

## Научный руководитель проекта

академик Валерий Макаров.

## Редакционный совет

А.Ведев (главный редактор), А.Ковачич (директор),  
Е.Каширина (ответственный редактор), Н.Ноздрань  
(макрэкономика), В.Вдовенко (политический риск),  
А.Григорян (фондовые рынки), И.Карясова (редактор),  
Н. Халилов, Л.Бекларян.

## Ведущие эксперты АЛ «Веди»

А.Генкель, О.Широкова, О. Барон, А.Мухина, А.Кудрин,  
Р.Виноградов, И.Лаврентьева, Л.Васикова.

**Макет** «Сайнтифик дизайн».

**Верстка** О.Рудова.

## Отдел рекламы, распространения и доставки

Е. Сухороброва, Т.Горошникова.

## Учредители

АОЗТ Аналитическая лаборатория «Веди»,  
АОЗТ Независимое информационное агентство «Юниверс»  
Журнал зарегистрирован в Министерстве печати и  
информации Российской Федерации.

Свидетельство о регистрации №012365 от 02.02.94.

## Адрес редакции

125047 Москва, 1-я Тверская-Ямская ул., 23  
Телефон/факс (095) 974–1900, 974–1901  
E-mail: Answer@alvedi.msk.su

## В обзоре использованы данные

Госкомстата РФ, НИА «Юниверс», Департамента  
информации ЦБ РФ, СИ ММВБ, агентства «Рейтэкс»,  
Информационно-диллинговой системы МФД, МБО «Оргбанк»,  
Компании АК&М, Информационного агентства «Скейт-Пресс»,  
ПАУФОР, GMI, МЦФБ, ЦРУБ, БОиФ, МФФБ, ИК «Регион»,  
Центрального Финансового агентства.

## Типография «Алькор-4».

Тираж 2400 экз., цена свободная.

## © «Финансовые рынки», 1998

Воспроизведение материалов обзора в любой форме  
допускается только с письменного разрешения редакции.

## Project Supervisor

Valery Makarov, Academician.

## Editorial Board

A.Vedev (Editor-in-Chief), A.Kovatchitch (Managing Director),  
S.Beaumont-Kerridge (Foreign investment), E.Kashirina (Editor),  
N.Nozdran (Macroeconomy), V.Vdovenko (Political Risk),  
A.Grigorian (Securities Markets), N.Khalilov.

## EU «VEDI» Experts

A. Genkel, O. Shirokova, O. Baron, A. Muhina, A. Kudrin,  
R. Vinogradov, I. Lavrentjeva, L. Vasikova.

## Editors (English Version)

«ALBA Publishers Agency».

## Design and Layout

«Scientific Design».

## Editorial Office

23 1st Tverskaya-Yamskaya, 125047 Moscow Russia.  
Tel./Fax (095) 974–1900, 974–1901.  
E-mail: Answer@alvedi.msk.su

## By the courtesy of

Goskomstat RF, MICEX, Ratex, Private Information Agency «Universe»,  
Econometric Unit «VEDI», Information Department of Central Bank of RF,  
Information-Dealing System MFD, IBA «Orgbank», Information Agency  
AK&M, Information Agency «Skate-Press», PAUFOR, GMI.

## © «Financial Markets» Outlook, 1998

Reproduction of Outlook materials in any form is permitted only  
by written consent of Editorial Board.

**Том 6  
Номер 1  
Январь -  
Февраль 1998**

Рекомендации инвесторам на первый квартал 1998 г. .... 2

Основные тенденции в экономике России  
в декабре 1997 г. .... 5

## МАКРОЭКОНОМИКА

Обзор макроэкономической ситуации в России  
за первые десять месяцев 1997 г. .... 7

## ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

Обзор валютного рынка ..... 15

## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

Рынок ГКО/ОФЗ ..... 21

Обзор рынка муниципальных облигаций ..... 30

Рынок векселей ..... 37

Рынок ОВВЗ ..... 39

Финансовые рынки стран с развивающимися  
экономиками ..... 42

## ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

Обзор российского фондового рынка ..... 45

**Volume 6  
Number 1  
January -  
February 1998**

Key Economic Trends in Russia in November 1997 ..... 53

## MACROECONOMY

Macroeconomic Trends in Russia in 1997 ..... 55

## FIXED INCOME MARKET

GKO/OFZ Market ..... 59

Municipal Bonds Market ..... 67

## SECURITIES MARKET

Equity Market ..... 73

# Рекомендации инвесторам на первый квартал 1998 г.

Состояние финансовой сферы экономики России в первом квартале 1998 г. будет нестабильным. Прежде всего это связано с деноминацией российского рубля, а также с неустойчивой конъюнктурой на финансовых рынках, испытывающих последствия мирового кризиса. Сезонный рост доходов населения в декабре 1997 г. и деноминация рубля, в свою очередь, будут стимулировать усиление инфляции в январе-феврале (до 5–7% в первом квартале 1998 г.), а также увеличение спроса на иностранную валюту и, соответственно, ускорение роста обменного курса рубля.

В совокупности перечисленные (как уже действующие, так и те, что возникнут, с большой долей вероятности, в будущем) факторы создают у экономических агентов ощущение неопределенности относительно ожидаемых темпов инфляции и девальвации рубля в текущем году и, как следствие, уровня процентных ставок. Поэтому большинство участников финансового рынка предпочтут размещать свои средства в краткосрочные инструменты.

**Инвестиции в промышленные предприятия** представляются в настоящий момент крайне рискованными. Основные причины подобного вывода – неурегулированная система расчетов в реальном секторе (более 40% товарообмена между предприятиями осуществляется на бартерной основе) и неблагоприятное финансовое состояние предприятий – согласно официальной статистике, 49% предприятий промышленности, строительства и транспорта являются убыточными. Если же платежные отношения между предприятиями не нормализуются, то эффективными инвестициями в реальный сектор будут только две их разновидности – при покупке контрольного пакета акций определенного предприятия либо акций, обращающихся на фондовом рынке.

В первом случае, даже при убыточности предприятия, инвестор получит прибыль, используя бартерные операции с последующей реализацией продукции, расчеты векселями, взаимные зачеты и прочие схемы. Во втором случае инвестор вправе рассчитывать только на получение спекулятивной прибыли в результате

роста котировок акций, которая (прибыль) иногда может быть дополнена дивидендными выплатами. Для коммерческих банков возможно, кроме того, кредитование предприятий в небольших объемах и при определенных залоговых условиях, а также расчетно-кассовом обслуживании, т.е. при наличии полного контроля за использованием выданного кредита.

Доходность **вложений в наличную иностранную валюту**, в первую очередь для населения, будет очень низка (не более 3–5% годовых в рублях). Доходность **валютных депозитов** сроком на три месяца в настоящее время составляет 5–8% годовых в Сбербанке РФ и 10–15% годовых в других коммерческих банках в долларах США (8–20% в рублях). Для **российских коммерческих** банков размещение **валютных активов на депозитах в зарубежных банках** позволит получить 5–7% годовых в долларах США (согласно прогнозам экспертов АЛ «Веди», ставки LIBOR на три месяца составят 5.55–5.75%, а на шесть месяцев – 5.65–5.95% годовых). Однако подобные инвестиции будут характеризоваться минимальным риском и максимальной ликвидностью, а кроме того, обеспечат дополнительную прибыль и стабилизируют положение банков, специализирующихся на конверсионных операциях. Напротив, операции с валютными фьючерсами и форвардными контрактами могут принести удачливым операторам значительную прибыль, но риск, связанный с ненадежными контрагентами и колебаниями цен, при этом крайне высок.

**Консервативным инвесторам**, в первую очередь стремящимся не потерять свои средства, на **рынке ГКО/ОФЗ** следует проводить операции с самыми «короткими» облигациями – со сроком до погашения до одного месяца. Как показали события последних месяцев, даже в условиях кризиса вложения в эти ценные бумаги позволяют сохранить и даже несколько увеличить размещенные в них средства, и, кроме того, «короткие» облигации всегда обладают высокой ликвидностью.

**Менее консервативным инвесторам, располагающим средствами для размещения в госбумагах на несколько**

**месяцев**, можно рекомендовать купить ГКО, погашаемые в апреле-мае, и держать их до конца срока обращения. В этом случае они получают гарантированный доход из расчета 28–30% годовых, даже если в начале весны, следуя традиции предыдущих лет, ситуация на рынке внутреннего долга вновь дестабилизируется.

**Более рисковым инвесторам** следует обратить внимание на «длинные» ГКО со сроком до погашения более шести месяцев. Если ожидания правительства оправдаются и к началу лета ставки по гособлигациям вернутся на докризисный уровень, то вложения в данные ГКО в этот период могут оказаться наиболее выгодными. Однако, исходя из опыта предыдущего года, возможный ускоренный рост цен «длинных» бумаг в январе-феврале должен заставить их владельцев задуматься об их продаже в начале марта.

Выбор гособлигаций **для активных спекулянтов** (что подразумевает постоянное участие на вторичных торгах) практически однозначен – ОФЗ-ПД. Колебания цен этих бумаг наиболее значительны, что при успешной игре позволяет получить весомый доход. Тем не менее многолетние купонные облигации обладают повышенной чувствительностью к поведению нерезидентов, и это – дополнительная сложность при прогнозировании движения их котировок.

К концу 1997 г. доходность **муниципальных облигаций** (МО) оказалась существенно – на 7–10% годовых – выше ставок по госзаимствованиям, т.е. вложения в наиболее ликвидные ценные бумаги субъектов РФ обеспечивали доходность к погашению на уровне 36–40% годовых. При этом достаточно сильная зависимость между финансовыми сегментами ГКО/ОФЗ и МО позволяет при принятии решений относительно операций с последними ориентироваться на тенденции, характерные для рынка ГКО/ОФЗ. Основные особенности конъюнктуры на рынке МО будут формироваться в начале года под воздействием следующих закономерностей:

- Снижение ставок по ГКО приводит к формированию аналогичной тенденции на рынке МО, при этом по мере снижения ставок по обоим видам бумаг сокращается «премия» по доходности МО относительно ГКО. Так, уровню ставок по госбумагам в 25% годовых соответствует доходность МО не менее 32–35%, падение же ставок по ГКО до 18–20% годовых снижает планку доходности по МО до 22–25%. Таким образом, наиболее привлекательные моменты при покупке МО (или реструктуризации портфеля в направлении более «длинных» выпусков) возникают, когда доходность по

ГКО начинает резко снижаться, а ставки по МО, в силу большей инертности рынка, остаются относительно высокими.

- В то же время продолжение роста доходности ГКО в начале января (при неблагоприятной конъюнктуре мировых финансовых рынков) приведет к увеличению «премии» по доходности МО относительно госбумаг. Более того, эмитенты скорее всего столкнутся с недостаточным спросом на новые бумаги; в этом случае риск инвестиций в МО значительно возрастает и их имеет смысл рассматривать только в долгосрочном плане.

Факторы локального характера, которые могут оказать влияние на динамику ставок по МО в ближайшие месяцы, следующие:

- Принятие тем или иным эмитентом решения о сокращении заимствований на внутреннем рынке или погашении внутреннего долга за счет альтернативных источников (прежде всего эмиссии еврооблигаций) предопределяет снижение доходности и сокращение «премии» относительно ГКО по МО данного эмитента. Таким образом, информация о размещении региональных еврооблигаций – повод для покупки МО.
- Напротив, резкое увеличение эмиссии региональных облигаций обусловит рост их доходности и «премии» относительно госбумаг. Т.е. большая чистая выручка и установление аукционных ставок выше уровня вторичного рынка тех или иных МО – повод для продажи облигаций.

Среди новых муниципальных займов наиболее привлекательными с точки зрения ликвидности и надежности будут оставаться биржевые займы.

Конец января и начало февраля 1998 г., по мнению экспертов АЛ «Веди», – благоприятный период для **покупки ОВВЗ**. Подобный прогноз основывается на следующем обстоятельстве. В феврале-марте ожидаются заметные инвестиции в данные бумаги нерезидентов, в связи с чем рост котировок «взбавок» в среднем по всем траншам в этот временной интервал может составить 5–6 процентных пунктов; это соответствует доходности квартальных вложений по системе buy-and-hold в 34–36% годовых в долларах США. При этом фиксацию прибыли, на наш взгляд, целесообразнее всего проводить – при отсутствии каких-либо дополнительных позитивных факторов – в тот момент, когда повышение цен по выбранному траншу (за исключением ОВВЗ 3-го транша) превысит 4–5 процентных пунктов относительно уровней котировок, зафиксированных в начале января теку-

## РЕКОМЕНДАЦИИ ИНВЕТОРАМ

щего года. Наиболее привлекательными для инвестиций являются бумаги 4-го и 5-го выпусков.

Вложения в *корпоративные ценные бумаги* в январе-марте будут связаны с повышенным риском. Наиболее опасным видом рисков, безусловно, станет нестабильность мировой финансовой конъюнктуры. Поскольку предпосылки для нормализации последней в ближайшее время отсутствуют, в предстоящие месяц-два ожидать возобновления устойчивого роста ценовых показателей отечественных акций также не следует.

В марте текущего года, в связи с высокой вероятностью улучшения ситуации на мировых фондовых рынках, можно ожидать новой волны роста цен и на отечественном рынке. Сигналом к началу ценового роста и, соответственно, для активного инвестирования в акции может послужить начало реализации проектов по размещению ценных бумаг российских компаний международного образца. Кроме того, к этому месяцу будут обнародованы результаты деятельности эмитентов за 1997 г. - возможность учитывать локальные факторы при формировании инвестиционных стратегий будет способствовать успешному осуществлению последних.

С учетом вышесказанного в январе-феврале *краткосрочные* (до месяца) и *среднесрочные* (до полугодия) инвестиции в акции будут невыгодными. В первом случае велика вероятность потери средств (из-за возможного снижения цен), а во втором - потери времени (в случае возобновления роста цен в марте в предшествующий период выделенные средства «работать» не будут). Оптимальный срок начала инвестирования для названных типов инвесторов - середина-конец марта, а оптимальный объект -

акции blue chips. Наиболее же верной тактикой в предшествующие месяцы (январе-феврале) для таких инвесторов будет являться вложение свободных денежных средств в ценные бумаги, обеспеченные государственной гарантией.

Для *сверхкраткосрочных (спекулятивных)* операций в январе-марте будут пригодны только акции категории blue chips. Несмотря на кажущуюся сверхнизкую стоимость акций второго и третьего эшелонов, приобретать их мы не рекомендуем, поскольку эффективность сделок на данных фондовых сегментах существенно занижена из-за высокого спреда между ценами их покупки и продажи. Так как в течение двух ближайших месяцев цены, вероятнее всего, будут незначительно изменяться относительно нынешнего низкого уровня, при совершении спекулятивных сделок операторам целесообразно ориентироваться на норму прибыли, не превышающую 200% годовых в долларах США. Фиксировать прибыль, таким образом, следует уже при повышении продажной стоимости над покупной на 2-5%.

Для *долгосрочных* инвесторов, рассчитывающих на получение прибыли через полгода и позже, три предстоящих месяца будут, на наш взгляд, весьма благоприятными. Оптимальным объектом для долгосрочных инвестиций являются ценные бумаги первого эшелона, прежде всего акции топливно-энергетического комплекса.

В случае сохранения нестабильности мировой финансовой конъюнктуры инвесторам, оперирующим на рынке акций, приведенные рекомендации окажутся ненужными. Наилучшей инвестиционной стратегией станет в этом случае отказ от активных операций на рассматриваемом рынке.

# Основные тенденции в экономике России в декабре 1997 г.

Впервые с 1992 г. в России наблюдается положительный реальный рост ВВП, который предположительно по итогам прошедшего года составит от 0 до 1%, а объем промышленного производства возрастет на 2%. Вместе с тем недостаток инвестиций в промышленный сектор национального хозяйства может препятствовать экономическому росту в будущем.

В 1997 г. в России успешно проводилась монетарная политика, направленная на снижение инфляции, стабилизацию рубля и увеличение международных резервов. Ключевой же проблемой национальной экономики в настоящее время остается осуществляемая фискальная политика. Среди других проблем следует выделить необходимость принятия нового Налогового кодекса, выработку механизма применения Закона о банкротстве, сокращение объема накопленной взаимной задолженности между предприятиями, а также менее активное использование денежных суррогатов.

Конъюнктура **валютного рынка** в 1998 г. будет определяться главным образом объемом внешних инвестиций, поступающих на российские финансовые рынки. В то же время на соотношение спроса и предложения иностранной валюты будут оказывать влияние и другие факторы. Так, уменьшение предложения иностранной валюты и увеличение спроса на нее возможны в случае сокращения объема чистого экспорта, дальнейшего вывода средств нерезидентов, сохранения высокого интереса к валютным сбережениям со стороны населения.

Стабилизирующее влияние на валютный рынок в наступившем году могут оказать избыточность валютных ресурсов у российских субъектов финансового рынка и усиление привлекательности российских ценных бумаг для внешних инвесторов. При условии преодоления кризиса наиболее нестабильным периодом на валютном рынке будет январь, в течение последующих нескольких месяцев следует ожидать снижения интереса к иностранной валюте - в это время на рынке весьма вероятны крайне низкие темпы роста обменного курса либо даже понижательный тренд.

В течение 1997 г. ситуация на **рынке ГКО/ОФЗ** определялась двумя основными факторами: притоком и оттоком средств нерезидентов, а также потребностью Минфина в заемных средствах. Кризис на мировых фондовых биржах в ноябре-декабре спровоцировал масштабные продажи ГКО и отток иностранного капитала с рынка внутреннего долга, в результате по уровню процентных ставок облигационная система финансирования бюджетного дефицита оказалась отброшенной почти на год назад.

Очевидно, что в 1998 г. зависимость рынка ГКО/ОФЗ от действий нерезидентов сохранится, и если они не возобновят покупку ГКО, то Минфин столкнется с дополнительными трудностями при рефинансировании долга. Поскольку основной бюджетной проблемой по-прежнему остается неудовлетворительная собираемость налогов, а увеличение объема внутренних заимствований при сложившихся процентных ставках весьма обременительно для эмитента, в течение некоторого времени правительство, вероятно, будет прибегать преимущественно к внешним займам, которые оказываются более дешевыми в данных обстоятельствах. При этом эмиссия ГКО будет проводиться лишь в объеме, необходимом для погашения предыдущих выпусков госбумаг. По планам правительства, к апрелю-маю наступившего года эти меры помогут вернуть ставку рефинансирования Центробанка и доходность гособлигаций на докризисный уровень. Таким образом, период стабилизации на рынке внутреннего долга может затянуться и в ближайшие месяцы вероятны новые колебания цен ГКО и ОФЗ.

В последний месяц 1997 г. конъюнктура **рынка облигаций субъектов РФ**, как и финансового рынка России в целом, находилась прежде всего под влиянием продолжающегося мирового финансового кризиса. Отсутствие устойчивых тенденций на мировых финансовых рынках, а также фактор приближения конца года обусловили снижение активности инвесторов. Доходности ценных бумаг, выпущенных администрациями субъектов РФ, продолжали в течение большей части рассматриваемого периода

## ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

повышаться, достигая в отдельные моменты 40–55% годовых в зависимости от эмитента облигаций.

Немаловажным фактором, повлиявшим на рост доходности субфедеральных займов в конце года, стал увеличившийся объем эмиссии облигаций. Необходимость рефинансировать облигационный долг, а также изыскать средства на расходы социального характера вынуждала региональные власти дополнительно повышать стоимость своих заимствований. В результате возросшего объема предложения новых облигаций наряду с несколько большей инертностью рынка субфедеральных займов по отношению к рынку ГКО/ОФЗ была сохранена значительная «премия» по доходности между инструментами, обращающимися на данных сегментах финансового рынка.

Состояние банковского сегмента **вексельного рынка** в декабре 1997 г., как и в предыдущем месяце, в значительной степени определялось конъюнктурой рынка ГКО/ОФЗ. В этот период большинство сделок здесь осуществлялось с «короткими» бумагами первоклассных банков, срок до погашения которых составлял один-два месяца. Уровень доходности банковских векселей в течение месяца вырос и к концу декабря равнялся в среднем 35–40% годовых.

Динамика ценовых индикаторов корпоративных векселей, за исключением обязательств ПАО «Газпром», находилась в зависимости прежде всего от конъюнктуры соответствующих товарных рынков, а также от финансового и производственного состояния конкретных эмитентов. В силу этого на данном сегменте вексельного рынка продолжали действовать основные тенденции, характерные для предшествующих периодов.

Как и прогнозировали эксперты АЛ «Веди», торговля на **рынке облигаций внутреннего валютного займа (ОВВЗ)** в последний месяц 1997 г. велась достаточно вяло, а в заключительную декаду рассматриваемого периода практически прекратилась. Основным же событием месяца, имеющим отношение к рынку внешних долговых обязательств РФ, следует признать ухудшение прогноза агентства Standard&Poor's об изменении кредитного рейтинга России с «нейтрального» на «негативный». Столь «обескураживающее» (с точки зрения традиционного оптимизма, присущего официальной точке зрения) заявление может, по мнению наблюдателей, существенно ухудшить конъюнктуру рынка «вэбовок» в 1998 г.

Ситуация на рынке ОВВЗ в январе во многом будет определяться действиями крупных западных инвестиционных фондов, а точнее, тем, в какой степени повлияло декабрьское заявление о снижении outlook РФ на инвестиционные программы данных организа-

ций в отношении российских ценных бумаг. По мнению экспертов АЛ «Веди», крупные зарубежные инвестиции в ОВВЗ (при благоприятном стечении обстоятельств) возможны не ранее конца февраля. В течение же первого месяца 1998 г. основным ценообразующим фактором в секторе валютных облигаций Минфина будет оставаться конъюнктура мировых фондовых рынков.

В последнем месяце года движущей силой на российском **фондовом рынке** по-прежнему оставался иностранный капитал, а доминирующим фактором – ситуация на мировых финансовых рынках. Стартовыми характеристиками рынка к началу декабря 1997 г. явились низкий уровень капитализации – 63–70 млрд. долл. и невысокая ликвидность фондовых активов. В динамике декабрьской конъюнктуры сохранился традиционный для российского рынка временной цикл, когда краткосрочные конъюнктурные периоды длятся на фондовом сегменте в течение 4–7 торговых сессий. Направление же общерыночного тренда в последнем месяце года приобрело повышательный характер.

В результате к 31 декабря капитализация рынка акций превысила 70 млрд. долл., а значение его качественного (ценового) индикатора соответствовало показателю, зафиксированному здесь в конце июня 1997 г. Это почти на 100% превысило величину аналогичного индикатора начала года и на 30% оказалось ниже его максимального значения (6 октября 1997 г.). Величина количественного (объемного) показателя «организованных» фондовых площадок в 1997 г. выразилась в сумме примерно 15 млрд. долл., в пять раз превысив значение аналогичного индикатора в предшествующем – 1996 г.

Ситуация на рынке акций в январе 1998 г., по мнению экспертов АЛ «Веди», будет формироваться исключительно под воздействием внешних влияющих факторов. Поскольку предпосылки к существенному улучшению конъюнктуры мировых фондовых рынков в начале года отсутствовали, динамика индикаторов отечественных фондовых инструментов, скорее всего, будет носить неустойчивый характер. Большинство участников рынка в этот период, по-видимому, будут воздерживаться от активных операций. Их внимание будет обращено главным образом на ценные бумаги категории blue chips (ПАО «ЕЭС России», АО «Мосэнерго», АО «Сургутнефтегаз», НК «ЛУКОЙЛ», АО «Ростелеком»); секторы же акций второго и третьего эшелона в предстоящем месяце будут характеризоваться низкими торговыми оборотами и высоким спредом между ценами покупки и продажи этих ценных бумаг. Максимальное изменение среднего стоимостного уровня на «организованном» рынке акций эксперты АЛ «Веди» оценивают в  $\pm 20\%$ .

# МАКРОЭКОНОМИКА

## Macroeconomic Review: The Year of 1997

For the first time since 1992 we observe the positive real GDP growth in Russia. It is expected to be between 0% and 1% in 1997 with the industrial production increase of up to 2%. But the lack of investment into the real sector of the economy could suspend future economic growth. Russian monetary policy succeeded in defeating inflation, stabilizing the ruble and increasing reserves. However Russian fiscal policy remains to be one of the country's key weaknesses. Structural issues such as an adoption of a new tax code and the bankruptcy law implementation are the Russia's biggest problems. Non-payments and the existence of pseudo-money continue to undermine ruble demand as well as confidence.

## Обзор макроэкономической ситуации в России за первые десять месяцев 1997 г.

Последствиями кризиса на мировых фондовых площадках осенью 1997 г. стали рост доходности на рынке российских госбумаг, уменьшение международных резервов Центрального банка и повышение ставки рефинансирования. Кроме того, финансовый кризис привел к существенному перераспределению плановых бюджетных расходов на 1998 г. в сторону увеличения расходов на обслуживание долга. Значительные успехи, достигнутые в денежной политике по поддержанию стабильного курса рубля и снижению уровня инфляции, не смогли заслонить глубинных проблем российской экономики, связанных с бюджетной политикой. Одним из последствий бюджетного кризиса стало снижение международным рейтинговым агентством Standard&Poors прогноза российского рейтинга со «стабильного» на «отрицательный».

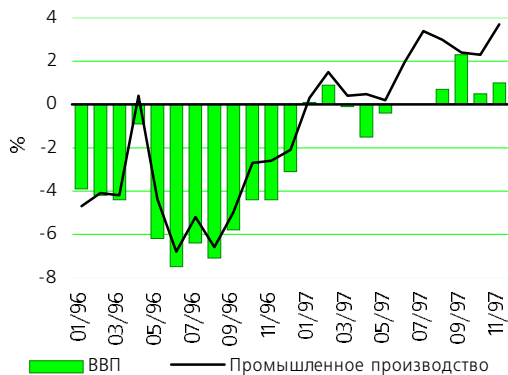
**Реальный сектор.** Объем *произведенного валового внутреннего продукта* за первые десять месяцев 1997 г. в текущих ценах составил 2173 трлн. руб. Реальный ВВП (с учетом дефлятора) в январе-октябре 1997 г. вырос на 0.3% по сравнению с аналогичным периодом 1996 г., наибольший рост ВВП наблюдался в III квартале. В целом за 1997 г. номинальный объем ВВП будет соответствовать уровню 2670 трлн. руб., а реальный рост ВВП составит за год 0.5%.

За январь-октябрь текущего года изменилась структура ВВП по сравнению с аналогичным периодом 1996 г.: доля товаров уменьшилась на 6%, значительно возросла доля чистых налогов на продукты и импорт (на 20%). Изменения в структуре ВВП наблюдались также и на протяжении 1997 г.: доля услуг упала с 50.4% в

### Основные макроэкономические показатели, в % к предыдущему аналогичному периоду

	1992 г.	1993 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	Январь-октябрь 1997 г.
ВВП	-14	-9	-13	-4	-6	0
Инвестиции в основной капитал	-18	-14	-21	-10	-18	-7
Дефицит федерального бюджета (% ВВП)	3.5	4.6	10.3	2.9	3.3	3.6
Инфляция	2510	840	220	130	21.8	9.3
Денежная база		646	189	115	21	30.1
M2	605	407	192	127	34.2	28.1

**Динамика произведенного ВВП и объема промышленного производства, % к аналогичному периоду предыдущего года**



первом полугодии до 48.6% по итогам десяти месяцев, а доля товаров возросла соответственно с 37.9 до 40.4%.

За первые десять месяцев 1997 г. **объем промышленного производства** в текущих ценах составил 1297 трлн. руб., в сопоставимых ценах данный показатель в январе-октябре 1997 г. увеличился на 1.5% по сравнению с аналогичным временным интервалом 1996 г. При сохранении сложившейся в текущем году динамики рост промышленного производства по итогам 1997 г. составит около 2.0% к предыдущему году.

Динамика производства по отраслям промышленности была достаточно неоднородной. Наибольший рост за десять месяцев был достигнут в медицинской промышленности (+15.1%), полиграфии (+3.9%), цветной металлургии (+3.8%), машиностроении (+3.0%), химии и нефтехимии (+1.9%). Спад сохраняется в промышленности строительных материалов (-5.%), электроэнергетике (-3.5%) и легкой промышленности (-3.5%).

Стабилизация объемов производства и некоторое улучшение конъюнктуры в промышленности в определенной степени были обусловлены действием макроэкономических факторов. Положительное воздействие на реальный сектор оказало значительное снижение процентных ставок на рынке ГКО/ОФЗ и, соответственно, на кредитные ресурсы в первые девять месяцев этого года. Несмотря на то что снижение процентных ставок не привело к росту инвестиций в промышленность, финансовое состояние предприятий несколько улучшилось. Увеличились оборотные средства предприятий (за первое полугодие они возросли в 1.4 раза), а предприятия с быстрым сроком оборота (два-три месяца) получили возможность брать дешевые краткосрочные кредиты, закупать материалы, выпускать и продавать продукцию. Кроме того, увеличение реальной денежной массы в условиях стабилизации привело к улучшению ситуации в сфере расчетов между предприятиями и, таким образом, к уменьшению кредитных рисков и транзакционных издержек.

**Стабилизация реального ВВП в 1997 г. может привести к росту производства в следующем году на 1.5–2% при условии, что доходность по ГКО упадет до 20%.**

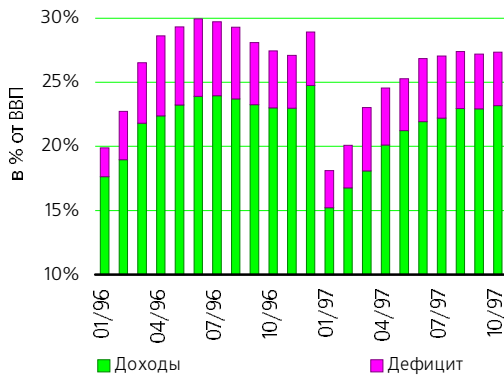
Объем **инвестиций в основной капитал** в январе-октябре этого года составил 271 трлн. руб. Продолжается их реальное падение – за первые десять месяцев они сократились на 6.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В январе-октябре 1997 г. 78.9% объема капиталовложений финансировалось за счет собственных средств предприятий и организаций, заемных, привлеченных средств, внебюджетных фондов, средств индивидуальных застройщиков. Доля бюджетных источников составила 21.1%, в том числе федерального бюджета – 9.8% (в январе-октябре 1996 г. – 21.0 и 10.1% соответственно). Производственные инвестиции определились на уровне 170.7 трлн. руб., или 63.0% от общего объема инвестиций (в январе-октябре 1996 г. – 59.5%). Инвестиции в производственное строительство сократились лишь на 1.9%.

**Исполнение бюджета.** В III квартале 1997 г. **расходы консолидированного бюджета** составили 194.9 трлн. руб. (включая зачеты).

**Динамика и структура инвестиций**



**Доходы и дефицит консолидированного бюджета (накопленным итогом)**



Доля расходов бюджета в ВВП снизилась до 27.8% по сравнению с 30.5% во II квартале. За первые девять месяцев года расходы бюджета сложились в сумме 525.8 трлн. руб., или 27.2% от ВВП, что на 3 процентных пункта ниже аналогичного показателя прошлого года (с учетом секвестра, подразумевающего сокращение расходов на 130 трлн. руб.).

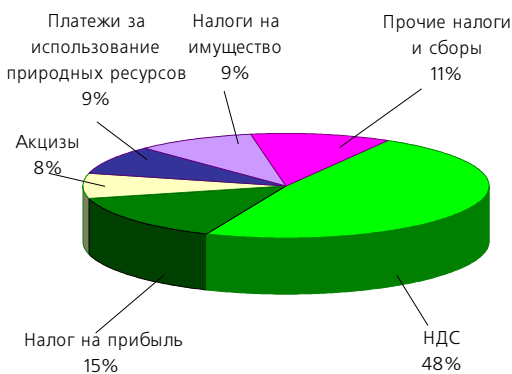
*Доходы консолидированного бюджета* снизились в III квартале до 24.7% от ВВП по сравнению с 25.6% в предыдущем квартале и составили 173.0 трлн. руб. Падение налоговых поступлений в III квартале было еще более значительным — с 22.9 до 19.4% от ВВП. Налоговые доходы снизились даже в номинальном выражении и составили 135.8 трлн руб. по сравнению с 143.5 трлн. руб. во II квартале. В целом за девять месяцев с начала года в бюджет поступило 443.2 трлн. руб. (22.9% от ВВП) доходов, из которых 373.7 трлн. руб. (19.3% от ВВП) приходится на налоговые платежи. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года это означает снижение реальных доходов более чем на 1% от ВВП.

Сокращение доходов в основном произошло за счет уменьшения федеральных доходов, что является следствием использования зачетов на местном уровне (более 60% от общих доходов на региональном уровне проходят в виде зачетов) и увеличения бюджетной задолженности.

В результате снижения расходов *дефицит консолидированного бюджета* в III квартале составил 21.8 трлн. руб. (3.1% от ВВП) - это значительно ниже показателя предыдущего квартала. В целом за девять месяцев превышение расходов над доходами оказалось равно 82.6 трлн. руб., или 4.3% от ВВП, что несколько меньше прошлогоднего показателя — 4.9% от ВВП.

В III квартале *расходы федерального бюджета* выразились в сумме 95.0 трлн. руб. (13.6% от ВВП), превысив на 14% показатель прошлого года (11.9% от ВВП). Значительные расходы как в III, так и во II кварталах были связаны с погашением прошлогодней задолженности по пенсиям и зарплате. За три квартала 1997 г. расходы без зачетов (согласно методологии Минфина РФ, расходы подразделяются на операции в рублях, операции в иностранной валюте и денежные зачеты) составили 262.3 трлн. руб., или 13.6% ВВП, и их доля в ВВП снизилась по сравнению с прошлым годом на 0.2%.

**Структура задолженности в консолидированный бюджет (на 01/11/97)**



*Кризис на финансовых рынках, начавшийся в октябре с.г., привел к повышению доходности по ГКО/ОФЗ. Таким образом, начиная с февраля 1998 г. величина обслуживания долга значительно возрастет по сравнению с процентными расходами, которые заложены в бюджете на 1998 г., что ставит под сомнение как выполнение федерального бюджета, так и достижение экономического роста в 1998 г. Обещание правительства выплатить все долги по зарплате к концу этого года также выглядят маловероятным — скорее всего, задолженность перейдет на следующий год. В связи с этим правительство разработало программу снижения бюджетных расходов за счет фактического сокращения государственного сектора, в особенности оборонного, и жесткого контроля за расходами, которой предусматривается сокращение расходов в среднем на 10%, или на 35–40 трлн. руб.*

Денежные доходы федерального бюджета (доходы без учета денежных зачетов) за III квартал 1997 г. определились в размере 76.4 трлн. руб. (10.9% от ВВП), что на 25% превышает прошлогодний показатель (8.8% от ВВП). Кроме того, было проведено денежных зачетов на сумму 9.1 трлн. руб. (из которых 6.5 трлн. руб. отнесены на прошлый год – т.е. в бюджет 1997 г. было зачтено только 2.6 трлн. руб.). Высокий уровень денежных доходов объясняется, во-первых, реализацией пакета акций АО «Связьинвест» (доходы от приватизации в III квартале составили около 7.8 трлн. руб.) и, во-вторых, перечислением 8.0 трлн. руб. в Федеральный дорожный фонд (которые с начала года удерживались территориальными дорожными фондами).

Денежные доходы по международному определению (без учета доходов от приватизации и реализации госзапасов) в III квартале составили 66.0 трлн. руб., а с начала года – 174.7 трлн. руб. Таким образом, целевой показатель наличных доходов, предусмотренный в программе МФ (191.4 трлн. руб.), достигнут не был, что явилось главной причиной приостановки выделения России очередного транша в рамках EFF.

Значительные доходы II квартала были обеспечены высоким уровнем налоговых поступлений (в том числе в результате погашения части недоимки). Увеличение доходов в III квартале произошло за счет роста неналоговых поступлений. Налоговые же платежи в течение III квартала падали даже в номинальном выражении при том, что объем ВВП возрастал. Основной причиной этого явилось увеличение возможности для (в том числе легального) ухода от уплаты налогов, что служит косвенным доказательством необходимости проведения налоговой реформы. Недоимка по налоговым платежам в федеральный бюджет в течение III квартала снова выросла – на этот раз на 7.2 трлн. руб. – и составила на начало октября 84.6 трлн. руб. Незначительное снижение недопоступлений произошло лишь по акцизам (на 0.4 трлн. руб.) и платежам за использование природных ресурсов (на 0.2 трлн. руб.), по всем остальным налогам недоимка выросла. Наибольший прирост этого показателя, как и ранее, произошел по НДС (на 5.9 трлн. руб.) – возможно, за счет отсрочки «Газпрому» – и по налогу на прибыль (1.4 трлн. руб.).

В целом за десять месяцев текущего года в федеральный бюджет было собрано 162.4 трлн. руб. налоговых поступлений без учета денежных зачетов (15.0 трлн. руб.), что составляет 7.5% от ВВП. Это лишь ненамного больше, чем за тот же период прошлого года (7.2% от ВВП). Тем самым можно констатировать, что правительству пока не удалось достичь ощутимых результатов по улучшению сбора налогов.

В течение III квартала *дефицит федерального бюджета по определению Минфина РФ* был значительно ниже показателей предыдущих кварталов и составил 19.9 трлн. руб. (2.8% от ВВП по сравнению с 4.1% на конец первого полугодия). Снижение дефицита стало возможным благодаря некоторому номинальному повышению доходов по сравнению с предыдущими кварталами при том, что расходы остались примерно на том же уровне. В целом за

десять месяцев этого года расходы превысили доходы на 77.3 трлн. руб. Это 3.6% от ВВП, или 25% от расходов, что несколько превышает установленные Законом о бюджете предельные величины (3.5% от ВВП и 18% от расходов). Вместе с тем это ниже аналогичного показателя прошлого года – 3.8% от ВВП.

В III квартале дефицит федерального бюджета *по международному определению* (на кассовой основе) снизился до 31.1 трлн. руб., или до 4.4% от ВВП, по сравнению с 7.7% в первом полугодии. Дефицит финансировался в основном за счет выпуска ГКО и ОФЗ – 26.3 трлн. руб. (включая покупку ЦБР), что составило 85% всего финансирования, из них 8.6 трлн. руб. (или одна треть от суммы выпуска) – чистое финансирование.

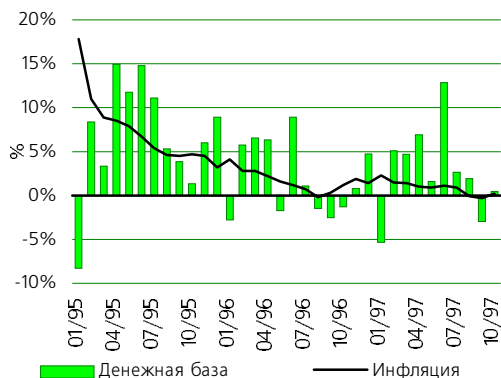
В целом за десять месяцев дефицит на кассовой основе составил 141.7 трлн. руб., или 6.5% от ВВП, из которых 20.8 трлн. руб. были направлены на погашение задолженности федерального бюджета по зарплате и пенсиям за 1996 г. Однако в течение III квартала не осуществлялись трансферты из федерального бюджета в Пенсионный фонд. Вследствие этого задолженность по зарплате и пенсиям на конец квартала составила 4.8 трлн. руб. (из них 0.6 трлн. руб. – оставшаяся задолженность по зарплате на основе обязательств), что увеличило дефицит за девять месяцев до 130.9 трлн. руб. (6.8% от ВВП). Несмотря на это, программа финансирования дефицита за девять месяцев, согласованная с МВФ, была выполнена с запасом в 5.4 трлн. руб.

*Федеральный бюджет на 1998 г., принятый пока во втором чтении, уже устарел и требует корректировки. Мировой финансовый кризис привел к повышению процентных ставок на внутреннем рынке. Это неизбежно увеличит процентные расходы на обслуживание внутреннего долга в 1998 г., что не учтено в проекте бюджета, представленном в Думу. Расходы по обслуживанию внутреннего долга оценочно возрастут на 25 трлн. руб. и составят около 100 трлн. руб. Для того чтобы не выйти за рамки установленного в бюджете уровня дефицита, правительству необходимо сократить непроцентные расходы.*

**Кредитно-денежная политика.** В 1997 г. наблюдался постоянный рост предложения денег, особенно интенсивный в первой половине года. Кроме снижения требований по обязательным резервам в мае, предложение денег в значительной степени определялось интенсивным притоком иностранного капитала в результате внешних и внутренних официальных заимствований. В целом за десять месяцев 1997 г. денежная масса увеличилась на 28.1% и на 01/10/97 составила 378 трлн. руб.

Замедление прироста денежных агрегатов во втором полугодии компенсирует их ускоренный рост в первой половине года. Однако отставание роста предложения денег от роста спроса на деньги может привести к повышению реальной процентной ставки, которое отрицательно скажется на уровне инвестиций. Превышение спроса на деньги над предложением определяется увеличением скорости обращения денежной массы. В первом полугодии наблюдалось незначительное снижение значения последнего параметра, а начиная с августа – его интенсивный рост (с 7 до 7.4 в августе и до 7.7 в сентябре).

**Динамика денежной базы и темпы инфляции, % к предыдущему месяцу**



Структура денежной базы с начала года заметно изменилась. За период с января по июль чистые международные резервы (ЧМР) постоянно росли и увеличились на 10 млрд. долл. США, а их доля в денежной базе выросла с 3 до 36%. Рост ЧМР был обусловлен притоком капитала нерезидентов на рынок ГКО/ОФЗ, активным участием иностранных инвесторов в приватизационных аукционах, выпуском еврооблигаций и получением валютных кредитов. В августе ЧМР несколько уменьшились, а на фоне отсутствия крупных валютных поступлений - в сентябре упали на 1.5 млрд. долл. США (выплаты по внешнему долгу и интервенции ЦБ). В декабре после массового ухода нерезидентов с рынка государственных долговых обязательств структура денежной базы вновь стала той же, что и год назад.

В течение первых десяти месяцев Центральный банк постоянно снижал ставку рефинансирования (с 48 до 21%). Объективно этому способствовало уменьшение инфляции и, кроме того, желание Центробанка снизить доходность по ГКО в надежде, что инвестиции в реальный сектор станут более привлекательными.

Кризис на мировых фондовых рынках, а затем и падение конъюнктуры на российском финансовом рынке вынудили Центробанк внести изменения в кредитно-денежную политику. 10 ноября ЦБР объявил о некоторых изменениях в регулировании деятельности финансового рынка и валютной политике:

- повышение ставки рефинансирования с 21 до 28%;
- увеличение резервных требований по валютным депозитам с 6 до 9%;
- установление валютного «коридора» на 1998–2000 гг. на уровне 6.2 руб./долл.  $\pm$  15% при среднегодовом уровне 6.1 руб./долл. в 1998 г.

На протяжении последних трех лет Центробанк последовательно снижал ставку рефинансирования по мере уменьшения темпов инфляции. Увеличение ставки 10 ноября явилось реакцией на уход инвесторов с рынка ГКО/ОФЗ на валютный рынок, обусловленный паникой в связи с нестабильностью на мировых финансовых рынках, и соответствующий рост цен на государственные краткосрочные обязательства.

Увеличение резервных требований по валютным депозитам было запланированным (по заявлению ЦБ) шагом в процессе сближения резервных требований по рублевым и валютным депозитам, которое должно увеличить относительную привлекательность рублевых счетов. Эта мера уменьшила прибыльность валютных депозитов для банков, следовательно, можно ожидать некоторого снижения ставок по валютным депозитам. Кроме того, повышение резервных требований уменьшит денежный мультипликатор (отношение денежной массы к денежной базе), а значит, и замедлит темпы роста денежной массы.

Расширение валютного «коридора» позволит ЦБР проводить более гибкую политику в области валютного курса. Одной из основных задач ЦБР является поддержание постоянного реального курса рубля, динамика которого существенно зависит от потоков ино-

странного капитала. Интенсивный приток капитала из-за рубежа, традиционный для стран с переходными экономиками, в условиях негибкого обменного курса может вызвать инфляционный прирост денежного предложения.

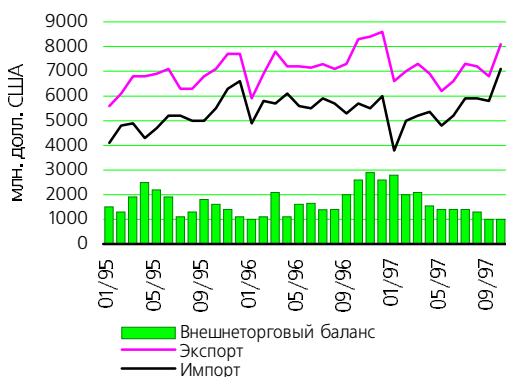
*Рост денежной базы в 1998 г. будет определяться в основном притоком или оттоком иностранного капитала. В случае притока денежная база будет расти только за счет роста ЧМР, как и в этом году, в случае оттока — за счет покупки ГКО/ОФЗ Центральным банком (не полностью компенсирующей отток капитала) и кредитования Центральным банком коммерческих банков. Скорее всего, во втором случае рост ДБ будет меньше, чем в первом. Если в первом случае приток капитала составит порядка 10 млрд. долл., или около 60 трлн. руб., чистый приток капитала (с учетом утечки частного капитала за границу) вряд ли превысит 5 млрд. долл., или около 30 трлн. руб. Предположим, что все эти средства перетекут в официальные резервы (ЧМР). Так как денежная база к концу 1997 г. составит около 160 трлн. руб., рост денежной базы будет приблизительно равен 18%. Вероятно, что в середине 1998 г. произойдет некоторое снижение обязательных резервов. Кроме того, рост ставок по банковским вкладам может привести к незначительному росту депозитов. Поэтому денежный мультипликатор скорее всего возрастет с сегодняшних 2.25 до 2.4–2.5. Следовательно, по итогам 1998 г. прирост М2 составит  $30 \cdot 2.4 = 72$  трлн. руб. или  $30 \cdot 2.5 = 75$  трлн. руб. Если к концу 1997 г. М2 окажется равна 380 трлн. руб., то процентный рост М2 будет на уровне 20%.*

По данным Госкомстата РФ, в 1997 г. темпы роста цен последовательно снижались, и инфляция потребительских цен по итогам года составит приблизительно 11% — это несколько ниже даже по сравнению с самыми оптимистичными прогнозами. С мая по август инфляция была несколько выше, чем за соответствующий период прошлого года. Это явилось реакцией как на интенсивный рост предложения денег в первом полугодии, так и на ускоренное повышение цен на жилищно-коммунальные услуги, а также следствием одномоментной выплаты задолженности по пенсиям в июне. Кроме того, исходя из динамики и изменения структуры использования денежных доходов населения в августе-сентябре, можно предположить, что рост цен отчасти был вызван повышением спроса на товары и услуги со стороны населения, связанным с объявленной 4 августа предстоящей деноминацией рубля.

*В 1998 г. правительство заложило в бюджет рост цен на 5.7%. Реально инфляция в следующем году будет на уровне 1997 г.: деноминация и общеэкономическая нестабильность приведут к 4–5%-ной инфляции уже в первом квартале 1998 г.*

**Внешнеэкономические связи.** В первой половине 1997 г. *сальдо счета текущих операций* оставалось положительным — приблизительно на уровне первой половины 1996 г. (5.0 млрд. долл.), при этом улучшение баланса по торговым операциям и туризму было скомпенсировано увеличением процентных выплат нерезидентам по ГКО/ОФЗ. Наиболее значимым отличием первого полугодия 1997 г. от того же периода прошлого года стали прекращение оттока капитала, величина которого в первой половине 1996 г. составила 6.7 млрд. долл., и приток капитала в размере 4.5 млрд.

**Консолидированный внешнеторговый баланс**



долл. в первой половине 1997 г., который был, впрочем, в основном обеспечен увеличением иностранных обязательств государственного сектора.

По итогам января-октября 1997 г. товарооборот остался практически на уровне того же периода 1996 г., составив 124.2 млрд. долл., в том числе экспорт — 70.1 млрд. долл. (55.9 млрд. долл. в страны дальнего зарубежья), импорт — 54.1 млрд. долл. (40.4 млрд. долл. из стран дальнего зарубежья). В условиях стабильного реального обменного курса и неблагоприятной ценовой конъюнктуры по основным российским экспортным товарам на мировых рынках стоимостные объемы экспорта уменьшились на 2.6% по сравнению с тем же периодом прошлого года. Стоимостные объемы импорта выросли на 4.1% по сравнению с январем-октябрем 1996 г. В связи с ростом импорта при снижающемся экспорте положительное сальдо торгового баланса уменьшилось по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составило 16.0 млрд. долл. против 19.9 млрд. долл. в январе-октябре 1996 г.

Снижение экспорта за первые десять месяцев текущего года произошло в основном за счет сокращения поставок в страны дальнего зарубежья (они снизились на 3.2% по сравнению с январем-октябрем 1996 г.). В то же время экспорт в страны СНГ в январе-октябре 1997 г. уменьшился лишь на 0.4% по сравнению с тем же периодом предыдущего года. Импорт из стран вне СНГ вырос на 9.9% за первые десять месяцев 1997 г. по сравнению с январем-октябрем 1996 г. при одновременном снижении поставок из стран СНГ на 9.4%.

В товарной структуре экспорта выросла доля топливно-энергетической продукции (48.0% в первые девять месяцев 1997 г. против 46.0% в январе-сентябре 1996 г.).

Импорт машин и оборудования за первые девять месяцев 1997 г. увеличился на 7.6% по сравнению с аналогичным периодом 1996 г. и составил 11.6 млрд. долл. (ввоз из стран дальнего зарубежья вырос на 9.6%).

Большая часть *иностранннх инвестиций* была направлена в государственные ценные бумаги. В первой половине 1997 г. иностранные финансовые обязательства государства возросли на 15.3 млрд. долл. (в 1996 г. прирост составил 6.7 млрд. долл.). Большую часть этого прироста обеспечили портфельные инвестиции (ГКО/ОФЗ, еврооблигации и ОВВЗ), которые выросли в шесть раз по сравнению с первой половиной 1996 г. и составили 12.7 млрд. долл. Существенное увеличение иностранных инвестиций в ГКО/ОФЗ через счета типа «С» стало результатом политики либерализации доступа нерезидентов на рынок ГКО/ОФЗ. Привлечение новых кредитов сократилось по сравнению с тем же периодом прошлого года с 5.7 до 3.4 млрд. долл. Чистые иностранные обязательства государства (без учета резервных активов) выросли на 13.8 млрд. долл.

# ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

## Currency Market

The extent to which the stock market crisis has been overcome, alongside with its unfavorable consequences is a negative factor, which will determine next year's developments on the currency market.

If the crisis persists or aggravates, it will once again become necessary to pursue the policy aimed at checking the outflow of foreign funds from the Russian internal market. In this case the Bank of Russia will most likely decide to allow a faster exchange-rate growth and an increase in government securities yields.

## Обзор валютного рынка

Последний месяц 1997 г. не принес неприятных сюрпризов на валютный рынок, и, после напряженных ноябрьских дней, в декабре положение здесь относительно нормализовалось.

Банк России в первые дни декабря изменил характер действий на финансовом рынке, расширив интервал дневного изменения курса доллара и допустив рост доходности гособлигаций. Напомним, что на протяжении всего ноября ЦБ РФ сдерживал темпы роста обменного курса рубля, а также поддерживал сравнительно низкую доходность ГКО/ОФЗ за счет увеличения своего портфеля гособлигаций. Отходя на время от проводимой политики, Центробанк, по-видимому, руководствовался следующей логикой.

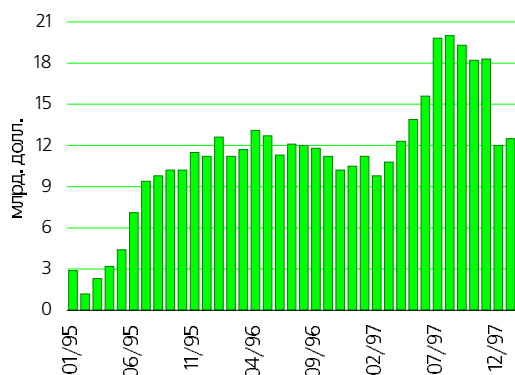
К началу кризиса валютные резервы Банка России оценивались на уровне средств нерезидентов, инвестированных на внутрисоветском рынке госдолга. Таким образом, при резком оттоке последних ЦБР был в состоянии, используя свои резервы, не допустить неконтролируемого ускорения роста обменного курса рубля и тем самым стабилизировать индикаторы валютного рынка. Однако интерес к иностранной валюте в ноябре проявляли не только внешние инвесторы: вывод «внешних» средств по официальной схеме, по оценкам экспертов АЛ «Веди», составил порядка 2–3 млрд. долл. против 6–7 млрд. долл. уменьшения валютных резервов ЦБР; это свидетельствовало о значительных объемах валюты, приобретаемых не только нерезидентами (минуя счета типа «С»), но и российскими субъектами финансового рынка. Сохранение подобной тенденции в декабре могло спровоцировать усиление в России валютного кризиса, особенно

## Параметры обменного курса рубля к доллару США

	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97
Средневзвешенный курс ММВБ, руб./USD	5765.6	5786.9	5820.7	5852.5	5881.0	5912.5	5942.1
Курс ММВБ на конец месяца, руб./USD	5766	5809	5840	5863.5	5900	5926	5974
Изменение биржевого курса за месяц, %	-0.02	0.75	0.53	0.40	0.62	0.44	0.81
Официальный курс, руб./USD	5782	5800	5830	5861	5887	5919	5960
Изменение официального курса за месяц, %	0.16	0.31	0.52	0.53	0.44	0.54	0.69
Реальное укрепление рубля за месяц*, %	0.94	0.59	-0.61	-0.83	-0.24	0.06	0.31
Реальное укрепление рубля, накопленное с начала года, %	4.31	4.93	4.28	3.42	3.17	3.23	3.54

\* – Без учета инфляции в США, рассчитывается исходя из курса ЦБ

## Динамика валютных резервов ЦБР (на начало месяца)



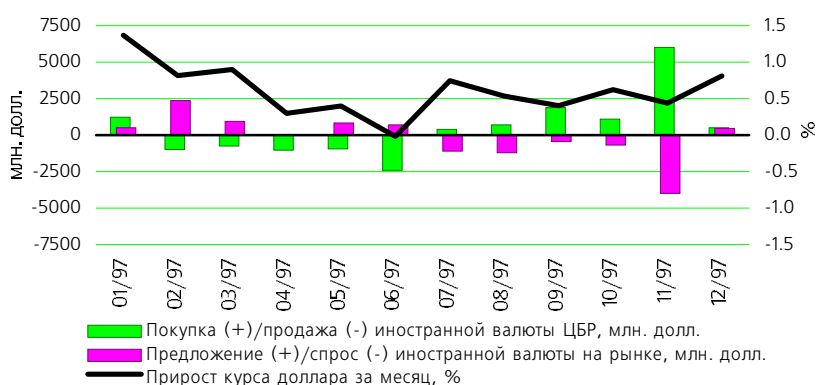
на фоне нестабильности на фондовых площадках других стран. Допустив в этих условиях некоторое ускорение роста обменного курса рубля при одновременном повышении доходности на рынке ГКО/ОФЗ, Банк России, следовательно, пытался предотвратить еще большее осложнение финансовой ситуации. Рынок отреагировал на изменение политики Центробанка резким скачком курса доллара - 1 декабря он повышался до 5960–5970 руб./долл. (+0.4–+0.6%).

Тем не менее расширение границ дневного «коридора» не привело в декабре к длительной повышательной тенденции. Спрос на иностранную валюту снизился в этот период по нескольким причинам. Во-первых, дефицит денежных ресурсов (вследствие активной политики ЦБР на депозитном межбанковском рынке) при повышении привлекательности рублевых финансовых инструментов усилил продажу иностранной валюты резидентами. Во-вторых, стабилизация, пусть и ненадолго возникшая, на большинстве мировых фондовых площадок привлекла внимание внешних инвесторов, особенно спекулятивно настроенных, к внутрироссийскому рынку госбумаг - доходность операций на нем соответствовала возросшему уровню риска. В-третьих, активным валютнообменным операциям не благоприятствовало сохранение низкой банковской ликвидности, и это также снижало привлекательность валюты как финансового инструмента. В-четвертых, конец года, как правило, характеризуется ростом продажи валютной выручки экспортерами. Как видно, все вышеперечисленные обстоятельства способствовали стабилизации валютного рынка, снижая спрос на доллары США.

В декабре, кроме того, по-прежнему сохранялся повышенный интерес к биржевым торгам. Оборот ММВБ за истекший месяц достиг рекордной за последнее время отметки - почти 2 млрд. долл. (более значительный биржевой объем торгов был зафиксирован лишь в июне 1995 г., тогда он составил 3.8 млрд. долл.).

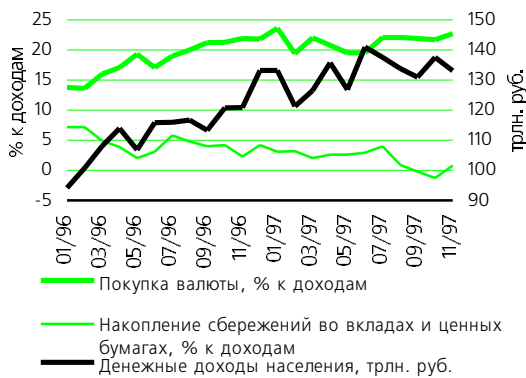
Следуя сложившейся традиции, подведем итоги минувшего года и определим, прежде всего, источники формирования спроса и предложения на валютном рынке в 1997 г.

## Операции с иностранной валютой



Источник: АЛ «Веди»

**Использование населением денежных доходов**



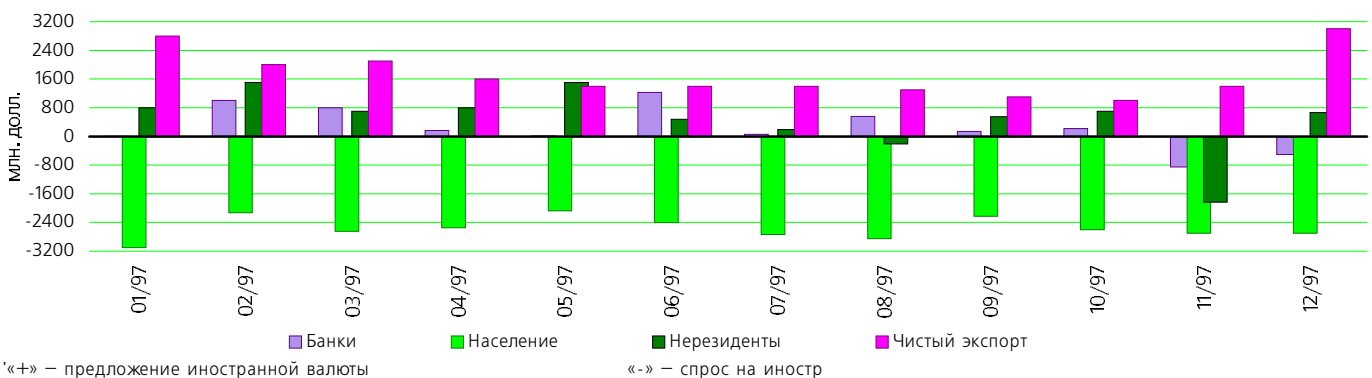
Ситуация на валютном рынке в истекшем году складывалась под влиянием средств определенных групп - участников финансового рынка и специфики их деятельности (оговоримся при этом, что представленная ниже классификация достаточно условна и основывается на оценках экспертов АЛ «Веди»). Итак, назовем основные источники формирования предложения и спроса на иностранную валюту в 1997 г.:

- валютообменные операции, совершаемые населением;
- внешнеэкономическая деятельность российских предприятий;
- участие на рынке ГКО/ОФЗ внешних инвесторов;
- изменение структуры банковских портфелей, а также активизация финансовых операций на внешнем рынке российских предприятий.

*Интенсивная покупка иностранной валюты физическими лицами* в условиях предстоящей деноминации была предсказуема, тем не менее, согласно официальной статистике, в течение некоторого времени здесь наблюдался обратный процесс. Данное несоответствие было связано с принятием в июле с.г. закона о введении 0.5%-ного налога на покупку наличной иностранной валюты, который повлек за собой, с целью ухода от налога, использование операторами наличного сегмента различных схем, из которых наиболее распространенной была следующая. Физическое лицо открывает в уполномоченном банке одновременно два счета - рублевый и валютный; принимаемые рублевые средства сразу же конвертируются в иностранную валюту, зачисляются на текущий валютный счет, а затем снимаются клиентом. Отнесение же операций такого рода Госкомстатом в конце года к покупке долларов США через обменные пункты привело к корректировке официальных данных начиная с августа; в результате население увеличило в истекшем году покупку иностранной валюты и на ее приобретение в среднем тратило около 21.5% получаемых доходов (для сравнения: в 1996 г. - около 18.4%).

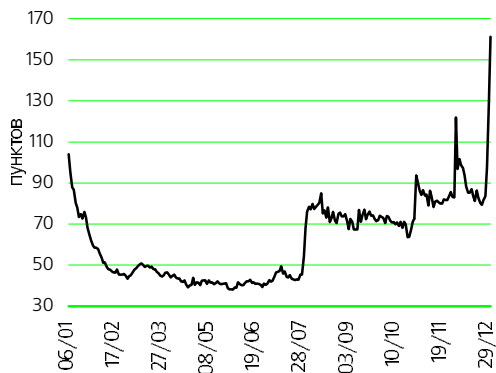
*Положительное сальдо торгового баланса*, фиксировавшееся в течение года, напротив, обеспечивало основной объем предложе-

**Предложение и спрос на иностранную валюту со стороны субъектов финансового рынка**



Источник: АЛ «Веди»

## Спрэд между средними курсами продажи и покупки наличной валюты в коммерческих банках (по г. Москве) в 1997 г.



ния иностранной валюты на внутреннем рынке. В то же время тенденция к снижению чистого экспорта, отмечавшаяся в последние месяцы (например, за 11 месяцев истекшего года сальдо внешнеторгового баланса сократилось относительно 1996 г. на 26%), - создала предпосылки для ускорения роста обменного курса рубля.

Покупка иностранной валюты населением (спрос) и внешнеторговые операции (предложение) традиционно являются основными источниками формирования спроса и предложения долларов США. Но в последнее время все большее влияние на динамику обменного курса рубля оказывают и другие факторы: активизация деятельности на внутрироссийском рынке нерезидентов, а также финансовые операции отечественных банков и предприятий.

Значительное давление на валютный рынок в 1997 г. оказали **средства внешних инвесторов**. Либерализация условий допуска нерезидентов на внутренний рынок предопределила усиление притока в Россию «внешних» средств, особенно в первом полугодии прошедшего года. В соответствии с этим в данный период отмечались замедление темпов роста обменного курса рубля и увеличение валютных резервов Центрального банка (за первые шесть месяцев - почти на 80%). Мировой фондовый кризис, скорее всего, не оказал бы такого сильного влияния на российскую финансовую сферу, если бы не интеграция РФ в «мировое финансовое сообщество» - в последние месяцы прошедшего года именно средства нерезидентов явились основной причиной и катализатором небывалого роста спроса на иностранную валюту. Последствиями массового вывода средств с рынка внутреннего госдолга с последующей их конвертацией стало снижение валютных резервов Банка России до уровня начала года.

Рост привлекательности на протяжении уже нескольких лет рублевых инвестиций сопровождался **реструктуризацией банковских портфелей** российских кредитных учреждений; и в течение практически всего минувшего года увеличение валютных обязательств коммерческих банков происходило на фоне более низких темпов роста их валютных активов. Т.е. привлекаемые средства в иностранной валюте российские банки конвертировали и инвестировали в рублевые инструменты. Подобная стратегия, обеспечивая дополнительное предложение иностранной валюты на рынке, соответственно сопровождалась замедлением темпов роста обменного курса рубля. Наиболее активная продажа иностранной валюты национальными банками фиксировалась в феврале-марте и в июне 1997 г. Напротив, из-за кризисной ситуации, сложившейся на российском финансовом рынке в конце года, интерес кредитных организаций к валютным активам повысился, и за два последних месяца отечественные банки, по оценкам экспертов АЛ «Веди», приобрели иностранных активов на сумму более 1-1.5 млрд. долл.

**Финансовые операции российских предприятий на внешнем рынке** в истекшем году, безусловно, также оказывали определенное влияние на динамику обменного курса рубля. Размещение корпоративных еврооблигаций и ADR российских эмитентов на международных фондовых площадках, конвертация полученных

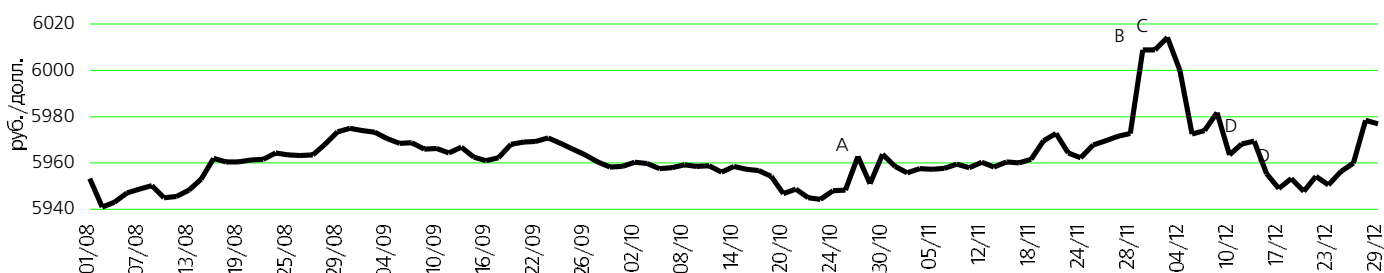
из-за рубежа кредитов обеспечивали приток в страну дополнительных валютных средств в течение всего года. Особенно заметным данный процесс был весной-летом 1997 г.

Названные разнонаправленные тенденции привели, наряду со стабилизирующими интервенциями Банка России, к незначительному росту обменного курса рубля - за истекший год доллар США подорожал всего на 7.6%.

Что касается прогнозов участников срочного валютного рынка относительно будущей динамики обменного курса, то и они демонстрировали уверенность в сохранении устойчивой курсовой динамики. На эти настроения указывало то обстоятельство, что прогнозируемый обменный курс рубля ни разу, даже в кризисный период, не выходил за рамки объявленного на 1997 г. валютного «коридора». В то же время динамика данного показателя позволяет судить об изменениях в ожиданиях участников финансового рынка. Так, к началу второго полугодия прогнозное значение обменного курса рубля на 1 января 1998 г. установилось в пределах 5950–5970 руб./долл. и держалось на этом уровне, невзирая на различные, в том числе неблагоприятные, события, происходившие в политической и экономической жизни страны и за ее пределами. И даже в кризисный период операторы рынка придерживались мнения, что Банк России в состоянии поддерживать низкие темпы изменения обменного курса рубля.

Достаточно резкая смена настроений операторов срочного рынка произошла в начале декабря, когда Центробанк принял решение об ослаблении контроля над финансовой ситуацией и повторно (как и в первый день кризиса) расширил интервал дневного изменения курса доллара почти до 1.5%, т.е. до максимально установленной величины. Прогноз курса доллара на 1 января 1998 г. сразу же был пересмотрен и установился на уровне примерно 6010 руб./долл. Лишь достижение относительного спокойствия на российском финансовом рынке в последующем, некоторая «перезакупленность» валютных ресурсов и частичный возврат средств нерезидентов и российских операторов на рынок ГКО/ОФЗ позволили скорректировать ожидания участников рынка до прежних пределов.

**Изменение прогнозных значений обменного курса рубля на 01/01/98 во втором полугодии 1997 г.**



- А – начало мирового фондового кризиса;
- В – увеличение верхней границы ежедневно устанавливаемого ЦБР «коридора» на 0.6%;
- С – рост доходности на рынке ГКО/ОФЗ до 40–45% годовых;
- Д – частичный возврат на внутрироссийский рынок средств внешних инвесторов

Источник: АЛ «Веди». Построен на основе ежедневных изменений прогноза курса доллара на 1 января 1998 г. участников срочного рынка

## Прогноз

Конъюнктура валютного рынка в 1998 г. будет определяться главным образом объемом внешних инвестиций, поступающих на внутрироссийский рынок. Вместе с тем на соотношение спроса и предложения на иностранную валюту будут оказывать влияние и другие факторы. Так, уменьшение предложения валютных средств и увеличение спроса на них возможны в случаях:

- сокращения объема чистого экспорта - как из-за укрепления реального курса рубля, так и вследствие изменения уровня мировых цен;
- дальнейшего вывода средств нерезидентов с внутрироссийского рынка;
- сохранения высокого интереса к валютным сбережениям со стороны населения.

Стабилизирующее влияние на валютный рынок в предстоящем году смогут оказать перечисленные ниже обстоятельства:

- Избыточность валютных ресурсов у российских субъектов финансового рынка (как банков, так и предприятий). Активизация продажи долларов США, в то же время, возможна лишь при нормализации обстановки на фондовом рынке.
- Усиление привлекательности российских ценных бумаг для внешних инвесторов. Подобная тенденция, наиболее вероятная в первом полугодии 1998 г., возможна, однако, лишь при отсутствии негативных сигналов с других рынков категории emerging markets.

Исходя из всего сказанного, можно заключить, что, при условии преодоления финансового кризиса, наиболее нестабильным периодом на валютном рынке будет январь. В течение последующих нескольких месяцев следует ожидать падения интереса к иностранной валюте - в это время на рынке весьма вероятны крайне низкие темпы роста обменного курса либо даже понижающийся тренд.

Сохранение и углубление кризисной ситуации, напротив, предопределяет необходимость проведения политики, направленной на уменьшение оттока «внешних» средств с внутрироссийского рынка. В этом случае Банк России, скорее всего, вновь примет решение о некотором ускорении темпов роста обменного курса рубля и повышении доходности гособлигаций.

# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

## GKO/OFZ Market

Throughout 1997 the situation in the GKO/OFZ market was dominated by two main factors: non-residents' operations and the Finance Ministry's need of borrowed funds. A drop in rates on the bonded debt in the year's first half was mainly due to government securities purchases by foreign investors. At the end of the autumn, when the world financial crisis provoked an outflow of the foreign capital from Russia's internal debt market government securities yields rose back to the beginning-of-the-year levels. If in 1998 the market continues to depend upon non-residents' behavior and if the latter do not resume GKO purchases, the Ministry of Finance will be faced with additional problems when refinancing the debt.

## Рынок ГКО/ОФЗ

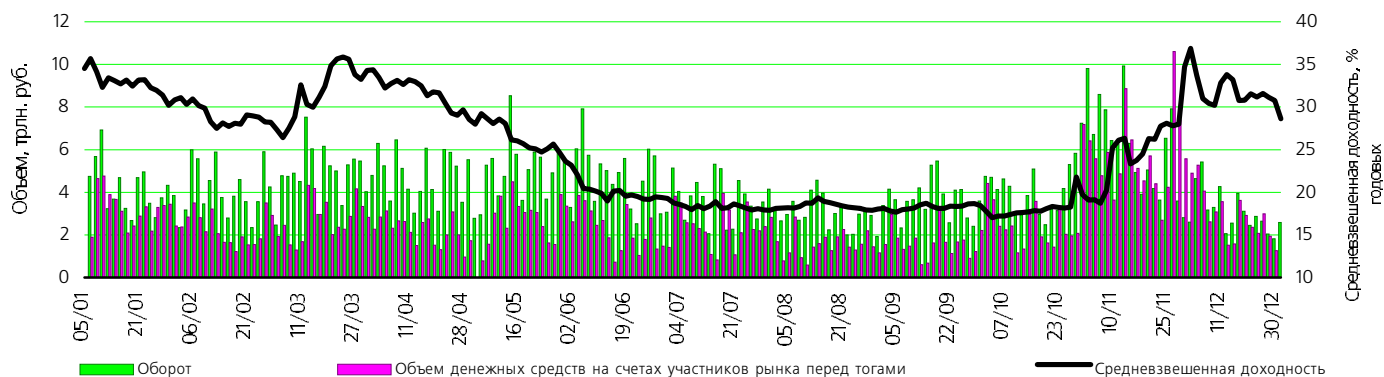
### Основные итоги развития рынка в 1997 г.

Прошедший 1997 г. стал важным этапом развития рынка гособлигаций. Впервые за годы экономических реформ монетарным властям удалось снизить и в течение довольно продолжительного периода времени удерживать процентные ставки по внутренним займам на качественно новом уровне, и тем самым добиться стабилизации ключевого сегмента финансовой системы страны. Можно предположить, что если бы не международный фондовый кризис, потрясший в конце года многие биржевые площадки, то на отечественном рынке гособлигаций не произошло бы столь резкого падения котировок ценных бумаг и к началу 1998 г. эмитент смог бы приблизить доходность ГКО к планировавшемуся ранее значению.

В 1997 г. ситуация на рынке ГКО/ОФЗ определялась двумя основными факторами:

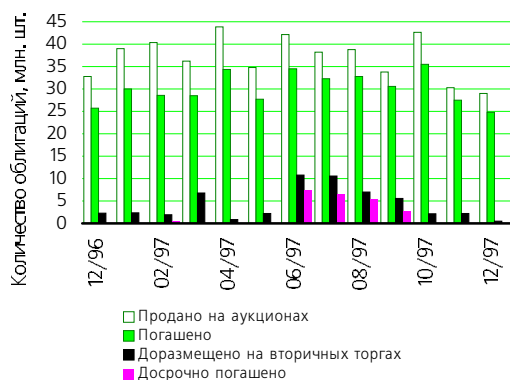
- притоком и оттоком средств нерезидентов, вложения которых в госбумаги в первом полугодии возросли с 17 до 31% от общего количества выпущенных облигаций, а в конце осени снизились до 26%;
- потребностью Минфина в заемных средствах, которая обуславливалась сложностями с исполнением бюджета, а также альтернативными возможностями по привлечению кредитов, в особенности из внешних источников.

**Оборот, средневзвешенная доходность ГКО и объем денежных средств, зарезервированных участниками рынка, на вторичных торгах в 1997 г.**

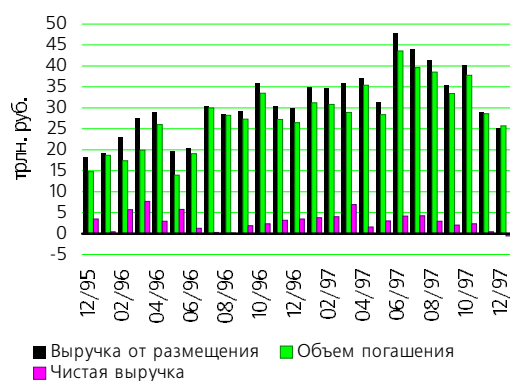


# РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

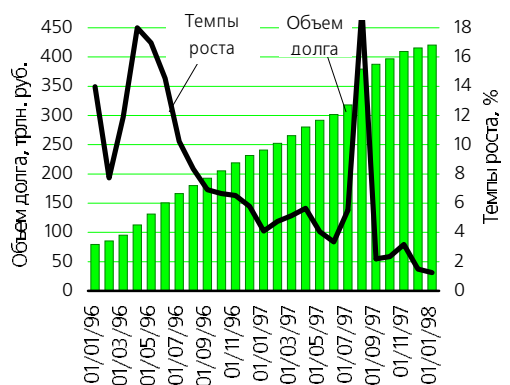
## Показатели эмиссии ГКО/ОФЗ



## Показатели развития рынка ГКО/ОФЗ



## Объем облигационного долга и месячные темпы его роста



Исходя из этого истекший год можно разделить на несколько периодов. По традиции **в январе-феврале** для эмитента сложилась весьма благоприятная ситуация - несмотря на определенные затруднения, связанные со вступлением в силу нового порядка налогообложения доходов по ГКО и ОФЗ, высокий спрос на госбумаги позволил Минфину почти на треть снизить ставки по гособлигациям. Именно с конца февраля инвесторам стали предлагаться долгое время отсутствовавшие на рынке дисконтные облигации со сроком обращения в 12 месяцев.

Однако затем, **в марте**, обострение бюджетных проблем, связанных с неудовлетворительной собираемостью налогов и растущей задолженностью по социальным выплатам, заставило правительство расширить масштаб заимствований на рынке внутреннего долга. Дополнительными факторами, дестабилизировавшими обстановку на торгах по ГКО в начале весны, стали неожиданная реорганизация правительства и официальное признание невозможности исполнения утвержденного бюджета на 1997 г. В этот сложный период Минфину пришлось резко увеличить объемы доразмещений госбумаг на вторичном рынке и смириться с неизбежным в такой ситуации ростом процентных ставок - к концу марта доходность ГКО поднялась до уровня начала года.

Следующий этап развития рынка ГКО/ОФЗ в 1997 г., календарно совпавший со **вторым кварталом**, можно назвать переломным. В апреле-июне ставки по госбумагам постоянно снижались и к началу второго полугодия вышли на качественно новый уровень 19% годовых. Стабилизация обстановки на бирже объяснялась двумя причинами - возросшим спросом на гособлигации, предъявленным нерезидентами, и заметным урезанием объемов средств, привлеченных эмитентом в бюджет. Только в апреле, на который приходился локальный пик погашений, иностранные инвесторы направили на покупку рублевых госбумаг около 2 млрд. долл., чем существенно облегчили Минфину задачу рефинансирования предыдущих займов. Повышению привлекательности ГКО для нерезидентов способствовал анонсированный Центробанком поэтапный план постепенной либерализации процедуры вывода иностранного капитала с данного рынка с тем, чтобы с 1998 г. все существующие здесь ограничения были полностью сняты.

Период **с июля по октябрь** на рынке госбумаг отличался устойчивым и равномерным ростом цен облигаций и незначительными колебаниями доходности ГКО в весьма узком интервале 17-20% годовых. Как и следовало ожидать, Минфин активно использовал сложившиеся благоприятные условия для проведения реструктуризации долга по ГКО/ОФЗ и удлинения сроков заимствований. Почти каждую неделю эмитент размещал очередной годовой выпуск ГКО, кроме того, в эти месяцы была проведена реформа рынка ОФЗ-ПК - добровольный обмен не подпадающих под налогообложение облигаций на новые ОФЗ с более длинным периодом обращения. Характерной особенностью этого периода стало появление на рынке многолетних ОФЗ-ПД - ценных бумаг с фиксированным купонным доходом. Эмитент предложил инвесторам достаточно широкий спектр этих облигаций, как по уровню процентных ставок, так и по периодичности купонных выплат, и к середине осени они стали пользоваться заметной популярностью у участников рынка.

Однако те, кто приобрел ОФЗ-ПД в октябре, вскоре были сильно разочарованы – кризис на мировых фондовых биржах в *ноябре-декабре* спровоцировал масштабные продажи госбумаг и отток иностранного капитала с рынка внутреннего долга, в результате по уровню процентных ставок облигационная система финансирования бюджетного дефицита оказалась отброшенной почти на год назад. На первом этапе кризиса, в ноябре, монетарные власти всячески пытались сохранить контроль над рынком ГКО/ОФЗ, и основная нагрузка при этом легла на Центробанк, который в конце осени выкупил облигаций на сумму 16.4 трлн. руб., увеличив свой портфель на 25%. В начале декабря позиция Банка России была пересмотрена, и поддержка им котировок госбумаг приостановлена с тем, чтобы возобновить действие рыночных механизмов определения стоимости внутренних заимствований: участники торгов должны были сами найти приемлемый для себя уровень цен и доходностей гособлигаций. Данные меры оказались довольно продуктивными – в последнем месяце года падение котировок и рост ставок по ГКО прекратились и на рынке даже появились новые средства нерезидентов.

В качестве основных итогов развития рынка ГКО/ОФЗ в 1997 г. можно выделить следующие:

- Номинальный объем облигационного долга по ГКО/ОФЗ за прошедший год увеличился на 66% и достиг 385 трлн. руб.; таким образом, в очередной раз было зафиксировано значительное снижение темпов роста объема долга (в 1996 г. он вырос на 204%, в 1995 г. – на 630%).
- В течение года Минфин последовательно проводил политику реструктуризации облигационных займов, эмитент перешел к выпуску преимущественно годовых ГКО и многолетних ОФЗ-ПД и заместил часть долга, выраженного в дисконтных облигациях, на купонные.
- Центробанк реализовал в 1997 г. программу постепенной либерализации порядка проведения операций нерезидентами на рынке внутреннего долга, и с 1 января 1998 г. все ограничения

**Основные показатели рынка ГКО/ОФЗ, трлн. руб.**

	1995 г.	1996 г.	1997 г.
Прирост номинального объема долга, %	630	204	66
Номинальный объем долга (на конец периода)	76.559	232.528	384.876
ГКО	65.759	199.002	272.613
ОФЗ	10.800	33.526	112.263
Объем привлеченных средств	120.458	322.823	436.862
ГКО	109.490	288.195	359.911
ОФЗ	10.968	34.627	76.951
Объем погашения	95.578	287.663	401.920
ГКО	93.551	258.174	354.331
ОФЗ	2.026	29.489	47.589
Чистая выручка	24.881	35.159	34.941
ГКО	15.939	30.021	5.580
ОФЗ	8.942	5.138	29.362

на пути вывода из страны иностранного капитала, размещаемого в гособлигациях, сняты, а за Банком России остался только контроль за объемом портфеля нерезидентов.

- В истекшем году для финансирования бюджетного дефицита за счет эмиссии гособлигаций было привлечено 34.9 трлн. руб. - немногим менее 35.2 трлн. руб., собранных на внутреннем рынке в 1996 г.
- Центробанк активно развивал систему рефинансирования коммерческих банков, используя ломбардное кредитование и совершенствуя механизм операций репо. Осенью банки получили новые возможности получения краткосрочных кредитных средств по рыночным ставкам на аукционах репо.
- Был изменен порядок налогообложения доходов по государственным ценным бумагам, в связи с этим Минфин провел добровольный обмен многолетних ОФЗ-ПК, а неналоговые ГКО естественным образом вышли из обращения.

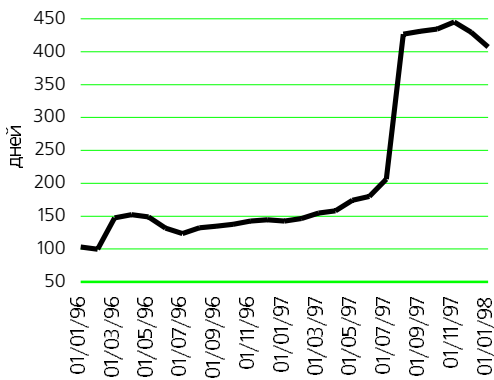
В 1997 г., так же как и в 1996 г., было отмечено значительное отклонение итоговых показателей чистой выручки и роста объема облигационного долга от значений, утвержденных Законом о бюджете. Если первоначальный план по объему финансирования бюджетного дефицита за счет выпуска ГКО/ОФЗ равнялся 45.7 трлн. руб. и был существенно невыполнен, то после проведенного секвестирования данная статья сократилась до 27.9 трлн. руб. и была перевыполнена более чем на четверть. Долг по ГКО, указанный в бюджете на 1 января 1998 г. в размере 224 трлн. руб., был превышен на 22%, в то же время долг по ОФЗ-ПК, который должен был составить 72 трлн. руб., оказался на треть меньше. В истекшем году также сохранилась тенденция снижения эффективности привлечения средств с внутреннего рынка - менее 8% из привлеченных в 1997 г. денег было направлено на финансирование бюджетного дефицита (в 1996 г. - 11%, в 1995 г. - 21%).

Среди статистических итогов 1997 г. можно выделить 200 проведенных биржевых сессий по ГКО/ОФЗ при суммарном обороте торгов в 856 трлн. руб. (на 30% больше, чем в 1996 г.), 72 первичных аукциона по размещению новых выпусков госбумаг и 30 - по дополнительным траншам уже эмитированных ранее облигаций. Если в начале года в обращении находилось 37 серий ГКО и ОФЗ, то к концу их число увеличилось до 64. Погасив в течение года 53 выпуска госбумаг, Минфин заплатил в виде дисконтной разницы по ГКО, а также купонных выплат по ОФЗ более 85 трлн. руб. (91 трлн. руб. в 1996 г.). Средний объем выпуска ГКО в 1997 г. не изменился, по-прежнему равнясь 7 трлн. руб.

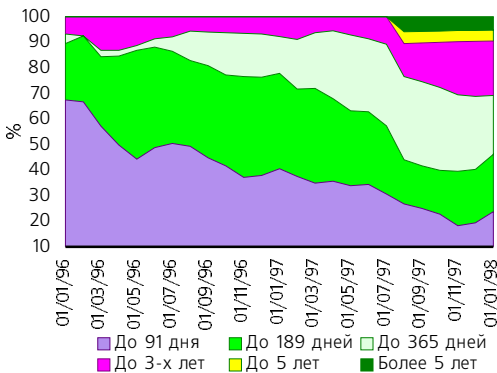
### **Рынок в декабре 1997 г.**

После резкого падения котировок гособлигаций в начале декабря, составившего у самых «длинных» выпусков до 10 процентных пунктов и объяснявшегося отказом Центробанка от поддержки рынка наряду с возобновлением нерезидентами продаж ценных бумаг, ставки по ГКО достигли максимального в 1997 г. значения 36—42% годовых. Однако уже после первого декабрьского аукциона, на котором не было попыток искусственно сдерживать

**Средний срок облигационного долга**



**Структура облигационного долга в зависимости от срока до погашения**



рост доходности ГКО, а эмитент предоставил дилерам возможность получить значительную «премию», приобретая облигации по более низкой цене, обстановка на торгах заметно переменилась. Увеличившаяся доходность госбумаг стала весьма привлекательной для участников рынка; кроме того, основная волна масштабных продаж облигаций иностранными инвесторами к этому времени уже иссякла, и, следуя за повысившимся спросом на ГКО, их цены стали расти. В итоге к концу первой недели декабря показатель средневзвешенной доходности ГКО к погашению снизился до 31% годовых, а котировки большинства облигаций вернулись к уровню, зафиксированному на последних торгах ноября.

Несмотря на то что в последующие недели на бирже наблюдались заметные колебания цен и доходностей гособлигаций, в целом было уже ясно, что ситуация на рынке постепенно нормализуется. С приближением к новогодним праздникам активность участников рынка несколько снизилась, в то же время настроения многих инвесторов приобрели специфический для конца года характер. Необходимость закрытия годовых балансов, а также желание надежно разместить имеющиеся свободные средства на период рождественских каникул в самую последнюю неделю декабря заметно подтолкнули котировки облигаций вверх, так что ставки по полугодовым бумагам опустились ниже уровня 28% годовых. Ускорение роста цен ГКО в последние дни уходящего года стало уже своеобразной традицией рынка гособлигаций.

Одним из немаловажных обстоятельств, способствовавших стабилизации в конце года рынка внутреннего долга, стал полный отказ эмитента от привлечения дополнительных средств в бюджет. Более того, часть погашений госбумаг в истекшем месяце была проведена из средств казначейства, и итоговая чистая выручка Минфина в декабре оказалась отрицательной - 595 млрд. руб. Аналогичного случая не было зафиксировано за всю историю рынка гособлигаций. Кроме того, впервые за последние полгода доход эмитента от размещения ГКО был положительным, и при этом получен в основном благодаря доразмещениям. Как видно из таблицы, в декабре Минфину пришлось целиком приостановить эмиссию ОФЗ и ограничиться лишь выплатой купонного дохода почти в 1 трлн. руб.

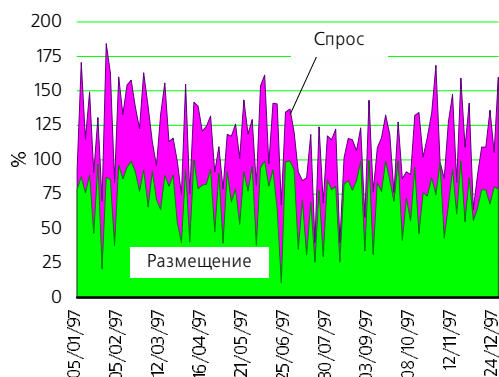
**Структура месячной эмиссии ГКО и ОФЗ (декабрь 1997 г.)**

	млн. облигаций			трлн. руб.		
	ГКО	ОФЗ	Всего	ГКО	ОФЗ	Всего
Месячная эмиссия — всего	29.438		29.438	25.148		25.148
в том числе:						
Первичная	28.974		28.974	24.692		24.692
Вторичная (доразмещение)	0.464		0.464	0.456*		0.456
Погашение — всего	24.795		24.795	24.795	0.948	25.743
в том числе:						
В срок	24.795		24.795	24.795	0.948**	25.743
Досрочное						
Чистая выручка				0.353	-0.948	-0.595

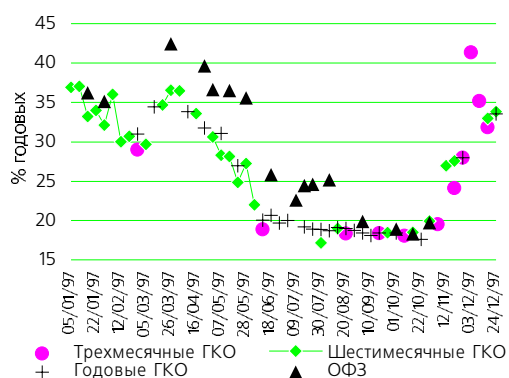
\* — Оценка по средневзвешенной цене на день торгов  
 \*\* — Купонные выплаты по ОФЗ

## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

### Спрос и размещение ГКО/ОФЗ на аукционах, в % к заявленному объему эмиссии



### Средневзвешенная доходность ГКО и ОФЗ при первичном размещении



Тем не менее, несмотря на полученную отрицательную чистую выручку, объем облигационного долга в декабре продолжал расти. Увеличившись за месяц на 1.25%, к 1 января 1998 г. он достиг 421 трлн. руб. и включал 273 трлн. руб. долга по ГКО (65%), не изменившиеся за рассматриваемый период 48 трлн. руб. обязательств по ОФЗ-ПК (11%) и 65 трлн. руб. по ОФЗ-ПД (15%), а также оставшиеся 35 трлн. руб. (9%), которые приходились на предстоящие купонные выплаты.

Поскольку ценные бумаги, размещенные в декабре, почти на 2/3 состояли из выпусков, погашаемых менее чем через полгода, по итогам месяца были зафиксированы заметные сдвиги во временной структуре облигационного долга. Так, на 1 января 1998 г. средний срок до погашения, рассчитанный по графику всех предстоящих выплат, включая известные купоны ОФЗ, уменьшился с 430 до 407 дней. За это же время дюрация ГКО сократилась до 147 дней, вернувшись к значению начала лета 1997 г. В наибольшей степени - с 40 до 46% - возросла доля погашений, приходящихся на ближайшие шесть месяцев. Почти четверть от существующего объема долга Минфину предстоит выплатить в течение 91 дня.

На *декабрьских аукционах* эмитент разместил три новые серии ГКО со сроками обращения в 3, 10 и 12 месяцев, а также четыре дополнительных транша выпущенных ранее облигаций. Самым непростым для Минфина оказался первый аукцион, так как значительная доля средств нерезидентов в погашаемом в тот же день выпуске не планировалась к реинвестированию. Поэтому, хотя инвесторам была предложена только одна достаточно «короткая» серия ГКО, спрос на нее не достиг и 2/3 от заявленного объема эмиссии. При весьма незначительном количестве неконкурентных заявок Минфину пришлось пойти на повышение доходности размещаемых облигаций до 45% годовых и, отвергнув более агрессивные предложения дилеров, погасить 1 млн. облигаций за счет бюджетных средств.

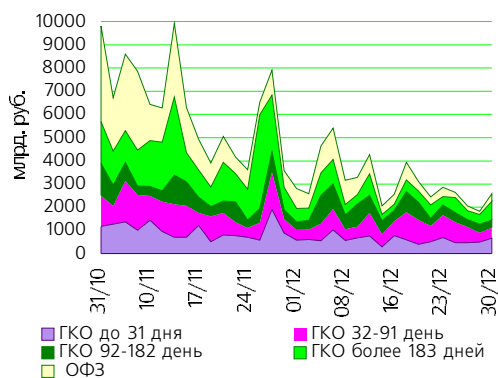
На остальных аукционах спрос на госбумаги был заметно выше, ставки по ГКО не превышали 36% годовых и средств, вырученных от продажи облигаций, было достаточно для покрытия расходов по погашению.

*Вторичные торги* по ГКО/ОФЗ в декабре отличались резким сокращением объемов операций на бирже. Если в отдельные дни ноября участники рынка совершали сделки с госбумагами почти на 10 трлн. руб., то в начале зимы оборот торгов не превышал 5.4

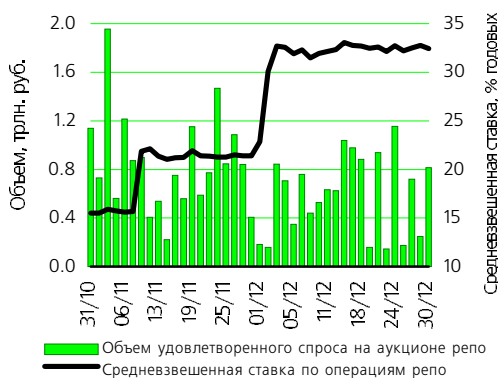
### Результаты аукционов по ГКО/ОФЗ (декабрь 1997 г.)

N выпуска	Дата		Объем выпуска, трлн. руб.	Выручка, трлн. руб.	Цена продаж, % от номинала		Доходность к погашению, % годовых	
	аукциона	погашения			минимальная (цена отсечения)	средневзвешенная	по цене отсечения	по средневзвешенной цене
21103	03/12/97	11/03/98	9	4.517	89.22	90.01	45.00	41.34
21093(2)	10/12/97	25/03/98	6	3.533	90.67	90.81	35.77	35.18
21100(2)	10/12/97	13/05/98	5.5	3.761	87.14	87.48	34.98	33.92
21104	17/12/97	07/10/98	6	3.703	78.27	79.01	34.47	32.98
21103(2)	17/12/97	11/03/98	4	2.532	92.43	93.17	35.59	31.85
21105	24/12/97	23/12/98	6.5	3.903	74.47	74.93	34.38	33.55
21101(2)	24/12/97	03/06/98	4	2.743	86.86	87.01	34.30	33.85

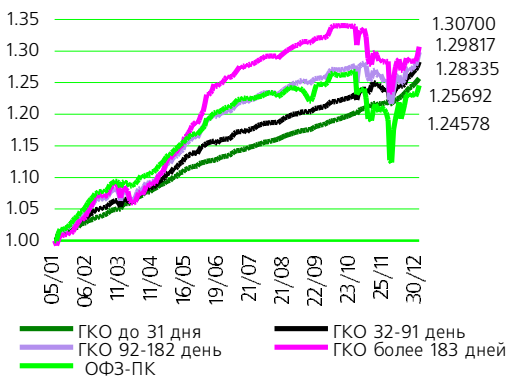
**Объемы торгов по ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ в 1997 г.**



**Результаты аукционов репо в 1997 г.**



**Индексы цен ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ в 1997 г.**



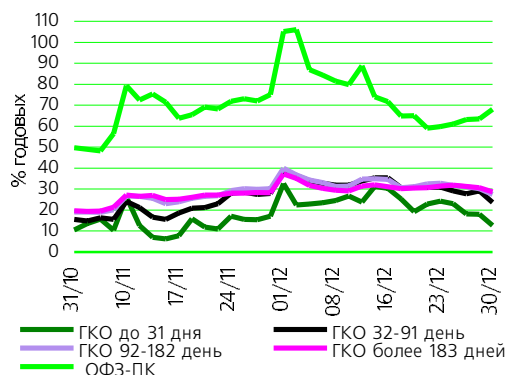
трлн. руб. в день и имел явную тенденцию к снижению вслед за уменьшением количества средств, зарезервированных на счетах дилеров. Итоговый объем сделок с гособлигациями в истекшем месяце составил 52.3 трлн. руб. (на 43% меньше, чем в ноябре) при средненежном обороте торгов в 3 трлн. руб. Как и следовало ожидать, в период нестабильности на рынке и отсутствии четких представлений о возможном развитии ситуации на торгах в начале нового года, наибольшей популярностью у инвесторов пользовались «короткие» облигации со сроком до погашения менее шести месяцев - в течение почти всего декабря доля операций с ними постоянно возрастала и в последнюю неделю превысила 50%. Доля сделок, приходящаяся на купонные облигации, сократилась в прошедшем месяце с 25 до 10% от объема торгов.

Объем доразмещений, проведенных Центробанком по поручению эмитента на вторичных торгах, в декабре по понятным причинам оказался наименьшим в 1997 г. Как и в предыдущем месяце, инвесторам были предложены только дисконтные ценные бумаги, причем срок их обращения составлял от 8 до 41 дня. За 464 тыс. доразмещенных облигаций Минфин получил 456 млрд. руб.

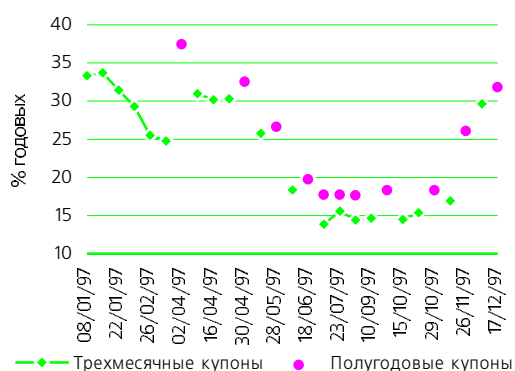
Наряду со снижением оборота вторичного рынка в декабре было зафиксировано уменьшение активности банков при проведении операций репо. В начале месяца аукционная ставка репо выросла более чем на 10 процентных пунктов - до 32-33% годовых и держалась в этом интервале до конца 1997 г. Если осенью данный показатель всегда оставался ниже уровня средневзвешенной доходности ГКО к погашению и не превышал ставку рефинансирования, то в декабре он преодолел эти рубежи и возросшая стоимость кредитных ресурсов, получаемых под залог госбумаг, стала менее привлекательной для участников рынка.

Завершая обзоры рынка ГКО/ОФЗ за 1997 г., мы приводим годовой график индексов цен гособлигаций, на котором легко прослеживаются все основные этапы развития исследуемого сегмента финансовой сферы. Приведенные значения индексов на дату последних торгов ушедшего года свидетельствуют, что в среднем участники рынка, отдававшие предпочтения вложениям своих средств в ту или иную из выделенных групп облигаций, по итогам двенадцати месяцев смогли получить прибыль от 24.6 до 30.7% на размещенный в госбумагах капитал (в 1996 г. - от 73 до 180%). Если же брать не средние значения, а рассматривать гипотетически идеальную игру на колебаниях цен гособлигаций в течение 1997 г., то нетрудно подсчитать, что удачливые спекулянты могли удвоить свои средства. Разразившийся финансовый кризис несколько «подпортил» итоги года - котировки самых «длинных» ГКО и ОФЗ так и не оправались после падения, и лишь цены облигаций, погашаемых в первом квартале 1998 г., в декабре не только восстановили утраченные позиции, но и принесли своим владельцам заметную прибыль. Средний прирост цен госбумаг с конца ноября по конец декабря составил 2.6% по ГКО и от 1 до 4% по разным видам ОФЗ. Максимальный доход за месяц у ГКО - почти 5.9% - дала покупка на аукционе облигаций 103-го выпуска, среди купонных ценных бумаг рекордную прибыль в 7.2% обеспечила самая «длинная», 3-я, серия ОФЗ-ПД.

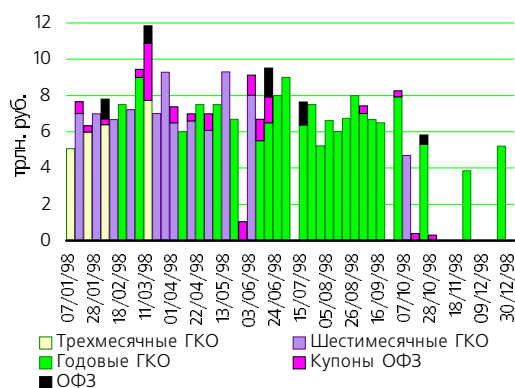
## Доходность к погашению ГКО (в зависимости от срока до погашения) и ОФЗ в 1997 г.



## Динамика купонных ставок по ОФЗ



## График предстоящих погашений (по неделям)



## Прогноз

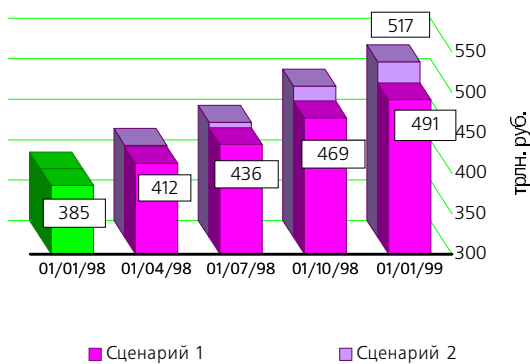
К 1 января 1998 г. сложился следующий график погашения гособлигаций: в январе-марте Минфину предстоит осуществить выплаты в размере 92.8 трлн. руб. (22.1% от всего объема долга), в апреле-июне - 92.7 трлн. руб., в июле-сентябре - 85.6 трлн. руб. и в октябре-декабре - 20.2 трлн. руб. Несмотря на то что в первом и втором кварталах наступившего года объемы погашений практически одинаковы, как и в аналогичные периоды 1997 г., их распределение по месяцам весьма неравномерно. При этом в очередной раз довольно значительная сумма выплат оказалась намеченной на середину весны и, так же как и в прошлом году, майский объем погашений запланирован в существенно меньших, чем в соседние месяцы, размерах. Хотя, судя по приведенному графику, локальный пик выплат приходится на середину марта, заметный рост объема погашений в этот период вряд ли существенно повлияет на ситуацию на рынке.

Дело в том, что 15 марта Минфину предстоит уплатить более 3 трлн. руб. по купонам многолетних ОФЗ-ПД, в которые в 1997 г. был переоформлен долг правительства по кредитам Центробанка, предоставленным в первые годы реформ. Следует заметить, что указанная сумма включает купонные выплаты только по трем из одиннадцати серий этих ценных бумаг - т. е. по тем облигациям, которые были выставлены Банком России для продажи на вторичном рынке. Однако маловероятно, что в 1997 г. инвесторы выкупили у Центробанка более чем 30-триллионный пакет данных ОФЗ-ПД, так что значительная часть средств по названным купонным выплатам, по-видимому, будет перечислена в Центробанк.

Исходя из графика погашений гособлигаций на 1998 г., эксперты «ФР» в очередной раз провели перерасчет прогноза роста объема долга по ГКО/ОФЗ. Заметим, что аналогичный расчет, сделанный год назад и предсказывавший увеличение суммы обязательств по госбумагам к 1 января 1998 г. до 355 трлн. руб., как оказалось, был весьма близок к истине - реальный объем долга на начало 1998 г. составил 385 трлн. руб. по номиналу, из которых 30.5 трлн. руб. приходились на добавку (которую было сложно учесть год назад) в виде пакета ОФЗ-ПД, выданного Минфином Центробанку при переоформлении кредитной задолженности прошлых лет. Необходимо подчеркнуть, что при существующем количестве выпущенных облигаций, сравнительно невысоком уровне процентных ставок и довольно низкой эффективности привлечения средств в бюджет (доли чистой выручки в объеме полученных кредитов) долг по гособлигациям становится довольно инерционным и темпы его роста все менее зависят от краткосрочных изменений конъюнктуры рынка.

Расчет номинального объема долга по ГКО/ОФЗ на 1 января 1999 г. проводился для двух сценариев возможного развития ситуации на данном рынке. В первом случае, наиболее благоприятном для эмитента, предполагалось, что ставки по гособлигациям в 1998 г. будут постепенно снижаться с 35 до 15% годовых, а чистое привлечение средств в бюджет останется на уровне 1997 г. - около 35 трлн. руб. Тогда к концу наступившего года объем долга по госбумагам может увеличиться примерно на 100 трлн. руб. - до 491 трлн. руб.

### Два сценария роста номинального объема долга по ГКО/ОФЗ в 1998 г.



Во второй сценарий, при сохранении итогового объема чистой выручки Минфина, на 1998 г. было заложено постоянное в течение всего года значение доходности ГКО на уровне 35% годовых, сложившемся на последних аукционах декабря. Как показывает расчет, это привело бы к росту объема долга до 517 трлн. руб. При этом не учитывалась вполне реальная возможность появления на рынке купонных облигаций на 50 трлн. руб., находящихся в настоящее время в портфеле у Центробанка. Поскольку в предложенном правительством проекте Закона о бюджете на 1998 г. структура внутреннего долга ограничивает объем обязательств по ГКО/ОФЗ на 1 января 1999 г. (включая ОФЗ-ПД, находящиеся у Банка России) суммой 535 трлн. руб., то очевидно, что при реализации второго сценария, уже который год подряд, Минфин не сможет уложиться в отведенные бюджетом рамки облигационного долга.

Тем не менее представители правительства, как всегда, настроены весьма оптимистично, ожидая выхода из кризисной ситуации в финансовой сфере в первом квартале 1998 г. и проявления позитивных тенденций развития экономики – во втором. Основная надежда монетарных властей связана с изменением отношения западных инвесторов к России и возобновлением притока в страну иностранного капитала, в том числе и на рынок внутреннего долга. Очевидно, реализация первого из описанных сценариев движения ставок по ГКО невозможна без восстановления и дальнейшего увеличения нерезидентского портфеля гособлигаций, достигавшего летом прошедшего года 31% от общего количества эмитированных госбумаг. По оценкам экспертов «ФР», в рамках первого сценария рост доли присутствия иностранных инвесторов на рынке внутреннего долга в наступившем году с 27 до 40% может потребовать привлечения около 9 млрд. долл. Примечательно, что если плавный рост доли портфеля нерезидентов в номинальном объеме долга в первой половине 1997 г. на один процентный пункт в среднем приводил к снижению ставок по ГКО также на один пункт, то в конце осени минувшего года при обратном ускоренном движении уменьшение на 5 процентных пунктов первого показателя соответствовало подъему на 15 пунктов второго.

Итак, сегодня очевидно, что в предстоящем году зависимость рынка ГКО/ОФЗ от действий нерезидентов сохранится, и если они не возобновят покупку госбумаг, то Минфин столкнется с дополнительными трудностями при рефинансировании долга. Поскольку основной бюджетной проблемой по-прежнему остается неудовлетворительная собираемость налогов, а увеличение объема внутренних заимствований при сложившихся процентных ставках весьма обременительно для эмитента, в течение некоторого времени правительство, вероятно, будет прибегать преимущественно к внешним займам, которые оказываются более дешевыми в данных обстоятельствах. При этом эмиссия ГКО будет проводиться лишь в объеме, необходимом для погашения предыдущих выпусков госбумаг.

По планам правительства, к апрелю-маю наступившего года эти меры помогут вернуть ставку рефинансирования Центробанка и доходность гособлигаций на докризисный уровень. Таким образом, период стабилизации на рынке внутреннего долга может затянуться и в ближайшие месяцы вероятны новые колебания цен ГКО и ОФЗ.

## Municipal Bond Market

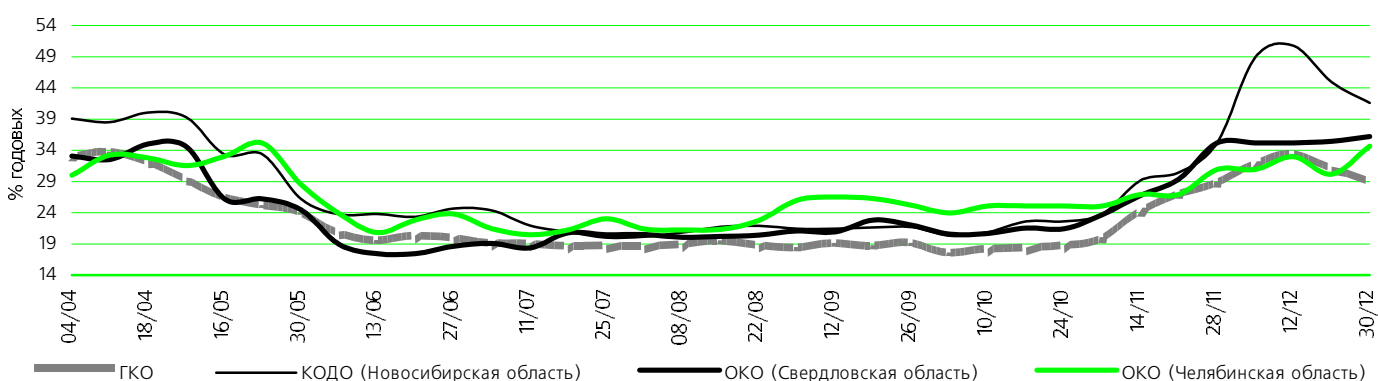
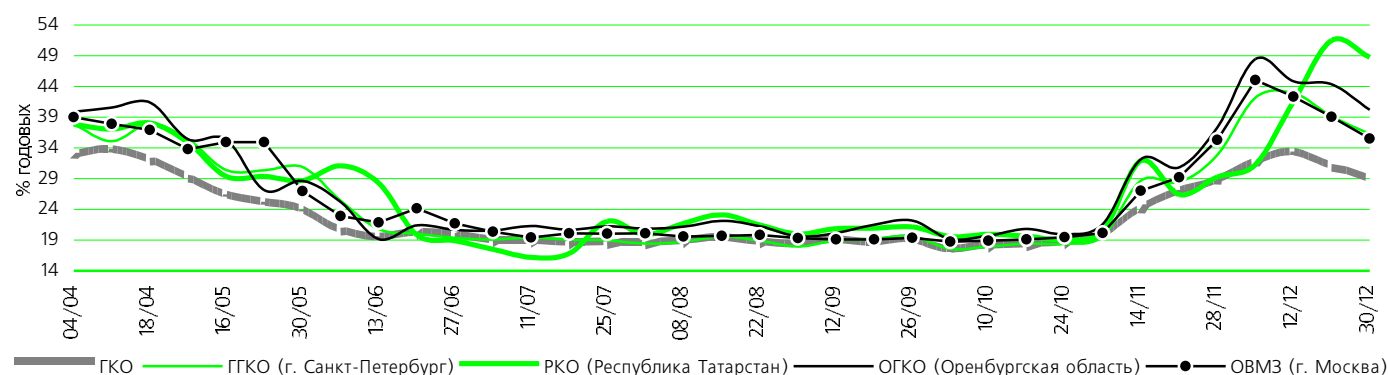
Annualized yields on securities issued by governments of Russia's federal subjects kept moving upwards during the greater part of December, at times reaching 40–55%, dependent upon the issuer. An increased bond issuance was one of the factors, which caused higher yields on federal subjects' securities at the end of the year.

## Обзор рынка муниципальных облигаций

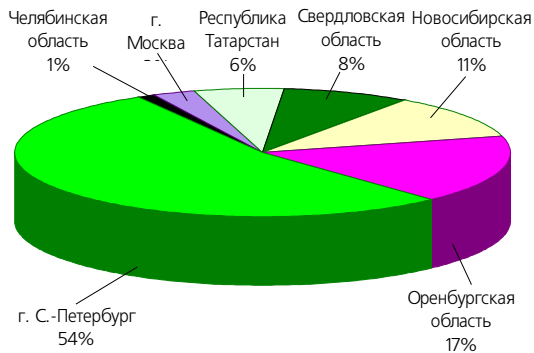
В последний месяц 1997 г. конъюнктура рынка муниципальных облигаций, как и финансового рынка России в целом, находилась прежде всего под влиянием продолжающегося мирового финансового кризиса. Отсутствие устойчивых тенденций на мировых финансовых рынках, а также фактор приближения конца года обусловили снижение активности инвесторов. Доходности ценных бумаг, выпущенных администрациями субъектов РФ, продолжали в течение большей части рассматриваемого периода повышаться, достигая в отдельные моменты 40–55% годовых в зависимости от эмитента облигаций.

В первые дни декабря отмечался резкий рост доходности по региональным займам, ставший следствием изменений в политике монетарных властей на национальном финансовом рынке. Изменения эти заключались в том, что 1 декабря Центральный банк РФ заметно поднял верхнюю границу дневного валютного «коридора» и отказался от поддержки рынка ГКО/ОФЗ, предприняв эти шаги с целью определить тот уровень основных финансовых показателей – обменного курса рубля и доходности ГКО/ОФЗ, – который сложится на рынке. Исходя из результатов подобного «эксперимента» Центральный банк предполагал строить дальнейшую политику по регулированию внутреннего рынка в услови-

Динамика средневзвешенных доходностей к погашению ГКО и муниципальных облигаций в 1997 г.



**Структура оборота по муниципальным облигациям (декабрь 1997 г.)**



ях кризиса. В итоге за несколько дней доходности госбумаг возросли на 5–7 процентных пунктов, по муниципальным же облигациям рост ставок составил более 10%.

Немаловажным фактором, повлиявшим на рост доходности субфедеральных займов в конце года, стал увеличившийся объем эмиссии облигаций. Необходимость рефинансировать облигационный долг, а также изыскать средства на расходы социального характера вынуждала региональные власти дополнительно повышать стоимость своих заимствований. В результате возросшего объема предложения новых облигаций наряду с несколько большей инертностью рынка субфедеральных займов по отношению к рынку ГКО/ОФЗ была сохранена значительная «премия» по доходности между инструментами, обращающимися на данных сегментах финансового рынка.

Напомним, что Министерство финансов РФ в последние два месяца 1997 г. практически не привлекало средств с рынка ГКО/ОФЗ, - напротив, Центральный банк регулярно производил объемные покупки госбумаг на открытом рынке, что отчасти сдерживало рост ставок. Более того, к концу года несколько активизировались иностранные инвесторы, вследствие чего доходность по гособлигациям снизилась до 29% годовых. На рынке же муниципальных займов, в отсутствие его поддержки как со стороны монетарных властей, так и со стороны инвесторов (действующих здесь более осторожно по сравнению с рынком ГКО/ОФЗ), ставки сохранились на уровне 36–50% годовых.

Администрация *С.-Петербурга* в декабре после полугодичного перерыва предложила к размещению внутренние облигации (ГГКО) в объеме, превышающем необходимые выплаты по погашаемым бумагам.

*На протяжении второй половины 1997 г. данный эмитент проводил политику реструктуризации своей задолженности, а именно погашение внутреннего долга за счет средств, полученных от эмиссии еврооблигаций. Напомним, что в июне с.г. состоялось размещение петербургских еврооблигаций на сумму 300 млн. долл. При этом часть вырученных средств, предназначенная для реструктуризации внутреннего долга, была размещена на депозитах коммерческих банков на сроки, совпадающие со сроками до погашения части городских облигаций.*

В итоге объем внутреннего долга С.-Петербурга за прошедший месяц несколько увеличился и на конец года составил 3.225 трлн. руб. Тем не менее по итогам 1997 г. названный показатель уменьшился почти на 1 трлн. руб. (в течение года объем долга превышал 4 трлн. руб.).

Стоимость внутренних заимствований для монетарных властей С.-Петербурга на протяжении второй половины 1997 г. (т.е. периода, когда новые эмиссии ГГКО были ограничены) оказалась немногим выше аналогичного показателя на рынке ГКО/ОФЗ для Минфина РФ: доходность по ГГКО на 1–2% превышала доходность госбумаг. Осенний кризис привел к увеличению «премии» по доходности между данными облигациями; при этом наиболее

## РЫНОК ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

резкий рост доходности ГГКО, за счет которого «премия» возросла до 10 пунктов, произошел в самом начале декабря вследствие уже упоминавшихся действий Центрального банка РФ. Образовавшийся разрыв в доходности этих инструментов объяснялся

### Результаты аукционов по муниципальным облигациям (декабрь 1997 г.)

Регион-эмитент	Дата аукциона	Срок обращения, дней	Объявленный объем выпуска, млрд. руб.	Спрос по номиналу, млрд. руб.
Челябинская область	17/12/97	91	17	6.90
Иркутская область	10/12/97	91	н.д.	н.д.
Иркутская область	24/12/97	91	55	н.д.
Челябинская область	10/12/97	98	23	12.00
Республика Татарстан	18/12/97	112	45	н.д.
Челябинская область	17/12/97	119	10	7.50
Новосибирская область	03/12/97	133	6	3.02
Иркутская область	25/12/97	181	35	н.д.
Челябинск	18/12/97	182	10	6.00
Новосибирская область	03/12/97	182	10	5.27
Новосибирская область	10/12/97	182	10	7.99
Новосибирская область	17/12/97	182	10	5.71
Иркутская область	03/12/97	182	240	н.д.
Иркутская область	10/12/97	182	240	н.д.
Иркутская область	17/12/97	182	8	н.д.
Иркутская область	26/12/97	182	35	н.д.
Оренбургская область	04/12/97	203	25	8.88
Оренбургская область	11/12/97	273	40	36.42
Свердловская область	10/12/97	273	35	29.88
Санкт - Петербург	10/12/97	336	150	115.48
Новосибирская область*	24/12/97	350	8	2.67
Новосибирская область*	17/12/97	357	8	1.37
Иркутская область	26/12/97	363	20	н.д.
Новосибирская область*	10/12/97	364	8	1.37
Новосибирская область**	17/12/97	364	10	2.62
Иркутская область	25/12/97	364	20	н.д.
Санкт - Петербург	17/12/97	399	40	26.62
Санкт - Петербург	24/12/97	441	60	41.79
Оренбургская область	18/12/97	553	30	29.35
Москва***	24/12/97	659	10	6.91
Москва***	17/12/97	666	10	1.95
Москва***	10/12/97	673	10	5.20
Москва***	03/12/97	680	10	2.66
Оренбургская область	25/12/97	686	40	33.64
Санкт - Петербург****	24/12/97	1092	150	83.54

\* – Купонные облигации с переменным купоном: купонная ставка 31.78% годовых, купонный период 91 день

\*\* - Купонные облигации с переменным купоном: купонная ставка 30.28% годовых, купонный период 91 день

\*\*\* – Купонные облигации с переменным купоном: купонная ставка 17% годовых, купонный период 365 дней

\*\*\*\* - Купонные облигации с переменным купоном: купонная ставка 14% годовых, купонный период 364 дня

следующим образом. Повышение в начале месяца доходности по ГКО привело в тот период к еще более значительному росту ставок по муниципальным бумагам; затем рынок ГКО/ОФЗ достаточно быстро восстановил «доэкспериментные» позиции (в частно-

**Результаты аукционов по муниципальным облигациям (декабрь 1997 г.) (продолжение)**

Цена, % от номинала		Доходность к погашению, % годовых		Размещенный объем по номиналу, млрд. руб.	Выручка, млрд. руб.
средневзвешенная	отсечения	по средневзвешенной цене	по цене отсечения		
91.27	91.24	38.37	38.51	6.89	6.30
92.20	90.92	33.93	39.81	н.д.	8.14
90.95	90.00	39.91	44.57	10.07	9.16
91.55	91.35	34.38	35.27	11.78	10.80
87.61	85.64	46.09	54.65	16.18	14.18
88.91	88.80	38.26	38.69	7.49	6.70
83.34	82.80	54.86	57.01	2.66	2.21
83.37	83.37	40.00	40.00	0.44	0.36
84.05	84.05	38.06	38.06	5.99	5.00
79.64	79.00	51.27	53.31	3.73	2.97
78.84	78.48	53.83	54.99	5.74	4.52
78.07	78.00	56.33	56.57	1.14	0.89
85.05	81.67	35.25	45.01	4.32	3.68
84.94	82.90	35.56	41.37	20.36	17.30
83.42	82.12	39.86	43.67	4.16	3.47
84.14	84.14	38.01	38.01	1.15	0.97
78.00	78.00	50.71	50.71	7.38	5.76
73.33	72.70	48.63	50.21	33.81	24.80
81.01	81.01	31.34	31.34	1.77	1.44
72.89	72.40	40.40	41.41	106.74	77.80
78.00	78.00	н.д.	н.д.	1.49	1.16
79.44	78.00	н.д.	н.д.	0.91	0.72
73.10	73.10	37.00	37.00	0.03	0.02
79.44	78.00	н.д.	н.д.	0.91	0.72
77.11	77.10	н.д.	н.д.	1.11	0.86
73.00	73.00	37.09	37.09	0.31	0.23
68.56	68.40	41.95	42.26	20.84	14.29
67.26	66.90	40.29	40.95	34.74	23.36
59.00	59.00	45.87	45.87	15.86	9.36
80.92	80.46	38.25	38.79	1.19	0.96
80.57	80.00	35.25	38.91	1.24	1.00
82.06	81.56	36.18	36.74	1.28	1.05
76.78	н.д.	41.96	46.09	1.66	1.28
54.16	54.14	45.03	45.07	22.04	н.д.
59.78	59.00	39.11	39.84	83.18	49.72

сти, за счет притока некоторого количества новых средств нерезидентов), тогда как на сегменте муниципальных бумаг подобных изменений не произошло и ставки здесь зафиксировались на достигнутом в начале декабря уровне.

Таким образом, средневзвешенная доходность облигаций С.-Петербурга на конец 1997 г. определилась на уровне 36% годовых; объем облигационного долга незначительно превысил 3 трлн. руб.; суммарный объем торгов ГКО на вторичном рынке составил более 8 трлн. руб., т.е. на данные бумаги приходится более 50% биржевого оборота рынка муниципальных облигаций. ГКО по-прежнему остаются наиболее ликвидными и наименее рискованными среди ценных бумаг, выпускаемых субъектами РФ.

Конъюнктура рынка облигаций *Оренбургской области* (ОГКО) в силу инфраструктурных причин (единая система обращения бумаг) традиционно достаточно сильно зависит от ситуации на рынке ГКО. «Премия» по доходности ОГКО относительно петербургских бумаг составляла в 1997 г. в среднем 2–4 пункта. При этом в период общего снижения ставок по ценным бумагам с фиксированным доходом названная «премия» сокращалась до минимального значения, а рост ставок госбумаг, напротив, сопровождался ее увеличением. Так, во время кризиса на финансовых рынках разница в доходностях рассматриваемых облигаций составляла более 4-х, а в первых числах декабря, когда ЦБР не поддерживал рынок ГКО/ОФЗ, увеличивалась до 7 пунктов.

На конец декабря средневзвешенная доходность ОГКО составила 40% годовых, увеличившись за месяц на 3 пункта; «премия» по их доходности относительно ГКО равнялась 4 пунктам, относительно ГКО – 12 пунктам.

В декабре администрация Оренбургской области увеличила объем заимствований до 135 млрд. руб. по сравнению с 65 млрд. руб. в ноябре при неизменном – на уровне 40 млрд. руб. – объеме погашаемых облигаций. В результате долг по ОГКО достиг 920 млрд. руб. (напомним, что размещение этих бумаг началось в апреле 1997 г.).

Таким образом, за неполный год существования рынка оренбургских облигаций он сформировался в достаточно ликвидный финансовый сегмент, средневзвешенный оборот которого превышает 6 млрд. руб., а сроки обращения облигаций составляют от одного месяца до 2-х лет. То, что торги ими ведутся в рамках единой с ГКО и облигациями Москвы системы, дает возможность инвесторам формировать диверсифицированный портфель, упомянутые же выше ценовые зависимости позволяют эффективно управлять последним.

Наличие подобной торговой системы, на наш взгляд, явилось в последние два месяца 1997 г. определяющим обстоятельством с точки зрения развития ситуации на рынке облигаций Москвы (ОВМЗ). Дело в том, что схема обращения ОВМЗ предполагает торговлю этими облигациями на нескольких биржевых площадках, в том числе на ряде московских бирж, а также на С.-Петербургской валютной бирже (СПВБ), где обращаются, кроме того,

ГГКО и ОГКО. С начала кризиса торговля ОВМЗ на московских площадках практически прекратилась, а на СПВБ соответствующие обороты, напротив, возросли, и в декабре торговля московскими облигациями велась преимущественно на данной площадке.

Доходность ОВМЗ лишь незначительно превышала в последний месяц года аналогичный показатель по ГГКО, среднедневные же объемы торгов не поднимались выше 1 млрд. руб. За 1997 г. правительством Москвы было предложено к размещению облигаций на сумму более 2 трлн. руб., однако на большинстве аукционов процент реализации бумаг был невысок, в результате чего сумма привлеченных на аукционах средств составила около 1 трлн. руб. Срок размещаемых облигаций не превышал в 1997 г. 365 дней.

Таким образом, облигации правительства Москвы, впервые эмитированные в марте 1997 г., характеризуют относительно низкая доходность - «премия» ОВМЗ по отношению к ГКО составила на конец года около 7 пунктов, при этом ликвидность данного сегмента довольно невысока. Интерес инвесторов к этим облигациям определяется прежде всего статусом эмитента как надежного заемщика, а невысокая доходность бумаг компенсируется низким риском вложений.

### **Прогноз**

В 1997 г. рынок облигаций субъектов РФ развивался достаточно интенсивно. Кроме традиционной схемы выпуска облигаций с целью финансирования дефицита местных бюджетов и реализации инвестиционных программ, была разработана также схема переоформления в ценные бумаги задолженности субъектов РФ перед федеральным центром - так называемые «сельские» и «энергетические» облигации. Низкая ликвидность данных бумаг в течение года объяснялась прежде всего инфраструктурными проблемами, вызывавшими много вопросов у потенциальных инвесторов; в то же время эмиссии такого рода, на наш взгляд, имеют неплохие перспективы.

За прошедший год в Министерстве финансов РФ было зарегистрировано эмиссий муниципальных облигаций на сумму около 25 трлн. руб., в том числе в декабре - более чем на 4 трлн. руб. Наиболее перспективными и активно используемыми схемами размещения региональных бумаг в следующем году скорее всего будут биржевые займы; более того, значительные объемы заимствований должны быть ориентированы на уже существующие центры обращения муниципальных бумаг, т.е. площадки Москвы и С.-Петербурга.

Стоимость облигационных выпусков для региональных эмитентов, уже зарекомендовавших себя на рынке долговых обязательств в качестве надежных заемщиков - таких, как Москва, С.-Петербург, Оренбургская область, - с большой вероятностью будет снижаться, вслед за снижением доходности на рынке ГКО/ОФЗ. В этом случае действительно будет реализовываться инвестиционная направленность муниципальных займов, так как рентабельность наиболее эффективных проектов окажется сопоставимой со стоимостью заимствований.

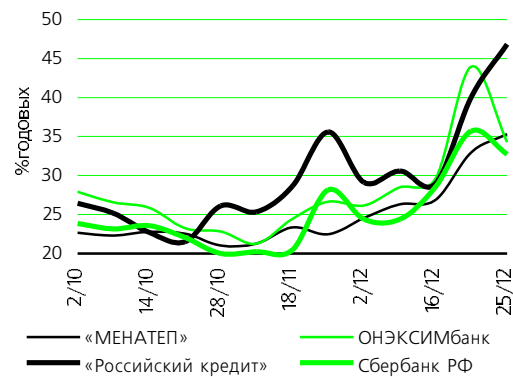
С точки зрения федерального центра основная опасность расширения региональных заимствований заключается в том, что доступ иностранных инвесторов на соответствующие рынки неограничен. Данный факт негативным образом влияет на международные позиции России, увеличивая внешнюю задолженность страны. И если для местных властей вывод средств нерезидентов с рынков региональных бумаг обуславливает лишь появление проблемы рефинансирования долга, то для Центрального банка РФ подобная тенденция будет связана с возникновением дополнительного спроса на иностранную валюту, что еще более усложнит задачу регулирования финансовой сферы в кризисные периоды.

## Promissory Note Market

Similarly to the previous month, in December 1997, the market for banks' promissory notes was largely determined by the situation in the GKO/OFZ market.

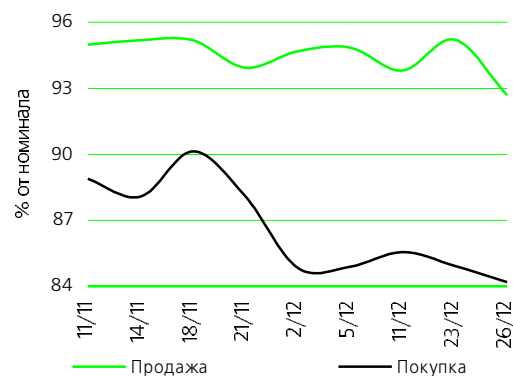
Price movement of corporate promissory notes, with the exception of Gazprom's debt instruments, was primarily linked to the situation in commodity markets and specific issuers' financial and industrial statuses.

### Динамика доходности\* банковских векселей в октябре-декабре 1997 г.



\* - На основе поступавших предложений на покупку и продажу от операторов рынка

### Динамика средних котировок векселей РАО «Газпром» в ноябре-декабре 1997 г.\*



\* - По данным РИА «Росбизнесконсалтинг»

## Рынок векселей

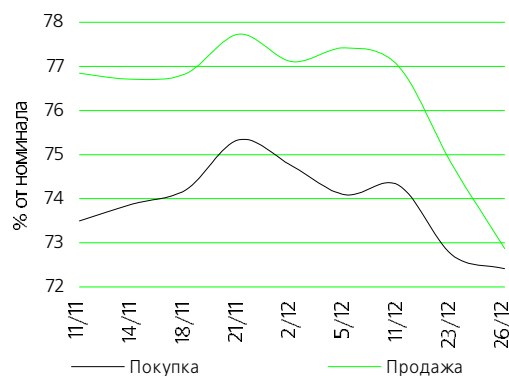
### Банковские векселя

Состояние банковского сегмента вексельного рынка в декабре 1997 г., как и в предыдущем месяце, в значительной степени определялось конъюнктурой рынка ГКО/ОФЗ. Рост доходности госбумаг в начале месяца вызвал не только адекватное повышение доходности банковских обязательств с 25–26 до 29–30% годовых, но и привел к заметному снижению ликвидности на рассматриваемом финансовом сегменте. Например, по некоторым банковским векселям спрэд между котировками покупки и продажи достигал 7–8% от номинала. При этом наибольшее количество сделок происходило по векселям банков первого сектора, поскольку сложившийся здесь в декабре уровень доходности был более привлекательным для операторов по сравнению с предыдущим месяцем. В связи с этим участникам рынка не имело смысла нести дополнительный риск, покупая более доходные, но менее надежные обязательства банков второго сектора.

В середине декабря на рынке ГКО/ОФЗ произошло некоторое снижение процентных ставок, явившееся следствием относительной стабилизации ситуации на мировых финансовых рынках. В свою очередь, это обусловило уменьшение доходности банковских обязательств, а также сокращение спреда между котировками их покупки и продажи до 1–4%. К концу же месяца влияние на конъюнктуру рынка банковских векселей стали оказывать главным образом факторы, связанные с окончанием года: рождественские праздники, необходимость подведения годовых балансов и др., которые привели к снижению активности операторов рассматриваемого финансового сегмента и вызвали, таким образом, повышение доходности банковских обязательств.

В целом в течение последнего месяца 1997 г. большинство сделок в данном секторе осуществлялось с «короткими» бумагами, срок до погашения которых составлял один-два месяца. Уровень доходности первоклассных банковских векселей к концу декабря равнялся в среднем 35–40% годовых.

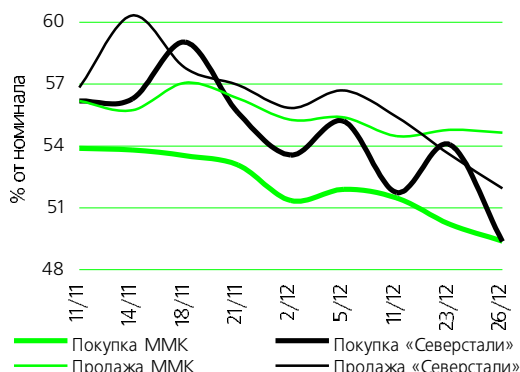
### Динамика средних котировок векселей НК «ЛУКОЙЛ» в ноябре-декабре 1997 г.\*



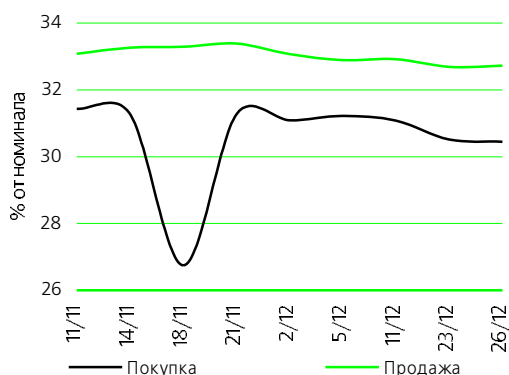
\* - По данным РИА «Росбизнесконсалтинг»

**Динамика средних котировок металлургических векселей в ноябре-декабре 1997 г.\*:**

**Магнитогорский металлургический комбинат и АО «Северсталь»**

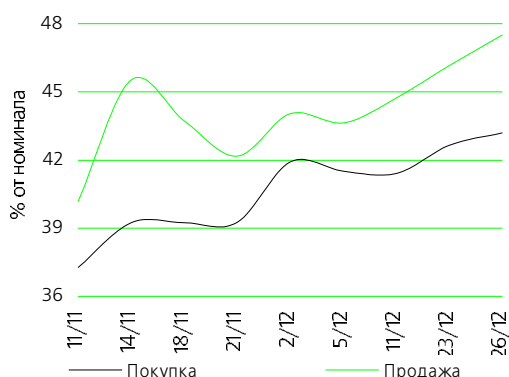


**Нижнетагильский металлургический комбинат**



\* - По данным РИА «Росбизнесконсалтинг»

**Динамика средних котировок векселей МБО «ЕЭЭК» в ноябре-декабре 1997 г.\***



\* - По данным РИА «Росбизнесконсалтинг»

**Корпоративные векселя**

Как и в предыдущем месяце, положение векселей *РАО «Газпром»* определялось развитием событий в секторе ГКО/ОФЗ. В течение месяца доходность по данным бумагам повысилась в среднем на 8–10%, составив к его концу 49–52% годовых. Эти обязательства по-прежнему пользовались высоким спросом у инвесторов.

Движение индикаторов других корпоративных векселей находилось в зависимости прежде всего от конъюнктуры соответствующих товарных рынков, а также от финансового и производственного состояния конкретных эмитентов. В силу этого на данном сегменте вексельного рынка продолжали действовать основные тенденции, характерные для предшествующих периодов.

Так, по-прежнему большой популярностью пользовались векселя *НК «ЛУКОЙЛ»*. В начале декабря сохранялся некоторый дефицит предложения данных бумаг. В это же время компания изменила порядок отпуска нефтепродуктов в оплату векселей, вследствие чего прекратилось разделение последних на категории с соответствующей корректировкой ценовых уровней. Совокупность этих факторов предопределила повышательную тенденцию в движении цен векселей нефтяной компании в начале месяца. Во второй половине декабря состоялся новый выпуск обязательств НК «ЛУКОЙЛ» объемом около 150 млрд. руб., что вызвало некоторое снижение цен на находящиеся в обращении бумаги. В итоге за месяц котировки векселей НК «ЛУКОЙЛ» упали в среднем на 4%, достигнув отметки 73% от номинала на продажу и 72.5% на покупку.

В секторе *металлургических векселей* продолжала сохраняться общая понижительная ценовая тенденция. Так, котировки векселей *АО «Северсталь»* на начало декабря составляли 56 и 54% от номинала на продажу и покупку соответственно, а к концу месяца снизились в среднем на 4%. Подобная тенденция объяснялась, во-первых, чередой форс-мажорных обстоятельств на предприятии, а во-вторых, изменением условий оплаты векселей: при оплате металлом они стали погашаться с дисконтом, что вызвало падение спроса на них со стороны потребителей металла. Котировки векселей *Магнитогорского металлургического комбината* также претерпели снижение на 2%, и к концу месяца заявленные цены их покупки и продажи были равны 49 и 54% от номинала соответственно. Относительно стабильными оставались цены на векселя *Нижнетагильского металлургического комбината* - в среднем за месяц их уровень составил 31% на покупку и 33% на продажу от номинала.

В секторе *энергетических векселей* продолжал действовать сезонный фактор, связанный с увеличением количества расчетов по оплате за электроэнергию. В соответствии с этим обязательства *МБО «ЕЭЭК»* оставались крайне дефицитными, обусловив повышательную ценовую тенденцию по данным бумагам в течение месяца. Наиболее активно совершались сделки с векселями серий ИН-1, ИН-2. В среднем уровень котировок названных обязательств повысился за месяц на 5% и к концу декабря составил около 48% от номинала на продажу и 43% на покупку. Векселя *«Энергоатомфинанса»* также пользовались устойчивым спросом, и в течение месяца котировки на них держались на уровне 33–36% от номинала.

## MinFin Market

As the FM experts had forecast, in the last month of 1997, trading on the MinFin market was slack. During the last ten days in December, trading was practically at a standstill. The month's key event related to the MinFin market was a downgrade in Russia's credit rating outlook from neutral to negative by Standard & Pools.

## Рынок ОВВЗ

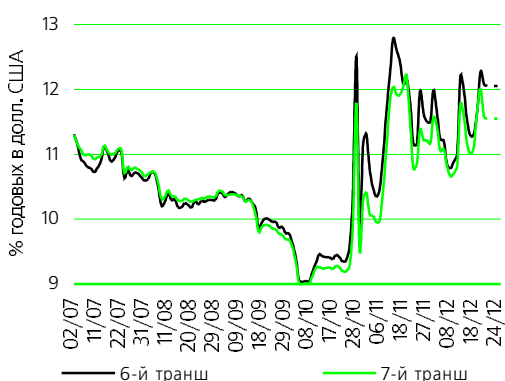
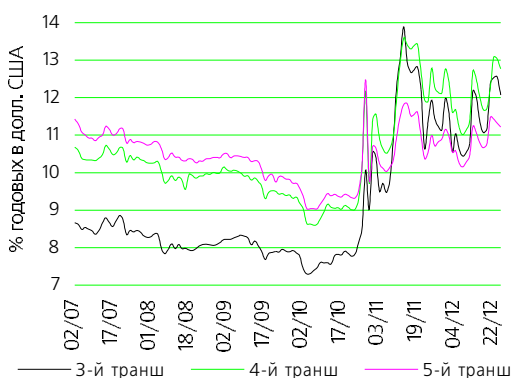
Как и прогнозировали эксперты «ФР», торговля на рынке валютных облигаций Минфина в последний месяц 1997 г. велась достаточно вяло, а в заключительную декаду рассматриваемого периода практически прекратилась. Основным же событием месяца, имеющим отношение к рынку внешних долговых обязательств РФ, следует признать ухудшение прогноза агентства Standard&Poor's об изменении кредитного рейтинга России с «нейтрального» на «негативный». Столь «обескураживающее» (с точки зрения традиционного оптимизма, присущего официальной точке зрения) заявление может, по мнению наблюдателей, существенно ухудшить конъюнктуру рынка «взбоек» в 1998 г.

Начало месяца на рассматриваемом сегменте финансового рынка прошло под знаком пристального внимания к действиям ЦБ РФ по поддержанию курса национальной валюты, сопряженным со значительным сокращением валютных резервов Банка России. Угроза исчерпания указанных резервов ЦБ РФ привела к необходимости проведения правительством страны активного переговорного процесса по вопросу привлечения дополнительных внешних заимствований. Так, в начале декабря на российском финансовом рынке циркулировали слухи о том, что уже к середине месяца от синдиката западных банков может быть получен заем в размере 2 млрд. долл. Эта информация, проинтерпретированная рядом операторов сегмента ОВВЗ как своеобразная гарантия стабильности общей ситуации на российском финансовом рынке, привела к трехдневному спекулятивному всплеску цен на «взбоек» (в среднем на 3.5 процентного пункта).

Однако впоследствии было обнародовано официальное сообщение о том, что переговоры представителей российских властей с консорциумом западных банков по вопросу предоставления кредита РФ отложены до 1998 г., при этом перспектива получения данного кредита уже в первом квартале будущего года, по мнению правительственных чиновников, являлась вполне реальной. Тем не менее до конца 1997 г. Россия все-таки получила достаточно крупное финансовое вливание: Всемирный банк принял решение о выделении РФ кредита в размере 1.6 млрд. долл. Таким образом, при благоприятном стечении обстоятельств (здесь имеется в виду возможность выделения России задержанного транша кредита EFF в размере 700 млн. долл.), подобный объем привлеченных в конце 1997 - начале 1998 гг. «внешних» кредитов позволит РФ отложить эмиссию очередного еврозайма до конца первого квартала 1998 г. Учитывая текущую конъюнктуру мирового рынка внешних заимствований, указанный срок, возможно, является одним из оптимальных для проведения следующей эмиссии федерального еврозайма.

Однако конкретные перспективы привлечения зарубежных инвестиций во многом будут определяться действиями официальных российских властей по реорганизации налогового законодательства страны. Данное предположение основывается на том, что возможность сохранения или улучшения кредитного рейтинга РФ (одного из основополагающих факторов удачного заимствования на международном рынке капитала) будет напрямую зависеть от

Доходность ОВВЗ к погашению в 1997 г.



успешности пополнения национального бюджета путем налоговых сборов. Именно такое мнение высказали в конце 1997 г. представители двух международных рейтинговых агентств - IBCA и Standard & Poor's. Причем представители последнего, подтвердив долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги РФ (BB- и B соответственно), снизили прогноз (так называемый outlook) относительно кредитного рейтинга РФ в будущем со «стабильного» до «негативного», и это, с большой долей вероятности, означает, что РФ не может рассчитывать на повышение ее рейтинговых оценок в 1998 г. Основной причиной пересмотра outlook стала уже упомянутая выше неблагоприятная ситуация в сфере сбора налогов в России. Таким образом, оптимистичные прогнозы представителей официальных российских структур о повышении кредитного рейтинга страны уже в конце первого квартала 1998 г. оказались несостоятельными.

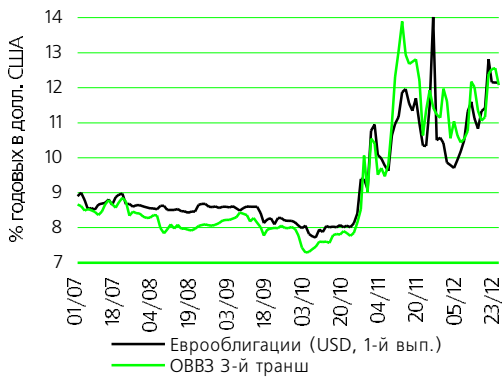
Снижение outlook РФ способно оказать негативное влияние на настроения потенциальных инвесторов рынка российских внешних долговых обязательств. Так, по мнению наблюдателей, не исключено, что многие так называемые «индексные» фонды (т.е. фонды, диверсифицирующие свои инвестиционные портфели в пользу того или иного финансового инструмента в зависимости от его рейтинга) пойдут на пересмотр своей инвестиционной стратегии в отношении российских ценных бумаг. И средства, которые они планировали направить на финансовый рынок России, будут распределены в других секторах emerging markets. А это, в свою очередь, может привести к длительной стагнации рынка ОВВЗ. С другой же стороны, не исключено, что в случае успешного хода налоговой реформы в РФ инвестиционный outlook страны будет пересмотрен в сторону повышения уже в середине 1998 г. Однако подобный результат возможен лишь в случае существенной активизации российской законодательной и исполнительной ветвей власти в области совершенствования фискальной политики.

Возвращаясь к хронологическому описанию событий, произошедших на рынке ОВВЗ в истекшем месяце, следует отметить, что во второй половине декабря неблагоприятное воздействие на конъюнктуру данного финансового сегмента оказало также сообщение о болезни и госпитализации президента РФ Б. Ельцина. Указанные обстоятельства привели к тому, что позиции, завоеванные валютными облигациями Минфина в начале рассматриваемого

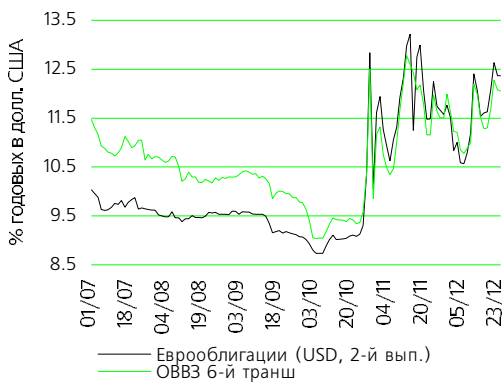
## Показатели рынков ОВВЗ и федеральных еврооблигаций (по состоянию на 26/12/97)

Инструмент	Дата погашения	Купонная ставка, % годовых в долл. США	Цена, % от номинала	Доходность к погашению, % годовых в долл. США	Доходность месячных вложений, (с 01/12 по 26/12), % годовых в долл. США
3-й транш ОВВЗ	14/05/1999	3	88.55	12.07	-5.37
4-й транш ОВВЗ	14/05/2003	3	62.99	12.77	-32.03
5-й транш ОВВЗ	14/05/2008	3	50.47	11.22	-29.87
6-й транш ОВВЗ	14/05/2006	3	53.37	12.05	-37.14
7-й транш ОВВЗ	14/05/2011	3	42.52	11.55	-38.92
Федеральные еврооблигации (USD, 1-й вып.)	27/11/2001	9.25	95.63	12.16	-1.57
Федеральные еврооблигации (DM)	25/03/2004	9	97.75	10.18	6.17
Федеральные еврооблигации (USD, 2-й вып.)	26/06/2007	10	93.25	12.37	29.67

**Доходность ОВВЗ 3-го транша и первой эмиссии федеральных еврооблигаций в 1997 г.**



**Доходность ОВВЗ 6-го транша и третьей эмиссии федеральных еврооблигаций в 1997 г.**



периода, к концу второй декады месяца оказались утеряны. В дальнейшем, по причине начала рождественских каникул у западных участников рынка, торговля ОВВЗ практически приостановилась. В целом же к концу декабря уровень котировок «взбо-вок» примерно соответствовал ценовым показателям мая 1997 г.

Основным же итогом прошедшего года на сегменте ОВВЗ следует считать повышение степени его интегрированности в мировую финансовую систему – впрочем, как и всего российского финансового рынка. В качестве подтверждения сказанного следует прежде всего назвать возросшую корреляцию между динамикой котировок ОВВЗ и событиями на мировых фондовых рынках. При этом в течение всего года прослеживалась не только довольно тесная зависимость цен валютных облигаций Минфина от состояния рынка US Treasury Bills (достаточно упомянуть реакцию «взбо-вок» на повышение ставки ФРС США в начале года), но и от конъюнктуры рынков категории emerging markets (здесь в качестве примера можно привести валютный кризис в Чехии).

Еще одним значительным достижением рынка ОВВЗ в истекшем году стало повышение его «цивилизованности». Возникавшие в начале года коллизии с «грязными» облигациями были решены весьма оперативно и не оказали на рынок в целом шокового влияния. Более того, в ноябре стало известно, что ведущая клиринговая система Euroclear начала предоставлять свои услуги по обслуживанию валютных облигаций Минфина, что позволило закрыть проблему «грязных» бумаг.

Большое значение имело также окончательное урегулирование отношений РФ с Лондонским и Парижским клубами кредиторов, заметно укрепившее имидж России как заемщика на мировом рынке капитала. Расширение же рынка внешних долговых обязательств РФ за счет эмиссии еврооблигаций и переоформленных в ценные бумаги просроченных процентов Лондонскому клубу кредиторов, произошедшее в 1997 г., сделало его только более привлекательным для инвесторов, в первую очередь за счет увеличения разнообразия обращающихся на нем инструментов. В целом же прошедший год можно признать, в смысле развития инфраструктуры рынка, вполне удачным.

**Прогноз**

Традиционно, в силу весьма протяженных новогодних и рождественских каникул, реальная торговля на рынке ОВВЗ возобновляется лишь во второй декаде января – по всей видимости, не станет исключением и первый месяц 1998 г. Конъюнктура рынка во многом будет определяться действиями крупных западных инвестиционных фондов, а точнее, тем, в какой степени повлияло декабрьское заявление о снижении outlook РФ на инвестиционные программы данных организаций в отношении российских ценных бумаг. По мнению экспертов «ФР», крупные зарубежные инвестиции в ОВВЗ (при благоприятном стечении обстоятельств) возможны не ранее февраля. В связи с этим наиболее вероятным сценарием января, при стабильной конъюнктуре мировых фондовых рынков, представляется умеренный рост котировок «взбо-вок» в течение месяца (1–2 процентных пункта по его итогам).

## Финансовые рынки стран с развивающимися экономиками

### Новости месяца (декабрь 1997 г.):

- Правительство Чехии в полном составе отправлено в отставку.
- Валютные резервы центрального банка Чехии по состоянию на конец октября с.г. составили 11 млрд. долл. (против 10.9 млрд. долл. на конец сентября).
- Потребительские цены в Чехии выросли в ноябре на 0.4%.
- Парламент Венгрии одобрил бюджет страны на 1998 г.
- Рейтинговое агентство Moody's обнародовало заявление, в котором выражены сомнения данной организации в успешном развитии экономики Бразилии.

### Основные показатели долговых обязательств некоторых стран с развивающимися экономиками (в долларах США)

Регион	Страна	Инструмент	Дата погашения	Купонная ставка, % годовых	Цена, % от номинала	Доходность, % годовых	Изменение доходности с 28/11/97 по 31/12/97, пунктов
Латинская Америка	Аргентина	FRB	31/03/2005	6.75	89.38	10.02	-0.12
		PAR	31/03/2023	5.50	73.19	11.49	-0.44
		DISC	31/03/2023	6.88	83.00	11.48	-0.52
	Бразилия	IDUS	01/01/2001	6.81	95.12	9.60	-0.88
		EI	15/04/2006	6.88	85.88	10.50	-0.45
		DCB	15/04/2012	6.94	75.75	11.14	-0.34
	Мексика	PAR	31/12/2019	6.25	83.25	10.40	-0.42
		DISC	31/12/2019	6.88	92.50	10.27	-0.36
		UMS	15/05/2026	11.50	118.25	9.59	0.11
	Венесуэла	FLRB	31/03/2007	6.75	89.62	9.96	-0.11
		DCB	18/12/2007	6.75	89.50	9.82	-0.12
		DISC	31/03/2020	6.81	89.00	10.85	0.34
	Панама	IRB	17/07/2014	3.75	76.12	9.08	-0.38
		PDI	17/07/2016	4.00	81.25	9.02	-0.36
	Перу	PDI	07/03/2017	4.00	65.62	10.06	-0.71
FLRB		07/03/2017	3.25	58.75	10.27	-0.53	
Африка	Марокко	A	01/01/2009	6.81	86.00	10.01	-0.68
	Нигерия	PAR	15/11/2020	6.25	69.25	14.67	0.23
Азия	Филиппины	NMB	05/01/2005	6.72	91.00	9.65	0.18
		DCB	01/12/2009	6.81	88.00	9.48	-0.29
		PAR	01/12/2017	6.25	82.50	11.59	0.84
Восточная Европа	Польша	PDI	27/10/2014	4.00	86.25	7.95	-0.21
		RSTA	27/10/2024	3.25	66.75	8.57	-0.08
		PAR	27/10/2024	3.00	61.12	5.45	-3.06
	Болгария	DISC	27/10/2024	6.94	97.12	8.05	-0.45
		FLRB	28/07/2012	2.25	60.50	12.21	-0.65
		IAB	28/07/2011	6.56	73.00	11.54	-0.25
DISC	28/07/2024	6.56	76.50	12.83	-0.63		

- На встрече министров финансов стран Латинской Америки было принято решение о создании в регионе финансового наблюдательного органа во избежание кризисных ситуаций, подобных азиатской образца осени 1997 г.
- Парламент Аргентины одобрил бюджет страны на 1998 г. с дефицитом в 3.5 млрд. долл.
- Новым президентом Южной Кореи стал кандидат от оппозиции Ким Дае-Йенг.

Основным событием истекшего месяца в странах Восточной Европы, безусловно, следует признать политический кризис в Чехии, разгоревшийся вследствие скандала вокруг финансирования национальных политических партий (в частности, гражданской демократической партии). Результатом кризиса стала отставка в полном составе кабинета министров Чехии во главе с В. Клаусом, представителем упомянутой выше партии, - своеобразным политическим должжителем (этот государственный деятель возглавлял правительство страны в течение пяти лет).

Отставка правительства оказала значительное дестабилизирующее влияние на финансовые рынки Чехии. Так, индекс Пражской фондовой биржи (PRIX) опустился до рекордно низкой отметки за всю историю его существования. В дальнейшем же, после того как стал известен новый глава кабинета, а им был назначен Й. Тосовский (который, в отличие от своего предшественника, является независимым политиком), занимавший ранее пост главы центрального банка, ситуация на финансовых рынках страны несколько успокоилась. Вместе с тем об окончательной стабилизации здесь говорить пока преждевременно, так как до сих пор не известен новый состав правительства. Более того, учитывая размеры разразившегося скандала, достаточно высока вероятность проведения досрочных парламентских выборов, и это вносит дополнительный элемент неопределенности в функционирование финансового рынка страны.

Что же касается макроэкономических показателей Чехии за рассматриваемый период, то потребительские цены выросли в ноябре в стране на 0.4%, и, таким образом инфляция по потребительским ценам за 12 месяцев (начиная с ноября 1996 г.) составила 10.1%. Некоторое замедление темпов роста потребительских цен в ноябре 1997 г. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (на 0.1%) позволяет прогнозировать, что по итогам 1997 г. данный показатель не превысит отметки 10%. Кроме того, стало известно, что центральный банк Чехии принял решение перейти начиная с 1998 г. на новую систему расчета уровня инфляции. Отныне вместо индекса потребительских цен будет рассчитываться «чистая» инфляция, получаемая в результате отбрасывания ряда нерыночных параметров, определяемых центральным банком (точная методика, к сожалению, информационными агентствами не приводится). По прогнозам центрального банка страны, «чистая» инфляция по итогам 1998 г. составит 5.5–6.5% (при прогнозирувавшихся ранее 9–10%, рассчитанных по обычной методологии).

Из других событий в странах данного региона необходимо выделить одобрение парламентом Венгрии бюджета страны на 1998 г.

Согласно данному документу, дефицит государственного бюджета (исключая доходы от приватизации) составит 4.9% от ВВП. Приведенный показатель не отличается от аналогичной оценки 1997 г. - тем самым правительство Венгрии продемонстрировало уверенность в стабильном развитии экономики страны в предстоящем году.

В латиноамериканском регионе в эпицентре внимания в декабре 1997 г. находилась Бразилия. По мнению представителей международного рейтингового агентства Moody's, бразильская экономика может столкнуться с существенными трудностями в своем развитии - в основном это касается исполнения антиинфляционной программы. Также были высказаны опасения в устойчивости всей финансовой системы данной страны. Однако местные финансисты довольно спокойно отнеслись к указанному заявлению и никаких потрясений бразильский финансовый рынок не испытал. По всей видимости, текущая финансовая политика правительства Бразилии в сфере сбора налогов (учитывая недавние дополнительные меры, предпринятые в данном направлении президентом страны) достаточно эффективна для сохранения наличного кредитного рейтинга страны.

Еще одним благоприятным фактором явились при этом новые предложения Бразилии по либерализации финансовой сферы, представленные на переговорах с ВТО. Эти шаги государства выглядят вполне естественными, если принять во внимание тот факт, что в 1998 г. Бразилия планирует привлечь более 8 млрд. долл. с международного рынка заимствований, который весьма чутко реагирует на реформы упомянутого плана.

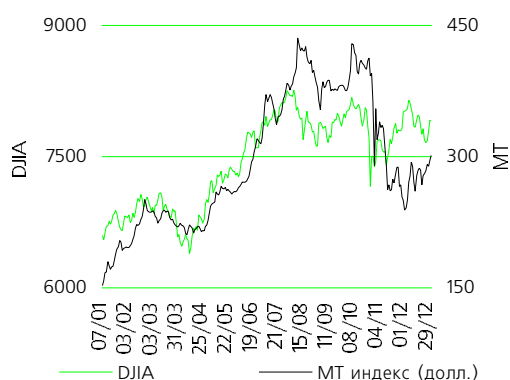
В странах Азии по-прежнему наиболее значимые события происходили в Южной Корее. Соглашение с МВФ о выделении этой стране стабилизационного займа в размере 55 млрд. долл., окончательно оформленное в начале декабря, казалось, должно было улучшить обстановку на азиатских рынках. Однако в конце месяца победа на президентских выборах в Корее кандидата от оппозиции Ким Дае-Йенга, по общему мнению, несколько осложнила взаимоотношения этой страны с руководством МВФ (основного источника финансовой поддержки), а также обострила внутриполитическое положение. Эти факторы, в свою очередь, дестабилизировали ситуацию на остальных emerging markets.

# ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

## Equity Market

Investors' strategies during the last days of the year demonstrated the traditional in the lead up to the New Year holidays tendency to buying of blue chips. The situation in the Russian equity market somewhat improved at the year's end due to a growth in prices for such stocks.

Динамика индексов MT и DJIA в 1997 г.



Динамика индексов DAX и Nikkei в 1997 г.



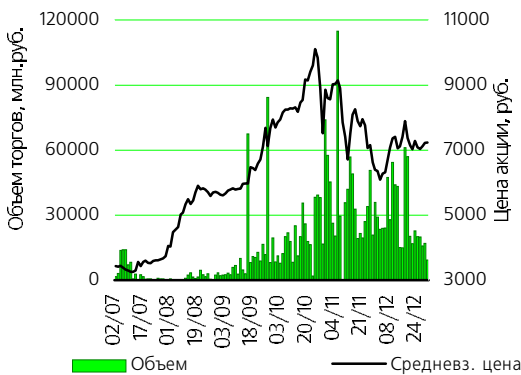
## Обзор российского фондового рынка

Подводя итоги прошедшего года, большинство аналитиков делают вывод о том, что для российского фондового рынка 1997 год оказался потерян: капитализация и ценовые показатели данного финансового сегмента в конце года снизились до уровня его начала, а доминирующей тенденцией в последние месяцы стала реструктуризация портфелей потенциальных инвесторов в направлении уменьшения в них доли фондовых активов отечественных эмитентов. Вместе с тем 1997 г. стал весьма показательным периодом с точки зрения проявления основных особенностей прогрессивно развивающегося, несмотря на произошедший в конце года спад, отечественного фондового рынка. Особенно четко обозначились за последние месяцы такие его характерные черты, как глубина инвестиционного потенциала национальных компаний, ведущая роль иностранного капитала в формировании конъюнктуры рынков их акций, а также интенсивно прогрессирующая инфраструктура фондового сегмента.

Главным же изменением прогрессивного характера в состоянии фондового института в прошедшем году, которое все-таки можно выделить по его итогам, явилась глубокая интеграция отечественного рынка акций в мировую финансовую систему. В 1997 г. около двадцати национальных компаний разместили ценные бумаги международного образца (ADR, еврооблигации и варранты) на мировых фондовых площадках, большей части из них мировыми рейтинговыми агентствами были присвоены кредитные рейтинги, и, наконец, беспрецедентным доказательством вхождения российского рынка в мировую финансовую систему стало включение акций 31 отечественной компании в инвестиционный индекс - IFC Investable - Международной финансовой корпорации.

На рост возможностей национального рынка акций в 1997 г. указывает и то обстоятельство, что впервые за все время его существования на фондовые инструменты обратили заинтересованное внимание российское правительство и руководители промышленных компаний. Для государства в минувшем году фондовый рынок оказался важным источником пополнения казны; вследствие успешного проведения аукционов и инвестиционных конкурсов по продаже федеральных пакетов ценных бумаг соответствующие доходные статьи бюджета были выполнены. У руководства же корпоративных компаний появилась реальная перспектива получения заимствований на внутреннем и внешнем фондовых рынках.

**Итоги торгов акциями РАО «Газпром» на МФБ в 1997 г.**



К позитивным особенностям российского фондового рынка, проявившимся в минувшем году, следует отнести и довольно устойчивую периодичность его развития. В 1997 г. конъюнктура рынка акций продолжала изменяться в соответствии с трехфазным временным циклом: наиболее продолжительные конъюнктурные фазы длятся здесь от 4 до 6 месяцев, среднесрочные - от 4 до 6 календарных недель и наименее продолжительные конъюнктурные периоды соответствуют 4–7 торговым сессиям. (В качестве основных признаков, по которым производилось деление временной шкалы, использовались уровень ликвидности фондового рынка и направление общего ценового тренда.) На основе данных критериев на рассматриваемом временном промежутке обозначились пять более или менее продолжительных периодов.

**Первый период** длился около полутора месяцев (*январь – середина февраля*). Существенное снижение политических и экономических рисков инвестирования было поддержано в это время поступлением на рынок больших объемов инвестиционных ресурсов. Свидетельством интенсивного роста фондового сегмента в первом периоде явилось 30%-ное повышение среднерыночного ценового индикатора.

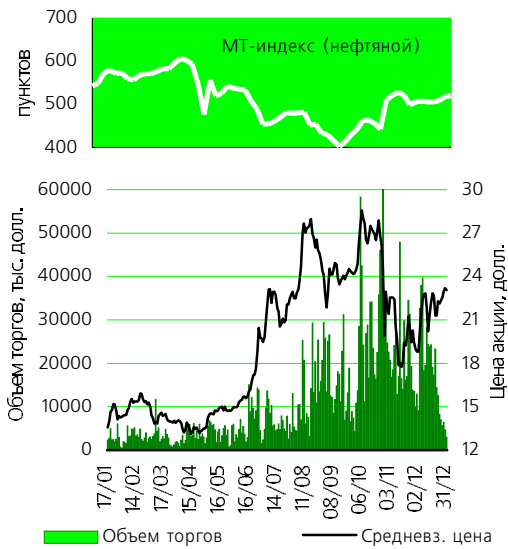
**Во втором периоде** (*конец февраля – апрель*) на рынке доминировала понижательная ценовая тенденция. Заявленное новым вице-премьером правительства Б. Немцовым намерение активизировать процесс реструктуризации естественного монополиста - РАО «ЕЭС России», а также нарастающее противостояние ведомств, регулирующих деятельность рынка акций - ЦБ РФ и ФКЦБ, способствовали формированию панических настроений у участников фондового сегмента и обусловили интенсификацию продажи корпоративных акций иностранными инвесторами. Снижение среднерыночного ценового индикатора в период спада на рынке составило более 10%.

В последующие месяцы, **май-июнь** (*третий период*), поток средств, направляемых на рынок, увеличился. Это произошло в силу нескольких причин: из-за отсутствия политических потрясений, снижения доходности альтернативных российских финансовых инструментов и благоприятных предпосылок для роста привлекательности корпоративных активов на отдельных фондовых

**События, оказавшие наибольшее влияние на конъюнктуру российского внебиржевого рынка акций в 1996 г.**



**Итоги торгов в РТС по акциям НК «ЛУКОЙЛ» в 1997 г.**

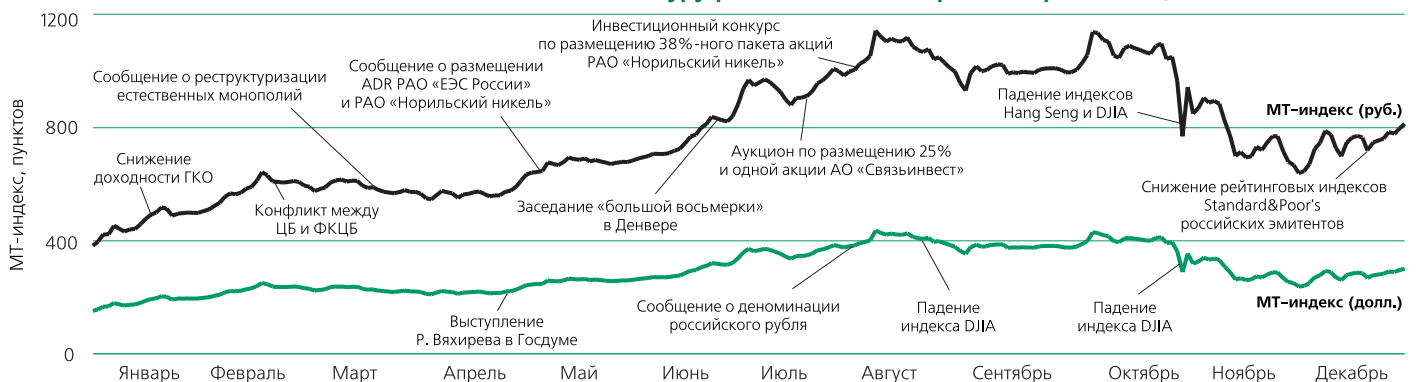


сегментах, созданных усилиями производственных менеджеров. В результате активизации в этот период инвестиционного процесса средний уровень цен акций российских компаний повысился с января по август на 200%, количество эмитентов, чьи акции были признаны ликвидными, возросло до 250, а капитализация рынка достигла 110–120 млрд. долл.

В августе-октябре (четвертый период) высокая доля иностранных инвестиций, осуществленных в национальный фондовый рынок ранее, во время ценового роста, заявила о себе увеличением степени зависимости конъюнктуры отечественного фондового сегмента от воздействия внешних обстоятельств - прежде всего от динамики мировых фондовых рынков. В первую волну всеобщего финансового кризиса (15–18 августа) российский рынок продемонстрировал относительно высокую устойчивость: снижение его ценового индикатора в дни кризиса составило лишь 3% (по сравнению с почти 10%-ным падением котировок крупнейших фондовых рынков), и уже в начале сентября утраченные корпоративными бумагами позиции были полностью восстановлены. Но во время второй, более мощной, кризисной волны (24–30 октября) обвала отечественного фондового рынка избежать не удалось, 28 октября было зарегистрировано рекордное за всю историю его существования падение ценового индикатора национальных компаний - 20%.

В начале пятого периода (ноябрь-декабрь), несмотря на экстраординарные меры, к которым прибегли органы, координирующие деятельность национального рынка корпоративных бумаг, фондовый кризис в стране все еще продолжался. В результате к концу ноября среднерыночный ценовой показатель понизился до уровня, характеризовавшего фондовый сегмент в конце апреля - начале мая 1997 г. При этом сыграли роль две актуализировавшиеся в дни октябрьского кризиса тенденции: во-первых, к перераспределению инвестиционных средств нерезидентов с развивающихся рынков в пользу ценных бумаг с фиксированным доходом экономически развитых стран (прежде всего облигаций казначейства США), а во-вторых - средств отечественных коммерческих банков в пользу ГКО/ОФЗ, валютных и срочных финансовых инструментов.

**События, оказавшие наибольшее влияние на конъюнктуру российского внебиржевого рынка акций в 1997 г.**



Сравнительная доходность наиболее ликвидных акций в РТС в 1997 г.

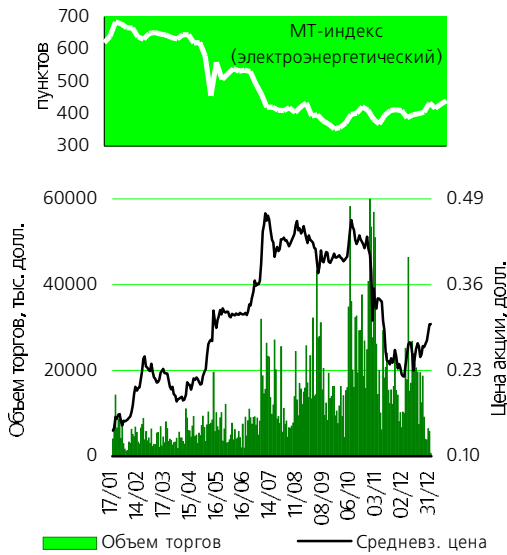
Эмитент	Доходность, % годовых в долл. США											
	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	Июнь	Июль	Август	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь
<b>Нефтегазовая промышленность</b>												
Газпром	473.59	536.17	14.12	-83.72	-43.13	-70.02	215.26	483.26	477.38	99.584	-302.7	155.53
Коминнефть	397.24	509.84	370.91	133.33	60.00	-42.86	577.78	-140.00	90.57	-200.00	-88.42	22.36
ЛУКОЙл	197.88	46.25	-53.44	3.39	60.85	378.82	187.67	0.00	97.80	-130.51	-152.47	253.19
Мегионнефтегаз	806.25	228.79	-139.4	-57.55	98.51	283.45	389.96	-252.63	124.80	-200.00	-408.70	74.58
Нижневартовскнефтегаз	0.00	37.50	109.09	-200.00	320.00	-303.1	4715.49	-171.43	220.00	236.62	-127.06	-430.99
Оренбургнефть	488.89	694.74	-20.00	-101.69	244.44	64.62	289.05	-56.47	22.22	-130.91	-289.80	-38.95
Пурнефтегаз	420.00	263.25	215.89	-23.76	-24.24	197.94	456.64	261.54	88.42	105.88	-518.92	164.85
Сургутнефтегаз	203.59	487.37	-82.28	-46.12	202.44	274.78	186.79	-200.82	-926.47	-180.65	-185.32	197.62
Татнефть	381.94	219.25	-49.66	56.98	176.37	337.72	142.43	103.26	265.85	-89.17	-191.84	184.54
Томскнефть	322.58	335.59	397.35	-29.85	122.45	355.56	621.43	-211.76	82.29	-60.96	-192.68	-35.42
Черногорнефть	257.14	-4.71	-179.5	-166.67	64.52	97.96	384.91	-85.71	46.15	44.44	-225.00	69.77
Юганскнефтегаз	240.00	215.00	8.48	-5.05	-7.61	134.47	1409.69	-492.67	253.73	-325.26	-270.42	55.56
<b>Электроэнергетика</b>												
ЕЭС России	737.50	569.81	-193.7	427.54	263.08	169.97	189.33	-63.01	6.05	-207.52	-378.18	338.37
Иркутскэнерго	1056.00	-51.06	-57.78	-51.36	134.15	293.97	7.05	-122.63	72.20	-158.28	-345.58	-54.92
Красноярскэнерго	960.00	430.00	-144.7	4.19	65.35	-195.1	525.98	-94.16	118.81	-335.14	-468.00	282.00
Ленэнерго	611.92	652.63	-13.64	13.79	-47.73	-21.30	231.33	-96.97	171.43	-80.77	-531.96	211.76
Мосэнерго	460.66	-37.81	-88.26	2.75	-45.70	131.12	123.34	-7.77	66.45	-96.30	-320.13	160.97
Новосибирскэнерго	381.82	928.55	-42.92	38.71	135.00	991.01	830.77	-109.09	-120.00	-223.33	-298.98	96.00
Пермьэнерго	338.46	706.67	-75.52	-98.51	128.86	436.36	520.00	-102.33	-142.37	-992.31	-526.67	62.71
Самараэнерго	187.50	149.19	80.77	10.81	-11.11	82.99	562.24	142.86	-114.89	-176.75	-206.62	81.95
Свердловскэнерго	311.39	705.53	-104.8	-172.26	105.37	191.93	156.19	86.20	126.38	-345.33	-291.89	32.14
<b>Телекоммуникация</b>												
МГТС	195.92	-1198.0	0.00	42.86	82.76	301.94	207.22	145.05	-75.29	-95.40	-375.90	116.46
НГТС	157.30	2217.22	279.07	-54.34	62.50	211.49	496.97	171.43	-37.50	80.00	0.00	-142.50
Ростелеком	460.80	163.01	-9.16	-30.77	-3.16	28.50	330.93	-163.64	-21.05	-231.43	-293.81	352.06
СПбГТС	235.51	281.25	15.19	78.75	-38.71	29.09	681.66	-244.53	85.31	-111.50	-556.10	354.55
<b>Металлургия</b>												
Красноярский алюминий	0.00	0.00	-12.96	-144.10	0.00	0.00	247.15	486.42	29.87	154.29	-440.50	312.00
Магнитогорский металлургический комбинат	0.00	0.00	173.13	0.00	-153.9	-176.6	905.26	2000.00	75.00	-28.24	-202.40	-156.50
Новолипецкий металлургический комбинат	0.00	80.00	105.00	331.03	97.30	1450.00	90.57	-357.90	0.00	0.00	0.00	420.00
Норильский никель	244.40	65.85	-171.6	-24.79	163.75	518.18	742.86	-270.59	65.82	-302.40	-417.11	21.64
<b>Машиностроение</b>												
ГАЗ	426.67	-157.38	667.92	196.36	131.25	602.82	-18.75	201.90	678.26	-158.33	-264.00	125.90
Ижорские заводы	225.90	2502.93	-54.55	171.43	0.00	400.00	252.00	0.00	0.00	0.00	-268.24	119.52
КамАЗ	133.33	0.00	142.22	-99.34	56.32	537.93	657.14	-36.92	247.62	-252.63	-572.00	147.21

Сравнительная доходность наиболее ликвидных акций в РТС в 1997 г. (продолжение)

Доходность за 1997 г., % годовых в долл. США	Курсовая стоимость акции на 31/12/97, долл. США	Объем торгов за 1997 г., млн. долл. США	Капитализация на 30/12/97, млн. долл. США	Удельный вес в капитализации сектора, %
0.00	10.5	16.42	304.52	0.55
257.41	1.21	432.16	28598.87	51.73
168.97	3.9	20.48	148.30	0.27
88.16	23.1	2748.52	15462.02	27.97
51.56	5.2	147.55	517.27	0.94
462.50	45	14.98	310.83	0.56
87.04	5.05	32.51	369.28	0.67
198.08	7.92	90.69	661.51	1.20
97.11	0.1975	793.48	4754.96	8.60
203.23	145	329.40	3115.53	5.64
179.57	13	69.27	404.44	0.73
40.00	14.75	147.86	565.36	1.02
36.67	0.1975	328.39	945.26	5.15
35.00	0.27	78.65	180.05	0.98
127.81	0.86	40.27	555.72	3.03
17.54	1.269	1507.26	3210.24	17.48
74.19	10.8	11.84	146.06	0.80
-8.91	4.6	20.14	182.58	0.99
-40.43	0.56	17.32	280.55	1.53
-13.08	0.565	45.48	298.26	1.62
201.25	0.3	3101.38	12312.53	67.03
76.87	1350	53.44	1293.23	30.31
57.78	71	8.99	109.98	2.58
29.20	3.55	823.64	2328.54	54.57
33.18	1.425	35.23	535.20	12.54
36.07	15.75	-	212.29	10.73
198.51	30	-	199.32	10.07
13.03	6.35	319.15	588.73	29.76
260.00	135	-	808.28	40.86
60.49	1.505	52.91	188.13	17.32
10.42	106	74.52	494.03	45.50
46.75	80	14.46	73.07	6.73

# ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

## Итоги торгов в РТС по акциям РАО «ЕЭС России» в 1997 г.



Стартовыми характеристиками рынка к началу декабря 1997 г., таким образом, явились низкий уровень капитализации - 63–70 млрд. долл., крайне невысокая ликвидность фондовых активов и преобладание в динамике ценовых показателей акций понижающей тенденции.

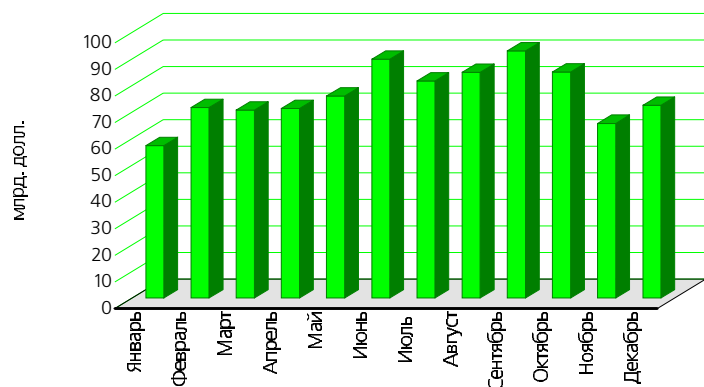
В последнем месяце года движущей силой рынка по-прежнему оставался иностранный капитал, а доминирующим фактором - ситуация на мировых финансовых рынках. Поскольку проведение наиболее важных для российской фондовой системы мероприятий (имеются в виду инвестиционные конкурсы и аукционы по продаже ценных бумаг стратегических компаний ТЭК, размещение ценных бумаг международного образца отечественных эмитентов на западных рынках) было перенесено на 1998 г., то факторы локального, а также макроэкономического масштаба оказались не в состоянии в последние недели уходящего года повлиять на настроения участников предпраздничных торгов. К названным же факторам относились ожидание повышения ставки рефинансирования ЦБ РФ и выделения МВФ очередного транша кредита, приближение срока деноминации и т. п.

В динамике конъюнктуры также сохранился традиционный для рынка временной цикл, когда краткосрочные конъюнктурные периоды длятся на фондовом сегменте в течение 4–7 торговых сессий. В соответствии с ним в последнем месяце прошедшего года выделялись три короткие конъюнктурные волны.

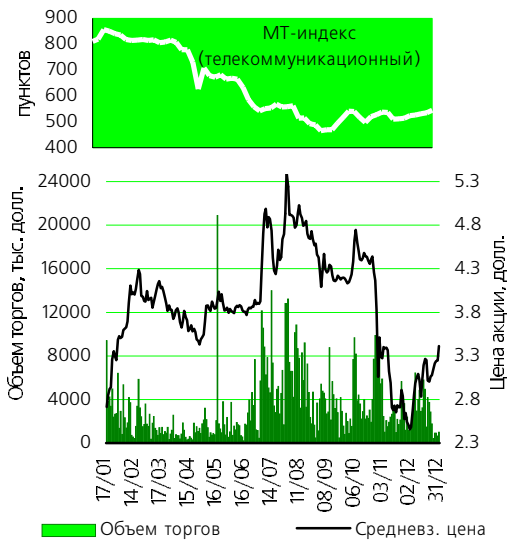
- **Первая** охватывает временной интервал 2–11 декабря. 2 декабря на настроения иностранных участников рынка оказал сильное психологическое воздействие резонанс двух событий - повышения индекса DJIA выше 8000-ной отметки и достижения ценовыми показателями внутренних акций АО «Мосэнерго» критически низкого уровня (цена в 1.0–1.01 долл., по которой в самом начале торгов в этот день были заключены реальные сделки по акциям АО, соответствовала уровню, зафиксированному на рынке в июне, сентябре и декабре 1996 г.).

При этом было положено начало интенсивному витку роста цен и, одновременно, многократному увеличению объемов торгов. Приобретая сверхдешевые ценные бумаги российских компаний, западные инвестиционные структуры способствовали тем самым

## Капитализация российского фондового рынка в 1997 г.



**Итоги торгов в РТС по акциям АО «Ростелеком» в 1997 г.**

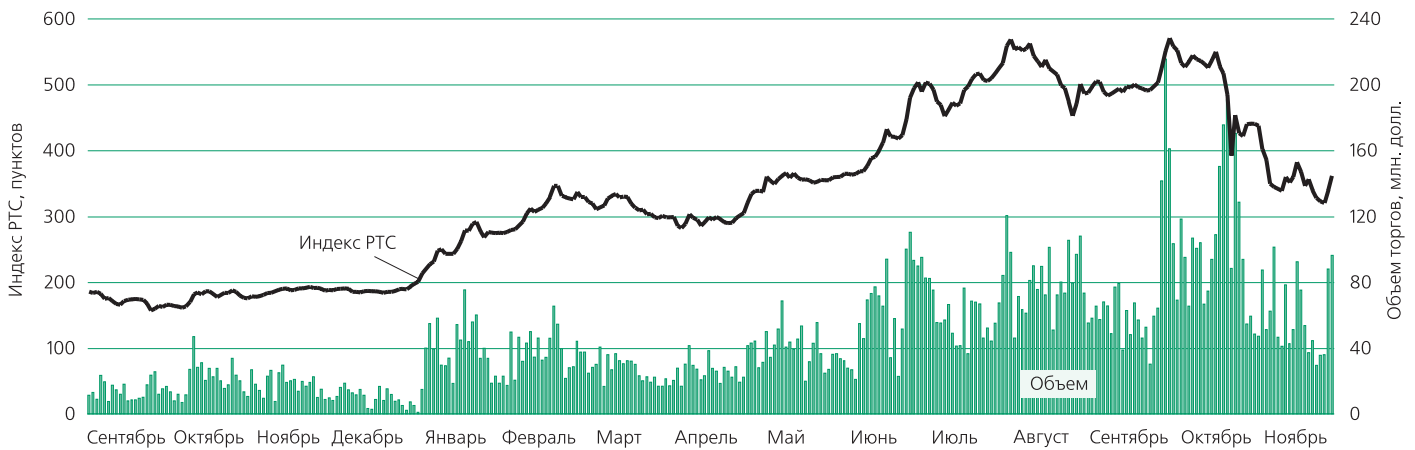


устойчивому (на 6% ежедневно) их удорожанию. Своей верхней точки конъюнктурная волна достигла 8 декабря; за ней, по обыкновению, последовал спад рыночной активности.

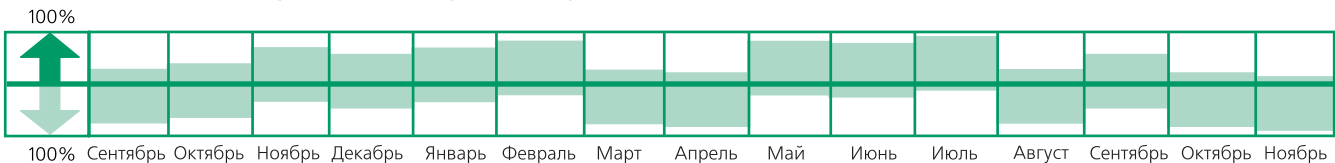
- Вторая** конъюнктурная фаза фиксировалась в период с 15 по 22 декабря. Она, как и первая, была спровоцирована регулярно поступающими сообщениями о росте ценовых индикаторов ведущих американских, европейских и южноазиатских фондовых бирж. Соответственно, 15–17 декабря заметно активизировался процесс приобретения нерезидентами российских ценных бумаг. При этом, согласно традиционной предновогодней тенденции к реструктуризации фондовых портфелей в пользу наименее рискованных акций, спрос предъявлялся главным образом на корпоративные ценные бумаги с наивысшим инвестиционным рейтингом (РАО «ЕЭС России», НК «ЛУКОЙЛ», АО «Мосэнерго», АО «Сургутнефтегаз» и НК «Татнефть»). Операции с акциями перечисленных эмитентов обеспечили в обозначенный период 90% оборота «организованного» фондового сегмента, а прирост ценового уровня данных акций составил около 13.5%.

В дальнейшем настроения операторов рынка изменились. Это произошло под влиянием нескольких факторов. Основные из них - информация об ухудшении инвестиционного климата на мировых фондовых площадках, неудовлетворительное состояние здоровья президента РФ Б. Ельцина и сообщение о снижении outlook инвестиционных рейтингов Standard&Poors четырех российских эмитентов - АО «Мосэнерго», АО «Ростелеком», НК «ЛУКОЙЛ», АО «МГТС» - со «стабильного» до «негативного».

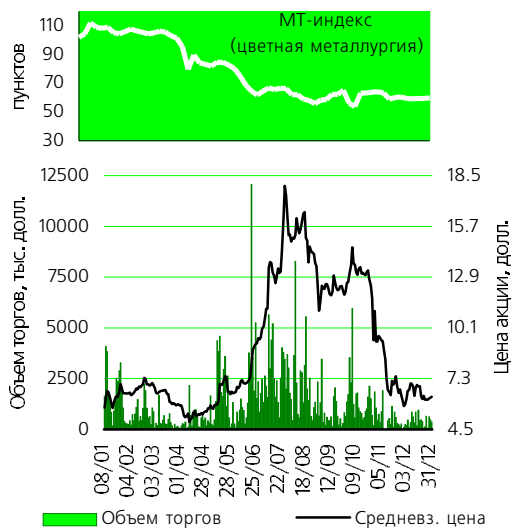
**Итоги торгов в РТС и доля акций, котируемых в системе, стоимость которых в октябре 1996 г. — декабре 1997 г. повышалась (понижалась)**



**Доля акций, стоимость которых повышалась (понижалась)**



## Итоги торгов в РТС по акциям РАО «Норильский никель» в 1997 г.



- И наконец, *третья* конъюнктурная волна началась 23 декабря и завершилась уже в первых числах нового 1998 г. Конец декабря на российском фондовом рынке, таким образом, оказался вполне ординарным завершением года, т.е. в середине третьей декады месяца большинство иностранных участников закрыли свои торговые позиции и существенно сократилась доля отечественных заемных средств, направляемых на фондовый сегмент. В процессе же инвестирования оставшихся на рынке свободных ресурсов в последних числах года проявилась традиционная предновогодняя тенденция — к приобретению наиболее ликвидных акций первого эшелона. Благодаря росту цен последних (+7%) позиции фондового рынка к концу месяца несколько укрепились.

Итак, к концу обозначенного нами пятого долговременного периода (ноябрь-декабрь), 31 декабря, значение качественного (ценового) индикатора российского рынка акций соответствовало показателю, зафиксированному здесь в конце июня 1997 г. Это почти на 100% превысило величину аналогичного индикатора начала года и на 30% оказалось ниже его максимального значения (6 октября 1997 г.). Величина количественного (объемного) показателя «организованных» фондовых площадок в 1997 г. выразилась в сумме примерно 15 млрд. долл., в пять раз превысив значение аналогичного индикатора в предшествующем — 1996 г.

## Прогноз

Ситуация на рынке акций в январе 1998 г., по мнению экспертов «ФР», будет формироваться под воздействием внешних влияющих факторов. Поскольку предпосылки к существенному улучшению конъюнктуры мировых фондовых рынков в начале года отсутствовали, динамика индикаторов отечественных фондовых инструментов, скорее всего, будет носить неустойчивый характер. Большинство участников рынка в этот период, по-видимому, будут воздерживаться от активных фондовых операций. Их внимание будет обращено главным образом на ценные бумаги категории blue chips (РАО «ЕЭС России», АО «Мосэнерго», АО «Сургутнефтегаз», НК «ЛУКОЙЛ», АО «Ростелеком»); секторы же акций второго и третьего эшелонов в предстоящем месяце будут характеризоваться низкими торговыми оборотами и высоким спрэдом между ценами покупки и продажи этих ценных бумаг. В зависимости от внешних обстоятельств, которые будут влиять на фондовую конъюнктуру в январе, эксперты «ФР» оценивают максимальное изменение среднего стоимостного уровня на «организованном» рынке акций в  $\pm 20\%$ .

Несмотря на то что инвестиционные конкурсы и аукционы по продаже федеральных пакетов ценных бумаг стратегических компаний, а также ряд эмиссий корпоративных акций были перенесены, в связи с известными форс-мажорными обстоятельствами, с октября-декабря 1997 г. на январь наступившего года, до окончательного принятия бюджета-98 правительство вряд ли посчитает целесообразным проведение подобных мероприятий. Поэтому активность первичного рынка российских акций в ближайший месяц будет крайне низкой.