



Виктория Мишина

Главный специалист Информационно-аналитического управления ММВБ

РЫНОК ЕВРО: ПРЕДПОСЫЛКИ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ

С момента своего введения в 1999 г. евро стал международной валютой, заменив национальные валюты 11 стран еврозоны. С тех пор прошло более 10 лет, и все это время единая европейская валюта постоянно расширяла свое представительство на мировом рынке. К 2005 г. евро стал самой популярной валютой на международном рынке капиталов, долговые обязательства, выраженные в евро, впервые превысили обязательства, номинированные в долларах. В 2006 г. стоимость банкнот евро, находящихся в обращении, превысила стоимость всех банкнот доллара США. Евро устойчиво занимает второе место в резервах центральных банков мира, в операциях на товарных и валютных рынках. В России до недавнего времени существовало определенное противоречие между масштабом экономических связей с европейскими странами и использованием евро в реальных операциях российских контрагентов. Как ни парадоксально, но именно в период кризиса рынок евро в России начал наверстывать упущенное и наращивать обороты и рыночную долю.

ДИНАМИКА И СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ С ЕВРО НА МИРОВОМ РЫНКЕ

До начала финансового кризиса объем операций с евро на мировом рынке Forex устойчиво рос. Например, за 2001–2007 гг. среднедневные обороты пары евро-доллар увеличились в 2,4 раза и достигли 840 млрд долл. в день (табл. 1). Доля сегмента евро-доллар на российском рынке составляла 28–29%, что соответствовало «среднемировому» показателю.

С началом же финансового кризиса наиболее ликвидная валютная пара мирового рынка евро-доллар начала укреплять свои позиции с апреля по октябрь 2008 г. Доля операций евро-доллар на валютном рынке Великобритании¹ выросла с 32 до 33% и на рынке США² – с 33 до 35%.

Чтобы понять отличие российских показателей операций с евро от мировых пропорций, а так же их дальнейших изменений, необходимо провести сравнение со странами наиболее близкими по структуре внешнеэкономических связей.

Структура российского рынка существенно отличалась от показателей стран Центральной и Южной Америки и Юго-Восточной Азии, где в 2007 г. на операции национальных валют с долларом приходилось 60–90% общего оборота валютного рынка. Соответственно, доля сделок евро-доллар находилась на уровне 8–14% в Канаде, Японии, Австралии, Гонконге, Тайване, Таиланде, Новой Зеландии, Бразилии и не превышала 5% в Корею, Малайзии, Аргентине, Чили, Колумбии. Прямые операции «национальная валюта-

евро» во всех этих регионах составляли не более 1% валютного рынка страны.

Россия, несмотря на высокую долю внешнеторгового оборота, приходящегося на Европу, по операциям с европейской валютой все же далека от стран, входящих в еврозону. Для них характерен очень высокий удельный вес сегмента евро-доллар: порядка 32–35% в Финляндии и Нидерландах, более 40% в Австрии, Франции, Германии, более 50% в Португалии и Люксембурге и более 60% в Италии и Испании.

Наиболее близки к России с точки зрения структуры внешнеэкономических связей страны Европы и Скандинавии, не вошедшие в зону евро (табл. 2).

В большинстве стран ЦВЕ и Швеции сложилась достаточно пропорциональная структура валютного рынка: 10–20% состав-

¹ Foreign Exchange Joint Standing Committee UK (FXJSC), SEMI-ANNUAL FOREIGN EXCHANGE VOLUME SURVEY, April 2008, October 2008.

² Foreign Exchange Committee USA (FXC), SEMI-ANNUAL FOREIGN EXCHANGE VOLUME SURVEY, April 2008, October 2008.



ляли операции евро-доллар, 20–30% — сделки «национальная валюта-евро».

Внешнеторговая модель, которая в большей степени ориентированная на долларовую экспортную выручку, характерна для России, Норвегии и Турции. Доля операций «евро-национальная валюта» в этих странах невысока: в Турции и Норвегии — 8%, в России — до недавнего времени не превышала 2%.

Таким образом, до кризиса Россия имела один из наименее развитых рынков «евро-национальная валюта» и, соответственно, более высокий потенциал его развития. Кризис стимулировал усиление роли евро на российском рынке: в IV квартале 2008 г. доля операций евро-рубль увеличилась до 4%, а в феврале 2009 г. уже превысила 12%.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЕВРО В РОССИИ

Усиление роли евро на российском рынке имеет серьезные макроэкономические предпосылки.

Евро — валюта внешнеторговых контрактов

Страны ЕС являются важнейшими торговыми партнерами России — на них приходится более 52% объема внешней торговли (рис. 1). Растет доля российской экспортной выручки в евро.

Рис. 1. СТРУКТУРА ВНЕШНЕТОРГОВОГО ОБОРОТА РОССИИ В 2008 г.
(по данным Федеральной таможенной службы РФ)

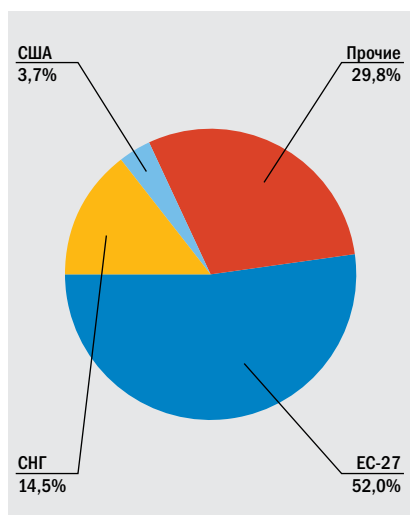


Таблица 1. СРЕДНЕДНЕВНОЙ ОБОРОТ МИРОВОГО РЫНКА ПО ВАЛЮТНЫМ ПАРАМ³

	2001 г.		2004 г.		2007 г.	
	млрд долл.	%	млрд долл.	%	млрд долл.	%
Доллар США-евро	354	30	501	28	840	27
Доллар США-иена	231	20	296	17	397	13
Доллар США-фунт стерлингов	125	11	245	14	361	12
Доллар США-Австралийский доллар	47	4	90	5	175	6
Доллар США-Швейцарский франк	57	5	78	4	143	5
Доллар США-Канадский доллар	50	4	71	4	115	4
Доллар США-Шведская крона	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	56	2
Доллар США-прочие валюты	195	17	292	16	572	19
Евро-иена	30	3	51	3	70	2
Евро-фунт стерлингов	24	2	43	2	64	2
Евро-Швейцарский франк	12	1	26	1	54	2
Евро-прочие валюты	21	2	39	2	112	4
Другие валютные пары	26	2	42	2	122	4
Валютный рынок - всего	1,173	100	1,773	100	3,081	100

Таблица 2. СТРУКТУРА ОПЕРАЦИЙ ПО ВАЛЮТНЫМ ПАРАМ СТРАН ЕВРОПЫ, НЕ ВОШЕДШИХ В ЕВРОЗОНУ⁴, %

	Евро-доллар	Евро-национальная валюта	Доллар-национальная валюта	Прочие валютные пары
Болгария	45	38	5	12
Чехия	10	22	49	20
Венгрия	16	12	43	30
Польша	13	21	52	15
Швеция	23	21	31	11
Турция	28	8	54	28
Россия	29	2	52	17
Норвегия	14	8	50	26
Швейцария	31	6	22	42
Великобритания	33	3	18	47

Рост спроса на наличные евро

Российская банковская статистика показывает существенный рост спроса на наличные евро. Доля евро в общем объеме наличной иностранной валюты, ввозимой уполномоченными банками, выросла с 25–26% в 2004–2005 гг. до 60% в 2008 г. Доля евро в продаже валюты населению увеличилась с 19–20% в 2004–2005 гг. до 47% в 2008 г.

Рост доли евро в структуре иностранных активов банковской системы

В валютной структуре иностранных активов российской банковской системы доля евро увеличилась с 5–7% в 2001–2002 гг.

до 19% в 2008 г. В структуре иностранных обязательств российской банковской системы доля евро за этот же период увеличилась менее значительно: с 5–6% до 10–12%.

Значение евро как резервной валюты

По данным Центрального Банка, активы, номинированные в евро, составляют 40% валютных резервов России, что значительно выше среднемирового показателя (табл. 3). Поскольку общая величина российских резервов составляет порядка 380 млрд долл., Россия является одним из крупнейших держателей евро-резервов, которые оцениваются в 120 млрд евро.

³ Наиболее корректное сопоставление данных о валютных рынках различных стран возможно на основе обзора Банка международных расчетов (*Bank for International Settlementment* — далее *BIS*), характеризующего основные показатели и тенденции развития мирового валютного рынка. *BIS* публикует обзор раз в три года. Последний подобный обзор обобщал данные *Forex* за апрель 2007 г.

⁴ Рассчитано по данным *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007*. *BIS*, December 2007.



Таблица 3. СТРУКТУРА ВАЛЮТНЫХ РЕЗЕРВОВ, %

	Мир*	Россия**
Доллар	63,0	49
Евро	26,8	40
Йена	3,1	1
Фунт стерлингов	4,7	10
Швейцарский франк	0,2	--
Другие валюты	2,2	--

* Данные МВФ на конец III квартала 2008 г.

** Данные ЦБ РФ на конец I полугодия 2008 г.

«БИВАЛЮТНАЯ КОРЗИНА» — СБЛИЖЕНИЕ УСЛОВИЙ ТОРГОВЛИ ДОЛЛАРОМ И ЕВРО

Политика Банка России направлена на диверсификацию валютного рынка и сближение условий торгов по доллару и евро. С 2006 г. ЦБ РФ проводит операции на от-

инвестиций в долларах США. Изменение структуры иностранных инвесторов в период кризиса, снижение доли хедж-фондов, наиболее пострадавших от кризиса, и увеличение участия инвестиционных банков из Европы способствовало усилению позиции евро на российском рынке.

ИЗМЕНЕНИЕ ТЕНДЕНЦИЙ И ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРЕДПОЧТЕНИЙ ЭКОНОМИЧЕСКИХ АГЕНТОВ

Изменение курсовой динамики основных валют внесло существенные коррективы в поведение инвесторов и в структуру валютных операций.

Кредиты

Длительное падение курса американской валюты сделало доллар выгодной валютой получения кредитов. В структуре внешнего долга российских корпораций за I по-

удельный вес валютных депозитов за десять лет снизился с 90 до 40%. Однако финансовый кризис и рост волатильности курсов вновь вызвали увеличение интереса предприятий и населения к валютным активам и к конверсионным операциям. Так, в январе 2009 г. валютные депозиты населения составили 26,7% всех вкладов. Новый виток «валютизации» активов российских экономических контрагентов поддерживает обороты валютного рынка и требует расширения спектра валютных инструментов.

Банковские валютные активы

Для банков, сформировавших в период кризиса крупные диверсифицированные валютные портфели, вероятно, могут представлять интерес услуги по оперативному пересмотру структуры этих портфелей, в том числе с использованием биржевых операций евро-доллар.

РОСТ ВОЛАТИЛЬНОСТИ КУРСОВ И ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ОПЕРАЦИЙ

С углублением кризисных явлений на финансовых рынках во второй половине 2008 г. резко выросла волатильность курсов валют (табл. 4) и, как следствие, привлекательность спекулятивных валютных операций. В этих условиях участники нуждаются в оперативном изменении своих валютных позиций. В том числе через инструменты евро-доллар на биржевом рынке.

Постепенный переход к плавающему курсу рубля, а так же расширение границ колебаний стоимости бивалютной корзины требуют совершенствования систем управления рисками (СУР) и увеличения надежности расчетов. Как и во всем мире, в России все более актуальным является развитие «посттрейдинговых» технологий. Дальнейшее развитие биржевого валютного рынка предполагает реализацию ряда крупных проектов в рамках Группы ММВБ по совершенствованию системы управления рисками на базе АКБ «Национальный Клиринговый Центр».

ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ ОПЕРАЦИЙ В ПОЛЬЗУ ЕВРО

До кризиса операции по конвертации долларовой экспортной выручки в евро не требовали выхода на российский внутренний рынок и осуществлялись при помощи зарубежных банков. Как следствие, в большинстве сделок евро-доллар одним из контрагентов выступал банк-нерезидент.

Таблица 4. ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ВАЛЮТНЫХ ПАР, %

(рассчитано по методологии ММВБ, <http://www.micex.ru/marketdata/indices/indicators/volatility>)

Год	Месяц	Доллар-евро	Доллар-рубли	Евро-рубли
2008	янв	0,6339	0,5499	0,2203
	фев	0,5563	0,3514	0,2638
	мар	0,6618	0,3501	0,2949
	апр	0,5983	0,2871	0,2247
	май	0,5549	0,3201	0,3072
	июн	0,6185	0,3212	0,3481
	июл	0,5254	0,3159	0,2417
	авг	0,6498	0,8000	0,5119
	сен	1,0453	0,7537	0,6442
	окт	1,2774	0,8430	0,6673
	ноя	1,4868	0,7324	0,7424
	дек	1,2341	0,6416	0,9703
2009	янв	0,9918	1,1493	0,9131
	фев	0,9169	1,2124	1,1083
	мар	1,0747	0,8974	0,3753

крытом рынке с обеими основными валютами. С осени 2007 г. Банк России заключает сделки СВОП евро-рубли, уравнивая применяемые наборы инструментов по доллару и евро. Доведение удельного веса евро в «корзине» до 45% привело к сближению показателей волатильности по доллару и евро и сделало операции с евро-активами менее рискованными.

Изменение состава участников

До недавнего времени операции нерезидентов на российском рынке проводились в основном фондами рискованных

лугодие 2008 г. кредиты в долларах составляли около 70%, а на долю евро-кредитов приходилось порядка 10–12%. В результате резкого роста курса американской валюты возникла потребность в реструктуризации долларовых кредитов в другие валюты.

Депозиты

До кризиса рост доверия к рублю стимулировал процессы «дедолларизации». Если в 1999 г. вклады в валюте составляли порядка 30% всех депозитов населения, то в первом полугодии 2008 г. их доля снизилась до 13%. По счетам предприятий,



С углублением кризиса многие иностранные банки ограничили операции с российскими контрагентами, что предопределило резкое сокращение операций евро-доллар и дополнительный спрос на операции доллар-рубль и евро-рубль на внутреннем рынке.

При общем снижении оборотов межбанковского валютного рынка на 37% в IV квартале (по сравнению с III кварталом) объем операций евро-доллар упал на 56% (с 32,3 до 14,4 млрд долл. в день).

Соответственно, доля операций «евро-доллар» (характерных для трансграничных операций с нерезидентами) в разгар кризиса снижалась на межбанковском валютном рынке до 20%, а удельный вес сделок с «прочими» валютами (не входящими в бивалютную корзину) — до 4–5% (табл. 5).

В отличие от процессов «долларизации», наблюдавшихся после кризиса 1998 г., теперь экономические агенты наряду с долларом выбирают евро. При этом по темпам роста операции с европейской валютой опережают операции с долларом, хотя пока значительно уступают им по объемам. Так, на межбанковском рынке удельный вес сегмента «доллар-рубль» увеличился с 49,9% в I квартале 2008 г. до 69,7% в IV квартале.

Доля сектора евро-рубль в октябре-декабре составила 4,6% объема межбанковского валютного рынка, а в феврале 2009 г. превысила 12%. Еще более значительный рост операций с евро наблюдался на биржевом рынке, где в феврале средневидневной объем торгов евро-рубль составил 5 млрд долл. (или 40% биржевого оборота), увеличившись по сравнению с сентябрем в 7,5 раза.

В январе-марте 2009 г., по мере постепенного восстановления сектором евро-доллар утраченных осенью позиций и опережающей динамики показателей в сегменте евро-рубль, суммарный объем операций с европейской валютой на российском межбанковском рынке составил 23,4 млрд долл. в день, достигнув 39% его общего средневидневого оборота. Таким образом, наблюдается сближение доли евро в обороте валютного рынка и в структуре российских золотовалютных резервов.

УСИЛЕНИЕ РОЛИ ОРГАНИЗОВАННОГО РЫНКА

В условиях кризиса, когда риски контрагентов выходят на первый план, все рын-

ки, в том числе валютный, тяготеют к организованной торговле и безопасным, гарантированным расчетам. Например, если в апреле 2008 г. в США через электронные торговые системы проходило 22,2% валютных операций, то в октябре — уже 26,1%⁶. Примером могут служить и рекордные объемы расчетов на Forex через систему CLS в сентябре 2008 г., когда через нее за день в среднем проходило свыше 700 тыс. платежных поручений общим объемом более

В условиях сжатия межбанковского рынка существенный объем конверсионных операций переместился на биржевые рынки доллар-рубль и евро-рубль, где наблюдались высокие темпы роста и рекордные обороты. Средневидневной объем торгов на валютном рынке ММВБ достиг в IV квартале 2008 г. 15,5 млрд долл., увеличившись по сравнению с III кварталом более чем в 1,5 раза. Дневной оборот валютного рынка ММВБ 15 января 2009 г.

Таблица 5. СТРУКТУРА МЕЖБАНКОВОГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА ПО ВАЛЮТНЫМ ПАРАМ, %

	2005	2006	2007	I кв. 2008	II кв. 2008	III кв. 2008	IV кв. 2008	Январь— март 2009
доллар-рубль	72,2	64,9	52,1	49,9	57,2	59,9	69,7	56,6
евро-рубль	0,8	1,6	1,7	1,4	1,8	2,3	4,6	10,2
евро-доллар	18,9	24,4	29,2	31,2	29,5	29,1	20,6	28,7
прочие	8,1	9,1	17,0	17,4	11,5	8,7	5,1	4,5

Рассчитано по данным межбанковских кассовых конверсионных операций по методологии Банка России за 2005–2009 гг., <http://www.cbr.ru/statistics/>

4 трлн долл.⁷ На российском рынке подобной системой выступает торгово-расчетная система Группы ММВБ. В условиях финансовых катаклизмов организованный, технологически развитый биржевой рынок выполняет стабилизирующие функции. С началом кризиса наблюдался существенный рост активности на биржевом валютном рынке и резкое увеличение доли биржевых сделок в общем объеме межбанковских валютных операций.

поставил абсолютный рекорд, превысив 30 млрд долл.

Сегодня ММВБ является центром ликвидности и ценообразования по конверсионным операциям с рублем. В период кризиса усиление позиций биржевого рынка наблюдалось в обоих основных сегментах, однако по операциям с евро этот процесс был более интенсивным. Если по сделкам «доллар-рубль» доля ММВБ увеличилась в IV квартале 2008 г. до 36% (по сравнению с



⁶ www.newyorkfed.org/fxc/.

⁷ www.cls-group.com/Pages/default.aspx.

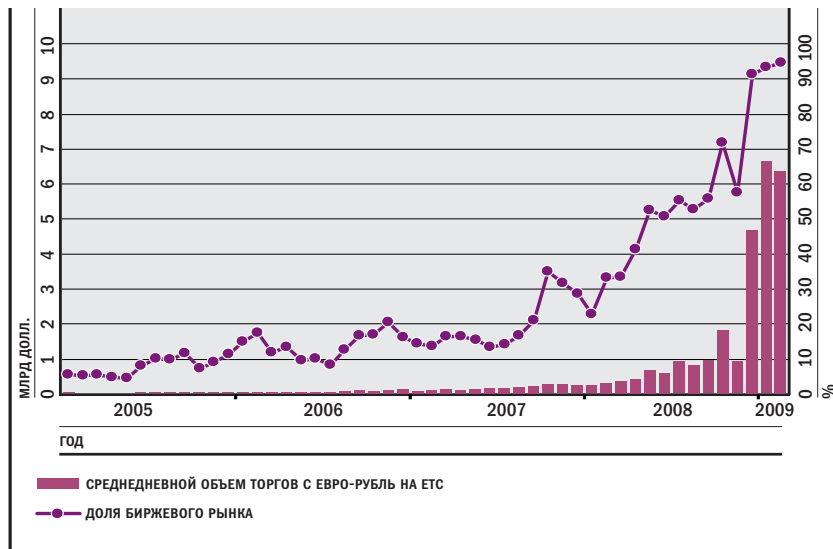


20–21% в I–III кварталах), то по операциям «евро-рубль» она превысила 80% (по сравнению с 30% в I квартале и 49–55% во II–III кварталах)⁸. Завершение в конце января 2009 г. корректировки границ допустимых колебаний бивалютной корзины и снижение спекулятивной активности участников привело к сокращению Банком России валютных интервенций и падению оборотов биржевого и межбанковского рынка. Однако доля биржевого рынка при этом не снизи-

Очевидно, что сегмент евро-доллар биржевого рынка будет испытывать значительную конкуренцию со стороны традиционного рынка Forex (для сравнения - российский рынок евро-доллар составляет порядка 2,6% общего оборота этих операций в мире⁹). Однако в условиях сохраняющегося кризиса доверия на межбанковском рынке ряд участников смогут найти необходимую ликвидность на биржевом и сократить издержки.

- В определенном смысле, кризис можно считать наилучшим моментом для введения новых биржевых валютных инструментов. В условиях кризиса участники предпочитают организованную торговлю и безопасные, гарантированные расчеты.
- Кризис на финансовых рынках существенно ограничил возможности российских банков по проведению операций евро-доллар с нерезидентами, что увеличило роль внутреннего рынка, в том числе его биржевого сегмента.
- Общий рост операций с евро на российском валютном рынке постепенно выравнивает позиции основных мировых валют на российском рынке и приводит к росту потребности в прямых конверсионных операциях евро-доллар.
- Введение биржевых инструментов евро-доллар обеспечит полный цикл операций с евро на биржевом рынке и придаст новый импульс развитию рынка евро в России.
- Введение инструментов евро-доллар на ММВБ может сыграть важную роль в процессе развития международных интеграционных связей российской финансовой инфраструктуры. Биржевой рынок евро-доллар в перспективе может стать основой для формирования мультивалютного сектора конверсионных операций в рамках создаваемого в России Международного финансового центра. ■

Рис. 2. ОБЪЕМ ТОРГОВ ЕВРО-РУБЛЬ НА ММВБ И ДОЛЯ БИРЖЕВОГО РЫНКА В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ МЕЖБАНКОВСКИХ ОПЕРАЦИЙ ЕВРО-РУБЛЬ



лась, составив в феврале 2009 г. порядка 40% по операциям доллар-рубль и более 90% по сделкам евро-рубль (рис. 2).

Наибольший рост доли биржевых сделок наблюдался в сегменте СВОП «евро-рубль». С конца прошлого года операции рефинансирования евро-рубль практически полностью переместились на биржевой рынок: в феврале 2009 г. на него приходилось 96% межбанковского оборота по этим сделкам.

УСЛОВИЯ ВВЕДЕНИЯ БИРЖЕВЫХ ОПЕРАЦИЙ ЕВРО-ДОЛЛАР

После «сжатия» межбанковского рынка в период кризиса актуальной для участников российского валютного рынка стала организация биржевых торгов парой евро-доллар. Данный проект обеспечивает введение на валютном рынке ММВБ трех инструментов: *EURUSD_TOD* (со сроком расчетов T+0), *EURUSD_TOM* (со сроком расчетов T+1) и операций СВОП – *EURUSD_TODTOM*.

В пользу введения биржевых инструментов евро-доллар в настоящее время говорят сразу несколько важных факторов:



⁸ Доля ММВБ рассчитана с учетом «двух плечей» сделок своп на биржевом рынке и увеличения суммарного оборота межбанковского рынка на величину биржевых сделок мелких банков, неучтенных в отчетности № 0409701.

⁹ Сопоставление с данными обзора BIS по мировому валютному рынку за апрель 2007 г.