

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ В 2014 Г.

А.Абрамов

В 2014 г. на внутреннем финансовом рынке началась новая волна кризиса, что проявилось в оттоке капитала, рекордном в мире падении российских фондовых индексов, девальвации рубля, резком повышении ключевой ставки и ставок межбанковского рынка. Основную роль в этом сыграли внешние шоки в виде серьезного снижения цен на нефть и введения санкций, ограничивших доступ российских компаний и банков на внешние рынки капиталов. Негативные внешние последствия были усилены внутренними проблемами в виде форсированного роста рефинансирования банковской системы при объявленной либерализации валютного курса.

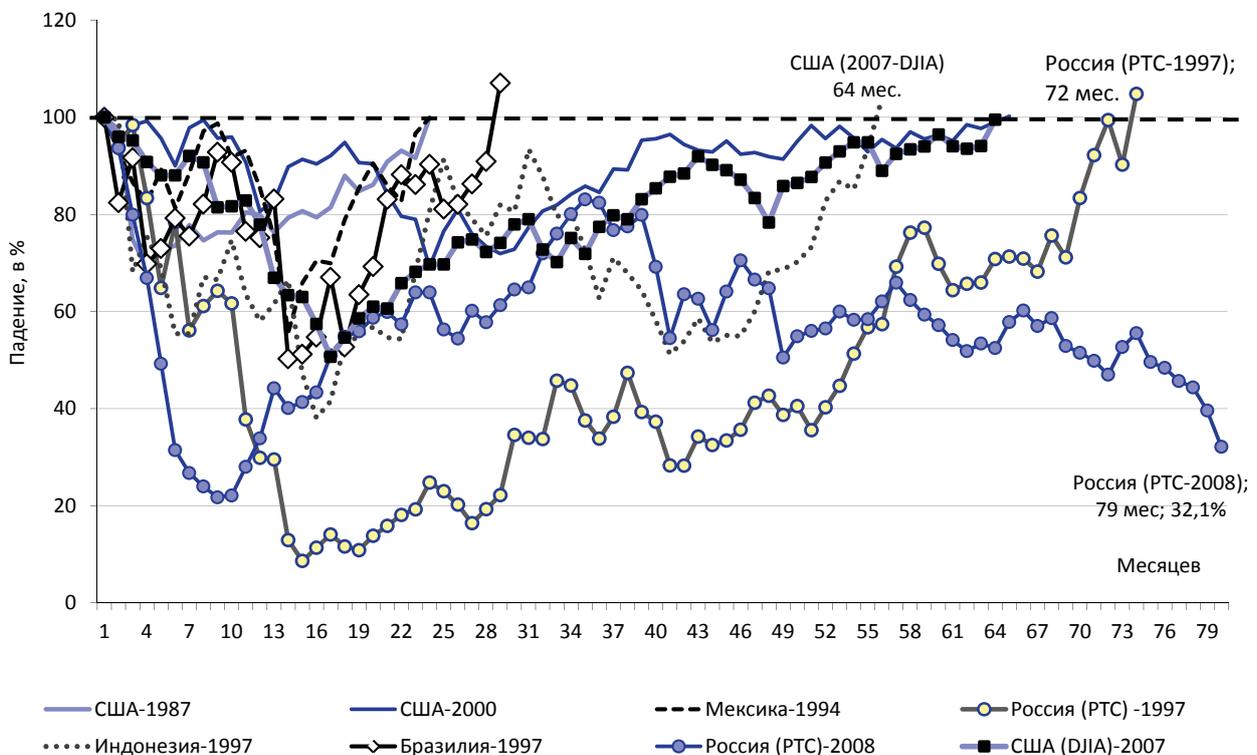
Новая волна финансового кризиса

В 2014 г. Россия столкнулась с новой волной финансового кризиса, проявившейся в девальвации национальной валюты, бегстве капитала и падении фондового рынка. Формально рецессии пока не было зафиксировано, а банковская система в целом сохранила стабильность. После 2008 г. траектория изменения фондового индекса РТС приобрела форму буквы «W». По состоянию на 31 декабря 2014 г. данный индекс составлял 32,1% от предкризисного пика мая 2008 г. В январе 2009 г. он падал до 21,8%

В настоящее время длительность периода восстановления индекса РТС уже существенно превысила аналогичный показатель кризиса 1997–

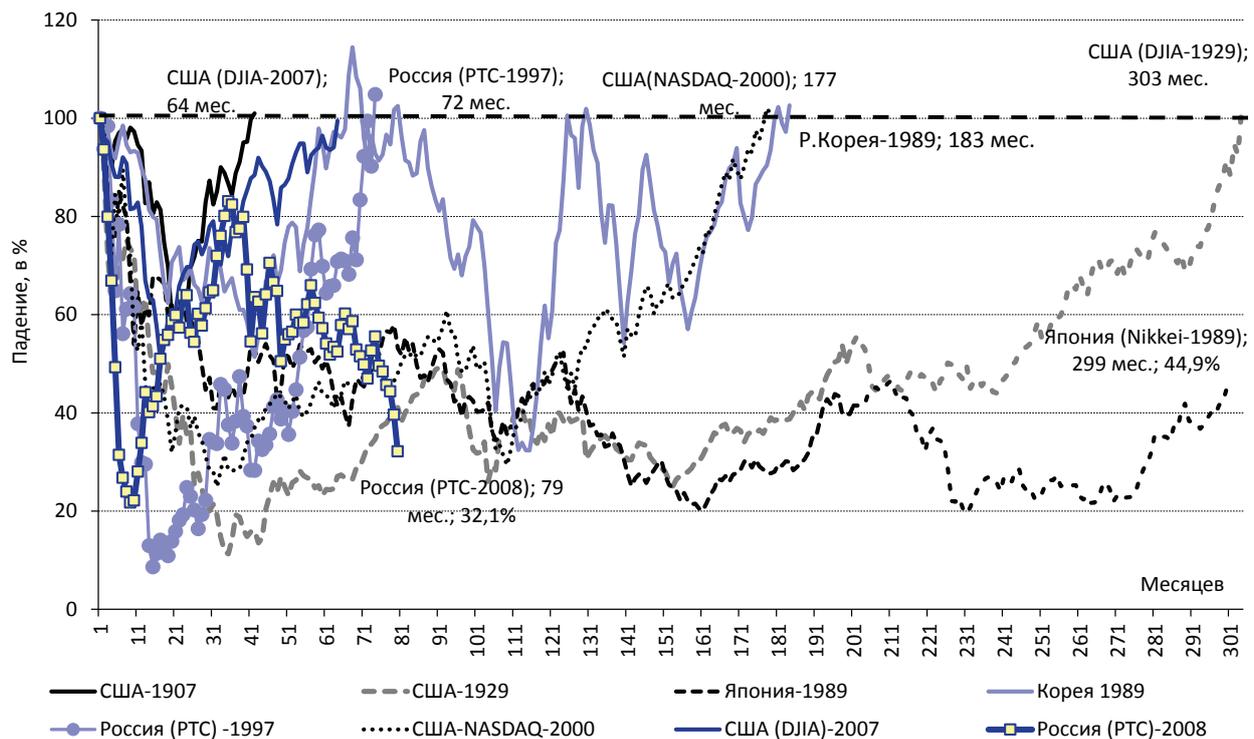
1998 гг. (рис. 1). После кризиса конца 1990-х гг. индекс РТС восстановился за 72 месяца, с мая 2008 г. уже прошло 79 месяцев, а данный индекс пока лишь ищет новое дно. На фоне крупнейших краткосрочных финансовых кризисов в мире (США 1987, 2000 и 2007 гг., Мексика 1994 г., Индонезия и Бразилия 1997 г.) с восстановительным периодом 5–6 лет, затянувшийся спад индекса РТС уже стал рекордным, достигнув 6,6 года.

На фоне крупнейших долгосрочных финансовых кризисов продолжительность текущего российского кризиса пока незначительна (рис. 2). Два самых известных кризиса с W-образной траекторией – ак-



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 1. Глубина и продолжительность краткосрочных финансовых кризисов в мире на 31 декабря 2014 г. (пик = 100%)



Источник: расчеты авторов по данным Московской биржи и www.finance.yahoo.com.

Рис. 2. Глубина и продолжительность долгосрочных финансовых кризисов в мире по состоянию на 31 декабря 2014 г. (пик = 100%)

ций южно-корейских компаний и акций из индекса NASDAQ в США длились соответственно 183 и 177 месяцев. При этом индекс NASDAQ полностью восстановился лишь в 2014 г. Восстановление фондового индекса Доу Джонс Индастриал Эвередж (DJIA) после Великой депрессии 1929 г. продолжалось 303 месяца. С большой вероятностью данный рекорд в мае 2015 г. будет побит японским индексом NIKKEI-225, который по состоянию на декабрь 2014 г. никак не может достигнуть пика 1989 г. уже в течение 299 месяцев.

Под влиянием кризиса 2008 г. в мире начали происходить глубокие перемены, приведшие к тому, что фактор глобального излишка сбережений (global saving glut)¹, который прежде вел к перераспределению иностранных инвестиций в пользу стран БРИКС, теперь породил обратную тенденцию. В ближайшие годы, например, ЮНКТАД ожидает разворота потоков инвестиций от развивающихся и переходных экономик к развитым странам².

Тем не менее даже на фоне стран БРИКС российские фондовые индексы в 2014 г. продемонстри-

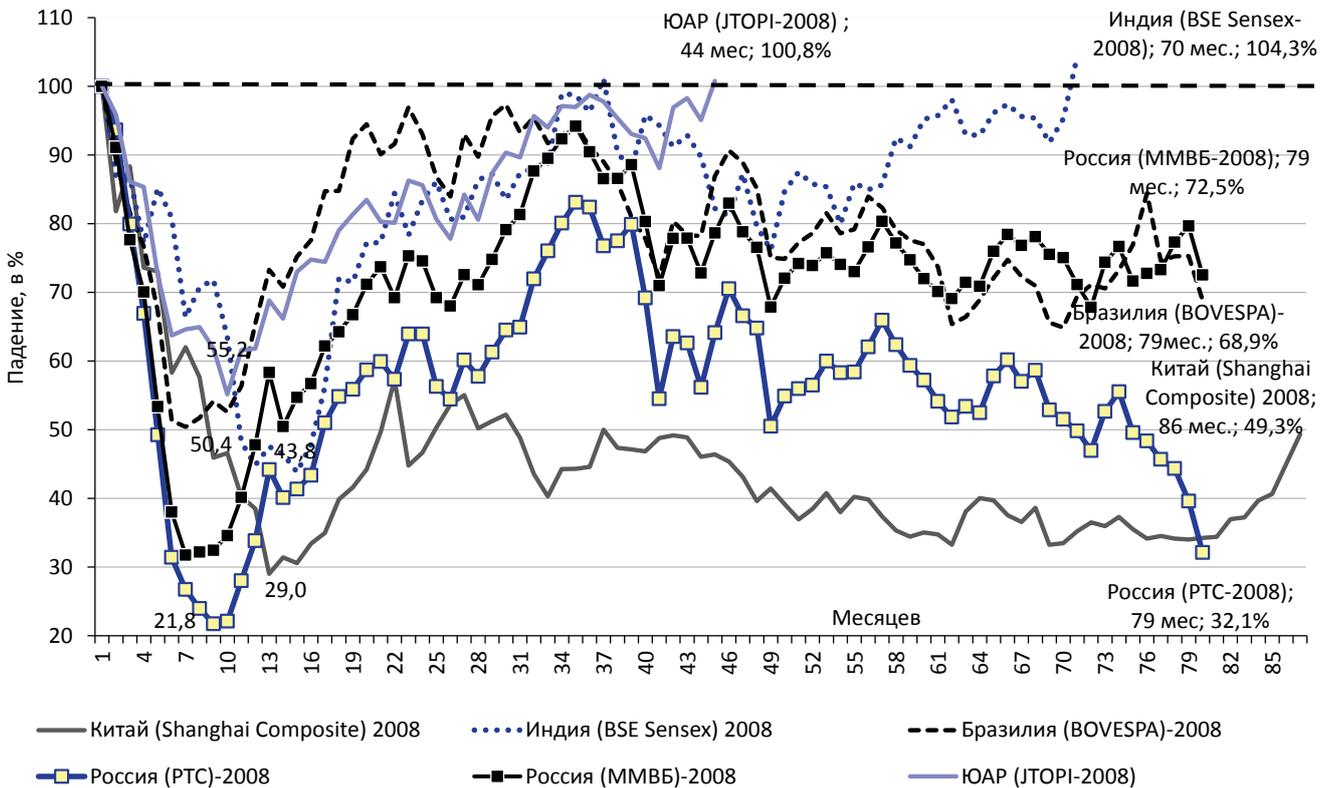
ровали одни из самых слабых результатов (рис. 3). После кризиса 2008 г. индексы Йоханнесбургской фондовой биржи (JTOPI) и индийского фондового рынка (BSE Sensex) сумели выйти на уровень предкризисных пиков соответственно за период 44 и 70 месяцев. За 79 месяцев бразильский *Vovespa* достиг 68,9% предкризисного максимума; индекс шанхайской фондовой биржи (Китай) за 89 месяцев – 49,3%. Российский валютный индекс РТС в течение 79 месяцев опустился до самых низких среди рынков БРИКС – 32,1% от предкризисного пика. Рублевый индекс ММВБ смог удержаться на уровне 72,5% благодаря обесценению рубля к доллару в 2014 г. на 41,8%.

В 2014 году российский рынок акций оказался абсолютным рекордсменом по глубине падения (рис. 4). Индекс РТС снизился на 45,2% по сравнению с 14,7% у индекса Афинской фондовой биржи и 16,6% у индекса Кипрской фондовой биржи. Индекс ММВБ за тот же период снизился на 7,1%.

Обострение кризиса на денежном рынке проявилось в том, что впервые с начала периода массовой кредитной экспансии Банка России в декабре 2014 г. ключевая ставка взлетела до 17% годовых, а в след за ней процентные ставки межбанковского рынка превысили рубежи 20%. Повышение с 16 декабря 2014 г. ключевой ставки с 10,5% до 17,0% было вынужденной мерой, направленной

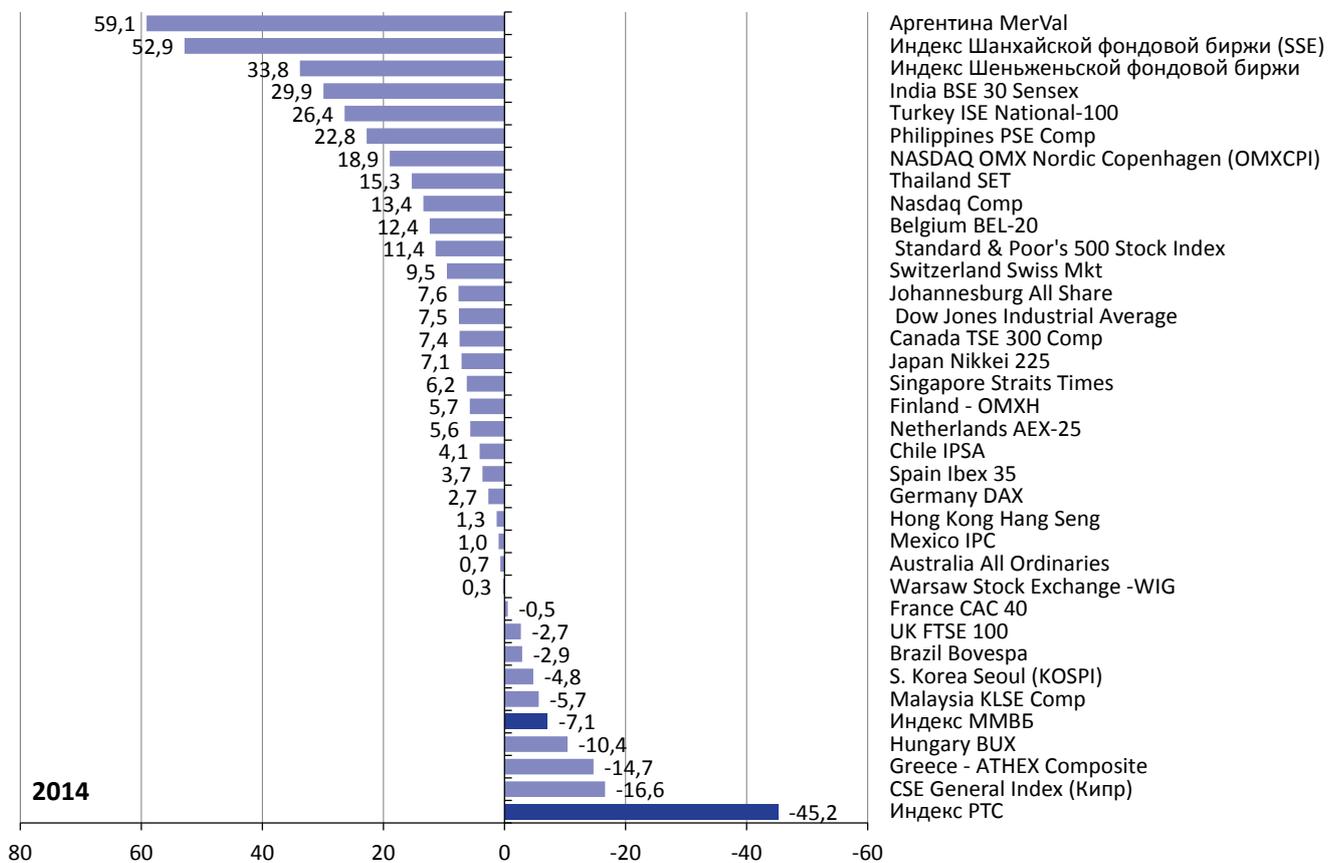
1 The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks by Governor Ben S. Bernanke At the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri. April 14, 2005: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

2 World Investment Report 2014: Investing in the SDGs: An Action Plan UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (UNCTAD), 2014.



Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

Рис. 3. Глубина и продолжительность текущего финансового кризиса в странах БРИКС на 31 декабря 2014 г. (пик = 100%)



Источник: расчеты по данным The Wall Street Journal и Thomson Reuters Eikon.

Рис. 4. Доходность мировых фондовых индексов в 2014 г., % годовых

на предотвращение паники на валютном рынке. Однако фактически это означало введение косвенного моратория в кредитовании банками реально-го сектора и населения.

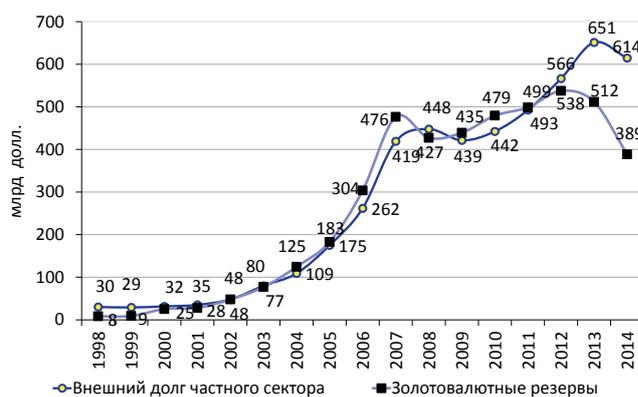
Влияние экономических факторов на финансовый рынок

Основными факторами нового финансового кризиса были снижение цен на нефть и девальвация рубля; санкции, ограничившие внешние заимствования российским компаниям и банкам, а также неблагоприятный инвестиционный климат внутри страны.

В декабре 2014 г. среднемесячная цена на нефть марки Brent составляла лишь 46,1% от уровней мая 2008 г. Во время кризиса 1997–1998 гг. цены на нефть восстановились до докризисного уровня за 36 месяцев, после мая 2008 г. они не могут сделать этого уже в течение 77 месяцев. Более того, среднемесячная цена на нефть марки Brent продолжала снижаться со 111,9 долл./барр. в июне 2014 г. до 61,7 долл. в декабре, или на 44,9%. За тот же период времени индекс РТС снизился с 1366,08 пунктов до 790,71 пунктов или на 41,1%.

С июня по декабрь 2014 гг. курс доллара вырос с 33,63 руб. до 56,26 руб., или на 67,3%. При этом, как показали первые дни валютных торгов на Московской бирже в 2015 г., остановить ослабление рубля пока не удалось. Обесценение рубля в 2014 г. было вызвано снижением цен на нефть, возросшим оттоком валютных средств при погашении внешних долгов компаний в условиях действия санкций, а также и дополнительным ростом рефинансирования банковской системы со стороны Банка России вслед за его валютными интервенциями.

Санкции привели к тому, что российские компании и банки не смогли рефинансировать на международных рынках свои внешние долги и были вынуждены для их погашения приобретать дополнительный объем валюты на внутреннем рынке. Среднегодовая сумма прироста внешней задолженности частного сектора в 2011–2013 гг. составляла 69,6 млрд долл. В результате санкций сумма указанной задолженности сократилась с 651 млрд долл. в 2013 г. до 614 млрд долл. на 1.10.2014 г., или на 36,7 млрд долл. (рис. 5). То есть можно предположить, что из-за санкций в 2014 г. российские компании и банки не сумели занять на глобальных рынках около 110 млрд долл. Одновременно с этим размер золотовалютного резерва в 2014 г. уменьшился с 512 млрд долл. до 389 млрд долл., или на 123 млрд долл. Данная сумма пошла на поддержку курса рубля на валютном рынке, в том числе косвенным образом на пополнение запасов ва-



Примечание. Данные за 2014 г.: золотовалютные резервы – по состоянию на 26.12.2014 г., внешний долг частного сектора – 1.10.2014 г. Источник: рассчитано по данным Банка России.

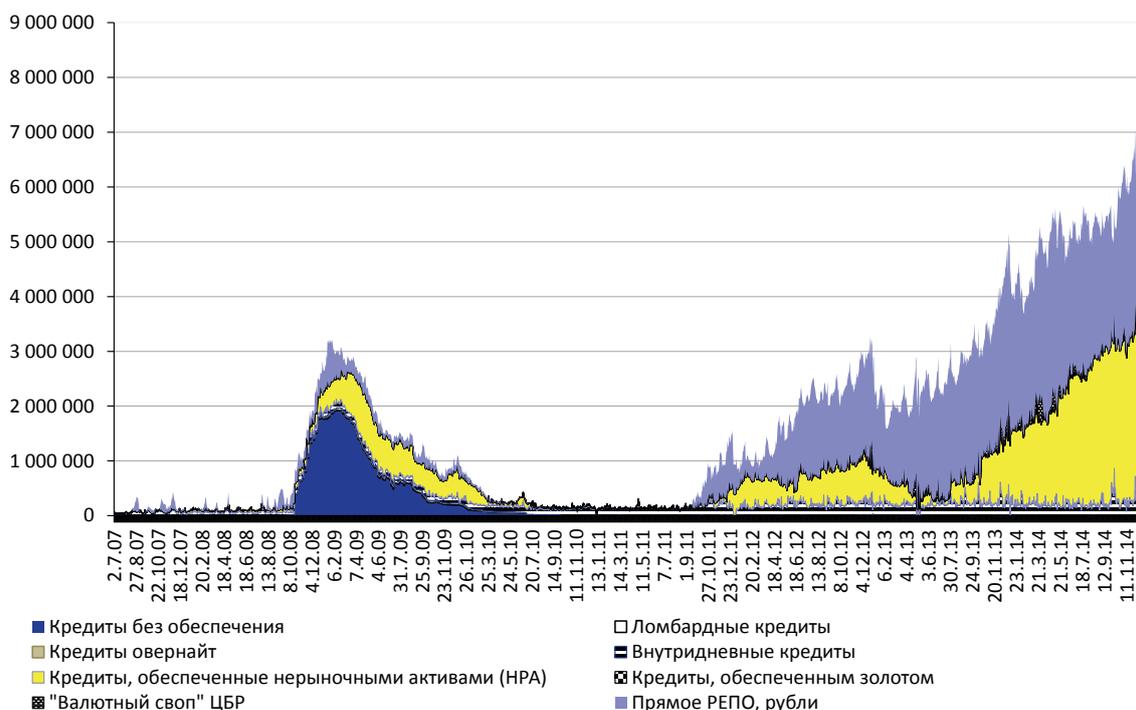
Рис. 5. Внешний долг частного сектора и золотовалютные резервы России в 1998–2014 гг.

люты российских организаций, необходимых для погашения их внешней задолженности. Для сравнения – в период управляемой девальвации рубля в августе 2008 г. – феврале 2009 г. золотовалютные резервы сократились на 212 млрд долл., достигнув минимума в размере 384 млрд долл.

Проблемы внутренней модели стимулирования экономического роста

2014-й должен был стать годом окончательного перехода Банка России к инфляционному таргетированию и либерализации валютного курса. В экономическом сообществе нет единого мнения о целесообразности данного шага¹. Не вникая в данном случае в суть аргументов за и против перехода к политике таргетирования, тем не менее, отметим, что данный вопрос имеет вполне определенную цену для общества в виде объема рефинансирования, необходимого для удержания стабильности не вполне устойчивой банковской системы. Связь здесь проста. Основным инструментом воздействия Банка России на инфляционные ожидания рынка является устанавливаемая им ключевая ставка (сегодня равна 17%). Банк России следит за тем, чтобы ставки межбанковского рынка, отражающие состояние краткосрочной ликвидности в банках, были стабильными и примерно соответствовали бы ключевой ставке. Это обеспечивается за счет предоставления банкам Банком России кредитов в размере, необходимом для достижения указанной цели. Иными словами, при заданных ориентирах про-

¹ Например, по мнению экспертов Банка Англии, «большинство стран ввели инфляционное таргетирование, когда уровень инфляции уже был низким» (Хэммонд Джилл. Практика инфляционного таргетирования. Центр исследования деятельности центральных банков Банка Англии. Руководство № 29, 2012 г., с.7). В России данная предпосылка пока отсутствует.



Источник: расчеты автора по данным Банка России.

Рис. 6. Задолженность кредитных организаций по кредитам, полученным от Банка России с учетом внутридневных кредитов, млн руб. с 2 июля 2007 г. по 31 декабря 2014 г.

центных ставок объем рефинансирования зависит преимущественно от спроса банковской системы. Без такого рефинансирования политика инфляционного таргетирования Банка России невозможна.

Текущий рост объемов рефинансирования впечатляет (рис. 6). Его основными каналами в разное время были: кредитование в виде прямого РЕПО и под залог нерыночных активов, а также кредитование без залога. В разгар кризиса 2008 г. максимальный объем задолженности банков перед ЦБ достигал 3,2 трлн руб., по мере выхода из кризиса он уменьшился до 100–200 млрд руб. Однако с октября 2011 г. долги банков по программе рефинансирования вновь стали расти. В конце 2012 г. они достигли максимального уровня, зафиксированного во время минувшего кризиса. В декабре 2014 г. задолженность перед ЦБ достигла 8,7 трлн руб., превысив «рекорд» 2008 г. в 2,7 раза. На данном этапе основную роль играет рефинансирование банков в форме прямого РЕПО и кредитование под залог нерыночных активов. В расчетах также учтен объем внутридневных кредитов.

Формально количественные ориентиры рефинансирования не устанавливаются ни исполнительной властью, ни Основными направлениями единой государственной денежно-кредитной политики, ежегодно рассматриваемыми Государственной Думой. Тема рефинансирования не позиционировалась в качестве ключевой в Стратегии развития банковского сектора Российской Федерации на период до

2015 года (далее – Стратегия), принятой в виде заявления Правительства Российской Федерации №1472п-П13 и Банка России № 01-001/1280 от 05.04.2011 г. Необходимость развития инструментов рефинансирования кратко упоминалась лишь в 18-м разделе данного программного документа. Значительно больше внимания в нем уделено внутренним резервам роста банковской системы, ее переходу к преимущественно интенсивной модели развития, наращиванию капитализации банковского сектора.

Формирование таких ориентиров по объемам рефинансирования относится к внутренней компетенции Банка России. Об этом свидетельствуют регулярные заявления должностных лиц банка с обещаниями по объемам кредитов: «мы готовы предоставлять тот объем рефинансирования, который нужен...»¹; «Банк России в случае необходимости готов удвоить потенциальный объем предоставления ликвидности в рамках операций РЕПО...»²; «...мы можем нарастить от текущего уровня в 3 раза объем рефинансирования»³.

1 Первый заместитель председателя Банка России С.Швецов 2 ноября 2011 г. – <http://www.finmarket.ru/news/2520879>.

2 Первый заместитель председателя Банка России А.Улюкаев 17 ноября 2011 г. – <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=3387737>.

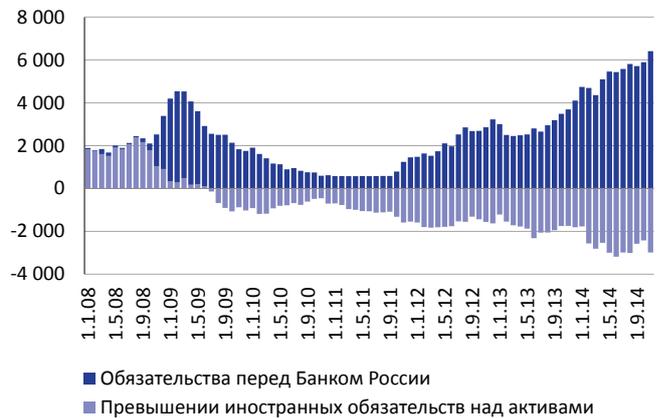
3 Замдиректора департамента финансовой стабильности Банка России С.Моисеев 26 февраля 2013 – http://www.1prime.ru/Financial_market/20130226/761430125-print.html

Увеличение рефинансирования с начала 2012 г. было связано с необходимостью поддержания рублевой ликвидности в банковской системе в условиях увеличения наличных денег в обращении и роста остатков средств на счетах правительства. Ликвидности в банковской системе из-за ограничения прежних источников фондирования банков. При этом до кризиса 2008 г. предоставление дополнительной ликвидности Банком России осуществлялось в форме приобретения валюты у банков, привлеченной ими на глобальных рынках, то после кризиса для этих целей стал использоваться механизм рефинансирования. С середины 2009 г. задолго до введения санкций совокупные валютные активы банковской системы превысили стоимость ее обязательств перед нерезидентами (рис. 7).

За счет рефинансирования в 2014 г. в банковскую систему дополнительно поступило 2,4 трлн руб., что наряду с другими источниками позволило компенсировать абсорбирование рублевой ликвидности, вызванной валютными интервенциями Банка России в размере 3,4 трлн руб. и ростом наличных денег в обращении на сумму 0,3 трлн руб. В то же время в условиях девальвации рубля, вызванной, прежде всего, такими факторами как снижение цен на нефть и ограничениями доступа российских компаний и банков к иностранным рынкам капитала, это обнаружило определенные противоречия в политике Центрального банка, вынужденного совмещать меры по инфляционному таргетированию с поддержкой валютного курса рубля. Следуя сразу двум целевым ориентирам, Банк России был вынужден проводить валютные интервенции, ведущие к абсорбированию рублевой ликвидности у банков. Компенсируя ликвидность за счет рефинансирования по ставке, уступающей доходности операций на валютном рынке, в определенной мере Банк России нейтрализовал свои же усилия по замедлению падения рубля за счет валютных интервенций.

В 2012–2014 гг. рост объемов рефинансирования существенно опережал рост портфелей кредитования бизнеса и населения, а также депозитов населения (рис. 8).

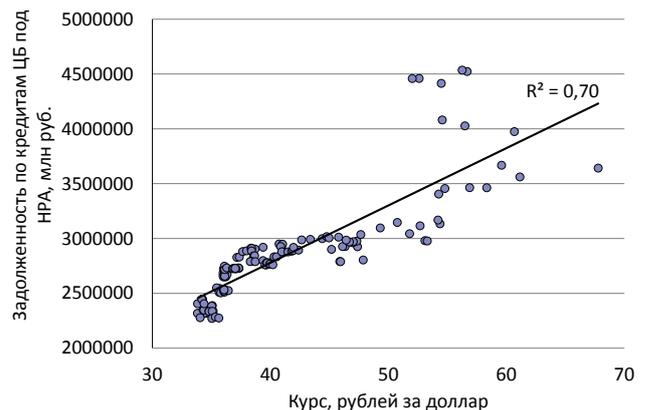
Как показано на рис. 9 корреляция между объемом задолженности банков по кредитам Банка России под залог нерыночных активов и курсом доллара в рублях во второй половине 2014 г. составляла 70%, что свидетельствует о тесной связи между указанными показателями. По данным Банка России, в октябре-декабре 2014 г. на валютные интервенции им было израсходовано 39,9 млрд долл. При этом за тот же период объем рефинансирования в виде



Источник: расчеты автора по данным Банка России.
Рис. 7. Задолженность кредитных организаций перед Банком России и превышение валютных обязательств над активами банков, млрд руб. в 2008–2014 гг.



Источник: расчеты автора по данным Банка России.
Рис. 8. Рост кредитных портфелей и поддержки банков со стороны Банка России с января 2012 г. по ноябрь 2014 г.



Источник: расчеты автора по данным Банка России.
Рис. 9. Корреляция валютного курса и задолженности банков по кредитам под нерыночные активы (01.07. – 31.12.2014, дневные данные)

кредитов под залог нерыночных активов и сделок прямого РЕПО вырос на 1,9 трлн руб., что исходя из среднемесячного за данный период курса доллара составляет такую же цифру – 39,9 млрд долл.

* * *

Таким образом, в 2014 г. на внутреннем рынке посткризисный застой сменился новой волной финансового кризиса, проявившегося в росте оттока капитала, в рекордном в мире падении российских фондовых индексов, девальвации рубля, резком повышении ключевой ставки и ставок межбанковского рынка. Основную роль в этом сыграли внешние шоки в виде серьезного снижения цен на нефть и введения санкций, ограничивших доступ российских компаний и банков на внешние рынки капитала. Однако указанные негативные последствия внешних шоков были усилены внутренними проблемами, связанными с вынужденным дуализмом приоритетов денежно-кредитной политики.

Какие меры могут быть приняты для ограничения дальнейшего роста рисков рефинансирования? Некоторые из них, такие как переход на механизмы рефинансирования инфраструктурных облигаций, секьюритизированных активов, пулов кредитов для малого бизнеса, Банк России уже начал

осуществлять¹. Можно надеяться, что данные механизмы придадут большую целенаправленность потокам кредитной поддержки банков и ограничат их возможности использования данных средств для валютных спекуляций. Необходимо также актуализировать Стратегию, более тесно увязав принимаемые Банком России меры по очищению банковской системы и усилению пруденциального надзора с курсом на интенсификацию развития банковского сектора.

Одновременно необходимо развивать в определенной мере альтернативные рефинансированию проекты мобилизации внутренних инвестиций, которые не оказывают столь разрушительного воздействия на стабильность национальной валюты. Речь идет о стимулировании роста рублевых банковских депозитов, системы частных пенсионных накоплений, коллективных инвестиций и, конечно, национального рынка капиталов. ●

1 Юдаева К. Перелом в экономике может произойти неожиданно. Ведомости, 24 февраля 2014 г.