



Александр Потемкин
Генеральный директор ММБ

ИНФРАСТРУКТУРА ВАЛЮТНОГО РЫНКА: НА ПУТИ К КОНВЕРТИРУЕМОМУ РУБЛЮ

Решение одной из важнейших задач, стоящих перед Россией в финансово-экономической области, — обеспечение полной конвертируемости рубля — в значительной мере зависит от устройства валютного рынка, его инфраструктурных составляющих. Закрепление права на свободную конвертируемость в юридических актах автоматически не обеспечивает экономическим субъектам реальной возможности воспользоваться этим правом. Именно финансовая инфраструктура определяет три важнейших фактора, которые позволяют национальной валюте приблизиться к качественному состоянию «конвертируемости». Это — достижение высокой ликвидности валютного рынка, создание эффективной системы управления валютными рисками, возможность обеспечения стабильности курса национальной валюты.

Инфраструктура валютного рынка прошла тернистый путь вместе с развитием финансового рынка России, своевременно поддерживая его своими новациями и оперативно реагируя на потребности, возникающие из логики становления рыночной экономики. Так, 15 лет назад начались валютные аукционы, которые означали либерализацию валютной политики СССР и, в конечном счете, привели к созданию российского валютного рынка.

ВАЛЮТНЫЕ АУКЦИОНЫ ВНЕШЭКОНОМБАНКА (1989—1991 гг.)

Период становления отечественного валютного рынка пришелся на 1989—1991 гг., а днем его рождения, по всей видимости, можно считать 3 ноября 1989 г. В этот день состоялся первый валютный аукцион Внешэкономбанка СССР. Следует отметить, что в тот период не существовало легального механизма прямой конвертируемости советских рублей в иностранную валюту. Покупались так называемые инвалютные рубли, которые по фиксированному государством курсу (62 коп. за доллар, 95 коп. за фунт, 37 коп. за марку и т. д.) обменивались на валюту для международных расчетов.

Чем было вызвано появление валютных аукционов? Существовавшая до этого практика приводила к тому, что экспортеры продавали валюту по невыгодному официальному, искусственно завышенному курсу и несли значительные убытки, а импортеры теряли много времени вследствие забюрократизированной процедуры распределения валюты.

В тот период еще не было единого мнения о том, как проводить реформы финансовой системы Советского Союза. С одной стороны, прямой перенос за-

падных принципов организации валютного рынка был затруднителен. С другой, необходимость реализации остатков средств в валюте на счетах экспортеров и острая потребность в валюте организаций-импортеров требовали создания справедливого рыночного механизма конвертируемости.

В результате валютным аукционам суждено было стать одним из первых экспериментов по использованию рыночных отношений в финансовой системе страны. Разумеется, считать тогдашний валютный аукцион чисто рыночным механизмом можно было с большой натяжкой. Аукционы Внешэкономбанка проводились без непосредственного присутствия клиентов на основе конкурса их заявок на покупку и продажу иностранной валюты, поданных по закрытой подписке, и предполагали перераспределение средств на валютных счетах предприятий без изменения остатка средств в иностранной валюте на корреспондентских счетах. Аукционы проходили под контролем специально созданного Аукционного комитета, в состав которого входили представители Госплана, Минфина, Госбанка и пр. Особое значение имеет тот факт, что основная масса валюты проходила вне рамок валютных аукционов. Объем всех состоявшихся за полтора года валютных аукционов



(302,77 млн долл.) в 440 раз меньше объема годового внешнеторгового оборота СССР за 1990 г. (131,5 млрд долл.) (табл. 1).

Институт валютных аукционов просуществовал почти полтора года. Несмотря на кажущееся несовершенство механизма первые аукционы и небольшие объемы торгов, они предоставили предприятиям реальную возможность проводить валютнообменные операции через единственный обслуживающий валютные расчеты банк — Внешэкономбанк

фраструктуры, обслуживающей межбанковскую торговлю валютой. В начале 90-х годов многие предприятия уже получили возможность открывать валютные счета, устанавливать прямые связи с иностранными партнерами. Сформировалась сеть коммерческих банков, часть которых получили лицензии на право проведения валютных операций и международных расчетов. Межбанковская торговля требовала другого рыночного института, обеспечивающего открытую систему подачи заявок и прозрачное определение

Внешэкономбанком моратория на проведение платежей, политической и экономической дезорганизации и высоких инфляционных ожиданий на торгах царили панические настроения. Государство в этот период вынуждено было резко снизить объем выделяемых для интервенций валютных ресурсов, что не замедлило сказаться на курсе рубля. В тот период совокупный объем интервенций (7,07 млн долл.) составил лишь 4% от объема торгов (176 млн долл.). За неполный год функционирования Валютной биржи Госбанка СССР средний курс рубля упал почти в 5 раз.

Таблица 1. ИТОГИ ВАЛЮТНЫХ АУКЦИОНОВ ВНЕШЭКОНОМБАНКА СССР

Дата аукциона	Предложение валютных средств, млн долл.*			Спрос предприятий, млн долл.*	Курс рубля, руб./долл.
	Всего	Государство	Предприятия		
03.11.1989	14,32	8,01	6,31	58,46	8,92
17.01.1990	13,98	8,69	5,28	27,10	10,27
21.02.1990	15,34	6,99	8,35	78,40	12,32
05.04.1990	16,36	0	16,36	52,52	13,52
10.05.1990	16,70	14,49	2,22	161,92	15,91
22.06.1990	11,59	0	11,59	120,33	20,59
19.07.1990	15,34	10,23	5,11	79,43	24,17
31.08.1990	19,94	0,85	19,09	38,69	24,17
09.10.1990	16,19	0	16,19	27,27	23,47
25.10.1990	6,65	0,85	5,8	7,16	22,29
15.11.1990	13,81	5,62	8,18	31,7	22,29
30.11.1990	16,76	5,51	11,25	35,45	22,18
14.12.1990	21,76	2,95	18,81	44,83	22,88
08.01.1991	20,51	3,64	16,87	63,75	24,11
24.01.1991	22,27	3,81	18,46	60,79	26,40
13.02.1991	19,09	0,62	18,46	72,95	31,68
28.02.1991	14,72	0	14,72	49,03	36,96
14.03.1991	4,77	0	4,77	7,27	36,08
05.04.1991	22,67	0	22,67	24,20	31,68
Всего	302,77	72,27	230,50	1042,27	—

* Пересчет в доллары США осуществлен по коммерческому курсу рубля 1 долл. = 1,7601.

СССР. В отсутствие разветвленной банковской системы в 1989–1991 гг. это было адекватным ответом на возникающие потребности экономики переходного периода. На аукционах была реализована первая схема определения рыночного курса рубля на основе спроса и предложения, кроме того, за счет активного участия государства удавалось держать сбалансированную цену на валюту и предотвращать значительные скачки курса. По сути, именно с первых валютных аукционов и начались настоящие рыночные преобразования — валюта стала частью повседневной жизни предприятий и населения.

ОПЕРАЦИИ НА ВАЛЮТНОЙ БИРЖЕ ГОСБАНКА СССР (1991 г.)

Следующим этапом в развитии валютного рынка стало создание частного банковского сектора и формирование ин-

курса. В этих условиях родилась идея создания внутреннего межбанковского валютного рынка на основе биржевых технологий. Резкое расширение клиентуры коммерческих банков в 1990–1991 гг. форсировало процесс развития рынка, тогда Госбанком СССР было образовано новое структурное подразделение — Центр проведения межбанковских валютных операций — Валютная биржа Госбанка СССР. С апреля 1991 г. торги на Валютной бирже проходили на еженедельной основе. Среднемесячные обороты составляли около 20 млн долл., а в торгах к концу года участвовали 26 кредитных организаций.

Несмотря на то что новое инфраструктурное образование соответствовало зову времени и способствовало организации межбанковского валютного рынка, объем операций оставался небольшим. В ноябре–декабре 1991 г. в условиях распада СССР, значительного сокращения предложения валюты, объявления

СОЗДАНИЕ ОРГАНИЗОВАННОГО МЕЖБАНКОВСКОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА (1992–1993 гг.)

Распад СССР, расширение банковской системы и интересы дальнейшего развития валютного рынка потребовали изменения статуса Валютной биржи. В результате 9 января 1992 г. было учреждено ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» — ММВБ, ставшая одним из ключевых институтов валютного рынка России. Учредителями Биржи стал Банк России и 30 крупнейших коммерческих банков.

Первоначально биржевой валютный курс формировался на сравнительно узком сегменте спроса/предложения и сильно отличался от складывающегося на внебиржевом рынке. Так, первый курс рубля по отношению к доллару США, зафиксированный на ММВБ, составил около 230 руб./долл., при этом на внебиржевом рынке курс составлял около 50 руб./долл.

Существовавшая еще с советских времен система множественности курсов снижала репрезентативность курсообразования. Решение этой проблемы требовало концентрации ликвидности и создания юридической основы для перехода к единому валютному курсу. С этой целью была введена обязательная продажа 50% валютной выручки экспортеров на внутреннем рынке (20% — на валютной бирже, 30% — в валютный резерв ЦБ). А с 1 июля 1992 г. Центральный банк РФ ввел единый плавающий курс рубля по отношению к доллару США, в качестве которого стал использоваться курс, складывающийся на торгах ММВБ.

Таким образом, создание ММВБ ознаменовало качественный шаг в развитии финансовой инфраструктуры со своими присущими развитому валютному рынку: ежедневное проведение торгов, механизм фиксинга, обеспечение прин-



ципа «поставка против платежа», участие в торгах региональных банков.

Важным этапом формирования инфраструктуры валютного рынка России стало создание сети региональных бирж, которое сыграло существенную роль в формировании единой курсовой политики. На первоначальном этапе региональные валютные биржи не играли существенной роли, поскольку подавляющая часть операций проводилась на ММВБ. Тем не менее, для валютной политики Центрального банка РФ они имели боль-

В 1992–1993 гг. развитие валютного рынка происходило в условиях высокой инфляции, недоверия к рублю как к средству сбережения и высокой нестабильности сектора межбанковских кредитов. Неудивительно, что в этой ситуации доллар пользовался повышенным спросом со стороны всех хозяйствующих субъектов и валютный рынок демонстрировал исключительно высокие темпы роста оборотов. В 1993 г. среднесуточный объем торгов валютой на ММВБ составил 12,6 млрд долл., в 4,5 раза превзойдя показатель

степени обеспечивает техническую возможность регулирования.

История показывает, что, несмотря на всю важность шагов по созданию финансовой инфраструктуры, отвечающей потребностям развития рыночной экономики, не меньшее внимание следует уделять регулятивным мерам, направленным на постепенное формирование системы конвертируемости национальной валюты. Наличие одной лишь современной инфраструктуры не способно обеспечить «конвертируемость», и может оказаться лишь фактором развития спекулятивного рынка. В этой связи крайне важным является вопрос обеспечения стабильности валютного курса.

Примером может служить 11 октября 1994 г. — «черный вторник» — который явился кульминацией бегства от рубля, осуществляемого в течение нескольких месяцев (рис. 1). Причиной возникновения «черного вторника» была эмиссионная политика бюджетного финансирования. Денежная масса в 1994 г. выросла по сравнению с предыдущим годом более чем в 3 раза. При спаде в экономике такая динамика приводила к перманентной девальвации рубля. При всех отрицательных последствиях «черного вторника» резкий курсовой всплеск позволил остудить «перегретый» рынок и остановить валютную спекуляцию при минимальных затратах для валютного резерва ЦБ РФ, который с августа по октябрь сократился с 4,8 до 1,8 млрд долл. Необходимо учитывать, что совокупные валютные резервы Российской Федерации (Банка России и Министерства финансов РФ) к 11 октября сократились до 3,6 млрд долл. и покрывали только 12% рублевой денежной массы.

События «черного вторника» заставили регулирующие органы разрабатывать новые механизмы стабилизации валютного рынка, как, впрочем, и способы снижения разогнавшейся в тот период инфляции. Такими механизмами стали «валютный коридор» и быстрорастущий сектор государственных ценных бумаг.

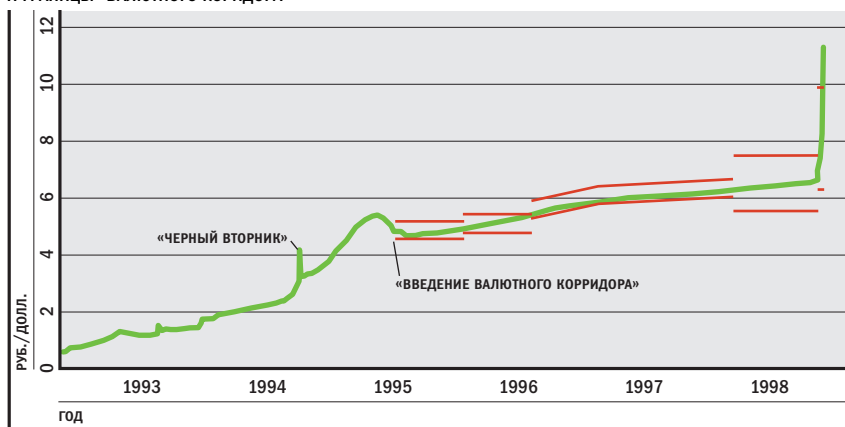
«Валютный коридор», введенный летом 1995 г., ограничил амплитуду внутридневных колебаний валютного курса, одновременно создав у участников рынка психологический эффект «предсказуемости ситуации». В то же время стремительно расширяющийся сектор госдолга сформировал важнейший источник безинфляционного покрытия бюджета, одновременно став стимулом достижения конвертируемости рубля.

К 1996 г. практически была обеспечена конвертируемость рубля по текущим операциям, что было закреплено 16 мая

Таблица 2. СРЕДНЕДНЕВНОЙ ОБЪЕМ ТОРГОВ ВАЛЮТНОГО РЫНКА, МЛН ДОЛЛ.

Год	Всего	ММВБ	ВНЕБИРЖЕВОЙ	Доля ММВБ, %
1992	36,3	28,3	8	78,0
1993	163,3	63,3	100	38,8
1994	318,2	98,2	220	30,9
1995	298,6	98,6	200	33,0
1996	3800	22,8	3777	0,6
1997	4130	22,4	4108	0,5
1998	2000	112,4	1888	5,8

Рисунок 1. ОФИЦИАЛЬНЫЙ КУРС РОССИЙСКОГО РУБЛЯ К ДОЛЛАРУ США (С УЧЕТОМ ДЕНОМИНАЦИИ 1997 г.) И ГРАНИЦЫ «ВАЛЮТНОГО КОРИДОРА»



шее значение, позволяя вовлекать банковское сообщество регионов в организованные операции на финансовом рынке, преодолевать его раздробленность, проводить политику единого курса. Центральный банк, осуществлявший операции на региональных биржах, влиял на формирование курсов и приводил их к тем значениям, которые формировались на основной валютной площадке — ММВБ. Постепенно различия курсов в регионах нивелировались, делая одинаковыми условия конверсионных операций не только для участников торгов, но и для возникшего в то время рынка наличной иностранной валюты. Активное участие ЦБ РФ и сглаживание курсовых различий существенно повысило вес и значимость регионального валютного рынка. Так, к концу первого полугодия 1993 г. торговля валютой на 5 региональных биржах составляла уже около 11% ее общего объема.

предыдущего года. В 1994 г. количество банков-участников достигло 500. В тот период на долю валютного рынка приходилось в общей сложности до 90% всего объема операций финансового рынка России (табл. 2).

ЭТАПЫ КУРСОВОЙ ПОЛИТИКИ (1994–1998 гг.)

Снятие ограничений на движение капиталов должно происходить в условиях стабильности финансовой системы страны и адекватного развития торгово-расчетных систем. В этом контексте организованный валютный рынок — один из важных стабилизирующих механизмов рынка, определяющий технологические стандарты и форматы совершения операций. Если Центральный банк определяет основные направления развития рынка и осуществляет валютный контроль, то биржевая инфраструктура в значительной



1996 г. путем присоединения России к положениям VIII Главы Устава МВФ. Одновременно с этим началось движение в сторону конвертируемости рубля по операциям с капиталом. 16 июля 1996 г. были приняты инструкция № 16 Банка России «О порядке открытия и ведения уполномоченными банками счетов нерезидентов в валюте РФ», а также инструкция «О специальных счетах в валюте РФ типа «С»», утвержденная 26 июля 1996 г. Введение счетов типа «С» для нерезидентов стало первой попыткой обеспечения конвертируемости рубля по капитальным операциям.

Стабильный курс, обеспеченный механизмом валютного коридора, и значительный интерес к государственным облигациям (ставки по госбумагам были выше инфляции, а валютная доходность даже с учетом всех транзакционных издержек превышала 20% годовых) создали иллюзию финансовой стабильности в 1997 г. и первой половине 1998 г.

Характерно, что в условиях длительной стабильности валютного рынка интерес значительного числа хозяйствующих субъектов к доллару как средству накопления и сбережения заметно снизился. В то же время удерживать рубль в рамках «валютного коридора» в условиях постоянного притока валюты со стороны инвесторов-нерезидентов и проводящихся на еженедельной основе аукционов по размещению госбумаг стало существенно проще.

В результате роль биржевого валютного рынка заметно снизилась. Если в 1995 г. обороты здесь составили 23,5 млрд долл., то в 1996–1997 гг. они не превышали 5–6 млрд долл. При этом доля биржевого валютного рынка в совокупном обороте сектора конверсионных операций сократилась с 60% в 1994 г. до 2–3% в 1997 г. В значительной мере этому способствовал и отказ от обязательной продажи валютной выручки на биржевом рынке.

АНТИКРИЗИСНАЯ РОЛЬ ИНФРАСТРУКТУРЫ ВАЛЮТНОГО РЫНКА В 1998–2002 гг.

Кризис 1998 г. сыграл важную стимулирующую роль в совершенствовании инфраструктуры валютного рынка. Организаторы торгов столкнулись с целым рядом проблем, среди которых главными были: падение курса и низкая ликвидность рынка, высокие расчетные риски, фрагментарность финансового рынка и кризис доверия между его участниками. В этой связи перед денежными властями вставала дилемма — либо отказаться от рыночного формирования курса, либо,

ужесточив общие принципы валютного регулирования, сохранить основные черты механизма рыночного курсообразования. По первому пути после кризиса пошли такие страны как Украина и Белоруссия. Имевшиеся в России инфраструктурные наработки (внедренная в 1997 г. на ММВБ технология электронных торгов) позволили пойти другим путем и справиться с возникшими проблемами «меньшей кровью».

Для обеспечения нормального функционирования валютного рынка и повышения его ликвидности была модифицирована инфраструктура валютного рынка. Механизм биржевой торговли валютой, построенный на современных электронных технологиях, обеспечил:

- торговлю стандартными валютными лотами относительно небольшого размера на условиях «поставка против платежа»;

- систему управления рисками, предусматривающую механизмы коллективной и индивидуальной ответственности (взносы участников в гарантийный фонд в Системе электронных торгов (СЭЛТ) и 100% депонирование на Единой торговой сессии (ЕТС));

- высокую информационную прозрачность для устранения риска манипулирования курсом и создания условий для эффективного контроля над совершаемыми операциями со стороны регулирующих органов;

- доступность к торгам максимально широкого круга участников рынка, расположенных в различных регионах и часовых поясах, включая построение общенациональной системы торговли валютой на семи региональных валютных биржах.

В конце 1998 г. было принято решение об увеличении с 1 января 1999 г. норматива обязательной продажи экспортной валютной выручки с 50 до 75% при одновременном сокращении срока ее продажи на внутреннем рынке с 14 до 7 дней. Данная мера оказалась действенной. Уже с первых месяцев 1999 г. рост предложения валюты позволил предотвратить серьезные колебания курса рубля и частично стабилизировать внутренний валютный рынок.

МОДЕРНИЗАЦИЯ БИРЖЕВОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА В 2003–2004 гг.

Большинство последствий финансового кризиса были преодолены к 2002 г. Рекордный рост золотовалютных резервов, устойчивый экономический рост и исключительно высокое сальдо торгового баланса обеспечили финансовой сис-

теме страны необходимую устойчивость и в значительной степени вернули доверие к рублю. В результате возникла ситуация, при которой стабилизирующие меры, принятые в 1998–1999 гг. оказались излишними и, более того, в некоторых случаях сдерживающими развитие финансового сектора. В частности, это касалось ряда положений валютного регулирования, например, механизма обязательной продажи. Достигнутая экономическая стабильность создала предпосылки для либерализации валютного режима и позволила властям отменить ряд валютных ограничений, ускорив движение к конвертируемости рубля. Важнейшим шагом на этом пути стало принятие закона «О валютном регулировании и валютном контроле», отменяющего ограничения по текущим операциям и смягчающего режим совершения капитальных операций.

Уже к 2002 г. стала видна необходимость модернизации валютного рынка, требовалось создание полноценной рыночной инфраструктуры. Две действовавшие системы торговли валютой (ЕТС и «дневная сессия») функционировали на технологической базе СЭЛТ, но исторически имели различающиеся системы управления рисками.

СЭЛТ создавалась как своеобразный квазианалог внебиржевого межбанковского рынка и была ориентирована на привычные условия работы банков в рамках установленных лимитов нетто-операций. В основе системы управления рисками на «дневной сессии» лежали взносы участников в Фонд покрытия рисков и коллективная ответственность всех участников за последствия ненадлежащего исполнения обязательств любым из них.

ЕТС, будучи прямой наследницей Специальной торговой сессии (СТС), возникла из системы жесткого валютного контроля в разгар финансового кризиса. Задачи СТС, а затем и ЕТС предполагали обеспечение гарантированного доступа к торгам максимально широкого круга участников на условиях 100% депонирования средств.

Либерализация валютного регулирования, снижение норматива и отказ от обязательности продажи экспортной выручки на бирже сделали существование двух сессий в значительной степени искусственным. По мере дальнейшего развития рынка необходимость в таком дуализме отпала совсем, и важнейшим проектом, реализованным в 2004 г., стало объединение торгов на ЕТС и «дневной сессии». Целью объединения была интеграция основных преимуществ ЕТС и СЭЛТ, включая широкий региональный охват

торгов. Модифицированная ETC позволила сконцентрировать ликвидность и повысить уровень надежности системы торгов, объединив преимущества двух систем управления рисками — индивидуальной и коллективной ответственности.

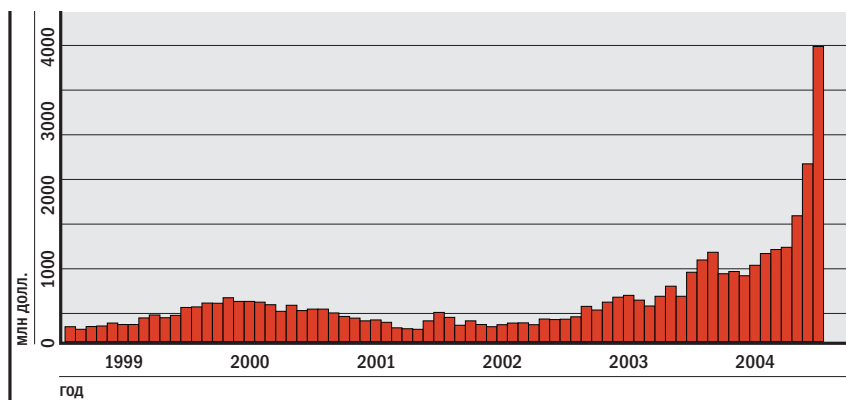
В новых условиях ММВБ продолжает модернизировать расчетно-торговую инфраструктуру валютного рынка в соответствии с возникающими потребностями его участников. Так, в свое время была реализована возможность заключения сделок своп на биржевом валютном

ходится более 47% внешнеторгового оборота, а с США — только 4,3%. В то же время доля операций «евро/рубль» составляет не больше 1% от общего оборота валютного рынка, а остальные 99% приходится на различные долларовые сделки (рис. 3). При этом двухшаговая система конвертируемости рубля к евро через доллар, действующая сегодня, является неэффективной и требует доработки сегмента валютного рынка «евро-рубль».

В этой связи ММВБ принимает ряд мер для активизации торгов евро за

означает достижение данной цели. Для этого необходимо обеспечить конвертируемость рубля по капитальным операциям нерезидентов, т. е. нерезиденты должны получать гарантии для свободного вхождения на российский рынок и доступ к российским рублевым активам. Следовательно, необходимо принять дополнительные меры по развитию инфраструктуры рынка. При этом развития одной валютной инфраструктуры недостаточно. Необходимо выполнение более широких задач, которые переходят в плоскость

Рисунок 2. ДИНАМИКА СРЕДНЕДНЕВНЫХ ОБЪЕМОВ ТОРГОВ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ ММВБ



рынке. Во многом благодаря этим операциям банки смогли поддержать ликвидность в период летнего «кризиса доверия». Объем сделок своп за три первых квартала 2004 г. составил на ММВБ 67,5 млрд долл., увеличившись в 3,7 раза по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Синергетический эффект реализации этих проектов проявился в опережающем росте оборота биржевого валютного рынка по сравнению с общим рынком конверсионных операций России. За первые три квартала 2004 г. объем торгов на валютном рынке ММВБ вырос по сравнению с аналогичным периодом прошлого года в 2,1 раза и достиг 205,6 млрд долл., а его доля по операциям «доллар/рубль» в совокупном обороте валютного рынка России увеличилась с 5,6% в январе до 11,4% в ноябре (рис. 2).

НА ПУТИ К «ПОЛИКОНВЕРТИРУЕМОСТИ» РУБЛЯ

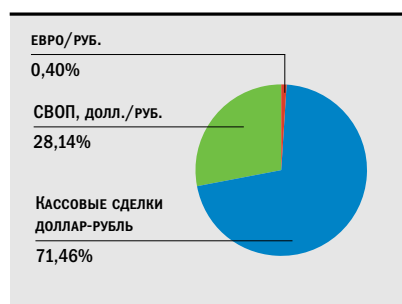
Тему «поликонвертируемости» рубля, безусловно, можно считать в настоящее время — темой дня. Российский финансовый рынок в настоящее время неоправданно привязан к доллару. Если сравнить структуру внешнеторгового оборота и валютного рынка, станет понятно, насколько странно выглядит подобная ситуация. Так, на торговлю России со странами ЕС при-

рублю на российском валютном рынке. Проект включает расширение инструментария по операциям с европейской валютой, например, введение дополнительных инструментов расчетами не только «сегодня», но и «завтра», а также предоставление возможности заключения сделок своп. Кроме того, увеличивается продолжительность торговой сессии на ММВБ по инструментам евро/рубль с 20 минут до 1 часа. Также в планах — отказ от 100%-ного депонирования средств участников. При этом предполагается установить такие нормативы депонирования по инструментам расчетами «сегодня» и «завтра», которые позволят достигнуть высокого уровня ликвидности на этих сегментах рынка. Все основные нововведения на рынке евро планируется запустить в 2005 г., а для обеспечения системы управления рисками на валютном рынке ММВБ необходимо создание специальной клиринговой организации.

Предполагается, что новый проект позволит реализовать схему «бивалютного ориентира», анонсированную Банком России, и станет важным шагом на пути достижения «поликонвертируемости» рубля. Расширение же инструментария будет способствовать росту устойчивости валютного рынка в целом.

В то же время хотелось бы подчеркнуть, что готовность инфраструктуры к полной конвертируемости рубля еще не

Рисунок 3. СТРУКТУРА ОБОРОТА ВАЛЮТНОГО РЫНКА ММВБ, НОЯБРЬ 2004 г.



фондового рынка. Капиталы, обращающиеся на нем, должны иметь возможность беспрепятственно циркулировать по инфраструктурным артериям разных стран. Таким образом, ключ к полной конвертируемости видится сейчас в новациях российской инфраструктуры фондового рынка, и ММВБ уже активно работает над совершенствованием таких механизмов.

По всей видимости, на начальном этапе введения полной конвертируемости российскому финансовому рынку предстоит пройти через своего рода «переходный период». Уверены, что в этих условиях стабилизирующие функции биржевой инфраструктуры и ее современные технологии будут способствовать этому процессу. ■