



Виктория Мишина
главный специалист
Информационно-аналитического управления ММББ

Рынок евро в России

По мере вхождения новых стран в еврозону Россия все больше уходит от долларовой ориентации в пользу реализации контрактов и расчетов в евро

При определении перспектив российского рынка следует иметь в виду, что Россия в своей внешнеэкономической деятельности все больше уходит от долларовой ориентации в пользу реализации контрактов и расчетов в евро. По мере вхождения новых стран в еврозону этот процесс будет иметь дальнейшее развитие. Одновременно формируются условия роста объема операций рубля с другими валютами.

Прогноз структуры
российского
валютного рынка
предполагает рост
операций "евро/
рубль" до 3–5%

Тенденции мирового рынка евро

Операции «евро/доллар» на Forex имеют устойчивую динамику роста — за период 2001–2007 год средние обороты увеличились в 2,4 раза, достигнув 840 млрд долларов в день. Однако темпы прироста операций «евро/доллар» немного уступали показателям роста по рынку в целом. В результате доля основной валютной пары мирового рынка снизилась с 30% в 2001 году до 27% в 2007 году (табл. 1). Таким образом, доля сегмента «евро/доллар» на российском рынке, составляющая в 2007 году 28–30% соответствует «среднемировому» показателю.

Надо отметить, что на Forex другие валютные пары, где одной стороной является европейская валюта, заметно уступают своим долларovým аналогам. Так, операции доллар/иена составляют 13% оборота мирового рынка, доллар/фунт стер-

лингов — 12%, доллар/швейцарский франк — 6%, в то время как сделки этих валют с евро не превышают 2%. Что, кстати, соответствует доле операций «евро/рубль» на российском рынке. Понятно, что эти цифры в определенном смысле являются «средней температурой» по рынку в целом, агрегируя показатели различных стран, часть из которых в своих торгово-финансовых отношениях ориентирована на США и доллар, другая — на ЕС и евро, третья — Японию или Китай с их валютами.

Интерес вызывает тот факт, что наиболее высокие темпы роста активности имели операции евро/прочие валюты, к которым в данном случае относится и российский рубль. За 2001–2007 годы объем торгов евро с «прочими валютами» вырос в 5,8 раза, достигнув 4% общего оборота мирового валютного рынка.

Межстрановой анализ и российские реалии

Для того чтобы понять, насколько российские показатели операций с евро, составляющие 2% общего объема межбанковской торговли по сделкам «евро/рубль» и 30% — по «евро/доллар», выбиваются из сложившихся мировых пропорций и в каком направлении ожидать их дальнейших изменений, необходимо сравнение с наиболее близкими по внешнеэкономической модели странами (табл. 2).

Хотя на российском валютном рынке и доминирует доллар как основная валюта нефтяных контрактов, ориентация российского внешнеторгового оборота на американскую валюту не сопоставима с показателями Центральной и Южной Америки и Юго-Восточной Азии, где на операции национальной валюты с долларом приходится от 60 до 90% общего оборота валютного рынка этих стран. Соответственно, доля сделок «евро/доллар» находится на уровне 8–14% в Канаде, Японии, Австралии, Гонконге, Тайване, Таиланде, Новой Зеландии, Бразилии и не превышает 5% в Корее, Малайзии, Аргентине, Чили, Колумбии и т.п. Страны, ориентированные на американскую валюту, осуществляют большинство конверсионных операций опосредованно через доллар. Прямые операции «национальная валюта-евро» во всех этих регионах составляют не более 1% валютного рынка страны.

С другой стороны, Россия, несмотря на высокую — более 50% — долю внешнеторгового оборота, приходящегося

на Европу, все же далека по операциям с европейской валютой 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 близкими к России с точки зрения внешнеэкономических связей являются страны Европы и Скандинавии, не вошедшие в зону евро. В большинстве стран ЦВЕ и Швеции имеет место достаточно пропорциональная структура валютного рынка, где 10–20% занимают операции «евро/доллар», 20–30% сделки «национальная валюта/евро».

Внешнеторговая модель, пока еще в большей степени ориентированная на долларовую экспортную выручку, характерна для России, Норвегии и Турции. Причем в случае необходимости конвертация долларовой выручки осуществляется с помощью операций «доллар/евро» или «доллар/национальная валюта». Соответственно доля операций «евро/национальная валюта» в этих странах невысока: в Турции и Норвегии — 8%, в России — порядка 2%. Таким образом, даже среди «близких по духу стран» Россия в настоящее время имеет один из самых низких показателей, характеризующих развитие рынка «евро/национальная валюта», что говорит о своеобразной «недооцененности» рынка «евро/рубль» и, соответственно, о более высоком потенциале его дальнейшего развития.

На первый взгляд вызывает удивление низкая доля операций евро/фунт

В ЭТОЙ СТАТЬЕ:

Анализ современного состояния мирового рынка евро.

Российский внешнеторговый оборот и роль в нем евро.

Условия и перспективы развития рынка евро в России.

стерлингов и евро/швейцарский франк в Великобритании и Швейцарии, при том, что на Великобританию приходится 34% мировой торговли валютой, на Швейцарию 6%, и обе эти экономики тесно связаны с еврозоной. Однако это вполне объяснимый факт, который связан с выполнением фунтом и франком функций мировых резервных валют, а Лондоном и Цюрихом — мировых финансовых центров. Именно поэтому валютные рынки Великобритании и Швейцарии более диверсифицированы, ведь на них заключают операции резиденты большинства стран мира. Соответственно, доля сделок с «прочими валютами» здесь значительно больше и превышает 40%, относительно снижая, таким образом, удельный вес операций с евро и долларом. Поскольку Россия ориентируется на создание международного финансового центра, а рубль претендует на статус резервной валюты, то по аналогии с Великобританией и Швейцарией на российском валютном рынке в перспективе должен расти удельный вес операций с «прочими валютами».

Изменение российского внешнеторгового оборота

За последние годы укрепились экономические и финансовые связи между зоной евро и Россией. Страны ЕС, наиболее активно использующие евро, являются

Таблица 1. **Оборот мирового рынка по валютным парам**

	2001		2004		2007	
	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	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 еврозону*, %**

	Евро/			
	Евро/доллар	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

* Рассчитано по данным Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007, BIS, December 2007 (таблицы E5-E6).

** Рассчитано по данным ЦБ РФ в среднем за 2007 год.

важнейшими торговыми партнерами России — на них приходится более 50% общего объема внешней торговли России (см. рис. 1).

Однако необходимо отметить, что эта доля в последние годы стабилизировалась и даже показала небольшое снижение — за 2007 год доля 27 стран ЕС во внешнеторговом обороте России снизилась почти на 3% — с 54,3 до 51,4%¹.

■ Наблюдалось снижение удельного веса стран ЕС в российском экспорте (с 59 до 56%, в том числе за счет сокращения поставок российского газа из-за теплой зимы в Европе) при увеличении доли стран-членов АТЭС, ЕврАзЭС и ряда других стран.

■ Существенно сократилась доля стран ЕС в импорте России (до 44%, т.е. более чем 1%) при резком увеличении доли стран АТЭС (на 3% — до 32%), главным образом за счет возросшего почти в два раза импорта из Китая.

Несмотря на низкую долю США в российском внешнеторговом обороте (не более 3–4%), в связи с сырьевой направленностью экспорта Россия остается в группе доллароориентированных стран, поскольку цены на большинство сырьевых товаров номинированы в долларах. С повышением нефтяных цен во втором полугодии 2007 года доля топлива в экспорте увеличилась до 62% (с 57% в последнем квартале 2006 года). Доллар остается основной валютой экспортных контрактов. А при условии, что в импорте растет доля стран АТЭС, также большей частью ориентированных на доллар, увеличение роли европейской валюты во внешнеторговых операциях наталкивается на существенные ограничения. В перспективе строительство нефтепроводов на восток и реализация проекта «Сахалин-2» могут устранить дисбаланс во внешней торговле с дальневосточными регионами. Получаемая по новым проектам долларовая выручка сможет обеспечивать расчеты в Азии, в то время как внешнеторговые операции с ЕС будут преимущественно осуществляться в

евро, что создаст благоприятные условия для развития этого рынка в России.

«Бивалютная корзина»

Укрепление торговых связей с ЕС и высокая доля европейских стран во внешней торговле подтолкнули Банк России к принятию мер по усилению роли евро в качестве «якорной» валюты и валюты интервенций.

С 2003 года валютная политика Банка России нацелена на контроль за укреплением курса рубля относительно корзины валют, взвешенной по основным странам-торговым партнерам России. В феврале 2005 года в качестве ориентира для ежедневного регулирования обменного курса рубля была введена операционная корзина, состоящая из доллара США и евро. Удельный вес евро, первоначально установленный на уровне 0,10, уже вырос до 0,45, отражая долю торговли России с еврозоной². Вследствие этих изменений в проводимой политике дневная волатильность обменного курса рубля по отношению к евро заметно снизилась, сблизившись с аналогичными показателями по долларовой инструментальной (табл. 3). Таким образом, введение бивалютного ориентира сделало хранение активов в европейской валюте менее рискованным.

Государственная политика направлена на диверсификацию валютного рынка, поэтому и операции ЦБ РФ на открытом рынке теперь проводятся в обеих основных валютах. Как следует из заявлений Банка России, с 2006 года он начал проводить интервенции на рынке «рубль/евро», в августе и октябре 2007 года ЦБ РФ заключил первые сделки своп «евро/рубль», уравнивая, таким образом, применяемые им на открытом рынке инструменты по доллару и евро.

Евро как резервная валюта

Российские власти признают необходимость хранения части ЗВР в европейской валюте, что обеспечивает эффективное управление этими резервами. Наличие

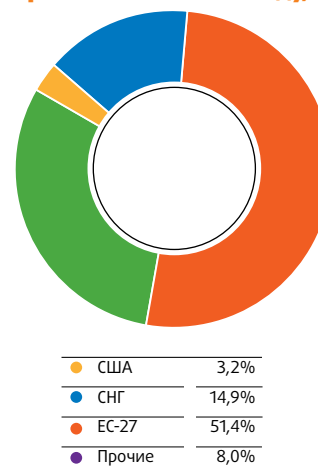
евро в ЗВР обеспечивает безопасность внешнеэкономической деятельности. По официальным данным ЦБ РФ, активы, номинированные в евро, составляют более 42% совокупных валютных резервов России (табл. 4). Поскольку общая величина наших резервов превысила 550 млрд долларов, Россия является одним из крупнейших держателей еврорезервов — на сумму более 150 млрд евро (230 млрд долл.).

Что касается перспектив дальнейшего увеличения удельного веса евро в золотовалютных резервах России, то этот процесс в определенном смысле близок к насыщению. Несмотря на существенное укрепление курса европейской валюты в последние годы и заявления центральных банков ряда стран о пересмотре своих инвестиционных портфелей в пользу евро, фактические данные свидетельствуют об умеренной динамике этого процесса (рис. 2). Согласно данным МВФ, доля номинированных в евро активов глобальных валютных резервов выросла с 25,2% в 2003 году до 26,4% в 2007. В развивающихся странах доля евро в государственных валютных резервах увеличилась с 28,5 до 29%³.

Кроме того, необходимо учитывать, что 42%-ный удельный вес евро в валютных резервах России уже значительно выше среднемирового показателя 26%, и уж тем более индустриально-развитых стран, где доля евро значительно ниже (20–22%). Исходя из стабилизации доли стран евро во внешнеторговом обороте России оптимальная доля евро в резервах — 45–50%.

Мировые тенденции последнего времени свидетельствуют о диверсификации валютных резервов — например, в 2007 году выросла доля фунта стерлингов и «прочих» валют. Представители Банка России также неоднократно заявляли о дальнейшей диверсификации валютной структуры резервов путем увеличения в ней доли японской иены и швейцарского франка.

Рис. 1. Структура внешнеторгового оборота России в 2007 году, %



Источник: Федеральная таможенная служба РФ.

Таблица 3. Волатильность курсов основных валютных пар, %

	Доллар/ЕВРО	Доллар/Рубль	Евро/рубль
2001	0,6875	0,1395	0,7279
2002	0,5473	0,1158	0,5885
2003	0,5855	0,1617	0,6843
2004	0,6379	0,1571	0,6462
2005	0,5490	0,2286	0,4104
2006	0,4780	0,2173	0,2667
2007	0,3712	0,2093	0,1901
2008	0,6098	0,3684	0,2835

Волатильность рассчитана как среднеквадратическое отклонение курсов валют на однодневном временном горизонте. Методика расчета приведена на сайте <http://www.micex.ru/stockindices/quotients/volatility>

Таблица 4. Структура валютных резервов, %

	В СРЕДНЕМ ПО СТРАНАМ МВФ	Россия
Доллар	63,8	47
Евро	26,4	42,4
Иена	2,7	0,8
Фунт стерлингов	4,7	9,8
Швейцарский франк	0,2	--
Другие валюты	2,2	--

По данным МВФ и ЦБ РФ на 01.01.2008

Рис. 2. Структура мировых валютных резервов

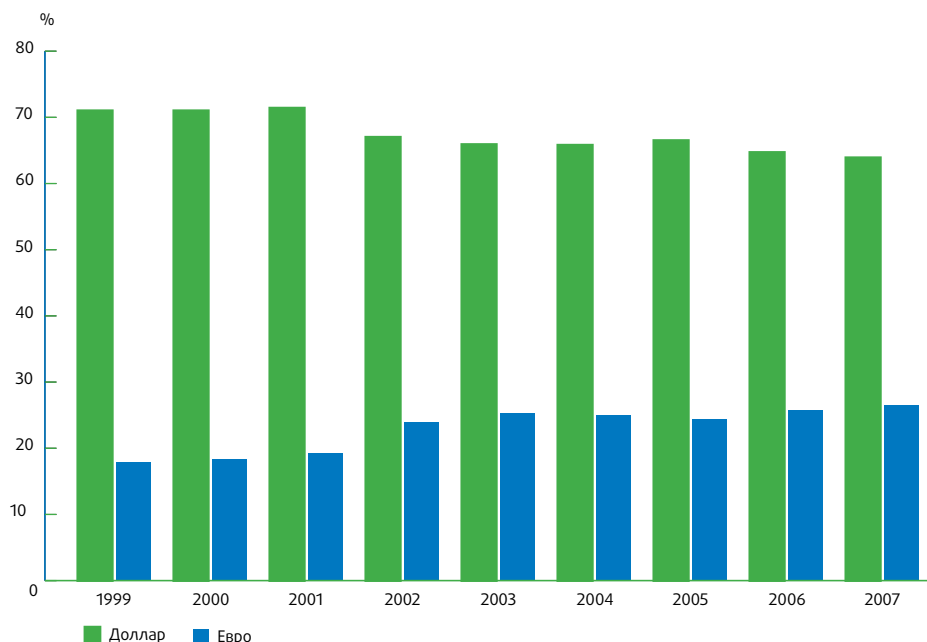


Таблица 5. Консенсус-прогноз экспертов агентства Bloomberg*

Курс	III кв. 2008	IV кв. 2008	I кв. 2009	2009	2010
Евро/доллар	1,55	1,50	1,48	1,40	1,35
Доллар/рубель	23,60	23,60	23,78	23,43	23,20
Евро/рубель**	36,58	35,40	35,19	32,80	31,32

* По состоянию на 11.07.2008.

** Оценка, исходя из прогнозов евро/рубель и доллар/рубель.

Инвестиционная привлекательность европейской валюты

В результате активного выпуска в различных странах номинированных в евро долговых ценных бумаг их доля в совокупности международных долговых обязательств выросла до 47%⁴.

Быстрое укрепление евро делает вложения в бумаги, номинированные в евро, более доходными для международных инвесторов.

Однако падение курса доллара сделало американскую валюту выгодной валютой получения кредитов. В структуре формирования внешнего долга российских корпораций в 2007 году кредиты в долларах составляли более 70%, в то время как на долю кредитов в евро, приходилось порядка 10% внешних займов⁵.

Изменение курсовой динамики основных валют может внести существенные изменения в приоритеты участников инвестиционной деятельности и структуру валютных операций. Основной угрозой для доллара остается потенциальная нестабильность ситуации с разрастанием ипотечного кризиса в сочетании со значительным дефицитом текущего счета платежного баланса и государственного бюджета США. Постоянно в центре внимания инвесторов диверсификация валютных резервов, отказ от долларовых цен на товарных рынках, вывод средств из долларовых активов. Евро поддерживают прогнозы относительно стабильных процентных ставок, основанные на данных о росте инфляции. Однако чрезмерное укрепление евро снижает конкурентоспособность европейских товаров. Поэтому, несмотря на резкое снижение курса доллара в I квартале, большинство участников рынка прогнозируют его коррекционное укрепление во втором полугодии 2008 г. Согласно консенсус-прогнозам, соотношение евро/доллар к концу года может опуститься в интервал 1,55–1,50 долл./евро, а в 2009–2010 годах

составить 1,40–1,35 долл./евро (см. табл. 5). Это может привести к стабильности курса доллара на российском рынке и достаточно резкому снижению курса европейской валюты, что сделает ее инвестиционно менее привлекательной.

Рост спроса на наличный евро

Как следует из данных по валютным наличным операциям, осуществляемым уполномоченными банками России, спрос на наличные евро со стороны российских физических лиц постепенно увеличивается.

В целом население ориентируется на укрепление курса рубля. Чистые продажи наличной валюты населению снизились в 2007 году до 3,3 млрд долларов по сравнению с 7 млрд за 2006 год. В основном это было вызвано сокращением чистых покупок населением наличных долларов. Зато отмечается повышение интереса к наличным евро: чистое saldo покупок физических лиц наличной европейской валюты за 2007 год выросло до 10,9 млрд долларов с 6,6 млрд годом ранее.

Существенно выросла доля евро в общем объеме наличной иностранной валюты, ввозимой уполномоченными банками: если в 2004–2005 годы в среднем за год она находилась на уровне 25–26%, то в 2006 году доля европейской валюты во ввозе уполномоченными банками составила 52,6%, а в 2007-м — 69,3%.

Макроэкономические предпосылки развития рынка евро

Несмотря на значительный рост спроса на европейскую валюту, степень использования евро на российском валютном рынке все еще значительно уступает доллару. Вместе с тем это не означает, что евро так и останется второстепенной валютой. Перспективы евро в России будут зависеть от многих факторов. Прежде всего, от того, какое место займет евро на мировом валютном рынке, насколько привлекательными окажутся расчеты в

евро для участников мировой торговли. Кроме того, от развития внешнеэкономических связей России — изменений в товарной структуре экспорта, кооперационного сотрудничества с фирмами и компаниями европейских стран, развития кредитных и инвестиционных отношений с Западной Европой.

Внутри страны наличная иностранная валюта и валютные вклады⁶ — это пока еще преимущественно доллары США. Однако во внешнеэкономических связях российских контрагентов сдвиги уже налицо — по данным международной банковской статистики, доля российских депозитов, номинированных в евро, возросла более чем втрое — с 9% в начале 2002 года до 40% в конце 2006. В обзоре Европейского центрального банка этот рост объясняется тем, что все большая часть российской экспортной выручки переходит на евро⁷.

Что касается средств портфельных инвесторов, то пока операции проводятся в основном фондами рискованных инвестиций в долларах США. Однако в будущем ситуация может существенно измениться. После того как Standard & Poor's изменило прогноз по долгосрочным рейтингам Российской Федерации со «стабильного» на «позитивный», заветного инвестиционного рейтинга «А» осталось ждать недолго. Тогда изменение структуры портфельных инвесторов — снижение доли хедж-фондов при увеличении участия стратегических инвесторов и инвестиционных банков из Европы — может существенно ослабить позиции доллара на российском рынке. Мы уже сейчас наблюдаем изменение валюты экспортных контрактов. Потребности валютной диверсификации активов банки уже ощутили.

В валютной структуре иностранных активов российской банковской системы доля евро увеличилась с 5–7% в 2001–2002 годах до 16–20% в 2007 году. В структуре иностранных обязательств российской банковской системы доля евро

за этот же период увеличилась менее значительно: с 5–6 до 9–10%⁸.

Эти данные свидетельствуют о том, что, хотя роль евро в России постепенно повышается, доллар США в большинстве случаев останется наиболее важной валютой. Это объясняет тот факт, что ЦБ РФ не спешит увеличивать долю евро в бивалютной корзине.

Основная нагрузка по конвертации экспортной выручки длительное время ложилась на рынок «доллар/рубли», который в дальнейшем в силу своей высокой ликвидности стал и основным рынком проведения спекулятивных и арбитражных операций российских банков, а также операций рефинансирования своп.

Операции конвертации долларовой экспортной выручки в евро не требуют выхода на российский внутренний рынок и осуществляются при помощи зарубежных банков, поэтому в преобладающем количестве сделок «евро-доллар» одним из контрагентов является банк-нерезидент.

Операции «евро/рубли» имеют ярко выраженную клиентскую направленность, поскольку обеспечивают конвертацию экспортной выручки в рубли, конвертацию рублевых средств в евро для нужд импорта либо удовлетворяют потребности населения в наличной европейской валюте.

Валютная структура расчетов любой страны, в том числе и России, достаточно консервативна. Она складывается на протяжении многих лет и определяется многими факторами — товарной структурой экспорта и импорта, экономическими и финансовыми связями с отдельными странами и группами стран. Они, как правило, носят долговременный и устойчивый характер и не подвержены резким изменениям.

Поэтому, оценивая перспективы рынка евро, необходимо учитывать достаточно устойчивую структуру российского межбанковского рынка, функциональную специализацию его

3–4%

доля российского рынка деривативов
во всех валютных операциях

различных сегментов и основные тенденции дальнейшего развития с учетом мирового опыта.

Публикуемая с недавних пор статистика ЦБ РФ по методологии BIS⁹ предоставляет возможность более подробного изучения российского рынка евро, в том числе сравнение структуры операций и участников двух основных его сегментов: «евро/рубль» и «евро/доллар».

Структура рынка по видам операций

По методологии Банка международных расчетов (BIS), общий оборот мирового валютного рынка включает три крупных сегмента: операции спот, валютные свопы и форвардные сделки. По этим позициям структура российского рынка евро пока отличается от сложившейся мировой практики.

На Forex можно наблюдать следующую закономерность, чем более развитым является тот или иной сектор рынка (валютная пара), тем большую долю в структуре его операций занимает «денежный сегмент» — сделки своп. Например, в наиболее ликвидном секторе «евро/доллар» 58% составляют операции своп, 32% — прямые конверсионные сделки спот и 11% — срочные операции. В операциях с менее ликвидными валютами, наоборот, преобладают традиционные конверсионные спот-операции.

Основные направления структурных изменений российского валютного рынка находятся в русле мировых тенденций — доля «денежного рынка» постоянно увеличивается. Однако в рублевом сегменте доля операций своп (20–30%) еще существенно отстает от мирового уровня (более 50%), в то время как в секторах, наиболее завязанных на глобальный рынок Forex, таких как «евро/доллар» и операциях с «другими валютами» эти пропорции близки к мировым, и операции своп являются доминирующими (табл. 6).

Российский рынок деривативов (в том числе на евро) в настоящее время развит слабо — его доля в среднем не превышает 3–4% всех валютных операций.

Валютная либерализация и рост активности нерезидентов

На мировом валютном рынке операции со свободноконвертируемыми валютами носят в основном трансграничный характер. Согласно данным BIS, в 2007 году на мировом рынке 36% общего объема торгов европейской валютой приходилось на сделки между операторами внутреннего рынка-резидентами (local transactions), а 64% — на операции с зарубежными партнерами-нерезидентами (cross-border transactions).

Менее развитые рынки являются более закрытыми, ориентированными на внутренних операторов. Хотя процессы либерализации российского рынка и привели в среднем по рынку эту пропорцию к 44 и 56%, однако сегменты «евро/рубль» и «евро/доллар» принципиально различаются по той роли, которую играют на них операции с нерезидентами (табл. 7). Несмотря на растущий объем трансграничных операций, пока можно с уверенностью считать, что курс «доллар/рубль» и «евро/рубль» определяется на внутреннем рынке — в этих сегментах 60,7 и 66,9% объема торгов приходится на операции между российскими участниками-резидентами. Центр ликвидности по операциям «евро/доллар» и с «прочими валютами» находится за рубежом — в этих секторах в 80% сделок стороной является участник-нерезидент.

Для существенного роста ликвидности биржевого рынка необходимо решить проблему допуска на него нерезидентов. Иначе трудно добиться, чтобы свои основные рублевые операции растущее число нерезидентов проводили с помощью российской финансовой инфраструктуры, и задача создания в России международного финансового центра

и превращения рубля в региональную резервную валюту не может быть выполнена.

Расширение доступа на рынок «небанковских» клиентов

За рубежом среди важнейших тенденций развития валютного рынка выделяется снижение доли традиционного междилерского рынка. В последние годы на Forex наиболее быстрыми темпами росли операции между дилерами и их клиентами (другими финансовыми и нефинансовыми институтами, среди которых управляющие компании и хедж-фонды). Доля междилерской торговли на Forex показывает устойчивое снижение, составив в 2007 году 43%, в то время как 10 лет назад на эти операции приходилось порядка 60% оборота.

Российский рынок по-прежнему остается преимущественно межбанковским — на операции между банками к концу первого квартала приходилось порядка 76% всех валютных операций, однако «клиентский» сегмент, включающий в себя операции между банками и другими финансовыми и нефинансовыми организациями, с начала года показывает существенный рост, превысив в марте 24% общего оборота валютного рынка. Либерализация и облегчение доступа на валютный рынок «небанковских» клиентов — одно из принципиальных моментов дальнейшего развития биржевого сегмента. В 2007 году в электронных торговых системах Северной Америки на операции с небанковскими финансовыми организациями (Other financial customers) приходилось 44,8%, на нефинансовых клиентов (Nonfinancial customers) — 5% объема торгов¹⁰.

Анализ структуры операций участников на двух основных сегментах российского рынка евро показывает принципиальное различие между этими двумя секторами (табл. 8).

Рынок «евро/рубль» в значительно большей степени ориентирован именно на «небанковских» клиентов — в декабре

Таблица 6. Структура оборота российского валютного рынка по видам операций в валютных парах*, %

ВИД ОПЕРАЦИЙ	РОССИЙСКИЙ РЫНОК (В СРЕДНЕМ)	ДОЛЛАР/ РУБЛЬ	ЕВРО/РУБЛЬ	ЕВРО/ДОЛ- ЛАР	ПРОЧИЕ ВАЛЮТЫ
ОПЕРАЦИИ СПОТ	61,8	72,5	70,8	48,3	48,3
ФОРВАРДНЫЕ СДЕЛКИ	2,7	4,1	6,4	0,7	0,8
ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ	35,5	23,4	22,8	51,0	50,9

* Рассчитано по данным ЦБ РФ по методологии BIS за декабрь 2007 года.

Таблица 7. Доля операций с резидентами и нерезидентами на различных сегментах российского валютного рынка*, %

ОПЕРАЦИИ	ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК	ДОЛЛАР/РУБЛЬ	ЕВРО/РУБЛЬ	ЕВРО/ДОЛЛАР	ПРОЧИЕ ВАЛЮТЫ
С РЕЗИДЕНТАМИ	43,9	60,7	66,9	20,5	17,6
С НЕРЕЗИДЕНТАМИ	56,1	39,3	33,1	79,5	82,4

* Рассчитано по данным ЦБ РФ по методологии BIS за март 2008 года.

Таблица 8. Структура оборота по видам контрагентов на различных сегментах российского валютного рынка*, %

ВИД КОНТРАГЕНТОВ	РОССИЙСКИЙ РЫНОК	ДОЛЛАР/ РУБЛЬ	ЕВРО/РУБЛЬ	ЕВРО/ДОЛЛАР	ПРОЧИЕ ВАЛЮТЫ
С БАНКАМИ-РЕСПОНДЕНТАМИ	58,4	59,2	33,9	58,4	59,7
С ДРУГИМИ КРЕДИТНЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ	24,1	23,4	22,4	29,2	16,9
С ФИНАНСОВЫМИ И НЕФИНАНСОВЫМИ ОРГАНИЗАЦИЯМИ (КЛИЕНТАМИ)	17,4	17,4	43,7	12,4	23,4

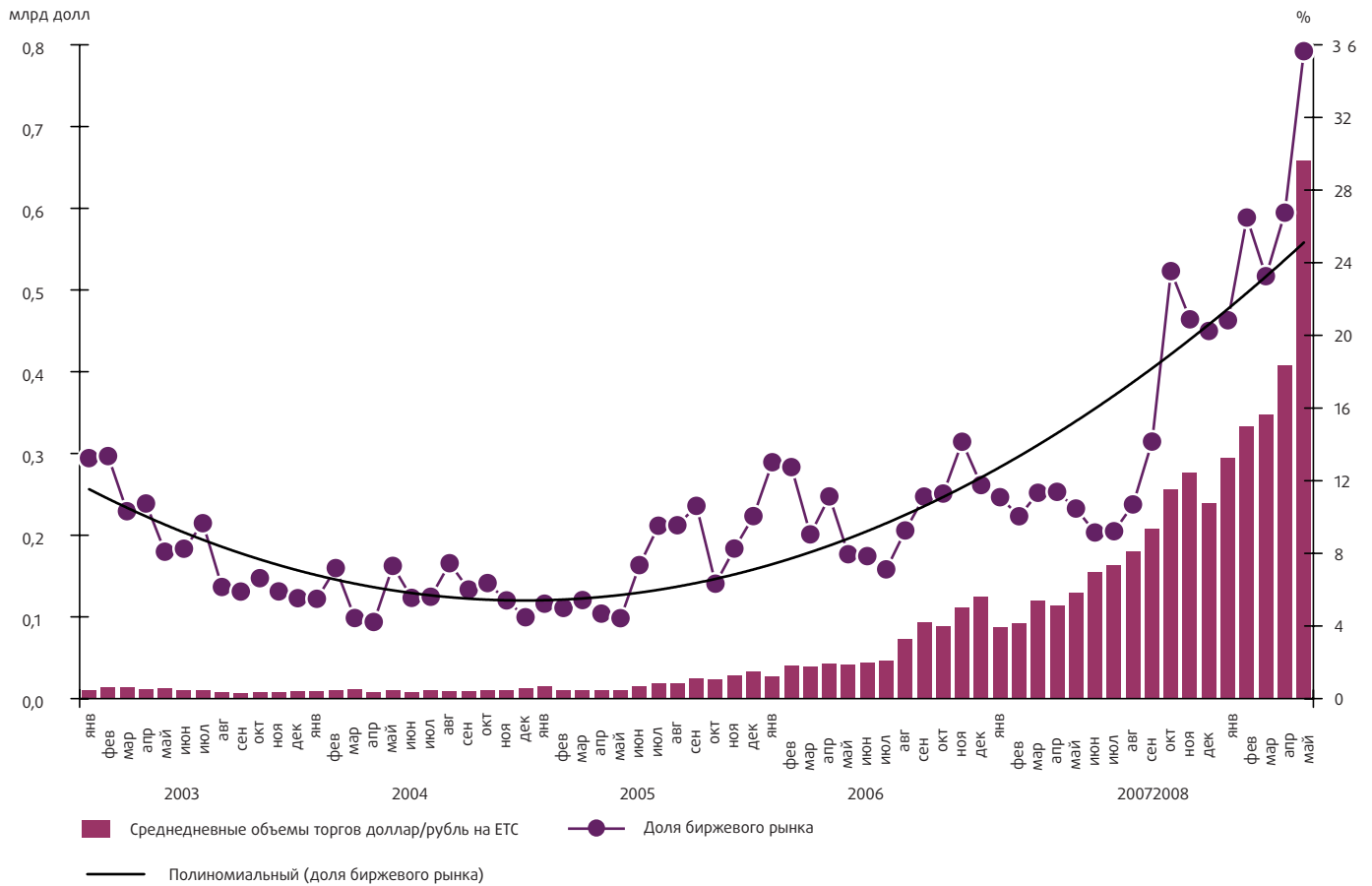
* Рассчитано по данным ЦБ РФ по методологии BIS за декабрь 2007 года.

Таблица 9. Структура оборота межбанковского рынка по валютным парам, %

ОПЕРАЦИИ	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2010
ДОЛЛАР/РУБЛЬ	70,7	71,2	72,2	64,9	52,1	52,8	49-40
ЕВРО/РУБЛЬ	0,7	0,8	0,8	1,6	1,7	1,6	3-5
ЕВРО-ДОЛЛАР	17,1	17,8	18,9	24,4	29,2	30,4	30-33
ПРОЧИЕ	11,5	10,2	8,1	9,1	17,0	15,2	18-22

* Данные за январь-май 2008 года.

Рис. 3. Объем торгов евро/рубль на ММВБ и его доля в общем объеме межбанковских операций евро/рубль



2007 года на операции с ними приходилось 43,7% его оборота. Возможно, в противоречии между «клиентской направленностью» рынка «евро/рубль» и его «межбанковской организацией» заключается столь медленное нарастание объема операций «евро/рубль» в России.

Операции «евро/доллар» в основном совершают крупные банки-респонденты между собой (58,4% оборота) и более мелкими банками (29,2%), доля сделок с другими финансовыми и нефинансовыми организациями очень мала (12,4%). В этом смысле он более подходит исторически сложившейся «межбанковской технологичности» российского валютного рынка и теперь занимает на нем высокую 30%-ную нишу.

Перспективы рынка евро

Введение бивалютного ориентира, позитивные ожидания роста курса единой европейской валюты и усиление ее роли на мировом рынке способствовали росту интереса к проведению сделок с евро у российских банков.

На первый взгляд складывается впечатление, что объем и доля операций с евро на российском валютном рынке не соответствуют масштабам трансграничных текущих и капитальных операций в евро. Но это не совсем верно. Во-первых, объем операций с евро быстро растет — с 2003 года он вырос почти в семь раз, достигнув в среднем за 2007 год 23,5 млрд долларов в день. Во-вторых, как и в большинстве развивающихся стран, российские банки конвертируют валюты, в том числе евро, преимущественно при посредничестве доллара: в 2007 году доля операций «доллар/евро» на межбанковском рынке в среднем составляла 29,2%, в то время как на сделки «евро/рубль» приходилось только 1,7% оборота внутреннего валютного рынка.

Что касается биржевого рынка, то усилия ММВБ по выравниванию условий конверсионных операций «евро/рубль» и «доллар/рубль» не прошли даром. После совершенствования

условий торговли на ЕТС наблюдается существенный рост интереса участников к сегменту евро/рубль именно на биржевом рынке. Во II квартале 2008 года среднечасовой объем торгов в секторе «евро/рубль» составил 725 млн долларов. Доля биржевого рынка в общем объеме кассовых конверсионных операций евро/рубль выросла с 5–10% в 2003–2005 годах до 20–30%¹¹ в 2007–2008 (рис. 3).

Однако, как и в целом на межбанковском рынке, доля операций «евро/рубль» в общем обороте биржевого рынка еще очень мала и нарастает недостаточно быстро: с 0,7% в среднем за 2004–2005 год до 5,1% в 2008 году. Тем самым роль прямых конверсионных операций евро/рубль на российском валютном рынке пока остается ограниченной.

При определении перспектив российского валютного рынка (табл. 8), во-первых, исходим из того, что Россия, в своей внешнеэкономической деятельности все больше уходит от долларовой ориентации в пользу реализации контрактов и расчетов в евро. По мере вхождения новых стран в еврозону этот процесс будет иметь дальнейшее развитие. Учитывая эти тенденции и сложившиеся пропорции Forex в европейских странах, не вошедших в зону евро, прогноз структуры российского валютного рынка предполагает рост операций «евро/рубль» до 3–5%. Во-вторых, исходя из межстрановых сопоставлений удельный вес операций «евро/доллар» на уровне 30–33% близок к насыщению и будет расти более медленными темпами. Наконец, учитывая необходимость реализации планов создания в России мирового финансового центра и становления рубля как региональной резервной валюты, должен расти объем операций рубля с другими валютами. Предполагается, что доля «прочих валютных пар» в перспективе может составить порядка 18–22% российского рынка. □

ПРИМЕЧАНИЯ И КОММЕНТАРИИ

¹ Данные Федеральной таможенной службы за 2007 год.

² Пока ЦБ РФ не анонсировал дальнейшее увеличение доли евро в корзине.

³ Однако из данных МВФ трудно сделать выводы о глобальных тенденциях в составе государственных валютных резервов, поскольку нет данных по главным накопителям резервов, прежде всего в Азии (например, Китай не публикует валютной структуры своих ЗВР).

⁴ Review of the international role of the euro. ECB, June 2007, page 14. «Broad» measure, including home currency issuance.

⁵ Данные ЦБ РФ по ссудам и займам корпораций за 2007 г.

⁶ По статистике ЦБ РФ.

⁷ Review of the international role of the euro. ECB, June 2007, page 30--31.

⁸ Данные ЦБ РФ по валютной структуре иностранных требований и обязательств банковского сектора РФ.

⁹ Статистика ЦБ РФ по методологии BIS ежемесячно публикуется с августа 2007 г.

¹⁰ Foreign Exchange Committee, FX Volume survey, April 2007.

¹¹ Согласно уточненной методике, отражающей специфику учета сделок своп на различных сегментах межбанковского рынка, доля биржевого рынка по операциям евро/рубль в мае-июне 2008 года превысила 50%.