоящее время относится к числу внутренних валют, обращающихся главным образом в пределах своей страны. В последние годы, однако, наметились определенные тенденции к интернационализации российской валюты. Так, рубль все более активно торгуется на зарубежных валютных площадках, например, Чикагской товарной бирже, увеличиваются объемы выпуска рублевых еврооблигаций российскими и иностранными финансовыми институтами, ряд государств СНГ начинают использовать рубль для хранения своих валютных резервов. Указанные факты свидетельствуют о растущем интересе в мире к российской валюте, стимулируемом экономическими успехами страны последних лет, и постепенном формировании предпосылок для превращения рубля в полноценную региональную, а в более отдаленной перспективе — и международную валюту.



Рисунок 2. Доля доллара США, евро и других национальных валют в мировой экономике, 2011 год, % к общему объему



Источник: Европейский центральный банк и Банк международных расчетов.

Обретение рублем международного статуса предполагает его существенно более широкое по сравнению с сегодняшним днем вовлечение в трансграничный оборот в качестве интернационального средства платежа и накопления, а также меры стоимости для отдельных значимых для мировой торговли групп товаров. В частности, должна заметно увеличиться доля рубля в обслуживании внешней торговли России и третьих стран, обороте глобального валютного рынка, размещении капиталов нерезидентами, в том числе резервов иностранных центральных банков. Для российских граждан весомым подтверждением роста международного авторитета национальной валюты станет возможность беспрепятственного обмена наличных рублей на денежные единицы других стран в ходе зарубежных поездок и командировок.

Ход интернационализации рубля в предстоящие годы, в том числе уровень спроса на российскую валюту на глобальных валютных и финансовых рынках будет определяться целым рядом факторов, важнейшими из которых являются следующие:

- масштабы экономики и вес России в глобальном производстве и экспорте;
- долгосрочная устойчивость валютного курса и покупательной способности рубля;
- уровень развития национального рынка капиталов с точки зрения возможностей, представляемых нерезидентами по размещению средств в российской валюте;
- состояние внутреннего и международного валютного рынка рубля;
- режим валютного регулирования и контроля в России, в частности, наличие ограничений на совершение валютных операций с рублем;

- повышение роли России в глобальных финансах;
- построение конкурентоспособного финансового центра в Москве.

Возможности выхода рубля на международную арену с учетом указанных факторов рассмотрены ниже.

### 3. ВОПРОСЫ КОНВЕРТИРУЕМОСТИ РУБЛЯ

Предварительным условием интернационализации любой валюты является ее свободная конвертируемость, то есть возможность беспрепятственного обмена на другие валюты при проведении операций, отражаемых в текущем и капитальном разделах платежного баланса, включая торговые и кредитные сделки, прямые и портфельные инвестиции с участием резидентов и нерезидентов. Как показывает пример китайского юаня, наличие ограничений в этой сфере не позволяет валюте претендовать на международный статус, даже несмотря на внушительные размеры национальной экономики.

Формально рубль может считаться полностью конвертируемым с первого июля 2006 года, когда были сняты все ограничения на осуществление капитальных операций. Однако в национальном валютном законодательстве, особенно в подзаконных актах, пока еще сохраняется немало норм, в первую очередь в сфере валютного контроля, заметно затрудняющих международный оборот рубля. Так, отечественные компании не имеют возможности свободно приобрести иностранную валюту за рубли, не предъявив обслуживающему их банку — агенту валютного контроля документы (контракты, счета), подтверждающие назначение этой валюты. Кроме того, по-прежнему действует правило обязательной репатриации экспортной выручки, в том числе рублевой, очевидно вступающее в противоречие с задачами интернационализации рубля. В этой связи успешное продвижение российской валюты на внешние рынки потребует дальнейшей точечной либерализации в области валютного регулирования и контроля (Belke, Burger, Seidel, 2009).

### 4. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ РУБЛЯ

Ключевым фактором, определяющим международные перспективы валюты, выступает размер национальной экономики. Чем менее значима страна с точки зрения вклада в глобальный ВВП, тем меньше спрос на ее валюту на внешних рынках. И наоборот, государства, занимающие лидирующие позиции в мировой экономике, обладают преимуществами и в валютной сфере.



По данным Организации экономического сотрудничества и развития, ВВП России, рассчитанный по паритету покупательной способности, по итогам 2010 года составил \$2.81 трлн, увеличившись по сравнению с 2000 годом в 2.82 раза. По этому показателю Россия сегодня занимает седьмое место среди крупнейших экономик стран ОЭСР, обогнав Великобританию — эмитента одной из популярных резервных валют.

Согласно прогнозам ОЭСР и МВФ, в ближайшие годы Россия может войти в пятерку-шестерку ведущих стран мира по размеру реального ВВП, вытеснив оттуда Германию и вплотную приблизившись к Японии. Доля России в глобальном производстве в 2015–2016 годах достигнет 2.93–2.96%. Однако она будет по-прежнему значительно уступать США (прогнозируемая доля в мировом ВВП в 2015–2016 годах — 17.6–17.8%), странам зоны евро (14.3–14.5% без учета дальнейшего расширения в 2014 году), Китаю и Индии.

Помимо значительных масштабов экономики, страна, чья валюта претендует на международный статус, должна занимать ведущие позиции и в мировой торговле, прежде всего экспорте. Устойчивый внешний спрос на продукцию страны повышает заинтересованность иностранных контрагентов в приобретении ее валюты для оплаты поставок и способствует росту популярности последней в мире.

Россия во многом благодаря быстрому росту мировых цен на энергоносители за последние годы существенно нарастила объемы экспорта товаров и с показателем в \$400.4 млрд по итогам 2010 года

Рисунок 3. Экспорт товаров (с сезонной корректировкой) и динамика цен на нефть сорта юралс, 2000–2012 годы



Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>) и Energy Information Administration (<http://www.eia.gov/petroleum/data.cfm#prices>).

(см. рисунок 3) смогла войти в десятку крупнейших стран — поставщиков промышленной продукции (см. рисунок 4). Доля России в глобальном экспорте продукции, по данным Всемирной торговой организации, достигла 2.6% (для сравнения, в 2003 году она составила 1.7%). Россия играет ведущую роль на некоторых ключевых товарных рынках, в частности, в мировой торговле углеводородным сырьем ее доля превышает 9%. По объему экспорта услуг (\$45 млрд в 2010 году) Россия, однако, не входит в десятку ведущих государств, что несколько ослабляет ее общие позиции в глобальном хозяйстве.

В целом современные размеры экономики и экспорта России обеспечивают надежные предпосылки для обретения рублем международного статуса. По данным показателям наша страна заметно превосходит многие государства, чьи валюты значительно более активно обращаются в мире, чем российский рубль, например, Австралию, Швецию, Норвегию, Сингапур и Южную Корею. Более того, по масштабам экономики Россия вполне сопоставима с Германией, чья валюта (евро) относится к категории резервных, имея хорошие шансы уже в ближайшие годы обогнать по размерам ВВП указанную страну.

Еще одним принципиальным условием выхода валюты на международную арену является ее долгосрочная стабильность, как курсовая, так и покупательная, определяемая темпами инфляции в стране-эмитенте. Чем выше стабильность валюты, тем больше доверия к ней испытывают участники рынка и тем сильнее на нее международный спрос. Валюта, подверженная значительным стоимостным колебаниям, обычно бывает востребована иностранными участниками лишь в небольших объемах, главным образом для проведения спекулятивных операций и валютных интервенций.

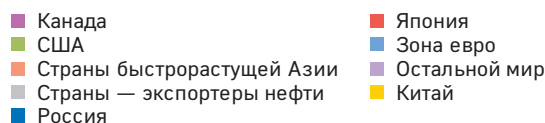
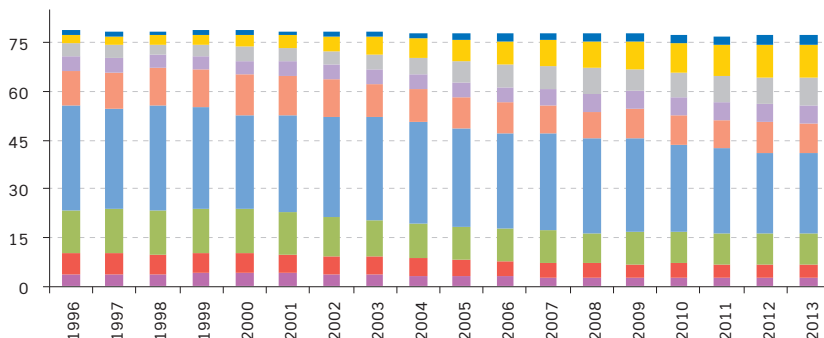


Рисунок 4. Крупнейшие страны мира по экспорту товаров и услуг, 1996–2013 годы, %



Примечание: 2013 год — прогноз

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

Таблица 1. Ежеквартальная волатильность номинальных эффективных валютных курсов основных резервных валют и российского рубля, 2000–2011 годы

Статистическая характеристика	Доллар	Евро	Фунт стерлингов	Японская иена	Российский рубль
Среднее	1.001	1.123	0.99	0.909	0.969
Минимум	0.831	0.909	0.913	0.778	0.891
Максимум	1.129	1.317	1.042	1.034	1.132
Стандартное отклонение	0.077	0.111	0.026	0.06	0.067

Источник: составлено по данным International Financial Statistics, 2011.

По критерию стабильности валютного курса рубль не уступает ведущим мировым валютам, за исключением 2008–2009 годов. Начиная с 2002 года по 2011-й номинальный эффективный валютный курс рубля к корзине валют стран — основных торговых партнеров России находился примерно на одном уровне. С точки зрения текущей волатильности, оцениваемой, в частности, по диапазону колебаний курса относительно среднего размера в пределах месяца, рубль в 2002–2011 годах лишь незначительно уступал японской иене, заметно превосходя американский доллар и евро (см. таблицу 1 и рисунок 5).

Стабильность курса российского рубля во многом определяется ключевой позицией Банка России на внутреннем валютном рынке. Располагая огромными валютными резервами, составлявшими к концу 2011 года \$496.36 млрд, ЦБ РФ имеет все возможности эффективно управлять курсом национальной валюты и не допускать его серьезных колебаний.

Тому, что Россия стремительно аккумулировала резервы\*, способствовал постоянный профицит ее баланса по текущим операциям (как правило, вследствие массивного притока иностранных инвестиций и высоких цен на нефть). Он же явился зеркальным отражением нараставшего двойного дефицита США. Нынешняя ситуа-

\* Банк России, который де-факто импортировал монетарную политику Федеральной резервной системы США, а с 2005 года — линейную комбинацию соответствующих политик ФРС США и ЕЦБ, проводил излишне мягкую денежно-кредитную политику, и внутренние реальные процентные ставки с 2000 года по 2009-й оставались отрицательными. Более того, ставка рефинансирования на протяжении восьми лет (с 2000 года по 2009-й) ни разу не опускалась ниже кредитных ставок. Данное положение свидетельствовало об относительной дороговизне финансовых ресурсов, предоставляемых Банком России, и, соответственно, о слабой роли судного процента в процессах кредитования народного хозяйства. Относительно функциональный статус ставка рефинансирования приобрела только в 2009 году, когда Банк России снизил ее до 8.75%. При этом уменьшение вышеуказанной ставки осуществлялось одновременно с повышением депозитных ставок, которые были призваны повысить роль процентного механизма в денежно-кредитной политике. Таким образом, в отличие от Европейского центрального банка, использующего учетную ставку в качестве главного инструмента антиинфляционной политики, для Банка России в период с 2000 по 2009 год она имела номинальный статус. Ставка рефинансирования более важна для регулирования движения капитала и курса рубля. Более того, высокий уровень процентных ставок служит фактором усиления инфляции, так как ссудные проценты включаются в издержки производства российских товаров. Не менее важно и другое обстоятельство — завышенные процентные ставки в условиях укрепления рубля стимулируют приток спекулятивного капитала в Россию в форме краткосрочных кредитов. В этом случае Банк России вынужден проводить валютные интервенции, тем самым увеличивая инфляционный навес в народном хозяйстве.



Рисунок 5. Индекс номинальных эффективных валютных курсов резервных валют и рубля, 2000–2012 годы (2005=100)

Источник: International Financial Statistics, 2011.

ция парадоксальна: крупнейшими резервами обладают государства, валютам которых угрожает не обесценивание, а удорожание (см. рисунок 6). Пытаясь удержать национальные денежные единицы от ревальвации, развивающиеся страны фактически проводили валютные интервенции в поддержку доллара и евро, скупая их на внутренних и международных рынках. Это свидетельствует о качественном изменении позиций доллара и евро в международной валютной системе\*\*.

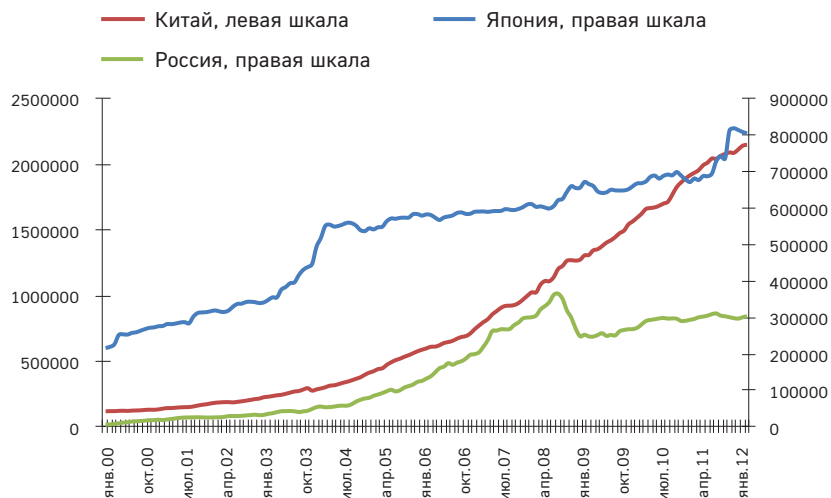
Чем выше курсовая стабильность в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на финансовых рынках и выше доверие к валюте. Банк России наделен большими полномочиями и обладает независимостью в поддержании стабильности цен. Однако по этому критерию Россия существенно уступает практически всем ведущим странам. Так, в государствах — эмитентах резервных валют средние годовые показатели инфляции с 2000 по 2011 год находились в диапазоне 0,8–3,5% (см. рисунок 7).

В США наиболее высокие темпы роста потребительских цен (3,2–3,4% в год) были отмечены в 2005–2006 годах. В зоне евро и Великобритании пик инфляции пришелся на 2008 год — 3,3%, 3,6% соответственно. В Японии же на протяжении последних лет отмечается дефляция или, как в 2007 году, практически нулевой рост цен (0,2%).

Рост цен был обусловлен следующими факторами: недостатком инвестиций в сельское хозяйство и сельскохозяйственную инфраструктуру, климатическими условиями, спекуляциями на рынках некоторых продовольственных продуктов, особенно тех, которые могут быть использованы для получения биотоплива.

\*\* Накопление данных резервов имело и институциональные последствия. Многие страны пересмотрели свое отношение к МВФ: в их глазах роль этой организации как международного кредитора последней инстанции значительно ослабла. Возможности МВФ диктовать развивающимся государствам правила их экономической политики тоже сократились. А регулированием курсов основных мировых валют фонд никогда не занимался.

Рисунок 6. Валютные резервы в Китае, Японии и России, 2000–2012 годы, млн СДР



Источник: International Financial Statistics, 2011.

В исследовании, проведенном в 2008 году в рамках Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО), была установлена связь между началом финансового и экономического кризиса в сентябре 2008 года и резким снижением цен на продовольствие после лета 2008-го. Замедление экономического роста повлекло за собой снижение спроса на сельскохозяйственную продукцию и, соответственно, снижение цен. Оба кризиса, таким образом, питали и оказывали влияние друг на друга (Рапон, 2009).

Самым важным оказалось обстоятельство, что экономическая рецессия охватила весь мир и сопровождалась кризисом на кредитном рынке, что оказало серьезное влияние на производство продовольствия в мире. Из-за нехватки инвестиций, особенно в развивающихся странах, сельскохозяйственное производство будет расти темпами, недостаточными для удовлетворения спроса, провоцируя, таким образом, углубление продовольственного кризиса.

Существует ряд мер для преодоления подобного кризиса. К ним относятся: инвестиции в сельскохозяйственные научные исследования и инфраструктуру, обеспечение питания детей, создание резервов зерновых для уменьшения неустойчивости рынков продовольствия. Если не будут предприняты серьезные меры, экономический кризис может иметь очень серьезные последствия в плане обеспечения продовольствием населения в мировом масштабе (Рапон, 2009).

В России основные показатели инфляции (индекс потребительских цен и индекс цен промышленных товаров) с 2000 года не опускались ниже 10%, по сути, все время находясь на запретительном для эмитента международной валюты уровне. Исключение составили только 2007, 2010 и 2011 годы, когда цены на потребительском рынке выросли на 9.7, 6.9 и 8.9% соответственно. По оценкам Организации эконо-



Рисунок 7. Инфляция в странах-эмитентах резервных валют и России, 2000–2012 годы, % к предыдущему году

Источник: International Financial Statistics, 2011.

мического сотрудничества и развития, в 2012–2013 годах инфляция потребительских цен достигнет 9.4% и 6.4% годовых. Происходящее на внутреннем рынке обесценение российской валюты не способствует ее широкому распространению и использованию нерезидентами. Интернационализация рубля требует снижения темпов инфляции до отметки менее 3–4% в год. В частности, только в этом случае рубль может стать по-настоящему популярной торговой валютой, широко используемой для установления цен и оплаты международных контрактов России и других стран.

Снижение темпов инфляции в ближайшие годы до уровня 3–4% сегодня определяется как приоритетная цель для Банка России. Основным средством ее достижения, как заявлено в «Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2012 год», является инфляционное таргетирование, предполагающее установление ориентиров по инфляции в качестве главной задачи монетарного регулирования, которой подчиняются все другие цели, в том числе поддержание устойчивых темпов экономического роста, занятости и курсовой стабильности российского рубля. Однако, как отмечают многие аналитики Организации экономического сотрудничества и развития и французский ученый, профессор экономики Высшей школы социальных наук Ж. Сапир, последовательная реализация таргетирования инфляции в условиях огромного положительного сальдо счета текущих операций платежного баланса способна привести к чрезмерному укреплению курса рубля, а также резкому усилению его волатильности. Очевидно, что международные перспективы российской валюты во многом будут зависеть от того, удастся ли Банку России в предстоящие годы найти оптимальный баланс между поддержанием курсовой и покупательной способности рубля.



## 5. «ПРИВЫЧКИ И ИНЕРЦИЯ»

После Второй мировой войны доминирующей международной валютой стал доллар, так что пройдет еще немало времени, прежде чем рубль и другие валюты (в том числе евро) станут действительно жизнеспособной альтернативой доллару.

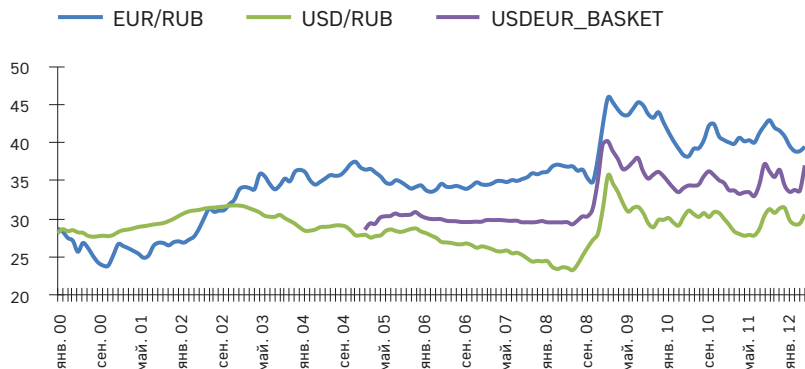
Между тем с 2009 года курс рубля по отношению к доллару и евро в основном начинает повышаться. Данные об изменении курса рубля относительно евро, доллара и бивалютной корзины представлены на рисунке 8. В целом за период 2005–2011 годов разница между самым низким курсом 28.65 рубля (на февраль 2005 года) и самым высоким курсом 40.21 рубля (на февраль 2009 года) составила около 67%.

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

Позитивным фактором для рубля является более чем двукратное увеличение за период с 1999 по 2011 год объема чистых активов, принадлежащих нерезидентам. В этом частично отражается рост обменного курса рубля по отношению к бивалютной корзине, а также повышение конкурентоспособности России в области привлечения инвестиций.

На будущей роли рубля как международной валюты могут сказаться еще два фактора. Во-первых, то, насколько сильной и быстрой будет

Рисунок 8. Номинальные курсы евро, доллара США и бивалютной корзины по отношению к рублю (на конец периода), 2000–2012 годы



Источник: составлено по данным Банка России ([http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/ex\\_rate\\_ind\\_11.htm&pid=svs&sid=analit](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/ex_rate_ind_11.htm&pid=svs&sid=analit)).

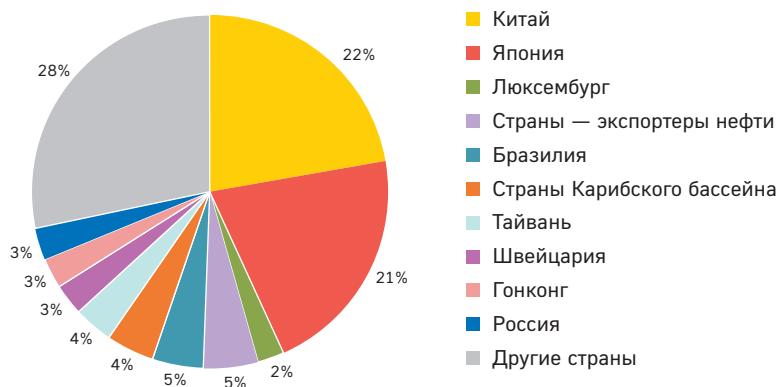


Рисунок 9. Иностранные держатели казначейских облигаций США, май 2012 года, % к итогу

Источник: Министерство финансов США (<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfh.txt>).

корректировка глобальных дисбалансов, и в первую очередь между глобальными сбережениями, инвестициями и потреблением. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов Соединенных Штатов могут вызвать резкое падение доллара и привести к резкому расширению использования рубля в качестве международной валюты. В то же время более плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное и сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли рубля.

По данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США: 43.4% на середину 2012 года, а инвесторы из европейских стран занимают второе место (30.5%). На долю стран — экспортеров нефти приходится менее 5% (см. рисунок 9). В то же время европейские инвесторы являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53% на 2011 год), вслед за ними идут инвесторы из стран Западного полушария (26%) и Азии (18%). Таким образом, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет играть определяющую роль в сохранении высокого спроса на долларовые активы, который зеркально отражает силу экономики США, глубину и ликвидность американского рынка капитала и разницу в процентных ставках в США и России. Готовность государственных и частных инвесторов Европы и Азии продолжать держать долларовые активы в случае существенного повышения обменного курса доллара будет иметь важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и международной роли рубля.

На будущую роль рубля как международной валюты может повлиять еще один фактор — быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии.

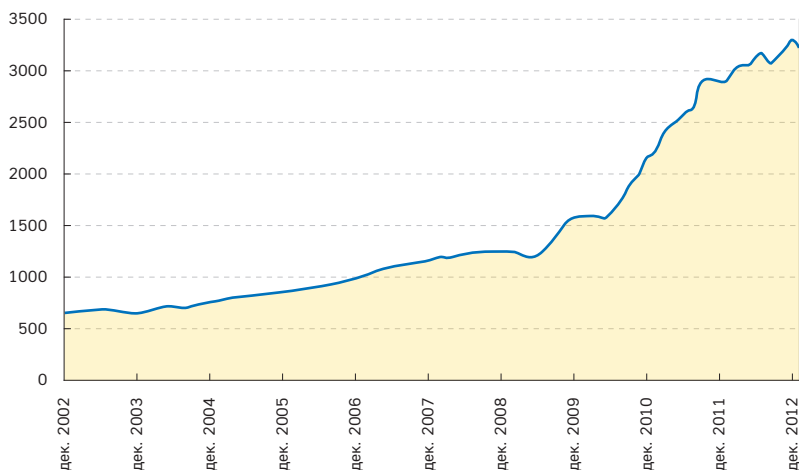
Подъем экономики Китая и Индии приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния России и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Однако, как считают зарубежные экономисты, вряд ли расширение международного использования их валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост их хозяйств (Gros, 2008; Hongyi, Peng, Shu, 2009; Pavoni, 2010).

## 6. СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА И МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ РУБЛЯ

Обретение валютой международного статуса требует наличия в ее стране развитого финансового рынка, позволяющего нерезидентам эффективно размещать чистые сбережения и официальные резервы в данной валюте. Это должен быть открытый и либеральный рынок, свободный от жесткого государственного регулирования. Именно зрелые, хорошо капитализированные рынки США и Западной Европы с центрами мирового значения в Нью-Йорке, Лондоне и Франкфуртена-Майне уже многие десятилетия служат надежной опорой резервного статуса доллара, фунта стерлингов и евро.

Российский финансовый сектор в последние годы сделал значительный рывок, превратившись в мощный фактор экономического роста национального хозяйства. С 2000 по 2011 год в несколько раз выросла емкость рынка, повысилась его эффективность и прозрачность. Наиболее успешно развивался рынок акций, капитализация которого в начале 2011 года достигла около 110% ВВП. По данному показателю российский рынок сопоставим с фондовыми рынками Японии и Франции и почти вдвое опережает рынки Германии и Ита-

Рисунок 10. Объем рынка государственных облигаций ГКО–ОФЗ в 2000–2012 годах, млрд рублей



Источник: данные Cbonds ([http://www.cbonds.info/index/index\\_detail/group\\_id/88/](http://www.cbonds.info/index/index_detail/group_id/88/)).

лии. В абсолютном выражении капитализация рынка акций в конце 2011 года оценивалась в \$1.91 трлн, а с учетом акций компаний, обращающихся на внешних рынках, в \$2.52 трлн. На отечественных фондовых площадках (РТС и ММВБ) сегодня представлены 527 эмитентов (278 — РТС и 249 — ММВБ), среди которых многие крупнейшие российские компании и финансовые институты.

Важной особенностью рынка является то, что акции большинства ведущих отечественных эмитентов торгуются сразу на нескольких биржах, в том числе иностранных (NYSE, NASDAQ и LSE) в виде депозитарных расписок. Это существенно повышает доступность и ликвидность рынка для нерезидентов. В результате именно рынок акций сегодня стал наиболее популярным объектом вложения капитала иностранными инвесторами. В частности, по данным ММВБ, доля инвесторов-нерезидентов в общем объеме торгов на вторичном рынке акций фондовой секции биржи в 2011 году составила 36%, увеличившись по сравнению с 2009-м на 7%. Даже в условиях международного кризиса ликвидности положительное сальдо операций нерезидентов на рынке акций, то есть чистый приток иностранных инвестиций, в конце 2011 года составлял \$1.5–2 млрд в месяц.

По сравнению с рынком акций российский рынок долговых ценных бумаг значительно менее емкий (см. рисунки 10, 11). По данным агентства Cbonds, объем рынка государственных облигаций (ГКО-ОФЗ) в конце 2011 года составлял 2.794 трлн рублей, или 9% ВВП. По данному показателю Россия в десятки и даже сотни раз уступает всем развитым странам. Причина очевидна — высокие темпы экономического роста и хорошая собираемость налогов обеспечили устойчивость бюджетной системы, позволив в последние несколько лет не только отказаться от наращивания государственного долга, но и досрочно погасить большую часть обязательств страны перед

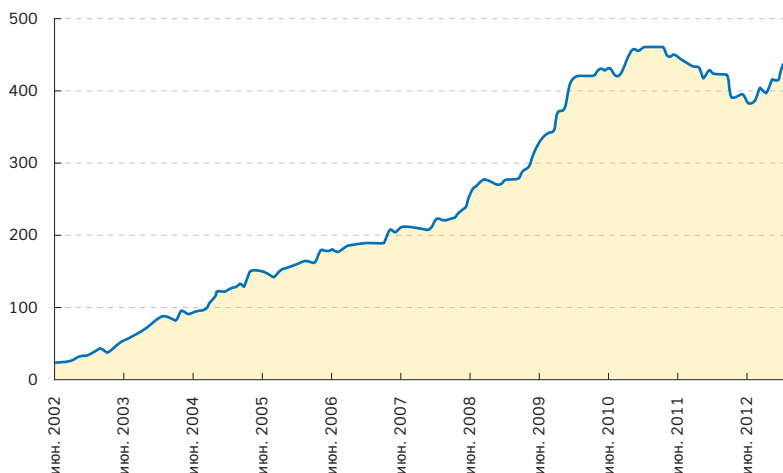


Рисунок 11. Объем рынка муниципальных облигаций, 2000–2012 годы, млрд рублей

Источник: данные Cbonds ([http://www.cbonds.info/index/index\\_detail/group\\_id/129/](http://www.cbonds.info/index/index_detail/group_id/129/)).

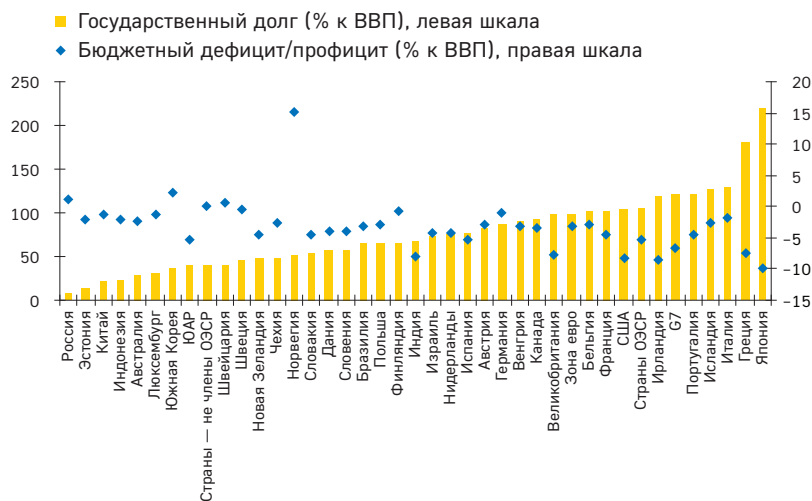
зарубежными кредиторами. В результате Россия с государственным долгом, совокупный объем которого не превышает 12% ВВП, входит в первую тройку европейских и ведущих стран ОЭСР с наименьшей долговой нагрузкой на бюджет (см. рисунок 12).

Дефицит государственных бумаг лишь в незначительной степени может быть компенсирован предложением облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований. Объем данного сегмента рынка невелик (429.49 млрд рублей в конце 2011 года), относительно невысоки и темпы его роста, составлявшие в последнее время в среднем 11–12 млрд рублей в месяц. Интерес для зарубежных консервативных инвесторов могли бы также представлять облигации Банка России (ОБР), находящиеся на одном уровне надежности с государственными бумагами Министерства финансов России и правительства РФ, однако они предназначены только для российских банков, да и объем выпущенных ОБР не превышает 600 млрд рублей.

Весьма ограниченные возможности для размещения средств иностранными инвесторами представляет в настоящее время и внутренний рынок корпоративных облигаций. Несмотря на быстрый рост в последние годы, масштабы рынка в целом остаются пока небольшими. В конце 2011-го его общий объем (по номинальной стоимости выпущенных облигаций) оценивался в 3.353 трлн рублей. Соотношение емкости рынка к ВВП сегодня составляет только 6%, что, как и для сегмента государственных бумаг, в 10–40 раз меньше показателей крупнейших развитых стран.

Недостаточная емкость рынка во многом объясняется тем, что российские компании предпочитают финансировать свою деятельность либо с помощью кредитов отечественных банков (21% к ВВП), либо за счет международных синдицированных кредитов (10% к ВВП),

Рисунок 12. Объем государственного долга и бюджетного дефицита/профицита в странах ОЭСР и России, 2012 год (прогноз), % к ВВП



Источник: Евростат; ОЭСР; Lambe, 2009; Schusselbauer, 2009.

в значительно меньшей степени используя эмиссию внутренних долговых обязательств. В отличие, однако, от рынка государственный национальный рынок корпоративных облигаций имеет весьма благоприятные перспективы развития (по официальным прогнозам правительства Российской Федерации, его емкость к 2020 году достигнет 22–25% к ВВП). Это позволяет рассчитывать на заметное увеличение в предстоящие годы предложения рублевых облигаций высокого качества, представляющих интерес в том числе и для широкого круга иностранных инвесторов.

По сравнению с рынком долговых ценных бумаг банковский сектор России обеспечивает нерезидентам значительно большие возможности для инвестирования средств в рублевые активы (депозиты, сертификаты, иные банковские обязательства). Начиная с 2000 года совокупные активы банковского сектора росли, достигнув к концу 2010-го 33.46 трлн рублей, увеличившись на 13.7% по сравнению с 2009 годом. Объем привлеченных банками депозитов и кредитов предприятий и других кредитных организаций составил 18.920 млн рублей. Ожидается, что в ближайшие годы высокие темпы развития банковского сектора сохранятся, что позволит к концу 2015-го удвоить его активы по сравнению с текущим уровнем.

В настоящее время уже 27 российских банков располагают международными кредитными рейтингами инвестиционного уровня. Крупнейшими из них являются банки с государственным участием в капитале, а также дочерние институты ведущих зарубежных транснационально-финансовых групп, в частности, Райффайзенбанк и ЮниКредитБанк. Указанные банки, обеспечивая высокую надежность и сохранность вложений, вполне могли бы претендовать на размещение на их рублевых счетах и депозитах международных резервов иностранных центральных банков и суверенных инвестиционных фондов.

Активно расширяется и международная сеть российских банков. К концу 2011 года большинство ведущих отечественных кредитных

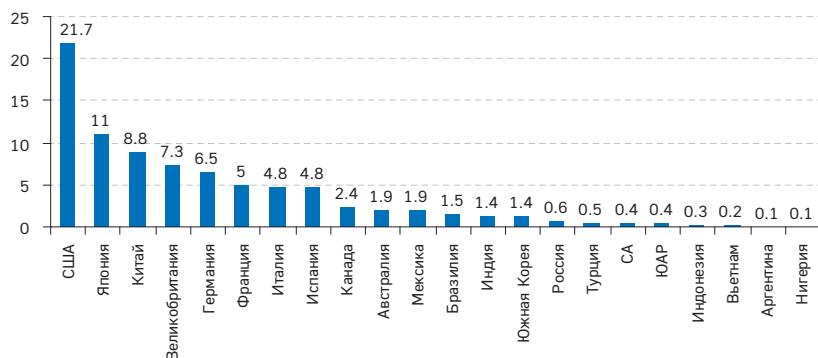


Рисунок 13. Доля не-которых стран в совокупных банковских активах, 2010 год, % к мировому объему

СА — Саудовская Аравия

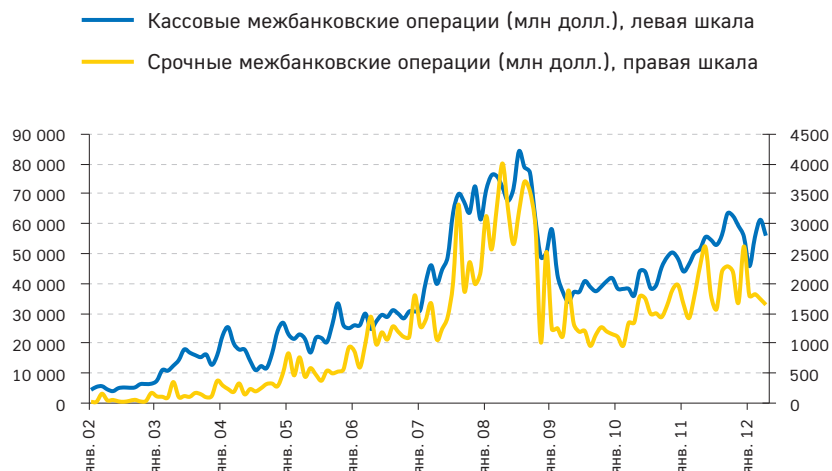
Источник: PwC.

организаций располагало дочерними банками и филиалами за рубежом. Наиболее широко представлена на внешних рынках группа ВТБ, чьи дочерние филиалы и институты действуют более чем в 15 странах СНГ, Западной Европы, Азии и Африки. При этом указанная компания намерена продолжать активную зарубежную экспансию российского капитала и стать к середине 2013 года первым в мире кредитным институтом, предоставляющим финансовые услуги на всем постсоветском пространстве. Значительно расширить свое присутствие за границей намерены и другие ведущие банки. В частности, Сбербанк России готов купить 51% акций австрийского банка Volksbank Int. В перспективе зарубежные подразделения отечественных кредитных организаций, через которые будет проходить значительная часть конверсионных, кредитных и инвестиционных сделок в рублях на рынках других стран, способны сыграть одну из ключевых ролей в интернационализации российской валюты.

Однако, несмотря на серьезные успехи в укреплении банковского сектора, по основным показателям его развития и размеру общих активов к мировым Россия по-прежнему уступает ведущим развитым и развивающимся странам (см. рисунок 13). Это заметно снижает конкурентоспособность рубля на мировой арене, поскольку, как показывает международная практика, мощные национальные банки, занимающие лидирующие позиции в обслуживании глобальных торговых и инвестиционных потоков, служат надежной опорой для продвижения национальной валюты за рубежом и гарантом ее высокого международного статуса.

В целом именно недостаточный уровень развития национального финансового рынка и особенно рынка долговых ценных бумаг может стать наиболее серьезным препятствием на пути широкой интернационализации рубля. Острый дефицит финансовых инструментов высо-

Рисунок 14. Кассовые и срочные межбанковские операции, 2002–2012 годы, \$ млн



Источник: данные Банка России (<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=fnr>).

кого качества, в которые иностранные инвесторы могли бы разместить свои рублевые средства, объективно снижает международный спрос на российскую валюту. Поскольку быстро увеличить объемы российского финансового рынка по обоюдным причинам невозможно, этот фактор будет негативно сказываться на росте популярности российского рубля за границей в течение достаточно длительного времени.

## 7. ТОРГОВЛЯ С РУБЛЕМ НА ВНУТРЕННЕМ И МИРОВОМ ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

Важным условием интернационализации национальной денежной единицы выступает наличие развитого валютного рынка, позволяющего всем участникам оперативно и с минимальными издержками проводить с ней любые конверсионные операции. С этой точки зрения позиции рубля выглядят вполне благоприятными. Россия располагает достаточно емким, ликвидным валютным рынком со сформировавшейся институциональной структурой и современными технологиями торговли. Общий объем рынка быстро растет, в частности, только за последние три года он увеличился более чем в четыре раза.

По данным Банка России, в конце 2011 года средневзвешенный оборот рынка по кассовым операциям составил \$59.2 млн, по срочным сделкам — около \$1.6 млн. Большая часть (53%) оборота приходилась на пару рубль — доллар, доля пары рубль — евро значительно меньше — около 2% (см. рисунок 14). Как и на рынке акций, на валютном рынке высока активность нерезидентов, в частности, в 2011 году примерно половина всех конверсионных сделок с рублем осуществлялась с их участием. Валютная торговля в основном ведется на децентрализованном рынке, однако имеется и хорошо отлаженный биржевой рынок, ядром которого является объединенная биржа ММВБ-РТС.

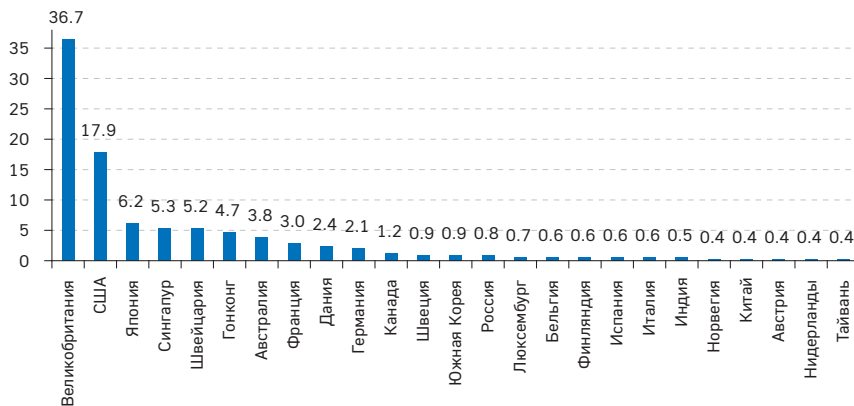


Рисунок 15. Доля отдельных стран в обороте мирового валютного рынка, 2010 год, % к итогу

Источник: BIS (<http://www.bis.org/publ/rpfx1ot.htm>).

По данным Банка международных расчетов, доля российского рынка в общем обороте глобального валютного рынка в 2010 году достигла 0.8%, увеличившись по сравнению с 1998 годом в 6.1 раза. По данному показателю Россия занимала 14-е место в мире и первое среди всех развивающихся стран (см. рисунок 15). Для сравнения, доля Индии оценивалась в 0.5%, Китая — в 0.4%, а Бразилии — в 0.1%. Поскольку часть сделок на внутреннем валютном рынке (порядка 45% в 2011 году) осуществляется без участия рубля, его доля в совокупном обороте глобального рынка составляла 0.9%. По рыночной доле рубль существенно уступал не только ведущим резервным валютам, но и валютам многих стран, чьи показатели ВВП и объема экспорта значительно меньше российских, например, Новой Зеландии, Норвегии, Дании, Швеции и Сингапура. Это свидетельствует о серьезном потенциале укрепления международного статуса рубля.

Важной тенденцией последних лет стало постепенное наращивание объемов торговли рублем за рубежом. Основные обороты сегодня приходятся на базирующуюся в Лондоне междилерскую систему валютного рынка Electronic Broking Service (EBS), принадлежащую брокеру ICAP. EBS является одной из лидирующих электронных систем для валютного трейдинга, через которую осуществляется порядка 45% всех операций на мировом рынке Forex. Рубль также котируется в валютной торговой системе LavaFX Interbank (Нью-Йорк). Клиринг по расчетам в рублях в указанных системах проводится через Чикагскую товарную биржу (CME). На этой же бирже организована торговля опционами и фьючерсами на рубль. Кроме того, рубль котируется на некоторых биржах стран СНГ, в частности, Казахстанской фондовой бирже, Белорусской валютно-фондовой бирже и Бакинской межбанковский валютной бирже. Хотя объем сделок с рублем на зарубежных площадках пока невелик, сам факт развития международного оборота рынка рубля подтверждает растущий спрос в мире на российскую валюту.

## 8. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ РУБЛЯ

Оценка современного состояния российской экономики и финансовой сферы показывает, что по ряду ключевых макроэкономических показателей — размеру ВВП, вкладу в мировой экспорт, курсовой стабильности рубля и уровню развития национального валютного рынка — Россия имеет серьезные основания претендовать на международный статус своей валюты. Для интернационализации рубля есть, однако, и существенные препятствия, прежде всего умеренный уровень инфляции и недостаточная емкость рынка капиталов, заметно снижающие интерес к рублю со стороны инвесторов-нерезидентов. Очевидно, что успешное продвижение рубля за рубежом во многом

будет зависеть от того, насколько быстро и эффективно удастся решить эти две фундаментальные проблемы российской экономики — обеспечить постепенное снижение инфляции (при сохранении умеренных темпов реального укрепления рубля), а также наращивание объема и повышение инвестиционной привлекательности отечественного финансового рынка.

В числе основных направлений интернационализации рубля в предстоящие годы можно выделить следующие:

- повышение роли рубля в обслуживании внешней торговли России и, в перспективе, третьих стран;
- увеличение масштабов использования рублевых финансовых инструментов в качестве международных инвестиционных и резервных активов;
- наращивание объемов и диверсификация конверсионных операций с рублем на внутреннем и зарубежных валютных рынках (в частности, развитие срочных сделок с рублем, а также включение его в глобальную сеть международных расчетов CLS Bank);
- создание эффективной расчетно-платежной инфраструктуры, обеспечивающей международный оборот рубля.

Особую роль в развитии международного статуса рубля будет иметь региональный аспект. Ведущие экономические и политические позиции, занимаемые Россией на постсоветском пространстве, обеспечивают благоприятные предпосылки для становления рубля в качестве региональной валюты для государств — участников СНГ и, возможно, некоторых других сопредельных стран, которая обслуживала бы их взаимную торговлю, использовалась для накопления официальных резервов и частных трансграничных инвестиций. В перспективе рубль мог бы стать основной расчетной и резервной валютой стран Содружества, что дало бы новый мощный импульс развитию интеграционных процессов среди бывших советских республик.

Перспективы развития функций рубля в рамках указанных направлений (включая региональное), а также некоторые меры, которые способствовали бы ускорению процессов интернационализации российской валюты, рассмотрены ниже.

## 9. РУБЛЬ КАК МЕЖДУНАРОДНАЯ ТОРГОВАЯ ВАЛЮТА

В последнее десятилетие основными торговыми валютами выступают доллар США и евро. По данным Европейского центрального банка, в американской валюте сегодня заключаются порядка 50% внешнеторговых контрактов, в евро — 25%. Доля двух других резервных валют (фунта стерлингов и японской иены) существенно меньше — 3% и 2.5% соответственно. Доллар и евро занимают ключевые



Рисунок 16. Экспорт важнейших российских товаров, I квартал 2012 года, % к итогу



Источник: Росстат ([http://www.gks.ru/bgd/free/bo4\\_03/IssWWW.exe/Stg/do3/102.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/bo4_03/IssWWW.exe/Stg/do3/102.htm)).

позиции и в обслуживании российской внешней торговли. По различным оценкам, в евро оплачивается 60% экспортных и 25% импортных контрактов, в долларах США — 35–38% экспорта. Роль рубля значительно меньше — на него приходится 3–5% внешнеторговых расчетов страны, в том числе 20–25% расчетов со странами СНГ, главным образом, членами ЕврАзЭС. В этой связи первым шагом на пути становления рубля как международной торговой валюты стало бы расширение его использования для установления цен и оплаты внешнеторговых контрактов отечественных предприятий и организаций.

Перспективы наращивания доли рубля во взаимных расчетах России в первую очередь определяются товарной и географической структурой национального экспорта и импорта. В товарной структуре экспорта традиционно доминирует сырьевая продукция. В 2011 году ее доля в общем объеме внешних поставок из России достигла 69.4% (в том числе сырая нефть — 35.2%, природный газ — 11.9%), тогда как доля обрабатывающей продукции составила всего 13.2% (см. рисунок 16).

Поскольку ценообразование и фактурирование на глобальных рынках нефти, металлов и ряда других ключевых товаров, относимых к категории биржевых, традиционно производится в долларах, это обстоятельство заметно сужает возможности применения рубля как валюты экспортных контрактов. Доминирование доллара в обслуживании мировой торговли сырьем определяется целым рядом факторов, в том числе:

- ведущими позициями американских ТНК, трейдеров и бирж в добыче, производстве и торговле сырьевой продукцией;
- удобством установления котировок в единой валюте, обеспечивающим для участников транспарентность и сопоставимость мировых цен на сырье;
- наличием высоколиквидного международного рынка амери-

канской валюты, позволяющего странам — экспортерам сырья с минимальными издержками обменивать полученные доллары на любые другие денежные единицы.

Сегодня, в условиях усилившейся нестабильности американской валюты, долларовое ценообразование вызывает у многих специалистов серьезные опасения. Производители нефти и нефтепродуктов в странах Ближнего Востока и СНГ заинтересованы в образовании нового нефтяного рынка, на котором котировки будут осуществляться, например, в евро, а не в долларах США, как сейчас (Кондратов, 2011; Polański, Winkler, 2008).

В частности, как подчеркивает профессор О. Буторина, «Не исключено, что в перспективе евро будет использоваться в контрактах на поставку российского сырья в Европу, тогда как валютой цены может остаться доллар. То, насколько этот шанс будет реализован, зависит от соотношения курсов евро и доллара, а также от позиции других ведущих поставщиков сырья, в первую очередь ОПЕК» (Буторина, ред., 2011). К 2011 году от долларовых экспортных контрактов на поставку нефти отказались только три страны — Иран, Венесуэла и частично Россия, которые главным образом по политическим мотивам декларировали отказ от доллара и перевод расчетов за поставляемую нефть на евро и иену.

В настоящее время в экспертной среде активно обсуждается возможность перехода России к рублевым расчетам за экспортируемое сырье (Кондратов, 2011). С точки зрения интернационализации российской валюты это, безусловно, стало бы ключевым шагом, который кардинально повысил бы интерес к рублю в мире. Следует, однако, иметь в виду, что в условиях развитого валютного рынка и наличия общепризнанных долларовых котировок на сырье установление особых рублевых цен может поставить отечественных экспортеров в невыгодное положение: если эти цены в пересчете на доллары по текущим курсам будут ниже мировых, то их применение приведет к финансовым потерям поставщиков, а если выше, то российская нефть окажется слишком дорогой для иностранных покупателей. Как представляется, перевод зарубежных поставок сырья на рубли станет целесообразным лишь в случае возникновения нового витка финансового кризиса в США и зоне евро и дестабилизации глобальной системы торговли сырьем. Для России более актуально развитие эффективных механизмов, в том числе биржевых, ценообразования на сырье на внутреннем рынке, а также продвижение за рубежом собственных ключевых марок отдельных видов сырьевой продукции, например, нефти сорта REBCO (*Russian Export Blend Crude Oil*), обеспечивающее формирование более справедливых цен на российский экспорт.

Возможности применения рубля для оплаты российского импорта также не столь велики. Это обуславливается, прежде всего, географи-



ческой структурой импорта, в котором основная часть (порядка 65%) поставок в Россию приходится на страны Европейского союза, Японию и некоторые другие развитые страны, располагающие резервными валютами и требующие оплаты в них своих товаров. У поставщиков из развивающихся стран интерес к получению оплаты в рублях снижается объективной ограниченностью выбора конкурентоспособных нефтяных товаров, которые они могли бы приобрести на внутреннем рынке России в порядке встречных закупок.

Учитывая отмеченные особенности российского экспорта и импорта, наиболее перспективным направлением использования рубля представляется обслуживание взаимной торговли машинно-технической продукцией между Россией и странами — участницами СНГ. Данное направление обеспечивает достаточный потенциал развития рубля как региональной, а затем международной торговой валюты. Так, в 2011-м только внешнеторговый оборот машинами и оборудованием между Россией и государствами Содружества достиг внушительного показателя за посткризисный период в \$19.85 млрд, увеличившись за последние два года в 3.4 раза. В целом же объем торговли несырьевыми товарами со странами СНГ, по данным Федеральной таможенной службы Российской Федерации, в январе — октябре 2011 года составил \$100.48 млрд, или одну пятую общего объема внешнеторгового оборота России. Перевод хотя бы 30–35% этих поставок на рубль позволил бы сформировать устойчивый интерес к российской валюте в странах-контрагентах и заметно увеличить объемы межгосударственных поставок, в том числе высокотехнологичной продукции.

Эффективной мерой по увеличению доли рубля в расчетах за поставки отечественной машинно-технической и иной несырьевой продукции в страны СНГ стало бы развитие государством экспортного рублевого кредитования иностранных покупателей российских товаров. Нерезиденты (частные компании и государственные организации), привлекая рублевые кредиты для оплаты контрактов с отечественными предприятиями, в дальнейшем должны будут погашать свои обязательства также в российской валюте, что обеспечит долгосрочный спрос на нее за рубежом.

Предоставление экспортных рублевых кредитов могло бы осуществляться в рамках общего государственного механизма финансовой поддержки национального экспорта. Кредитно-финансовый институт, на который было бы возложено выполнение функций национального агентства экспортного кредитования, выдавал бы ссуды зарубежным контрагентам или гарантии по экспортным кредитам коммерческих банков на условиях, обычно применяемых в российской и международной практике для подобных продуктов. На начальном этапе было бы целесообразно установить объем выдаваемых кредитов на уровне 30–50 млрд рублей, гарантий — 75–100 млрд рублей в год, что позволило бы перевести на российские рубли примерно половину годового российского экспорта машин и оборудования.

Укрепление позиций российской валюты во внешнеторговом обороте требует также формирования эффективной расчетно-платежной инфраструктуры, охватывающей государства СНГ, а также развивающиеся страны Азии — основные внешнеэкономические партнеры после государств Евросоюза, и позволяющей беспрепятственно осуществлять межгосударственные расчеты в рублях. Ключевым элементом данной инфраструктуры стали бы дочерние банки и филиалы отечественных кредитных организаций в указанных странах, которые осуществляли бы комплексное сопровождение внешнеторговых сделок, включая открытие рублевых счетов иностранным предприятиям и организациям, проведение конверсионных операций с рублем, оказание кредитной поддержки участникам в российской валюте. Роль опорного банка при этом могли бы взять на себя ВТБ или Сбербанк, располагающие наиболее разветвленной сетью операционных подразделений в государствах СНГ и некоторых других странах, а также развитой системой корреспондентских счетов, что является необходимым условием бесперебойного проведения трансграничных торговых расчетов.

Помимо поставок несырьевых товаров, еще одно важное окно возможностей для использования рубля в качестве расчетной валюты представляет экспорт природного газа. Этот вид сырья не относится к биржевым товарам, не существует единого мирового рынка газа (так как пока он в основном поставляется по трубопроводам) и мировой цены на газ, и, следовательно, цены на него устанавливаются в привязке к международным нефтяным котировкам. Россия как крупнейший экспортер газа могла бы продвигать рубль как одну из ключевых торговых валют на глобальном газовом рынке. Широкий переход к рублевым расчетам за экспортируемый газ в предстоящие годы будет, однако, серьезно сдерживаться тем обстоятельством, что основной объем поставок за рубеж осуществляется «Газпромом» на основании долгосрочных контрактов, предусматривающих оплату газа в иностранной валюте (главным образом в евро и частично в долларах). Большая часть контрактной выручки при этом заложена в пользу иностранных банков, кредитующих инвестиционные программы «Газпрома», что делает корректировку действующих условий платежа весьма затруднительной. В этой связи широкое введение рубля в схемы расчетов станет возможным, скорее всего, только при заключении новых контрактов на дополнительные объемы газа, в частности, после начала запуска в 2011 году газопровода *Nord Stream*, который позволит увеличить поставки природного газа в Западную Европу.

Применение рубля как валюты экспортных газовых контрактов предполагает создание эффективных, прозрачных для зарубежных партнеров механизмов рублевого ценообразования на газ. Планируется, что первым шагом в этом направлении станет организация в 2013 году биржевой торговли товарными фьючерсами на Санкт-



Петербургской международной товарно-сырьевой бирже. Если оборот торговли будет достаточно высок для адекватного ценообразования (и при этом в торгах будут участвовать нерезиденты), «Газпром» получит хорошие основания для использования рублевых котировок в качестве базовых для определения цен зарубежных поставок.

## 10. РАЗВИТИЕ РЫНКОВ РУБЛЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И СТАНОВЛЕНИЕ РУБЛЯ КАК МЕЖДУНАРОДНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ВАЛЮТЫ

Формирование емкого, ликвидного национального рынка капиталов, предоставляющего широкие возможности по размещению рублевых накоплений для различных категорий иностранных инвесторов, сегодня выступает ключевым условием обретения рублем международного статуса. В условиях, когда номенклатура отечественной конкурентоспособной несырьевой продукции, которую можно было бы приобрести за рубли, объективно ограничена, именно расширение предложения качественных активов, номинированных в российской валюте, способно подстегнуть интерес к ней со стороны нерезидентов и ускорить процессы ее интернационализации.

О возможных путях развития национального финансового рынка написано и сказано уже очень много, поэтому здесь достаточно будет лишь упомянуть некоторые, наиболее приоритетные с точки зрения укрепления международного статуса рубля направления. К ним, в частности, можно отнести следующие:

- Создание в Москве международного финансового центра, что самым положительным образом сказалось бы на имидже рубля и его востребованности в мире.
- Увеличение объема рынка ипотечных ценных бумаг (как с государственными гарантиями, выпускаемых АИЖК, так и негарантированных облигаций), выступающих одним из наиболее популярных инструментов размещения средств прямыми и портфельными инвесторами, включая центральные банки, суверенные фонды, государственные и частные пенсионные фонды.
- Создание рынка других высоконадежных долговых инструментов, обеспеченных активами (в том числе автокредитами, потребительскими ссудами, задолженностью по карточным счетам).
- Развитие рынка облигаций государственных институтов развития, что позволило бы укрепить их финансовый потенциал, а также увеличить предложение надежных рублевых бумаг нерезидентам.
- Формирование развитой инфраструктуры отечественного фи-

нансового рынка, тесно интегрированной с международными расчетно-платежными системами и позволяющей зарубежным участникам беспрепятственно совершать сделки с рублевыми ценными бумагами в режиме реального времени.

- Совершенствование практики регулирования фондового рынка, в первую очередь, в части обеспечения защиты прав российских и международных инвесторов.

Наряду с наращиванием емкости отечественного рынка капиталов важное значение для увеличения предложения ликвидных рублевых финансовых инструментов имеет также развитие рынка международных долговых ценных бумаг (еврооблигаций и кредитных нот), номинированных в рублях. В отличие от внутренних бумаг, рублевые еврооблигации и ноты эмитируются за пределами России в соответствии с общепризнанным иностранным правом, чаще всего английским, что повышает их надежность и привлекательность для покупателей. Выпущенные бумаги обращаются как за рубежом, так и на отечественном рынке.

Рублевый рынок еврооблигаций начал складываться лишь несколько лет назад. По данным информационного агентства *Cbonds*, к концу 2011 года было зарегистрировано 84 выпуска рублевых еврооблигаций и кредитных нот на общую сумму 350 млрд рублей. Более 80% рынка приходится на бумаги, выпущенные российскими компаниями и банками. Размещение рублевых бумаг на еврорынке позволяет привлекать финансовые ресурсы на более длительный срок и с меньшей стоимостью, чем внутри страны, что объясняет быстрый рост популярности этого инструмента среди отечественных заемщиков в последнее время.

Постепенно расширяют участие на рынке рублевых инструментов и ведущие зарубежные финансовые институты развития. К 2011 году ими было организовано порядка 30 выпусков еврооблигаций на сумму 50 млрд рублей. Все выпуски находятся в обращении. Крупнейшими эмитентами являются международные организации (МБРР, ЕБРР, Европейский инвестиционный банк, Северный инвестиционный банк) и немецкий банк развития KfW, выпускающие рублевые еврооблигации как для обеспечения фондирования своих кредитных операций в России, так и в общих целях развития облигационных рынков развивающихся стран (см. таблицу 2). Учитывая, что указанные структуры имеют наивысшие международные кредитные рейтинги, эмитированные ими рублевые бумаги используются в том числе и для инвестирования в российскую экономику, тем самым стимулируя интерес центральных банков к рублю.

Вторую группу эмитентов составляют глобальные инвестиционные банки, активно сотрудничающие с крупными российскими компаниями. К ним относятся Barclays Capital, Deutsche Bank, UniCredit Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase Bank. В третью группу эмитен-



Таблица 2. Крупнейшие иностранные эмитенты рублевых еврооблигаций, 2011 год

Эмитент	Страна	Совокупный объем эмиссии, млрд рублей
KfW	Германия	10.25
EBRD	Великобритания	10
World Bank	США	6.85
JP Morgan Chase Bank	США	5.43
Rabobank	Нидерланды	2.52
RBS (ABN AMRO)	Нидерланды	2.5
European Investment Bank	Люксембург	2
Nordic Investment Bank	Финляндия	2
Danske Bank	Дания	1.55
Eksportfinans	Норвегия	1.5

Источник: информационное агентство Cbonds.

тов входят крупные банки регионального масштаба. Они выпускают рублевые ценные бумаги, чтобы удовлетворить спрос своих клиентов (как правило, хедж-фондов) на высокодоходные инструменты. К ним относятся Rabobank в Нидерландах, Rentenbank в Германии, Eksportfinans в Норвегии. Во всех проспектах эмиссий заемщики отмечают, что интерес к рублевым инструментам возникает из-за укрепляющегося курса рубля относительно доллара США и высокой доходности на рублевом рынке (см. рисунок 17).

Учитывая растущее значение рынка рублевых еврооблигаций, государство могло бы принять участие в его развитии, в частности, реализуя совместно с международными финансовыми организациями крупные инвестиционные проекты, в том числе в секторе инфраструктуры, которые со стороны зарубежных структур фондируются бы за счет выпуска этих бумаг. Кроме того, было бы целесообразно нарастить объемы эмиссии рублевых еврооблигаций государственными институтами развития. Указанные меры способствовали бы как увеличению притока относительно недорогих инвестиционных ресурсов в российскую экономику, так и общему повышению интереса к рублю за рубежом.

## 11. ПЕРСПЕКТИВЫ РУБЛЯ КАК РЕЗЕРВНОЙ ВАЛЮТЫ

В последние годы международная практика управления официальными резервами претерпевает существенные изменения. На фоне быстрого роста глобальных резервов, совокупный размер которых в 2011 году достиг \$10.92 трлн, происходит сближение характеристик портфельного менеджмента центральных банков и частных институциональных инвесторов. Это выражается, в первую очередь, в смещении акцентов в управлении резервами от традиционных требований

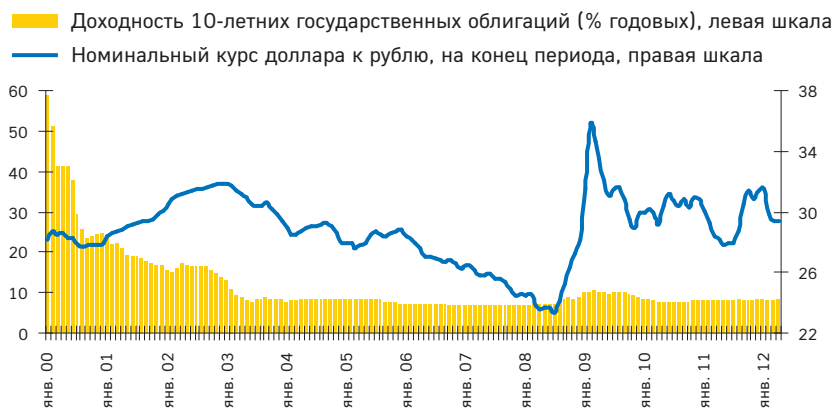


Рисунок 17. Доходность 10-летних государственных облигаций (% годовых) и динамика номинального курса доллара к рублю, 2000–2012 годы

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

надежности и ликвидности вложений к обеспечению их более высокой доходности. В результате, как показывают проведенные Банком международных расчетов опросы руководителей центральных банков, в структуру резервов все более активно включаются инструменты с повышенным риском и доходностью, что придает ей более диверсифицированный характер. Так, в 2011 году каждый второй центральный банк хранил в портфеле резервов облигации развивающихся стран, при этом более трети банков вкладывали средства в государственные долговые обязательства рейтинга ниже AA и в корпоративные облигации с рейтингом ниже BBB (см. таблицу 3).

Отмеченные особенности современной практики управления резервами позволяют с высокой долей уверенности предположить, что отдельные рублевые инструменты вполне могли бы быть включены в резервные портфели зарубежных центральных банков. К таким инструментам, в частности, относятся:

1. Облигации федерального займа РФ (к 2011 году долгосрочный суверенный рейтинг России по обязательствам в национальной валюте составляет BBB+/стабильный по международной шкале S&P, BBB по шкале Fitch и Baa1 — Moody's, что позволяет отнести государственные облигации Министерства финансов РФ к категории высоконадежных).
2. Долговые обязательства некоторых субъектов Российской Федерации, в том числе Москвы, Санкт-Петербурга и Татарстана, располагающих кредитными рейтингами инвестиционного уровня.
3. Депозиты крупнейших российских банков.
4. Корпоративные облигации и акции ведущих отечественных банков и корпораций с рейтингом инвестиционного уровня.

Однако основная проблема становления российского рубля как резервной валюты заключается в остром дефиците указанных фи-



Таблица 3. Доля центральных банков, размещающих официальные резервы в финансовые инструменты различных категорий, 2004–2011 годы

Финансовый инструмент	2004	2011
Казначейские векселя	89	100
Государственные облигации рейтинга AAA	80	100
Облигации международных финансовых организаций	86	96
Банковские депозиты	94	96
Облигации государственных агентств	65	93
Производные инструменты	52	89
Золото	57	81
Ипотечные облигации	28	59
Государственные облигации развивающихся стран	15	52
Облигации, обеспеченные активами	29	48
Корпоративные облигации инвестиционного рейтинга	17	41
Государственные облигации рейтинга ниже AA	57	33
Акции	6	19
Корпоративные облигации с рейтингом ниже BBB	2	7
Хедж-фонды	2	4

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

нальных инструментов, который не позволяет в ближайшие годы рассчитывать на широкое включение рубля в состав международных валют. Так, совокупный объем рынка государственных облигаций (ГКО-ОФЗ-ОБР) составляет около 49.57 млрд рублей, а общая сумма корпоративных облигаций 29.65 млрд рублей. При этом в России практически полностью отсутствуют некоторые важные сегменты финансового рынка, например, рынок облигаций государственных агентств или ведомств. В настоящее время в эту категорию попадают только ипотечные облигации АИЖК, выпускаемые в ограниченном объеме (в 2011 году было произведено 12 эмиссий на общую сумму 43 млрд рублей).

Дефицит надежных долговых ценных бумаг, номинированных в рублях, лишь отчасти может быть компенсирован возможностью размещения резервных активов на депозитах ведущих российских банков, а также приобретения акций крупнейших отечественных компаний и финансовых институтов (при этом, согласно опросам Банка международных расчетов, инвестиции в акции пока остаются неприемлемыми для 81% центральных банков). В результате рубль в ближайшей перспективе может претендовать лишь на сотые или, в лучшем случае, десятые доли в глобальных официальных резервах. Несколько выше его доля может оказаться в резервах стран СНГ, особенно если с ним будет активно развиваться торговля за рубли (по статистическим данным, Национальный банк Республики Беларусь в 2011 году размещал в российской валюте около одного процента своих резервов). Однако в целом это не меняет общей картины,

России фактически только предстоит создать емкий рынок финансовых активов, который позволил бы рублю обрести статус полноценной резервной валюты.

## 12. ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ ИНТЕРНАЦИОНАЛИЗАЦИИ РУБЛЯ

Обретение рублем статуса международной валюты окажет многоаспектное взаимодействие на российскую экономику, создав как ряд долгосрочных стратегических преимуществ, так и определенные факторы риска для ее устойчивого развития. При оценке возможных последствий интернационализации рубля следует учитывать ряд обстоятельств и, в первую очередь, предполагаемые масштабы вовлечения рубля в международный оборот. Скорее всего, в кратком и среднесрочном периоде они будут достаточно ограниченными. Как показывает оценка перспектив развития основных международных функций рубля, через несколько лет он может:

- занять заметное место в обслуживании экспорта и импорта России и, особенно, взаимной торговли несырьевыми товарами со странами — членами СНГ и другими развивающимися государствами (при этом расчеты за экспортные поставки нефти и большинство других сырьевых товаров, а также импорт из развитых стран, вероятнее всего, по-прежнему будут осуществляться преимущественно в долларах и евро);
- стать привлекательной на мировом уровне инвестиционной валютой с долей порядка 1–3% в обороте глобальных валютных и финансовых рынков;
- получить небольшую (до 1%) долю в совокупных резервах зарубежных центральных банков.

Это позволит рублю стать в один ряд с такими давно признанными и популярными в мире валютами, как, например, шведская крона или канадский доллар. В то же время рубль в ближайшие годы вряд ли сможет претендовать на роль одной из ведущих мировых валют, сопоставимой по показателям использования в мире хотя бы с фунтом стерлингов и японской иеной, не говоря уже о долларе США и евро. Россия намного отстает от США, зоны евро и Японии по размеру и уровню развития экономики (см. таблицу 4), а от Великобритании — по объему национального финансового сектора. Данный разрыв, понятно, не может быть преодолен за несколько лет.

По мнению экспертов Банка России, процесс реальной конвергенции, скорее всего, продолжится в течение значительного времени после присоединения России к единому мировому рынку. Его смысл состоит не столько в том, чтобы догнать нынешний состав ЕС по уровню экономического развития, сколько в том, чтобы приблизить структу-



Таблица 4. Основные макроэкономические показатели в зоне евро, США, Японии и России, 2011 год

Макроэкономические показатели	Зона евро	США	Япония	Россия
ВВП на душу населения (по ППС), в долларах США	30651	47186	32018	19023
Младенческая смертность (на 1 тыс. новорожденных)	4.9	6.7	3.1	9
Темпы роста инвестиций в основной капитал (% к пред. году)	2.1	3.4	-0.3	8.3
Темпы роста реального ВВП (% к предыдущему году)	1.6	1.7	-0.3	4
Производительность труда (США=100)	84	100	66.8	34.9
Темпы роста производительности труда (% к пред. году)	1.2	1	-0.1	3.8
Темпы роста частного потребления (% к пред. году)	0.2	2.2	0	3
Государственный долг (% к ВВП)	95.5	97.6	211.7	12.4
Бюджетный дефицит (-)/профицит (+) (% к ВВП)	-4	-10	-8.9	-3.9
Счет текущих операций платежного баланса (% к ВВП)	0.1	-3	2.2	5.6
Долгосрочные процентные ставки (в % годовых)	4.31	2.79	1.1	8.06
Темпы роста экспорта (% к предыдущему году)	11.3	15.8	-2.7	30.4
Темпы роста импорта (% к предыдущему году)	10.6	15.4	12.1	29.9
Доля товарооборота (% к ВВП)	41	15.2	12.6	29.7
Темпы роста промышленного производства (% к пред. году)	3.6	4.2	-3.6	4.8
Безработица (% от экономически активного населения)	9.9	9	4.6	6.1
Индекс потребительских цен (% к предыдущему году)	2.7	1.6	-1.1	8.4
Базовая инфляция (% к предыдущему году)	1.4	1.7	-0.9	6.6
Затраты на НИОКР (% к ВВП)	1.77	2.77	3.33	1.03

Источник: составлено по данным Организации экономического сотрудничества и развития, Евростата, Международного валютного фонда, Европейского центрального банка и Банка России.

ру экономики России к соответствующей структуре развитых стран.

Если говорить о распределении ВВП по важнейшим отраслям, то здесь между Россией, зоной евро, Японией и США нет большой разницы. В сельском хозяйстве производится соответственно 4.7% и 1.3% добавленной стоимости; в промышленности — 27.3% и 18.1%; в сфере услуг — 62.5% и 75.1% (см. таблицу 5). Правда, в структуре занятости

	валовая добавленная стоимость	В том числе					
		промышленность	сельское, лесное и рыбное хозяйство	строительство	торговля, гостиницы и рестораны	финансовая деятельность, операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг	прочие услуги
Япония	100	19.9	1.4	6.1	18.9	27.9	25.7
США	100	15.9	1.0	4.1	18.0	34.2	26.8
Зона евро	100	18.5	1.7	5.9	20.6	29.0	24.3
Россия	100	27.3	4.7	5.5	30.3	17.6	14.6

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

есть существенные различия: в развитых странах на сельское хозяйство приходится 2.3% работающих, а в России — 8.4%. В 90-е годы Россия переориентировала свою внешнюю торговлю с республик бывшего СССР на Западную Европу, и теперь почти 50% их экспорта направляется в зону евро. Значительные успехи были достигнуты в приватизации и модернизации предприятий, а также в реструктуризации рыночных систем и финансовых институтов.

Вместе с тем России следует еще многое сделать, чтобы завершить переход к рыночной экономике и добиться устойчивого роста. В число основных задач входят дальнейшая либерализация цен, совершенствование корпоративного управления, улучшение инвестиционного климата, внедрение в практику норм современной деловой культуры, а также укрепление финансового положения предприятий.

Сегодня Россия сталкивается с двумя главными вызовами: ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь со старением населения. В этих условиях главная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости российской экономики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы, особенно направленные на повышение гибкости рынка труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ. В этих условиях монетарная политика может создавать благоприятные условия для проведения реформ, гарантируя стабильность цен и тем самым уменьшая неопределенность (Sapir, 2009).

Кроме того, следует иметь в виду, что обретение рублем между-

Таблица 5. Отраслевая структура валовой добавленной стоимости Японии, США, зоны евро и России в 2011 году, % к итогу



народного статуса — процесс весьма длительный, эволюционный, который займет далеко не один год. Экономические последствия интернационализации также начнут проявляться не сразу, а лишь по истечении определенного периода времени, когда рубль прочно укрепитя на внешних рынках. При этом данные последствия будут носить долгосрочный, а зачастую и необратимый характер. В частности, после того как международный оборот рубля достигнет достаточно значительного уровня, Россия не сможет при необходимости его ограничить или полностью свернуть, не понеся существенных экономических и политических издержек. К числу наиболее очевидных экономических выгод, которые Россия может получить от интернационализации рубля, относятся следующие.

*Увеличение притока иностранного капитала в национальный финансовый сектор вследствие повышения привлекательности инвестиций в рублевые активы (государственные и корпоративные облигации, акции и банковские депозиты) для нерезидентов.* Это позволит нарастить объемы финансирования реального сектора отечественной экономики и снизить стоимость инвестиционных ресурсов для российских компаний, что самым положительным образом скажется на темпах экономического роста в стране.

1. *Получение доходов от сеньоража.* По мере интернационализации российской валюты начнет расти масса обращающихся за рубежом наличных рублей, что по сути будет означать расширение беспроцентного кредитования нерезидентами экономики России.
2. *Снижение уровня долларизации национальной экономики.* Повышение международного статуса рубля позволит ему практически полностью вытеснить иностранные валюты из внутреннего оборота. Одним из последствий этого станет окончательный перевод населением накоплений в наличной валюте в более значимые для экономики формы хранения сбережений — банковские депозиты, паи инвестиционных фондов и иные финансовые инструменты. Кроме того, будет переведена на рубли и легализована часть теневых расчетов в экономике, осуществляющихся сегодня преимущественно в наличной иностранной валюте (на рынке жилья, при выплате «в конвертах» заработной платы и других сферах).
3. *Стимулирование интеграционных связей со странами СНГ и другими государствами, которые будут применять рубль во внешнем и внутреннем обороте как расчетную и резервную валюту.* В частности, вырастут объемы внешней торговли России с этими странами, расширится экспансия в них отечественного бизнеса, который сможет осуществлять инвестиции в зарубежные предприятия и проекты в рублях.
4. *Получение возможности финансирования дефицита платежного баланса за счет выпуска рублевых долговых обязательств.*

Такая возможность считается одним из главных преимуществ интернационализации любой валюты. Так, на протяжении многих лет ею активно пользуются США и зона евро, компенсируя растущее сальдо счета текущих операций продажей нерезидентами американских и европейских финансовых инструментов. Для России это преимущество носит, однако, скорее гипотетический характер. Реально им можно будет воспользоваться только после того, как значительная часть отечественного импорта будет переведена на рубли.

Наряду с несомненными выгодами интернационализация рубля сопряжена также с определенными издержками и рисками для российской экономики. Их наличие объясняет, почему некоторые экономически развитые страны, как, например, в свое время Германия, не стимулировали напрямую или даже препятствовали распространению национальных валют за рубежом. Как представляется, важнейшими потенциальными угрозами для России являются следующие.

1. *Ослабление контроля за денежным предложением в экономике.* Это будет связано с тем, что часть рублевой массы начнет формироваться в результате кредитно-депозитных операций иностранных банков, то есть заработает внешний, не регулируемый Банком России денежный мультипликатор. В результате возникнет опасность неконтролируемого поступления из-за рубежа дополнительных рублевых средств и экспорта инфляции. Следует отметить, что именно по этой причине Европейский центральный банк не форсирует внешнюю экспансию евро.
2. *Сужение возможностей воздействия государства на валютный курс и трансграничные потоки капитала.* Обретение рублем международного статуса и поддержания доверия к нему со стороны нерезидентов предполагает дальнейшую либерализацию валютного контроля в России, а также полный отказ от административного регулирования операций, связанных с движением капитала. В результате монетарные власти лишатся серьезных рычагов, позволяющих поддерживать стабильность внутреннего валютно-финансового рынка.
3. *Ограничение национальной денежно-кредитной и валютной сферы.* Россия, продвигая рубль во внешнеторговые операции, должна будет поддерживать стабильный курс отечественной валюты. Это существенно ограничит возможности Банка России проводить политику заниженного курса рубля, ориентированную на расширение экспорта товаров топливно-энергетических и машинно-строительных комплексов. В частности, придется практически отказаться от использования такого эффективного инструмента воздействия на платежный баланс и курс рубля, как валютные интервенции.
4. *Чрезмерное укрепление валютного курса рубля вследствие усиления международного спроса на российскую валюту.* Это мо-



жет привести к падению национального экспорта, росту импорта и ухудшению платежного баланса страны. Наиболее болезненно усиление рубля способно отразиться на рублевом экспорте несырьевой, в том числе машинно-технической продукции — рост курса российской валюты вызовет прямое удорожание этих товаров для иностранных покупателей и сокращение поставок.

5. *Усиление внешних факторов нестабильности для внутреннего валютно-финансового рынка.* Интернационализация российской валюты означает, наряду с прочим, формирование внешних, в том числе оффшорных, рынков рубля и финансовых рублевых активов. Резкое ухудшение конъюнктуры этих рынков вследствие спекулятивных атак или иных факторов, как показывает мировая практика, способно дестабилизировать внутренний валютно-финансовый рынок. Подобный опыт, в частности, пережили Польша и Чехия в 1997–1998 годах, когда падение цен на суверенные еврооблигации, номинированные в кронах и злотых, привело к валютному кризису внутри стран. Это определяет необходимость непрерывного мониторинга денежными властями международных рынков капитала, а также поддержания на значительном уровне ликвидных финансовых резервов, которые могли бы быть оперативно использованы для стабилизации ситуации.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Таким образом, основные риски интернационализации российской валюты связаны с тем, что, с одной стороны, за счет роста международного оборота рубля будут усиливаться внешние факторы, способные негативно повлиять на национальный финансовый рынок, с другой стороны, возможности Банка России по управлению ситуацией в валютно-финансовой сфере в условиях необходимости поддержания международного статуса рубля окажутся весьма ограниченными. Это создает опасность дестабилизации внутренних рынков в результате внешних шоков — внезапных колебаний курса рубля и стоимости рублевых активов на глобальных торговых площадках. Вместе с тем, как показывает зарубежный опыт, указанные риски могут проявиться не сразу, а лишь после того, как объем обращающихся за рубежом рублей достигнет не менее 10–20% внутренней денежной массы, для чего потребуется далеко не один год. Это оставляет достаточный временной лаг для подготовки и адаптации государственной финансовой политики к возможным неблагоприятным последствиям интернационализации рубля. Одним из первых важных шагов в этом направлении могла бы стать организация постоянного мониторинга позиций российской валюты, который позволял бы на регулярной основе отслеживать ситуацию с рублем на зарубежных рынках.

В частности, такой мониторинг проводит с 2001 года Европейский центральный банк в своем ежегодном докладе «Международная роль евро», что дает европейскому регулятору контролировать основные макроэкономические тенденции использования евро в мире.

Несмотря на некоторые возможные отрицательные последствия интернационализации российской валюты, в целом Россия, несомненно, выиграет от укрепления международного статуса национальной валюты. Так, например, повысится инвестиционная привлекательность отечественной экономики, существенно увеличится приток долгосрочных зарубежных капиталовложений, значительно расширятся торгово-экономические связи России с другими государствами, в первую очередь со странами — членами СНГ, заметно возрастет степень интеграции страны в мировое хозяйство. Одновременно крепкий рубль будет способствовать усилению геополитических позиций России, выступая действенным фактором развития сотрудничества с государствами, использующими рубль в качестве расчетной и резервной валюты.

## ЛИТЕРАТУРА

Бланк А., Гурвич Е., Улюкаев А. (2006) Обменный курс и конкурентоспособность отраслей российской экономики. *Вопросы экономики*. № 6.

Борисов С. (2011) *Использование рубля в международных расчетах и резервах (количественный аспект)*. Москва: ИМЭМО РАН.

Буторина О. (ред.) (2011) *Европейская интеграция*. Москва: Издательский дом «Деловая литература».

Кондратов Д. (2011) Перспективы евро для России: плюсы и минусы. *Экономист*. № 12.

Кондратов Д. (2011) Проблемы расширения зоны евро на Восток (на примере Польши). *Проблемы прогнозирования*. № 6.

Кондратов Д. (2010) Проблемы расширения зоны евро (на примере Чехии). *Деньги и кредит*. № 10.

Кондратов Д. (2011) Таргетирование инфляции: практика ЕС и перспективы России. *Экономист*. № 3.

Институт Европы РАН (2005) Рубль на постсоветском пространстве. *Доклады Института Европы РАН*. № 152. Москва: ИЕ РАН.

Смирнов С., Балашова Е., Посвянская Л. (2010) Курсовая политика как фактор изменения структуры российской экономики. *Вопросы экономики*. № 1.

Beck, R., Kamps, A., Mileva, E. (2007) Long-Term Growth Prospects for the Russian Economy. *European Central Bank Occasional Paper Series*. № 58.

Belke, A., Burger, T., Seidel, S. (2009) Dienstleistungshandel: Ökonomische Effekte der Liberalisierung. *Wirtschaftsdienst*. JG. 89, № 8. — S. 540–547.

Christoffersen, G. (2010) Russia's Breakthrough into the Asia-Pacific: Chin's role// *International Relations of the Asia-Pacific*. Vol. 10, № 1. — P. 61–91.

Dow, S., Ghosh, D., Ruziev, K. (2008) A Stages Approach to Banking Development in Transition Countries. *Journal of Post Keynesian Economics*. Vol. 31. № 1. P. 3–33.



ECB (2009) Financial Development in Emerging Economies — Stock-Talking and Policy Implications. *Month. bull. of ECB*. № 10. Available at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200910en.pdf>.

Gao, H., Yu, Y. (2009) Internationalisation of the Renminbi//BoK-BIS Seminar, Seoul, March 19–20. Available at: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.05.pdf>

Gros, D. (2008) China and India: Implications for the EU economy. *CEPS Working Document*. № 280. Available at: <http://www.ciaonet.org/wps/ceps10606/ceps10606.pdf>

Hongyi, C., Peng, W., Shu, Ch. (2009) The Potential of the Renminbi as an International Currency. BIS, Asian Research Programme. Available at: <http://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch200903.06.pdf>

ECB (2010) *International Role of the Euro — 2009*. Available at: <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/euro-international-role201007en.pdf>

ECB (2011) *International Role of the Euro — 2010*. Available at: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201107en.pdf>

Kalirajan, K., Singh, K. (2008) A Comparative Analysis of China's and India's Recent Performances. *Asian Economic Papers*. Vol. 7. № 1. P. 1–28. Available at: <http://www.mitpressjournals.org/toc/asep/7/1>

Lambe, G. (2009) Shanghai Steams in. *Banker*, Oct. Available at: <http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/6894/>

Mathieu, C., Sterdyniak, H. (2009) Quelles stratégies budgétaires de sortie de crise? Lettre de l'OFCE. 2 dec. № 315. Available at: <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/315.pdf>

OECD (2011) OECD Economic Surveys: Russian Federation. December.

OECD (2009) OECD Economic Surveys: Russian Federation. July.

Oomes, N., Ohnsorge, F. (2005) Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia. *IMF Working Paper*. WP/05/144.

Papon, P. (2009) Crise économique et crise alimentaire. *Futuribles*. № 350. P. 102–103.

Pavoni, S. (2009) International Financial Centres. *Banker*. Oct. Available at: <http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/6906/>

Pavoni, S. (2010) Measuring up on the World Stage. *Banker*. Jan. Available at: <http://www.thebanker.com/news/fullstory.php/aid/7031/html>

Polański, Z., Winkler, A. (2008) Russia, EU Enlargement and the Euro. *European Central Bank Occasional Paper Series*. № 93.

Ranjan, R., Prakash, A. (2010) Internationalisation of Currency: the Case of the Indian Rupee and Chinese Renminbi. *RBI Staff Studies*. April. № 3/2010. Available at: <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/Pdfs/RRSS180510F.pdf>

Sapir, J. (2009a) Les Nouveaux Enjeux de la Mondialisation. *Problèmes Écon*. № 2976. P. 21–26.

Sapir, J. (2009b) Was Inflation Targeting the Right Strategy for the Central Bank of Russia? *Notes de Recherche*. September 9th.

Sapir, J. (2010) What Should Russian Monetary Policy Be Like? *Post-Soviet Affairs*. Vol. 26. № 4. P. 1–37.

Savani, A. (2009) Les Politiques Anti-Crise Soumises aux Marchés Financiers. Available at: <http://promcomm.wordpress.com/2009/08/01/>

*Schusselbauer, G.* (2009) Von “Musterschulern und Tigerstaaten” zu “Sorgenkindern und Pleitegeiern” – wirtschaftspolitische Herausforderungen in den neuen EU-Mitgliedstaaten und Zukunftsszenarien für die neue EU (27)// Osteuropa-Wirtschaft. JG. 54, № 3. — S. 97–113.

Swaminathan, J.M (ed.) (2009) *Indian Economic Superpower: Fiction or Future?* London: World Scientific Publishing.

