

ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

Foreign Exchange Market

The situation on the foreign exchange market worsened in January 1998 and then stabilized in February. There was even a slight decrease in the ruble rate during that period.

The situation on the foreign exchange market is likely to be stable in March. During that period, the ruble rate is likely to stabilize or even decrease slightly while the Central Bank will most probably replenish its foreign exchange reserves. The possibility of downgrading Russia's credit rating will be the main negative factor that can reduce the flow of foreign capital to the Russian market and destabilize Russia's foreign exchange market. If this happens, the inflow of funds to Russia will hardly increase. This will affect fluctuations of the ruble rate.

Обзор валютного рынка

Положение на валютном рынке в феврале 1998 г., после январского обострения, несколько стабилизировалось — по итогам истекшего месяца на рынке было зафиксировано даже снижение обменного курса рубля. Основными причинами улучшения ситуации на исследуемом сегменте финансового рынка следует считать следующие обстоятельства:

- Некоторое уменьшение в феврале спроса на наличную иностранную валюту со стороны населения. Это изменение было вполне традиционным, поскольку в первый месяц года происходит сезонный рост сбережений физических лиц в иностранной валюте, связанный с производимыми в конце предыдущего года дополнительными выплатами, в последующие же месяцы объем покупаемой населением наличной иностранной валюты, как правило, возвращается к прежнему уровню.
- Активизация притока средств внешних инвесторов на внутрироссийский финансовый рынок, в частности на сегмент государственных облигаций. К февралю многие операторы-нерезиденты уже определили для себя основные направления предстоящего инвестирования и приступили к его осуществлению. По официальным данным, приток «внешних» средств на рынок ГКО/ОФЗ за три недели февраля на 10% превышал январский уровень.
- Изменение нормативов обязательного резервирования по привлеченным ресурсам в рублях и иностранной валюте. С 1 февраля Банк России установил единый норматив обязатель-

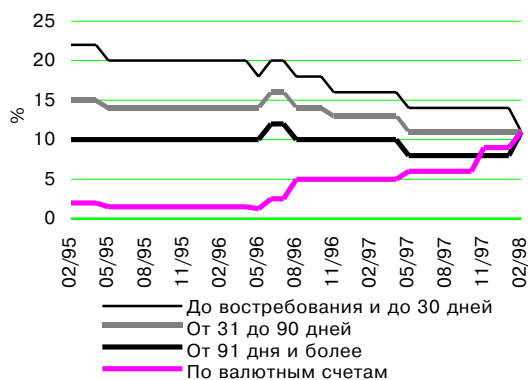
Параметры обменного курса рубля к доллару США

	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98
Средневзвешенный курс ММВБ, руб./USD	5765.6	5786.9	5820.7	5852.5	5881.0	5912.5	5942.1	6.0200	6.0456
Курс ММВБ на конец месяца, руб./USD	5766	5809	5840	5863.5	5900	5926	5974	6.0475	6.0450
Изменение биржевого курса за месяц, %	-0.02	0.75	0.53	0.40	0.62	0.44	0.81	1.23	-0.04
Официальный курс, руб./USD	5782	5800	5830	5861	5887	5919	5960	6.0260	6.0720
Изменение официального курса за месяц, %	0.16	0.31	0.52	0.53	0.44	0.54	0.69	1.11	0.76
Реальное укрепление рубля за месяц*, %	0.94	0.59	-0.61	-0.83	-0.24	0.06	0.31	0.39	0.14
Реальное укрепление рубля, накопленное с начала года, %	4.31	4.93	4.28	3.42	3.17	3.23	3.54	0.39	1.64

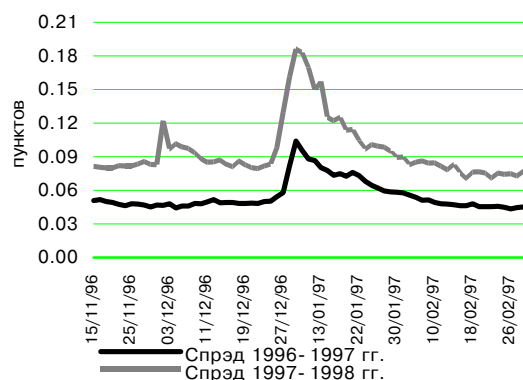
* – Без учета инфляции в США, рассчитывается исходя из курса ЦБ

ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

Нормативы обязательных резервов кредитных организаций по счетам в рублях (в зависимости от вида вкладов) и в иностранной валюте



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



* – В денонмированных рублях

ных отчислений в резервный фонд ЦБР по привлеченным средствам в рублях и в иностранной валюте в размере 11%. Напомним, что Центробанк на протяжении последних лет в рамках проводимой политики дедолларизации российской экономики сближал нормативы по счетам в рублях и иностранной валюте. В результате норма отчислений по валютным счетам была увеличена за это время с 1.25 до 11%, а по рублевым счетам снижена: с 18 до 11% – по счетам до востребования и с 14 до 11% – по обязательствам от 31 до 90 дней. Следствием подобных мер, как правило, является перераспределение интереса операторов финансового рынка в пользу инструментов, эмитированных в национальной валюте.

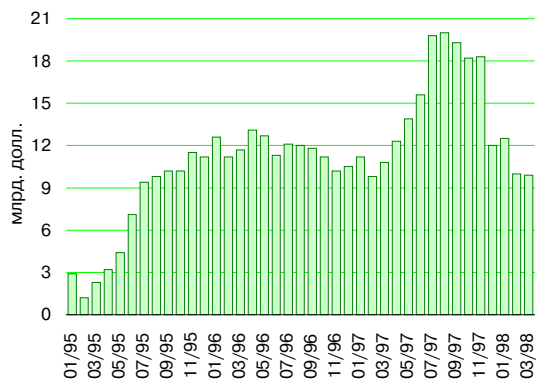
- Определенное влияние на рост привлекательности инвестиций в рублевые инструменты (в частности, в ГКО/ОФЗ) и, соответственно, на снижение интереса к валютным вложениям оказали меры, воздействующие на уровень процентных ставок на рынке. В условиях сохраняющейся нестабильности на финансовых рынках ЦБР 2 февраля принял решение повысить (до 42% годовых) ставку рефинансирования. Произшедшее затем относительное улучшение обстановки на финансовом рынке позволило Банку России следовать ранее провозглашенной им политике понижения общего уровня ставок, согласно которой к концу текущего года доходность гособлигаций должна снизиться до 16–18% годовых. В соответствии с этим курсом с 17 февраля ставка рефинансирования и ставки по ломбардным кредитам были понижены до 39% годовых, а со 2 марта – до 36% годовых.

Решительные действия, предпринятые властями в условиях напряженной ситуации на финансовом рынке, усиливают уверенность его участников в реальности последующего снижения процентных ставок, и это, естественно, повышает интерес к краткосрочным операциям с рублевыми инструментами и предоставляет субъектам рынка удачную возможность для долгосрочных вложений под более привлекательную доходность.

Динамика курсов валют на ММВБ

	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98
Немецкая марка									
Средневзвешенный курс, руб./DM	3341	3239	3170	3282	3349	3424	3351	3.3310	3.3261
Курс на конец месяца, руб./DM	3321	3170	3262	3322	3424	3380	3384	3.3160	3.3449
Прирост курса за месяц, %	-2.04	-4.55	2.90	1.84	3.07	-1.29	0.12	-2.01	0.87
Кросс-курс к доллару на конец месяца, DM/USD	1.74	1.83	1.79	1.77	1.72	1.75	1.77	1.82	1.81
Английский фунт стерлингов									
Средневзвешенный курс, руб./GBP	9539	9777	9425	9386	9636	10033	9928	9.9483	10.0032
Курс на конец месяца, руб./GBP	9610	9535	9460	9503	9940	9960	10005	10.0000	9.8210
Прирост курса за месяц, %	1.47	-0.78	-0.79	0.45	4.60	0.20	0.45	-0.05	-1.79
Кросс-курс к доллару на конец месяца, USD/GBP	1.67	1.64	1.62	1.62	1.68	1.68	1.67	1.65	1.62

**Динамика валютных резервов ЦБР
(на начало месяца)**



Сочетание всех вышеуказанных факторов предопределило то, что на протяжении практически всего месяца обменный курс рубля колебался в рамках ежедневно устанавливаемого Банком России «коридора», не выходя за его верхнюю границу, и это не только способствовало сохранению резервных активов ЦБР, но и создавало условия для их пополнения (особенно в последние дни месяца).

На февральскую конъюнктуру *срочного сегмента* валютного рынка определенное влияние оказали последствия произошедшего в 1997 г. финансового кризиса. Дело в том, что российские операторы при заключении форвардных сделок с нерезидентами в прошлом году не всегда пользовались возможностью заключать компенсирующие сделки с Банком России. Закладывая, как правило, достаточный, по их прогнозам, темп возможного увеличения обменного курса рубля, отечественные участники срочного рынка получали значительную прибыль от подобных операций. Однако в результате финансового кризиса в январе 1998 г. Банком России было допущено значительное ускорение роста обменного курса рубля. Произошедшее изменение курсовой динамики не только не позволяло российским операторам получить прибыль, но и обуславливало убыточность большинства их форвардных сделок с нерезидентами. Положение обострилось из-за опасений многих участников срочного рынка, связанных с возможностью неисполнения их контрагентами своих обязательств.

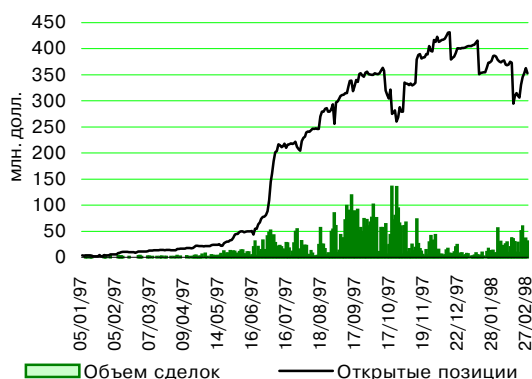
Объявление ММВБ и ряда крупнейших банков об организации в секции срочного рынка ММВБ пула маркет-мейкеров (2 февраля) оказалось в этих условиях весьма своевременным. Активизация торгов в срочной секции ММВБ, достаточно надежной биржи, может явиться некоторой альтернативой форвардным контрактам, заключавшимся ранее Банком России.

Введение новых принципов работы срочной секции ММВБ с первых же дней привело к оживлению торговли срочными валютными инструментами: если в январе объем торгов по ним составлял около 96.5 млн. долл., то в феврале он вырос в 6 раз, достигнув 574.4 млн. долл. В настоящее время внимание операторов

Динамика курсов валют на ММВБ

	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98
Французский франк									
Средневзвешенный курс, руб./FRF	993	962	947	972	996	1026	1015	1.0011	0.9950
Курс на конец месяца, руб./FRF	988	942	985	994	1042	1010	1026	0.9920	1.0200
Прирост курса за месяц, %	-1.89	-4.66	4.56	0.91	4.83	-3.07	1.58	-3.31	2.82
Кросс-курс к доллару на конец месяца, FRF/USD	5.84	6.17	5.93	5.90	5.66	5.87	5.82	6.10	5.93
	06/97	07/97	08/97	09/97	10/97	11/97	12/97	01/98	02/98
Швейцарский франк									
Средневзвешенный курс, руб./CHF	4008	3965	3895	3926	4059	4251	4204	4.1163	4.1651
Курс на конец месяца, руб./CHF	4143	3845	3907	4003	4192	4260	4215	4.1800	4.1100
Прирост курса за месяц, %	0.00	-7.19	1.61	2.46	4.72	1.62	-1.06	-0.83	-1.67
Кросс-курс к доллару на конец месяца, CHF/USD	1.39	1.51	1.49	1.46	1.41	1.39	1.42	1.45	1.47

Итоги торгов фьючерсными контрактами на курс доллара США на ММВБ



срочного рынка сосредоточено в основном на контрактах с ближним сроком исполнения — на них приходится более половины объема открытых позиций. Наименьший же интерес — около 16% — вызывают фьючерсы со средним сроком исполнения (от 3 до 6 месяцев). По сравнению с началом года произошло некоторое смещение интереса операторов в направлении более долгосрочных инструментов: если в январе доля открытых позиций по контрактам со сроком исполнения свыше 6 месяцев составляла 2–3% от общего объема, то к концу февраля она превысила 30%.

Прогноз

Обращаясь к развитию событий на валютном рынке в прошлом году, мы видим, что первое полугодие 1997 г. характеризовалось увеличением притока на валютный сегмент средств нерезидентов и, как следствие, устойчивостью его положения. Естественно, что после мирового кризиса конъюнктура рынка изменилась, однако о возможном повторении прошлогодних событий говорят несколько обстоятельств.

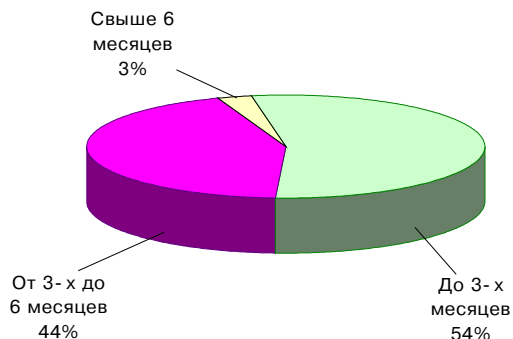
Во-первых, возросший уровень доходности на рынке ГКО/ОФЗ и твердое намерение монетарных властей проводить политику снижения стоимости обслуживания госдолга. Начавшаяся в феврале активизация поступлений «внешних» средств на рынок гособлигаций свидетельствует о привлекательности установившегося уровня ставок по госбумагам.

Во-вторых, приоритетность политики «стабильного рубля», не раз подтверждавшаяся монетарными властями. Плавная динамика курсового индикатора и достижение им отметки 6.2 руб./долл. лишь к концу года позволит внешним инвесторам получить от операций с гособлигациями достаточно высокую доходность (выраженную в валюте).

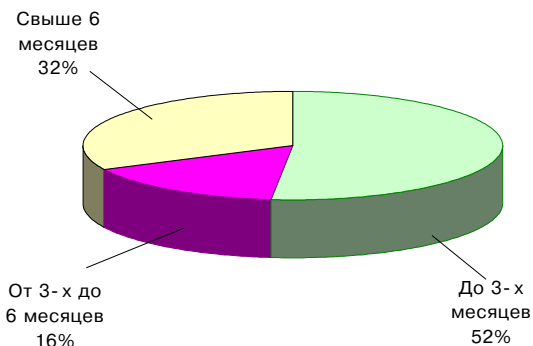
В-третьих, неизменность кредитного рейтинга России. По мнению экспертов АЛ «Веди», ведущие рейтинговые агентства скорее всего оставят текущий рейтинг РФ без изменения, тем самым повысив инвестиционную привлекательность российских финансовых инструментов.

Структура открытых позиций фьючерсных контрактов, заключаемых в срочной секции ММВБ (в зависимости от срока исполнения):

На начало 1998 г.



На конец февраля 1998 г.



В случае реализации данного сценария в марте возможна не только стабилизация обменного курса рубля – выражаемая в его неизменности или даже незначительном снижении по итогам месяца, – но и пополнение Банком России своих валютных резервов. Напомним, что в прошлом году прирост резервных активов ЦБР в иностранной валюте составил в феврале-марте около 2.5 млрд. долл., что соответствует оценочному показателю притока средств внешних инвесторов на рынок в этот период (чуть менее 2.4 млрд. долл.).

Основным негативным фактором, способным значительно сократить поступление на внутрироссийский рынок «внешних» средств, следует считать вероятность снижения кредитного рейтинга страны. В данном случае заметной активизации притока в Россию «внешних» средств, по всей видимости, не произойдет, что соответствующим образом скажется на динамике обменного курса рубля.