

Вызовы финансовой системы РФ в 2014-2016 годах.

“Много опасений в связи с переходом к таргетированию инфляции вызывает то, что оно сопровождается плавающим курсом. Но в рамках инфляционного таргетирования центральные банки не теряют полностью возможность влиять на валютный курс. Это влияние может быть как прямым (с помощью интервенций), так и косвенным (через управление ставками денежного рынка) [1].

[1] К. Юдаева О возможностях, целях и механизмах денежно-кредитной политики в текущей ситуации. «Вопросы экономики», №9, 2014

Сергей Романчук

**Руководитель операций на валютном и денежном рынке, Металлинвестбанк.
Президент, ACI Russia.**

Monthly RUGDP=ECI, RURWGE=ECI, RUCAIN=ECI, RUCPIY=ECI, RUKEYRATE=CBRF, MOSPRIME3MD= 1/31/2006 - 10/31/2016 (UTC)



Невозможно одновременно достичь трех вещей:

- Фиксированного обменного курса
- Свободного движения капитала
- Независимой денежной политики, направленной на контроль над инфляцией и стимулированием экономики.

Выбор ЦБ – это ценностный и одновременно прагматичный выбор в пользу всего общества (свободное движение капитала, контроль над инфляцией) и неизбежен при движении в сторону стран с развитой экономикой.

В свою очередь, решения по ДКП – выбор между тремя вершинами треугольника: инфляция, рост экономики, финансовая стабильность.

ДКП в российском варианте проводится путем контроля над краткосрочными процентными ставками межбанковского денежного рынка.

Переход к инфляционному тагетированию был совершен в крайне неблагоприятное время и с некоторыми ошибками (ЦБ не закладывал в свои планы ни действия России на Украине, ни кратное падение цен на нефть, неверно вел коммуникации с рынком). Однако, главного – обрушения банковской системы и масштабной долларизации избежать удалось.

Макроэкономические показатели деятельности банковского сектора Российской Федерации

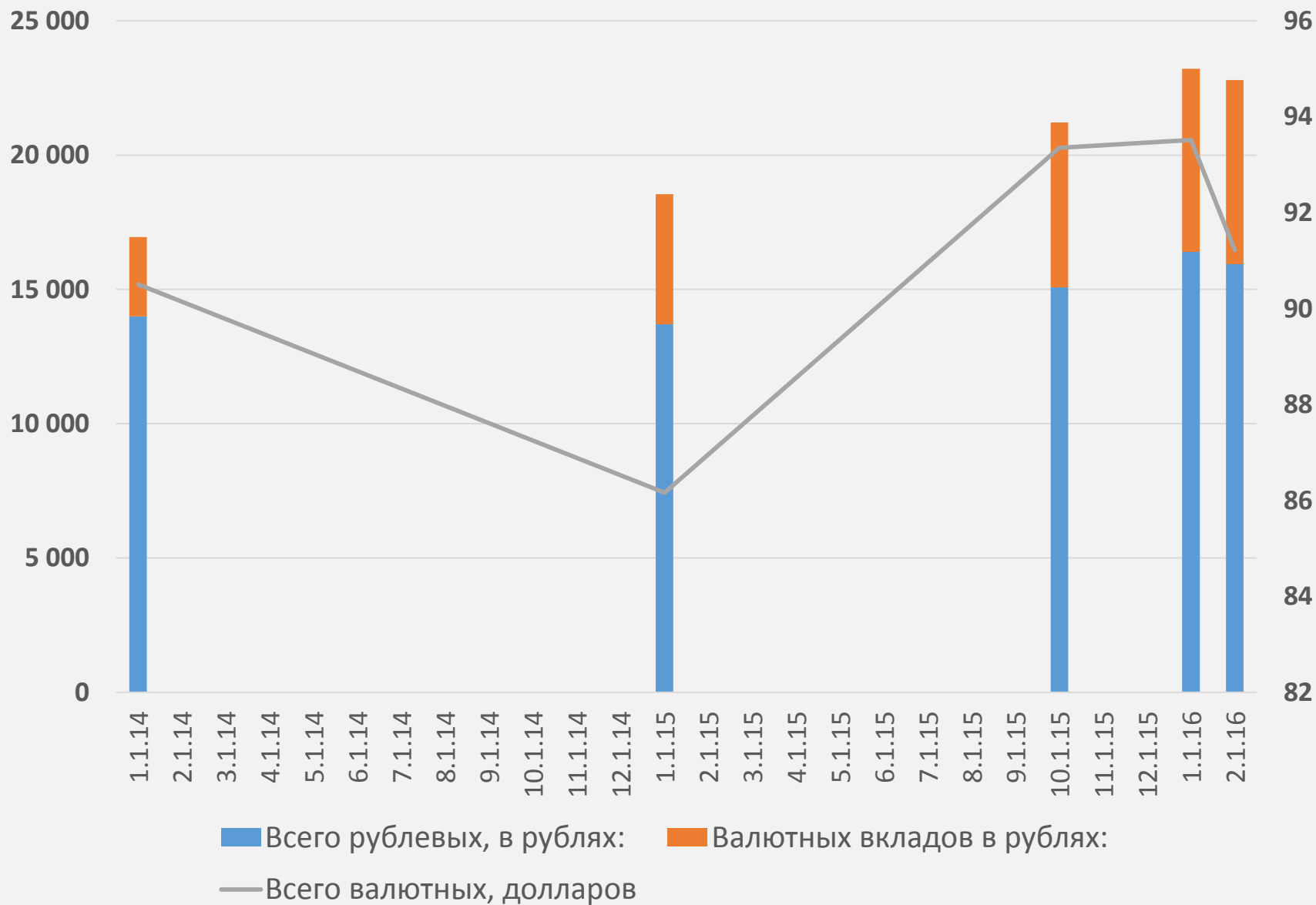
Показатель		1.01.11	1.01.12	1.01.13	1.01.14	1.01.15	1.01.16
1.	Совокупные активы (пассивы) банковского сектора (млрд. руб.)	33 804,6	41 627,5	49 509,6	57 423,1	77 653,0	82 999,7
	в % к ВВП	73,0	69,7	74,0	80,8	99,7	103,2
2.	Собственные средства (капитал) ¹ банковского сектора, млрд. руб.	4 732,3	5 242,1	6 112,9	7 064,3	7 928,4	9 008,6
	в % к ВВП	10,2	8,8	9,1	9,9	10,2	11,2
	в % к активам банковского сектора	14,0	12,6	12,3	12,3	10,2	10,9
3.	Кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные нефинансовым организациям и физическим лицам, включая просроченную задолженность (млрд. руб.)	18 147,7	23 266,2	27 708,5	32 456,3	40 865,5	43 985,2
	в % к ВВП	39,2	39,0	41,4	45,7	52,5	54,7
	в % к активам банковского сектора	53,7	55,9	56,0	56,5	52,6	53,0
	из них:						
	кредиты и прочие средства, предоставленные физическим лицам, включая просроченную задолженность (млрд. руб.)	4 084,8	5 550,9	7 737,1	9 957,1	11 329,5	10 684,3
	в % к ВВП	8,8	9,3	11,6	14,0	14,5	13,3
	в % к активам банковского сектора	12,1	13,3	15,6	17,3	14,6	12,9
	в % к денежным доходам населения	12,6	15,6	19,4	22,3	23,6	20,1

Структура вкладов физических лиц

(млрд.руб.)

		1.01.14	1.01.15	1.10.15	1.01.16	1.02.16
1	Вклады физических лиц из них: сберегательные сертификаты	16 957,5 349,7	18 552,7 460,5	21 214,9 540,8	23 219,1 571,4	22 801,5 565,4
1.1.	Вклады физических лиц до востребования и сроком до 30 дней	3 210,8	3 214,6	3 148,4	3 843,7	3 331,2
	- в рублях	2 913,0	2 664,9	2 552,0	3 176,5	2 639,2
	- в иностранной валюте	297,8	549,7	596,4	667,1	692,0
1.2.	Вклады физических лиц сроком от 31 дня до 1 года	3 264,3	5 124,0	8 827,3	9 278,4	9 288,0
	- в рублях	2 788,8	3 814,6	6 393,2	6 948,4	7 102,6
	- в иностранной валюте	475,5	1 309,4	2 434,1	2 330,1	2 185,4
1.3.	Вклады физических лиц сроком свыше 1 года	10 482,4	10 214,1	9 239,2	10 097,0	10 182,3
	- в рублях	8 298,8	7 227,1	6 132,0	6 273,3	6 201,6
	- в иностранной валюте	2 183,6	2 987,0	3 107,2	3 823,7	3 980,7
Справочно:						
	Вклады физических лиц-нерезидентов (без учета сберегательных сертификатов)	223,9	245,2	299,0	372,0	368,9

Вклады физических лиц, данные ЦБ РФ, млрд.



Валютные активы и пассивы в совокупных активах и пассивах банковского сектора

	1.01.14	1.01.15	1.10.15	1.01.16	1.02.16
Удельный вес валютных активов в совокупных активах, %	22,1	30,0	33,8	34,7	35,3
Из них:					
- по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	23,3	32,0	36,2	37,3	37,6
Удельный вес валютных пассивов в совокупных пассивах, %	21,2	29,0	32,6	33,2	34,3
Из них:					
- по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	22,9	30,8	35,6	36,3	37,5
Разница в соотношении валютной составляющей активов и пассивов, процентных пунктов	0,9	1,0	1,3	1,4	1,0
Из них:					
- по 20 крупнейшим по величине активов кредитным организациям	0,5	1,3	0,6	1,0	0,1

Меры ЦБ по дедолларизации банковских балансов

При резком изменении курса банки сталкиваются со следующей проблемой: валютные кредиты, будучи переоценены в рублях по новому курсу, увеличиваются в размерах, в то время как капитал банка, будучи рублевым, остается на том же уровне. В результате капитала не хватает для адекватного покрытия рисков, прежде всего основного Н1 (отношение собственных средств (капитала) к суммарным активам, взвешенным по коэффициентам риска) и Н6 – максимального риска на одного заемщика по отношению к тому же капиталу.

Банк России предлагает следующее решение: постепенно повысить нормативные требования (коэффициенты риска) по валютным кредитам и увеличить отчисления в обязательные резервы по депозитам, что может усилить отток капитала.

Если бы часть капитала, соответствующая доле валютной части баланса, была номинирована в валюте, то при любых изменениях курса доллара достаточность капитала банков оставалась бы постоянной. Сделать это можно очень просто: разрешив банкам иметь необходимую для этого открытую валютную позицию, т. е., разрешить купить валюту в размере доли капитала, соответствующем доле валютных активов, чтобы иметь возможность хеджироваться от изменения курса. Переоценка этой позиции в рублях нивелировала бы изменения размеров активов, оставляя пропорцию постоянной. При падении доллара рублевый капитал уменьшался бы за счет убытка, а при росте увеличивался бы за счет прибыли по позиции.

Банк России оценивает спрос на ликвидность и ее предложение

Спрос банковского сектора на ликвидность – остатки средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России.

Спрос на ликвидность определяется:

потребностью банковского сектора в усреднении обязательных резервов;
Потребностью в средствах для осуществления расчетов.

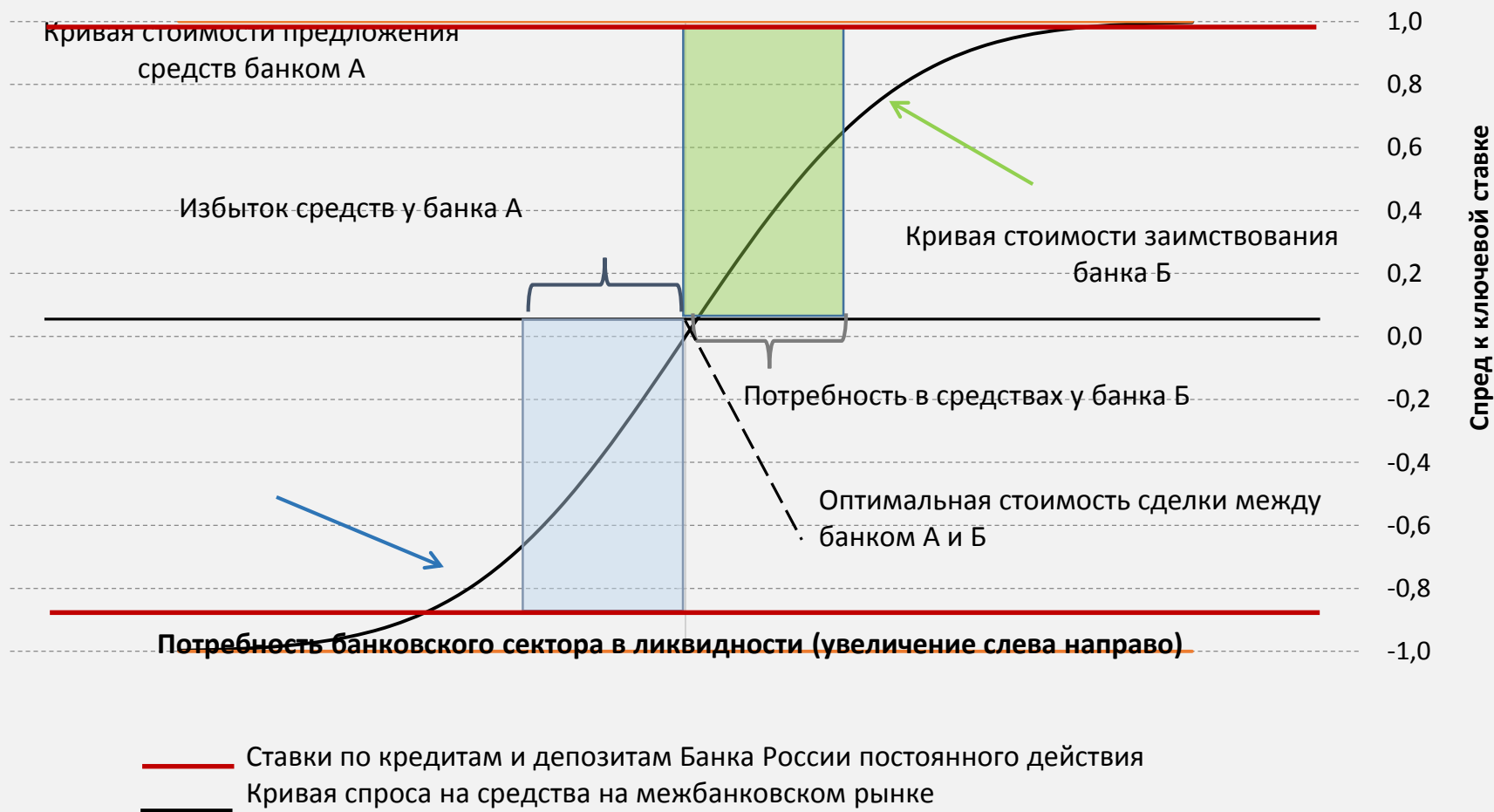
Предложение ликвидности формируется:

- действием *автономных факторов формирования ликвидности (АФФЛ)*, т.е. факторов, находящихся вне прямого контроля системы управления ликвидностью центрального банка;
- сальдо операций с центральным банком.

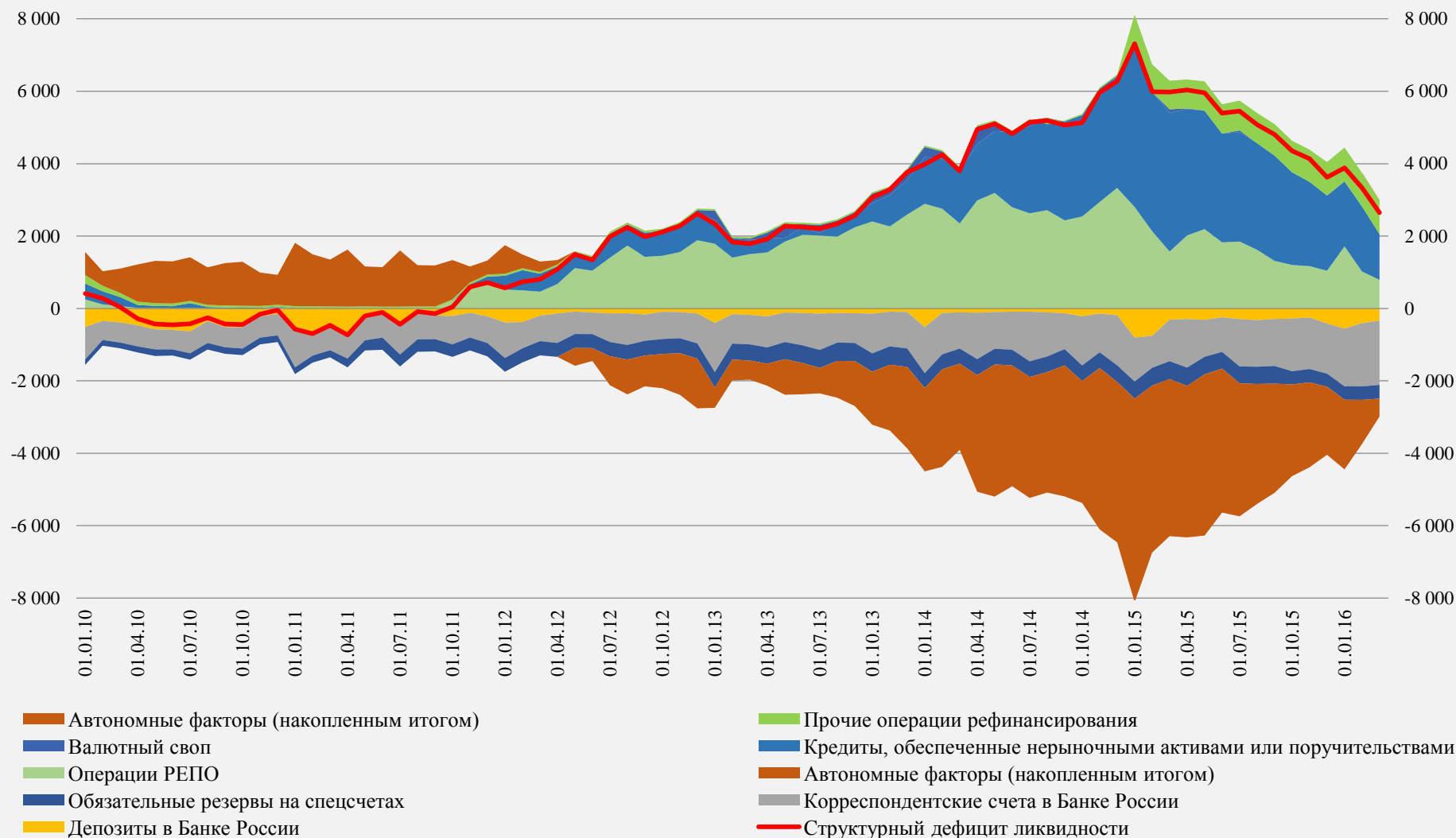
К *АФФЛ* относятся (в скобках влияние на ликвидность):

- изменение объема наличных денег в обращении (рост «-», снижение «+»);
- изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России (рост «-», снижение «+»);
- операции по покупке/продаже валюты на внутреннем валютном рынке (покупка «+», продажа «-»);
- регулирование обязательных резервов (рост «-», снижение «+»).

Предоставляя или абсорбируя необходимый объем ликвидности, Банк России создает условия для формирования ставок вблизи ключевой ставки



Динамика структурного дефицита ликвидности определяется действием автономных факторов ликвидности



Прогноз ликвидности банковского сектора на среднесрочную перспективу

Регулярное уточнение Банком России прогноза ликвидности и его публикация в Докладе о денежно-кредитной политике

Факторы снижения потребности в рефинансировании в 2016 году:

- использование Резервного фонда и инвестирование средств Фонда национального благосостояния,
- перечисление средств АСВ для санации банков и выплаты страхового возмещения вкладчикам

В базовом сценарии в 2016 году ожидается сохранение структурного дефицита ликвидности при вероятной востребованности и операций по абсорбированию ликвидности.

Вероятно досрочное погашение кредитов (З12-П) по мере снижения структурного дефицита

Процентные ставки по основным операциям Банка России (% годовых)

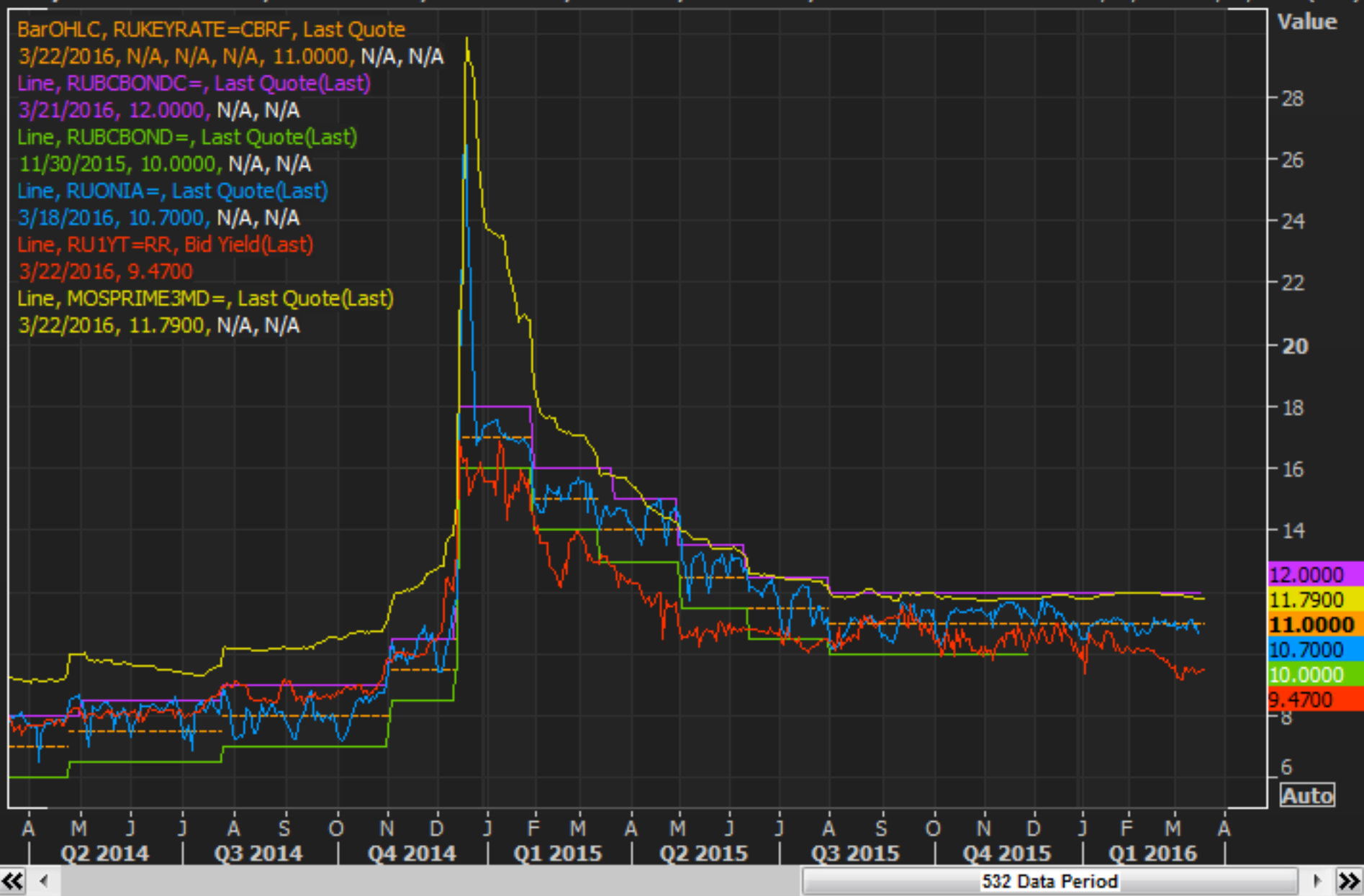
Процентные ставки по основным операциям Банка России¹

(% годовых)

Назначение	Вид инструмента	Инструмент	Срок	с 16.06.15	с 03.08.15
Предоставление ликвидности	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	РЕПО; кредиты «овернайт»; ломбардные кредиты; кредиты, обеспеченные золотом; кредиты, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами; сделки «валютный своп» (рублевая часть)	1 день	12,50	12,00
	Операции на аукционной основе (минимальные процентные ставки)	Аукционы по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами ²	3 месяца	11,75	11,25
		Аукционы РЕПО	от 1 до 6 дней ³ , 1 неделя	11,50 (ключевая ставка)	11,00 (ключевая ставка)
Абсорбирование ликвидности	Операции на аукционной основе (максимальные процентные ставки)	Депозитные аукционы	от 1 до 6 дней ³ , 1 неделя		
	Операции постоянного действия (по фиксированным процентным ставкам)	Депозитные операции	1 день, до востребования	10,50	10,00

Daily RUKEYRATE=CBRF, RUBCBOND=, RUBCBOND=, RUONIA=, RU1YT=RR, MOSPRIME3MD=

3/24/2014 - 4/28/2016 (GMT)



Факторы, непосредственно влияющие на решения ЦБ

- Прогноз инфляции
- Инфляционные ожидания населения и аналитиков
- Эффект переноса девальвации в инфляцию
- Оценка ценовой конъюнктуры экспортных товаров
- Оценка внутренних факторов ликвидности
- Данные по экономическому росту
- Темпы индексации тарифов, зарплат и пенсий.

Почему ЦБР не снизил ставку на последнем заседании?! Основной внутренний фактор – это выплаты из бюджетных резервных фондов для покрытия дефицита бюджета. Это тот самый автономный фактор ликвидности. Денежная политика смягчилась за счет него сама собой, ставки ушли к нижней границе коридора. Если Минфин сократит дефицит, ЦБР ослабит ДКП (понижит ставку).

Процентные ставки по специализированным инструментам Банка России (% годовых)

Инструмент1	Срок предоста вления средств	с 03.02 .2014	с 25.04 .2014	с 29.05. 2014	с 28.07. 2014	с 05.11. 2014	с 09.12. 2014	с 16.12. 2014	с 30.01. 2015	с 27.03 .2015	с 11.12. 2015
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитным договорам, заключенным АО «МСП Банк» с кредитными организациями, микрофинансовыми организациями или лизинговыми компаниями	до 3 лет	4,00	4,00	4,00	4,00	5,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитным договорам, обеспеченным договорами страхования АО «ЭКСАР»	до 3 лет	6,50	6,50	6,50	7,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитам на финансирование инвестиционных проектов2	до 3 лет		6,50	6,50	7,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Кредиты, обеспеченные залогом облигаций, размещенных в целях финансирования инвестиционных проектов и включенных в Ломбардный список Банка России2	до 3 лет			6,50	7,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Кредиты, обеспеченные закладными, выданными в рамках программы «Военная ипотека»3	до 3 лет						10,75	10,75	10,75	10,75	10,75
Кредиты, обеспеченные поручительствами АО «Федеральная корпорация по развитию малого и среднего предпринимательства»4	до 3 лет									6,50	6,50
Кредиты, обеспеченные залогом прав требования по кредитам, предоставленным лизинговым компаниям	до 3 лет										

Почему массовое кредитование по пониженным ставкам вряд ли является благом для экономики?!

Кредитование по низкой ставке = кредитование без учета премии за риск и безрисковой ставки (связанной с инфляцией).

Кредитование по ставке ниже безрисковой = деньги без учета премии за риск + немедленная прибыль (так как прибыль можно зафиксировать, путем инвестирования в безрисковый актив).

Таким образом, все налогоплательщики субсидируют такой бизнес, и если условием его запуска является необходимость льгот, значит он не может конкурировать рыночно с другими проектами, а значит, факторы производства перераспределяются благодаря такой искусственной поддержке неэффективно, откуда следует, что, скорее всего, он уменьшает ВВП в долгосрочном периоде. Нельзя рассматривать новые проекты в отрыве от альтернативных издержек.

Низкие ставки для отдельных проектов возможны только в силу особенной социальной и общественной значимости но вряд ли сможет стать основным драйвером экономического роста.

Бизнес со всех площадок требует несмотря ни на что снижения номинальной ставки, кредитования в обход системы коммерческих банков. Но ЦБР в программе развития финансового рынка делает именно это: стимулирует «бондизацию» финансового рынка – выпуск облигаций различными компаниями, с целью прямого выхода на рынок капитала, а президент в своем послании дал указание отменить налог на купонных доход, уравнивая инвестиции в облигации с депозитами в банках.

Рассматриваются меры по гарантированию инвестиций с ИИС (к тому же имеющих существенные налоговые льготы – нулевой НДФЛ).

Daily RUB=, NOK=, BRT-, KZT=, BRL=

1/1/2014 - 5/3/2016 (GMT)

IPP, RUB=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0

3/22/2016, 206.4555

IPP, NOK=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0

3/22/2016, 138.6468

IPP, BRT-, Mid Price(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0

3/22/2016, 281.0275

IPP, KZT=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0

3/21/2016, 223.8172

IPP, BRL=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0

3/22/2016, 153.2899



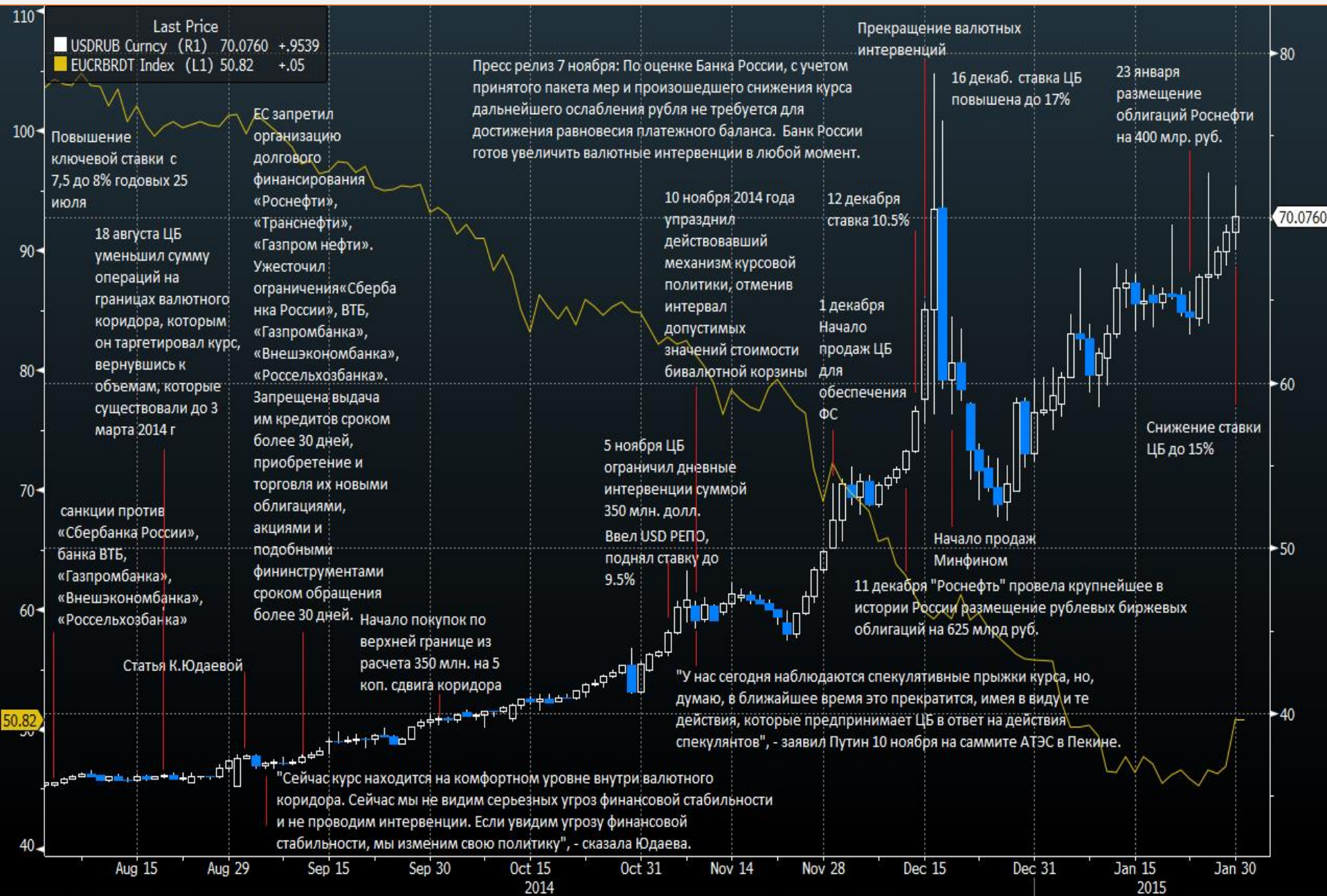
Daily RUB=, NOK=, BRT-, KZT=, BRL=

3/23/2006 - 9/29/2016 (GMT)

IPP, RUB=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0
3/22/2016, 206.9437
IPP, NOK=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0
3/22/2016, 138.6830
IPP, BRT-, Mid Price(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0
3/22/2016, 282.4642
IPP, KZT=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0
3/21/2016, 223.8172
IPP, BRL=, Bid(Last), Specified Date, 1/1/2014, 100.0
3/22/2016, 153.2983

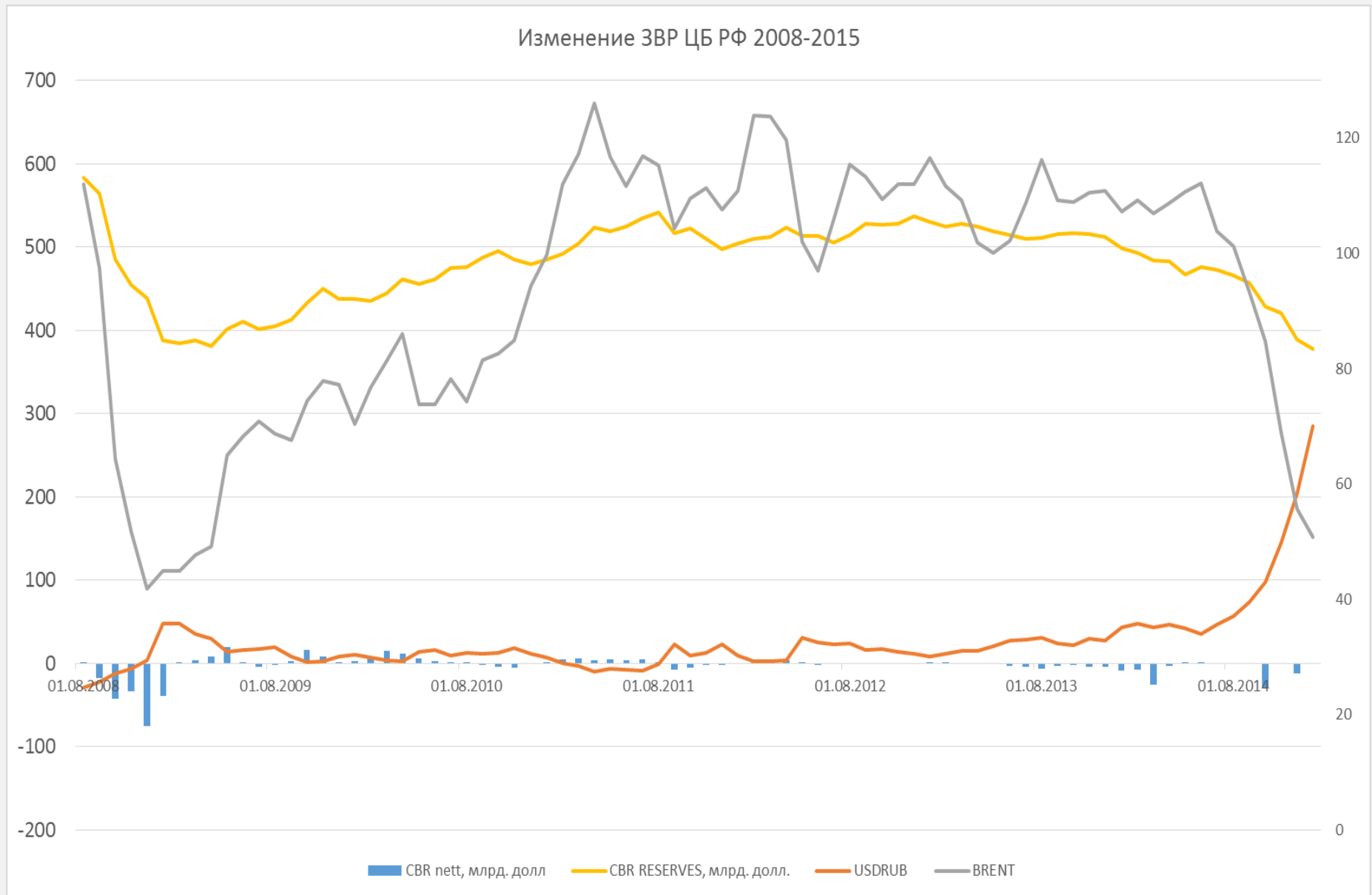


Развитие валютного кризиса 2014-2015 г.



Copyright© 2015 Bloomberg Finance L.P.

01-Feb-2015 17:03:38



- ☐ Политика: санкции (невозможность рефинансировать долги). – ПРИЧИНА ДАВЛЕНИЯ НА КУРС.
- ☐ Падение цен на нефть. – КАТАЛИЗАТОР.
- ☐ Тактические ошибки ЦБ при изменении ДКП и реагировании на ситуацию. – ПРИЧИНА ДОПУЩЕНИЯ ТРАЕКТОРИИ ДВИЖЕНИЯ КУРСА.
- ☐ Развитие девальвационных и инфляционных ожиданий среди населения как следствие ценовых движений - покупка наличной валюты и бегство из банков. – СЛЕДСТВИЕ ФАКТА ПАДЕНИЯ РУБЛЯ, А НЕ ПРОЯВЛЕНИЕ ОЖИДАНИЙ.
- ☐ Риторика властей, разрушающая структуру рынка.

- «Спекулянты вредны»
- «Совершая валютные интервенции, ЦБ без пользы «сжигает резервы», всего лишь давая заработать спекулянтам, играющим против рубля.
- Предложение валюты от ЦБ влияет на спрос (чем больше ЦБ продает, тем больше у него покупают).
- «Спекулянтам против рубля проще зарабатывать, когда ЦБ продает валюту, поэтому они лоббируют увеличение валютных интервенций».
- «Валютное рефинансирование может полностью заместить продажи валюты»
- «Зажимом ликвидности можно напрямую воздействовать на спрос и предложение на валютном рынке на коротком промежутке времени»

Monthly RUTRD=ECI, aRUEXP, aRUIMP

3/31/2006 - 7/31/2016 (UTC)

Line, RUTRD=ECI, Economic Indicator(Last), (S1, S2)

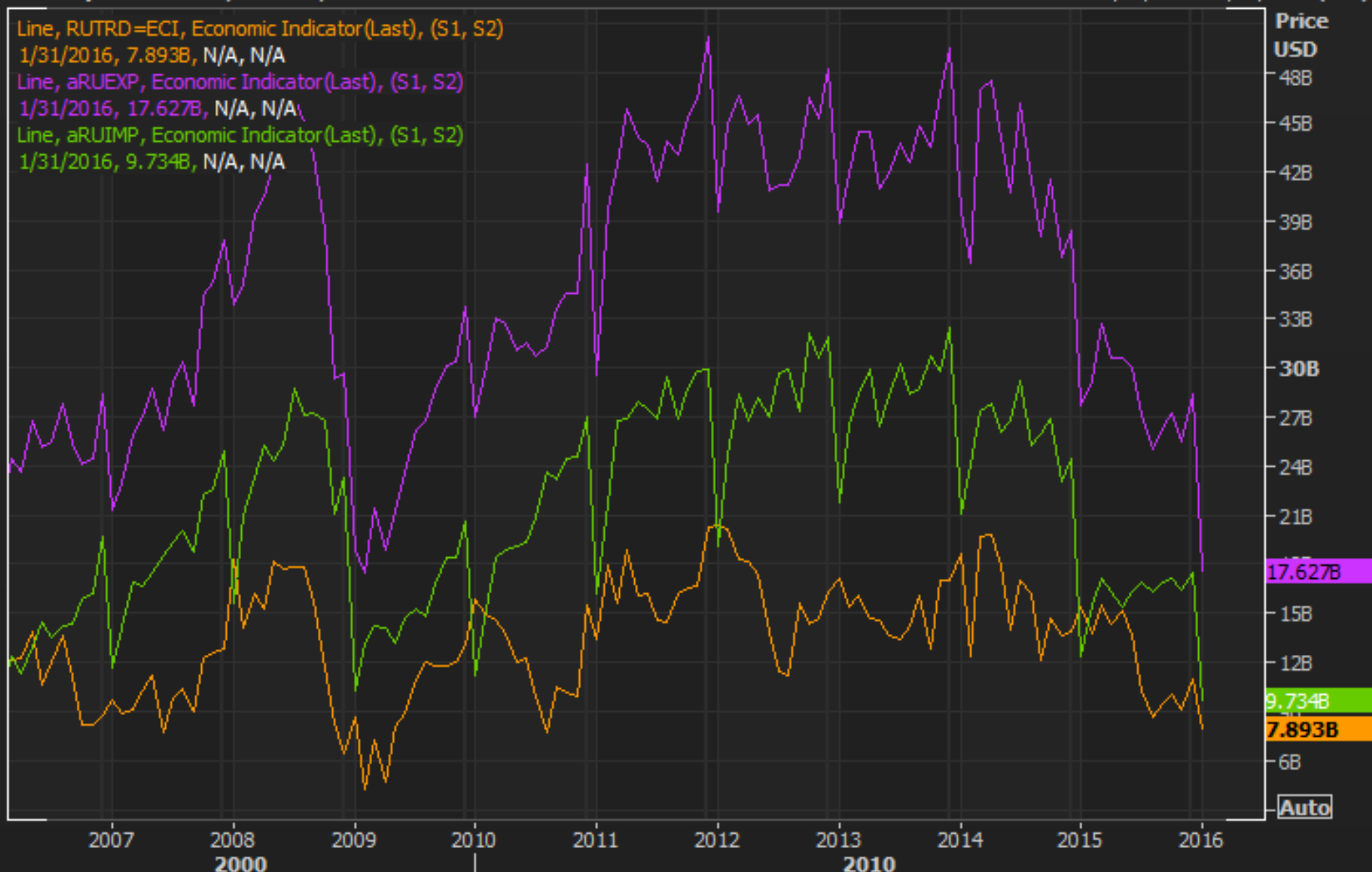
1/31/2016, 7.893B, N/A, N/A

Line, aRUEXP, Economic Indicator(Last), (S1, S2)

1/31/2016, 17.627B, N/A, N/A

Line, aRUIMP, Economic Indicator(Last), (S1, S2)

1/31/2016, 9.734B, N/A, N/A



Дефицит бюджета по расчетам BofA Merrill Lynch Global Research

USDRUB	Oil								
	70	65	60	55	50	45	40	35	30
60	-0.6	-1.3	-2	-2.8	-3.6	-4.4	-5.3	-6.3	-7.3
65	0	-0.6	-1.4	-2.2	-3	-3.9	-4.8	-5.8	-6.8
70		0	-0.8	-1.5	-2.4	-3.3	-4.2	-5.3	-6.4
76			0	-0.9	1.7	-2.6	-3.6	-4.7	-5.8
84				0	-0.9	-1.8	-2.9	-4	-5.2
94					0	-0.9	-2	-3.12	-4.4
105						0	-1.1	-2.3	-3.6
120							0	-1.2	-2.6
140								0	-1.4
168									0



- **Фактический ВВП падает.** Сокращение импорта, сохранение и рост экспорта, в товарном выражении, падение доходов населения, безработица в банковском секторе. 28% тратят сбережения
- **Девальвационный шок. Что он дает экономике России?!** Девальвация наносит вред экономике, не только пользу (конкурентоспособность) (исследование ЦБ «Динамика потенциального ВВП России после нефтяного шока» - 4.8% для потенциального ВВП). "Россия находится в числе стран - «лидеров» по генерации издержек при структурных изменениях."; ФТ исследование по влиянию девальвации на экономику развивающихся стран: импорт сокращается, экспорт не зависит.
- **Влияние девальвации на инфляцию. Эффект переноса.** Невозможная Российская двоица: девальвация неизбежно вызывает инфляцию. По оценке ЦБ РФ (Доклад о ДКП) «Изменение курса влияет на цены большинства товаров и услуг на потребительском рынке, а при его заметных изменениях эффект переноса на инфляцию усиливается. По оценке, вклад ослабления рубля в годовую инфляцию в мае 2015 г. составил до 7,5 процентного пункта из общего годового прироста 17%.
- **Волатильность рынка наносит вред экономике.** Субъекты экономики не могут ни планировать, ни эффективно хеджировать.
- **Режим валютного курса: свободное плавание.** Невозможная троица (курс, ставка, открытые рынки). Девальвация является отчасти следствием сверхчувствительности курса к цене на нефть (другие валюты так за нефтью не ходят). Формула рубля: обоснована ли она фундаментально (курс, балансирующий бюджет vs курс, балансирующий платежный баланс без изменения резервов).

- **Ситуация на международном финансовом рынке**, связанная с оттоком денег из развивающихся экономик (Бразилия – ближайший пример). Китайская бомба.
- **Разрушение рынка, отсутствие игроков**, де факто ограниченная конвертируемость рубля (CLS, RB). Санкции. Поиск спекулянтов.
- **Зависимость бюджета от цены на нефть**. Рынок ориентировался на заложенные в бюджет параметры. При падении цен на нефть чувствительность курса по отношению к стоимости нефти уменьшается, так как на самом деле ситуация на валютном рынке определяется платежным балансом.
- **Цель по ЗВР**. ЗВР используются как ядерное оружие: декларируется их неприменение. Это означает, что их нет: РЕПО не может заменить полноценно валютные операции. Обратное – возможно.
- **Опасения валютного контроля**.

- Бюджетная консолидация за счёт уменьшения расходов на оборону и национальную безопасность.
- Свободное vs управляемое плавание (тагетирование волатильности).
- Отказ по целям по ЗВР. Симметрия возможных интервенций на рынке (продажа валюты Минфина).
- Отказ от специальных чувствительных мер по дедолларизации, чтобы не вызвать отток капитала.
- Подтверждение приверженности открытому рынку (если ввести контроль, то отток увеличится, так как перестанут лонгировать кредиты).
- Лучшие рыночные практики, регулирование.