



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№2

II-III кварталы 2015

Информационно-
аналитические
материалы

ОБЗОР ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Москва

В настоящем обзоре статистические и расчетные данные приведены по состоянию на 1 октября 2015 года.

Электронная версия обзора на русском и английском языках размещена на официальном сайте Банка России (адрес: <http://www.cbr.ru/publ/?PrId=stability>).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу: reports@cbr.ru.

СОДЕРЖАНИЕ

РЕЗЮМЕ	3
1. КАРТА РИСКОВ	7
2. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	8
3. РИСКИ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ	12
3.1. Текущая ситуация на рынках основных сырьевых товаров и финансовое положение сырьевых экспортеров	12
3.2. Риски отраслей, ориентированных на внутренний рынок	19
4. ОЦЕНКА СИСТЕМНЫХ РИСКОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА	23
4.1. Ухудшение кредитного качества корпоративного портфеля банковского сектора	23
4.2. Риски на рынке необеспеченного розничного кредитования	26
4.3. Перспективы восстановления рентабельности кредитных организаций	29
5. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ НЕКРЕДИТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ	31
5.1. Финансовые риски лизинговых компаний	31
5.2. Инвестиционные риски НПФ	34
5.3. Стресс-тестирование страховых организаций	36
6. ВЛИЯНИЕ БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ НА ФИНАНСОВУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ	39
6.1. Устойчивость федерального бюджета и риски для финансовой стабильности	39
6.2. Долговая устойчивость консолидированных бюджетов субъектов РФ	43
7. АНАЛИЗ РИСКОВ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ И СИТУАЦИИ С ВАЛЮТНОЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ	45
7.1. Структура и системные риски валютного рынка	45
7.2. Валютные риски финансовых организаций	52
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ	55
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ	57
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	57

РЕЗЮМЕ

Внешние риски

В III квартале 2015 г. произошло некоторое ухудшение внешней конъюнктуры. Цены на нефть марки Urals, восстановившиеся во II квартале до уровня 60 долл. США за баррель, на фоне замедления экономики Китая и повышенной волатильности на глобальных финансовых рынках в августе возобновили падение и к середине ноября опустились ниже 40 долл. США за баррель. Одновременно усилившиеся ожидания повышения процентных ставок ФРС США обусловили отток капитала и ослабление валют стран с формирующимися рынками.

Цены на сырьевые товары, скорее всего, останутся на низком уровне в среднесрочном периоде. Экономика ключевого потребителя – Китая – продолжает замедляться, при этом структурная трансформация китайской экономики предполагает опережающий рост сферы услуг и высокотехнологичных отраслей, не характеризующихся значительным потреблением сырья. Высокие темпы роста в Китае в предыдущие годы достигались за счет ускоренного увеличения совокупного долга, который уже превысил 280% ВВП. В таких условиях сохраняется вероятность дальнейшей коррекции на финансовых рынках Китая, при этом финансовые взаимосвязи могут быть недооценены, так как существенная часть финансирования осуществляется за счет параллельной банковской системы. В то же время положительным фактором является относительно низкий внешний долг Китая наряду с существенным объемом золотовалютных резервов. Для многих других стран с формирующимися рынками характерна обратная ситуация, что является их ключевой уязвимостью. Повышение ставок в США может вызвать отток капитала с рынков этих стран, удорожание финансирования, дефицит долларовой ликвидности, коррекцию цен финансовых активов.

По сравнению с другими странами позиции России являются достаточно устойчивыми, отчасти за счет уже произошедшего делевериджа в 2014–2015 гг. на фоне закрытия внешних рынков. Это подтверждается сокращением премий по CDS России к началу ноября 2015 г. ниже уровня стран с сопоставимым суверенным кредитным рейтингом. Вмененная волатильность курса рубля в последние месяцы стабильно ниже волатильности нефтяных цен примерно на 40%. В III квартале 2015 г. впервые за пять лет был зафиксирован чистый ввоз капитала в Россию частным сектором в размере 5,3 млрд долл. США, по предварительной оценке Банка России. Чистый приток капитала обусловлен уменьшением величины платежей по внешнему долгу, привлечением новых внешних займов и получением предоплат по внешнеторговым контрактам рядом крупных компаний. В таких условиях ситуация с валютной ликвидностью продолжила улучшаться. Об этом свидетельствует сокращение спреда между ставкой RUONIA и ставкой по валютному свопу сроком 1 неделя до минимальных значений (в среднем –2 б.п. за период с 1 апреля по 10 декабря 2015 г.) с пиковых уровней в 400–500 б.п. в декабре 2014 г., а также снижение объема задолженности банков перед Банком России по операциям репо в иностранной валюте с максимального уровня в 33,9 млрд долл. США до 19,4 млрд долл. США на 14 декабря 2015 года.

Опрос 25 крупнейших банков, проведенный Банком России в августе 2015 г., показал, что их совокупный гэп в иностранной валюте (разница между активами и обязательствами со сроком погашения до 1 июля 2016 г.) составляет 54,6 млрд долл. США. Валютной ликвидности банков и нефинансовых компаний достаточно для обслуживания внешнего долга, что будет способствовать устойчивой ситуации на валютном рынке.

Низкие цены на нефть представляют риск для России и других стран – экспортеров с точки зрения сбалансированности бюджета. В настоящее время Россия характеризуется невысоким соотношением совокупного государственного долга и ВВП (13,6% ВВП на 1 июля 2015 г.). Однако опасения вызывают быстрые темпы расходования Резервного фонда для компенсации дефицита бюджета. В целях обеспечения бюджетной устойчивости, а также сокращения инфляционного давления необходимо ограничение расходов и уровня дефицита бюджета в среднесрочном периоде.

Риски нефинансовых организаций

Ситуация в нефинансовом секторе сильно дифференцирована по различным отраслям. Так, экспортно ориентированные отрасли находятся в относительно благоприятном положении (например, несмотря на снижение глобальных цен на нефть и металлы, ослабление рубля и преобладание рублевых затрат в структуре расходов позволили многим нефтяным и металлургическим компаниям увеличить свои рублевые доходы и уменьшить уровень долговой нагрузки). При этом многие отрасли, ориентированные на внутренний рынок, столкнулись с сокращением доходов за счет падения потребительского спроса. В уязвимом положении находятся авиаперевозчики, предприятия автомобилестроения, торговли, строительные компании и компании, работающие в сфере коммерческой недвижимости. Наибольшие риски характерны для компаний из последних трех перечисленных отраслей, которые, получая преимущественно рублевые доходы, активно привлекали валютное финансирование.

Риски банковского сектора

Кредитный риск остается ключевым для банковского сектора: по ряду отраслей доля просроченной задолженности уже превысила максимальный уровень кризиса 2008–2009 гг. (например, в строительстве она возросла до 15,6%). Доля реструктурированных кредитов в объеме крупных ссуд увеличилась с начала текущего года почти на 5,3 п.п. – до 31,6% на 1 октября. Существенное ухудшение кредитного качества характерно для кредитов предприятиям малого и среднего бизнеса.

В сегменте необеспеченного потребительского кредитования пик ухудшения качества также пока не пройден, в условиях отрицательной динамики доходов населения доля плохих кредитов возросла до 16,8% на 1 октября 2015 года. Вместе с тем позитивным фактором является повышение операционной эффективности банков, специализирующихся на розничном кредитовании: благодаря сокращению издержек они смогли остановить дальнейшее падение рентабельности капитала (на 1 октября 2015 г. рентабельность капитала в годовом выражении составила –7% после –8,8% в июне 2015 г.). Кредитное качество ипотечного сегмента остается по-прежнему высоким, доля плохих кредитов (не обслуживаемых 90 дней и более) на 1 октября 2015 г. составила 2,9%. Сокращение объема предоставленных кредитов было максимальным в марте текущего года, и в настоящее время наблюдается постепенное восстановление кредитного предложения, во многом за счет государственной программы субсидирования процентной ставки.

Увеличение объема сформированных резервов на возможные потери по ссудам наряду с реализацией процентного риска привело к существенному падению рентабельности банковского сектора с конца 2014 года. В III квартале влияние процентного риска сократилось за счет снижения ключевой ставки, а также погашения дорогих депозитов, привлеченных банками в декабре 2014 г.: по итогам августа-сентября банковским сектором было получено 93 млрд руб. чистой прибыли. Рентабельность капитала продолжила падение, но это было обусловлено в основном ростом величины капитала банков, которым были выделены средства в рамках государственной программы докапитализации за счет ОФЗ. В IV квартале 2015 г. тенденция к уменьшению влияния процентно-

го риска продолжится, что будет способствовать восстановлению рентабельности кредитных организаций.

Реализуемая программа докапитализации оказывает позитивное влияние на обязательные нормативы банков и динамику кредитования. Повышению нормативов (достаточности капитала, максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков) также временно способствуют сохраняющиеся регулятивные послабления (в части формирования резервов, а также использования фиксированных курсов иностранных валют). В то же время их влияние невелико: согласно опросу системно значимых кредитных организаций «экономия» достаточности капитала составляет в среднем 0,7 процентного пункта. В 2016 г. Банк России осуществит ряд регулятивных изменений, которые направлены на более полную реализацию стандартов Базельского комитета по банковскому надзору, а также на стимулирование роста кредитования в приоритетных сегментах (снижение коэффициента риска в отношении кредитов малому и среднему бизнесу до 75% и по наиболее качественной ипотеке – до 35%).

Риски небанковских финансовых организаций

Наиболее значимыми рисками для НПФ являются кредитные риски, в первую очередь по вложениям в связанные стороны. Именно низкое кредитное качество активов стало основной причиной отзыва лицензий у НПФ. В то же время финансовая устойчивость НПФ, вошедших в систему гарантирования прав застрахованных лиц, оценивается как приемлемая (потенциальные потери от реализации кредитного риска на временном горизонте в один год по НПФ, допущенным в систему гарантирования, в три раза ниже, чем у остальных НПФ).

Макроэкономические риски оказывают негативное влияние на финансовую устойчивость страховых организаций из-за падения взносов по добровольным видам страхования и роста страховых выплат в результате инфляции, ослабления рубля и активизации страхового мошенничества. В то же время повышение тарифов по ОСАГО, а также рост инвестиционных доходов страховых компаний позволили им показать рекордную прибыль за 9 месяцев 2015 г. (95,7 млрд руб. против 51,3 млрд руб. за аналогичный период предыдущего года). Тем не менее данные результаты нельзя назвать устойчивыми: доходность по депозитам падает, а повышение лимитов ответственности и изменение порядка оценки ущерба по ОСАГО могут привести к резкому скачку выплат в данном виде страхования. Кроме того, низкое качество активов ряда страховщиков делает их подверженными риску ликвидности на фоне сокращения добровольного спроса на страхование.

Ухудшение финансового положения ряда авиаперевозчиков – ключевых клиентов лизинговых компаний, сокращение спроса на лизинг в условиях уменьшения вложений предприятий в основные средства являются негативными факторами для лизинговых компаний. На долю данных финансовых организаций приходится около 3% активов финансовой системы, при этом в настоящее время они находятся вне регулятивного поля, и их стандарты раскрытия информации существенно ниже, чем у кредитных организаций. Вместе с тем для них характерны значительные взаимосвязи с банками: они либо входят в банковские группы, либо являются заемщиками кредитных организаций. Отсутствие регулирования может стать причиной регулятивного арбитража, несвоевременного создания резервов и сокрытия плохих активов.

1. КАРТА РИСКОВ

На протяжении II–III кварталов 2015 года динамика рыночных индикаторов оставалась стабильной, многие из них вернулись к уровням, наблюдавшимся до периода высокой волатильности в конце прошлого года. В нефинансовом

секторе произошло некоторое снижение уровня долговой нагрузки. Ситуация с кредитным качеством активов банков ухудшается, что отражается в росте доли просроченных кредитов и снижении рентабельности собственных средств.

Рисунок 1

Изменение ключевых индикаторов
российского финансового рынка (единиц)



* Показатели рентабельности предприятий и долговой нагрузки приведены на 1.07.2015.

Примечание:

Шкала от 0 до 100 единиц отражает минимальные и максимальные значения индикаторов на горизонте с 1.01.2012 по 1.10.2015.

От центра к периферии – ухудшение показателей.

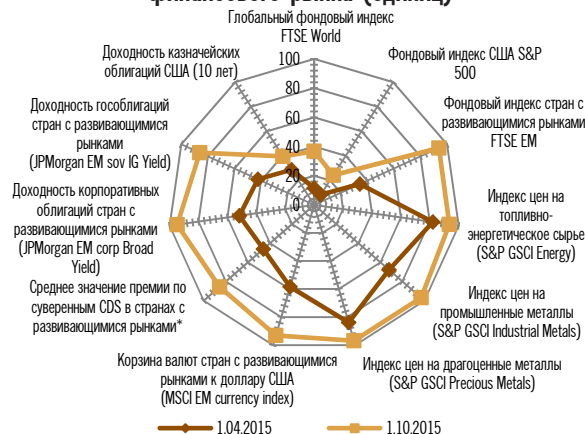
- Премия по CDS – премия за риск по суверенным CDS России на срок 5 лет.
- Премия за риск – спред доходности суверенных еврооблигаций России к казначейским облигациям США (JPMorgan EMBI+).
- Волатильность рубля к нефти – отношение вмененной волатильности опционов «при деньгах» на курс «доллар США – рубль» на срок 3 месяца к вмененной волатильности цены на нефть на срок 3 месяца.
- Волатильность акций – вмененная волатильность индекса РТС.
- Валютная ликвидность – спред между ставкой по простому процентному свопу и кросс-валютному свопу на срок 1 год.
- Долларизация вкладов – доля валютных вкладов физических лиц в совокупных вкладах физических лиц (с корректировкой на курсовую переоценку).
- Долговая нагрузка – отношение долга за вычетом денежных средств и их эквивалентов к прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (Net Debt/EBITDA) (рассчитано по выборке из 107 компаний с годовой выручкой более 500 млн руб.).
- Рентабельность предприятий – отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации к выручке от продаж (EBITDA margin) (рассчитано по выборке из 107 компаний с годовой выручкой более 500 млн руб.).
- Рентабельность банков – отношение чистой прибыли к собственному капиталу (рассчитано за 12 месяцев).
- Кредитное качество – доля просроченных кредитов нефинансовым организациям и физическим лицам.

2. РИСКИ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ И МИРОВЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В настоящее время мировая экономика подвержена влиянию двух основных факторов – продолжению нормализации денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, прежде всего Федеральной резервной системой США (ФРС), и структурной трансформации экономики Китая с сопутствующим замедлением роста. В таких обстоятельствах прогнозы роста мировой экономики остаются умеренными, а риски нестабильности на глобальных финансовых рынках более выраженными. Вместе с тем позиции России выглядят устойчиво относительно ряда других стран: показатель покрытия золотовалютными резервами внешнего долга находится на достаточно высоком уровне.

Согласно оценкам Международного валютного фонда (МВФ) на октябрь 2015 г., темпы прироста мирового ВВП снизятся в 2015 г. до 3,1 с 3,4% по итогам 2014 года. При этом ожидается ускорение темпов роста экономики развитых стран на 0,2 п.п., до 2,0% (хотя и ме-

Изменение ключевых индикаторов глобального финансового рынка (единиц)



* Выборка стран: Китай, Бразилия, ЮАР, Индонезия, Филиппины, Малайзия, Мексика, Перу, Чили, Турция, Венгрия, Польша.

Шкала от 0 до 100 единиц отражает минимальные и максимальные значения индикаторов на горизонте с 1.01.2012 по 1.10.2015.

От центра к периферии – снижение фондовых индексов, снижение цен на сырьевые товары, ослабление валют стран с формирующимися рынками, рост доходностей государственных и корпоративных облигаций, повышение премии по суверенным CDS.

Источник: Bloomberg.

нее существенное по сравнению с апрельской оценкой), тогда как темпы роста экономики развивающихся стран замедлятся на 0,6 п.п.,

Таблица 1

Темпы прироста ВВП (%)

	Темпы прироста ВВП, %				Разница с прогнозом на апрель 2015 г. (п.п.)	
	2013	2014	Прогноз на октябрь 2015 г.			
			2015	2016	2015	2016
Мир	3,4	3,4	3,1	3,6	-0,4	-0,2
Развитые страны	1,4	1,8	2,0	2,2	-0,4	-0,2
США	2,2	2,4	2,6	2,8	-0,5	-0,3
Соединенное Королевство	1,7	2,6	2,5	2,2	-0,2	-0,1
Еврозона	-0,5	0,9	1,5	1,6	0,0	0,0
Япония	1,6	-0,1	0,6	1,0	-0,4	-0,2
Страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны	5,0	4,6	4,0	4,5	-0,3	-0,2
Китай	7,8	7,3	6,8	6,3	0,0	0,0
Индия	6,9	7,2	7,3	7,5	-0,2	0,0
Бразилия	2,7	0,1	-3,0	-1,0	-2,0	-2,0
ЮАР	2,2	1,5	1,4	1,3	-0,6	-0,8
Турция	4,2	2,9	3,0	2,9	-0,1	-0,7
Мексика	1,4	2,1	2,3	2,8	-0,7	-0,5
Страны - экспортеры нефти						
Россия	1,3	0,6	-3,8	-0,6	0,0	0,5
Иран	-1,9	4,3	0,8	4,4	0,3	3,1
Венесуэла	1,3	-4,0	-10,0	-6,0	-3,0	-2,0
Саудовская Аравия	2,7	3,5	3,4	2,2	0,5	-0,5
ОАЭ	4,3	4,6	3,0	3,1	-0,2	0,0

Источник: МВФ.

до 4,0% (табл. 1). Темпы экономического роста развитых стран в ближайшие годы превысят аналогичные показатели последних лет с учетом преодоления последствий кризисов (мировой финансовый кризис 2008 г., долговой кризис в Европе) и продолжительной поддержки, оказываемой сверхмягкой денежно-кредитной политикой. Страны с формирующимися рынками продолжают испытывать негативное влияние накопившихся структурных дисбалансов и повышенной волатильности на всех сегментах финансовых рынков (рис. 2) в условиях дальнейшего повышения ставки ФРС и ребалансировки в Китае.

Возможные последствия дальнейшего повышения ставки ФРС

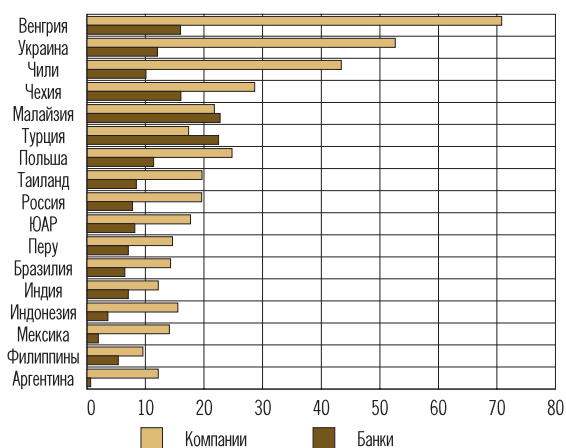
После повышения ставки ФРС в декабре 2015 г. будет происходить **повышение стоимости заимствований в долларах США** на различных сегментах финансового рынка (денежный рынок, рынок еврооблигаций) и **рост потребности в долларовой ликвидности**. Повышение стоимости обслуживания имеющихся обязательств будет ограниченным, так как рост долга происходил в основном за счет еврооблигаций, выпускаемых обычно по фиксированным ставкам. Однако увеличатся издержки по рефинансированию накопленных долгов. Значительный объем долга в иностранной валюте накопили страны с развивающейся эко-

номикой, причем не только в корпоративном, но и в банковском секторе. Соотношение внешнего долга нефинансовых компаний (по данным Всемирного банка на конец II квартала 2015 г.) и ВВП (данные МВФ по итогам 2014 г.) является наибольшим в Венгрии (70,8%), на Украине (52,6%), в Чили (43,4%), Чехии (28,6%), Польше (24,7%), Малайзии (21,8%), Таиланде (19,6%), ЮАР (17,6%), Турции (17,3%); соотношение внешнего долга банков и ВВП – в Малайзии (22,8%), Турции (22,5%) и Чехии (16%) (рис. 3). Кроме того, опыт России в IV квартале 2014 г. показывает, что усиление оттока капитала по каналу внешнего долга может сопровождаться ростом спроса на иностранные активы среди резидентов, увеличивающим потребности в валютной ликвидности.

Последует **коррекция цен на активы и распродажа активов на локальных рынках**. В последнее время снижение склонности инвесторов к риску уже привело к уменьшению притока капитала на развивающиеся рынки. По данным Международного института финансов (IIF), приток портфельных инвестиций на рынки развивающихся стран замедлился во II квартале 2015 г., а в III квартале 2015 г. сменился оттоком (–40 млрд долл. США).

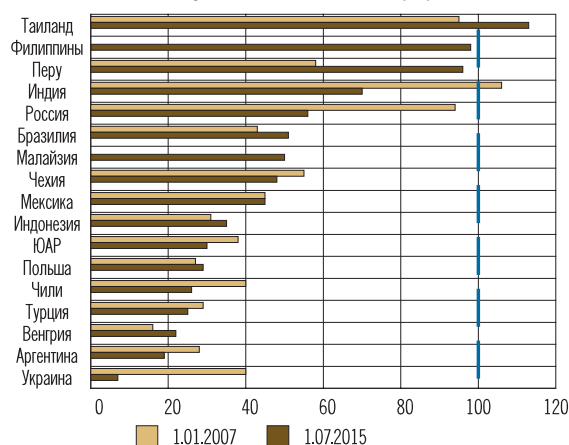
Повышение стоимости привлечения, обслуживания и рефинансирования долгов может привести к **корпоративным дефолтам в отдельных странах с формирующимися рынками**. При этом шоки в корпоративном секто-

Рисунок 3
Отношение внешнего долга компаний и банков к ВВП в странах с формирующимися рынками (%)



Источники: Всемирный банк, МВФ.

Рисунок 4
Отношение валютных резервов центрального банка к совокупному внешнему долгу в странах с формирующимися рынками (%)



Источники: Всемирный банк, Bloomberg.

ре могут распространиться на банки, учитывая продолжающийся рост объемов кредитования и увеличение объемов вложений в облигации компаний. В свою очередь, снижение или прекращение кредитования может еще больше затормозить экономический рост.

Дальнейшее повышение ставки ФРС будет сопровождаться **укреплением доллара США**. Индекс доллара США к корзине ключевых валют DXY вырос с начала 2015 г. по 17 декабря 2015 г. на 10%. Сжатие кредитной долларовой массы в условиях ужесточения денежно-кредитной политики ФРС может оказывать **давление на товарно-сырьевые цены**.

Одним из ключевых факторов устойчивости финансовых систем является наличие достаточного объема резервов у центральных банков. В последние годы у многих стран с формирующимися рынками заметно ухудшились возможности компенсации **потенциальных потребностей в валютной ликвидности** (рис. 4). Отношение валютных резервов центрального банка (данные Bloomberg) к совокупному внешнему долгу (данные Всемирного банка) с начала 2007 г. по 1 июля 2015 г. снизилось: на Украине – на 33 п.п., до 7%, в Чили – на 14 п.п., до 26%, в Аргентине – на 9 п.п., до 19%, в ЮАР – на 8 п.п., до 30%. В России показатель покрытия внешнего долга валютными резервами также снизился, однако остается на достаточно высоком уровне (56% на 1 июля 2015 г.). По состоянию на 1 октября 2015 г. этот показатель вырос до 62% на фоне продолжающегося сокращения внешнего долга и возобновления роста валютных резервов Банка России с мая 2015 года. Впервые за последние пять лет в III квартале 2015 г. был зафиксирован квартальный нетто-приток частного капитала (по предварительной оценке Банка России, 5,3 млрд долл. США).

Таким образом, по сравнению с другими странами с формирующимися рынками **позиции России выглядят достаточно устойчивыми** благодаря наличию достаточного объема валютных резервов, происходящему сокращению леввериджа в частном секторе, устойчивости бюджета (по сравнению с другими странами – экспортерами нефти).

Рост опасений в связи с рисками китайской экономики

Другим значимым фактором, влияющим на глобальные финансовые рынки, особенно сырьевые, является **охлаждение китайской экономики**. Годовые темпы прироста импорта Китая являются отрицательными с ноября 2014 г., а индекс производственной активности PMI остается ниже 50 пунктов (у трехлетнего минимума). Охлаждение китайской экономики является результатом структурной трансформации, проводимой в целях устранения **накопившихся в стране экономических диспропорций**. Во-первых, государственные инвестиции, осуществляемые в значительных объемах в течение многих лет, перестали обеспечивать ускоренное развитие промышленного комплекса. Во-вторых, наличие избыточных инвестиций способствовало формированию избыточных производственных мощностей. В-третьих, в условиях снижающегося внешнего спроса избыток невостребованной продукции привел к проблеме поиска новых рынков сбыта.

В целях содействия структурной трансформации в Китае проводится **либерализация финансовых рынков**. В стране проведена одна из ключевых реформ – либерализация процентных ставок. В частности, в октябре 2015 г. было принято решение об отмене верхнего предела ставок по депозитам, в том числе с целью снижения привлекательности инструментов, предлагаемых институтами параллельной банковской системы. Для ослабления долговой нагрузки регионов власти Китая ввели программу реструктуризации задолженности органов местного самоуправления, позволяющую местным и региональным органам власти конвертировать долговые обязательства в долговые бумаги, размещаемые по более низким ставкам на более длительные сроки (что даст возможность снизить издержки по рефинансированию долгов).

В то же время ключевая проблема Китая – **высокая долговая нагрузка** (совокупный долг свыше 280% ВВП) – остается нерешенной, при этом продолжается стимулирование роста за счет кредитования. Народный банк Китая (НБК) проводит смягчение денежно-кредитной политики в целях поддержания плановых

темпов экономического роста (цикл снижения ставок продолжается уже более года, проводятся массовые вливания ликвидности, снижаются нормы резервирования). Среди мер НБК по поддержке экономики также стоит отметить девальвацию китайского юаня.

О наличии уязвимых мест в финансовой системе Китая свидетельствует **лопнувший «пузырь» на фондовом рынке** (в два этапа – июнь и август 2015 г.). В результате 24 августа 2015 г. (день массовых распродаж) произошел обвал на глобальных фондовых и сырьевых рынках (дневное падение индекса Shanghai Stock Exchange Composite составило 8,5%, американский S&P 500 упал на 3,9%, FTSE EM – на 5,4%; цена на нефть марки Brent упала на 6,1%).

В целях пресечения массовых продаж акций со стороны инвесторов и восстановления финансовой стабильности фондового рынка Китая со стороны правительства и профильных национальных регуляторов Китая был принят ряд **неординарных стабилизационных мер**, среди которых: снижение ставки НБК по годовым депозитам, снижение резервных требований для некоторых банков, разрешение государственным пенсионным фондам инвестировать в акции, введение шестимесяч-

ного моратория на продажу акций публичных компаний акционерами с пакетом более 5%, приостановка новых IPO, снижение гербового сбора на операции с ценными бумагами для Шанхайской и Шэньчженьской фондовых бирж, разрешение инвесторам использовать недвижимость в качестве обеспечения для покупки акций, вливание ликвидности в специализированное государственное агентство China Securities Finance (в задачи которого входит финансовая поддержка брокеров) и другие.

Структурная трансформация экономики Китая пока является контролируемой и не имеет кризисного характера. И все же нельзя исключать потенциальной возможности реализации более острых кризисных явлений в стране. Перед властями Китая стоит нетривиальная задача по стимулированию экономической активности. С одной стороны, сокращение темпов роста внешней торговли и сохранение проблем на фондовом рынке требует мер поддержки, а с другой стороны, в Китае уже достигнут крайне высокий уровень долговой нагрузки и продолжается рост параллельной банковской системы (по оценкам Совета по финансовой стабильности, с 8,4% ВВП в 2010 г. до 26,5% ВВП в 2014 г.) .

3. РИСКИ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

3.1. Текущая ситуация на рынках основных сырьевых товаров и финансовое положение сырьевых экспортеров

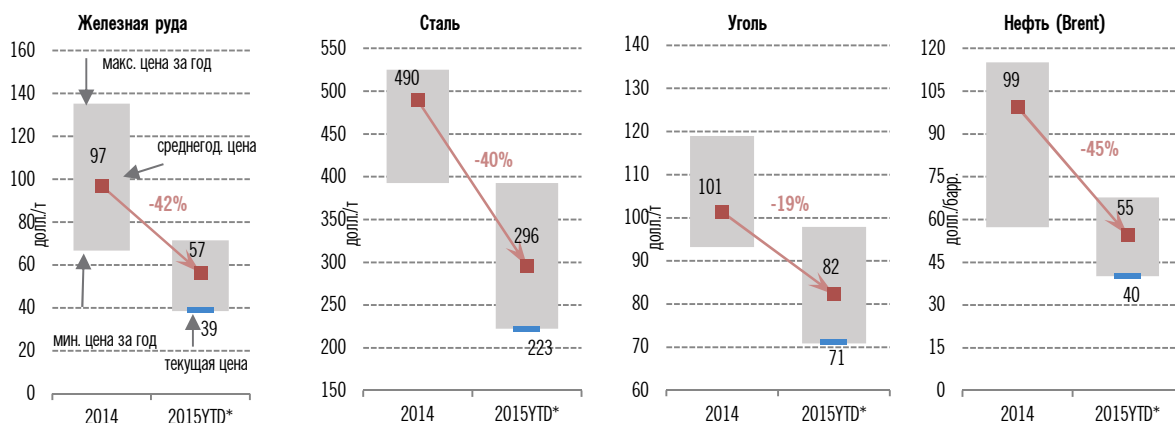
Ввод избыточных добывающих и производственных мощностей, стагнация спроса на сырьевые товары со стороны крупнейшего импортера – Китая, укрепление доллара США на ожиданиях повышения процентной ставки ФРС США являются основными причинами того, что в III квартале 2015 г. цены на сырье про-

должали снижаться и обновили минимальные уровни за последние несколько лет (рис. 5, 6).

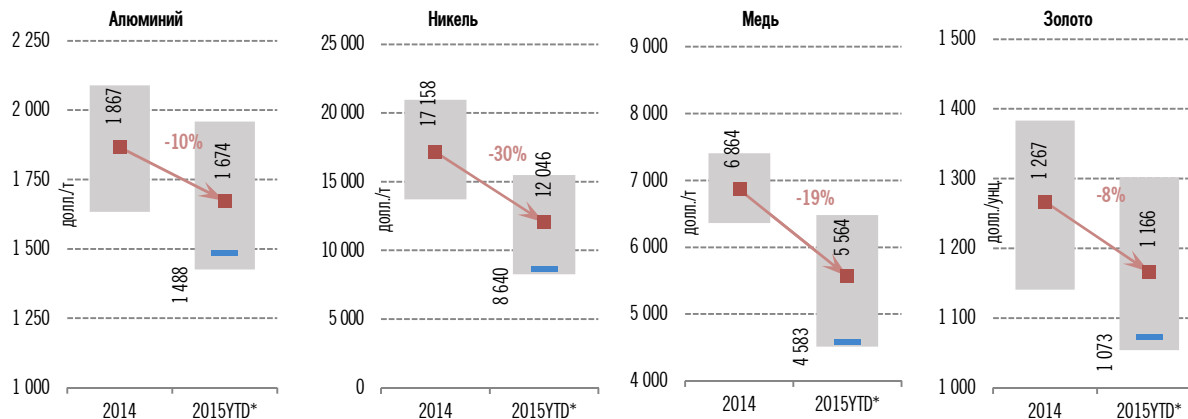
Среди основных видов энергетического сырья максимальное снижение долларовых цен было зафиксировано у сырой нефти и составило –45% к средней цене в предыдущем году. Цены на экспортируемый природный газ привязаны к биржевым котировкам сырой нефти, поэтому следуют за ними с временным лагом около 6–9 месяцев. Долларовые цены на уголь снизились в меньшей степени (на 19%), однако понижительная динамика цен на уголь продол-

Рисунок 5

Динамика среднегодовых биржевых котировок на основные сырьевые товары



Железная руда – цена доставки в порт Циндао (Китай) за 1 тонну; сталь – экспортная цена стальных заготовок (слябов) (СНГ) за 1 тонну; уголь – экспортная цена коксующегося угля (Австралия) за 1 тонну; нефть – фьючерс на 1 баррель нефти марки Brent на бирже ICE.

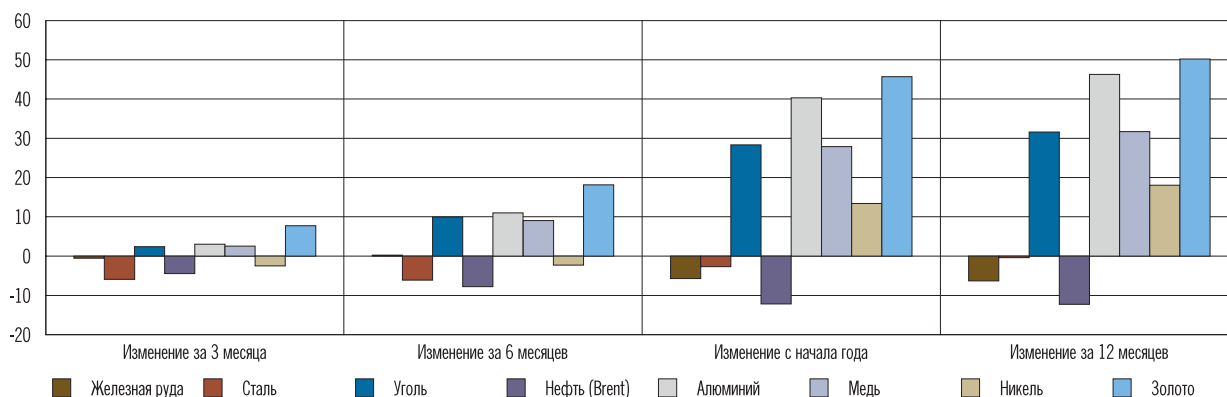


Алюминий, никель, медь – спот-цена 1 тонны на Лондонской бирже металлов (LME); золото – спот-цена 1 унции на Лондонской бирже металлов (LME).

* 2015 YTD – с начала года по 10 декабря 2015 г.

Источник: Bloomberg.

Рисунок 6

**Динамика среднегодовых рублевых цен* на нефть, уголь, основные металлы и горнорудное сырье
(по состоянию на 10.12.2015, %)**

Примечание. Железная руда — цена доставки в порт Циндао (Китай) за 1 тонну; сталь — экспортная цена стальных заготовок (слябов) (СНГ) за 1 тонну; уголь — экспортная цена коксующегося угля (Австралия) за 1 тонну; нефть — фьючерс на 1 баррель нефти марки Brent на бирже ICE; алюминий, медь, никель — спот-цена 1 тонны на Лондонской бирже металлов (LME); золото — спот-цена 1 унции на Лондонской бирже металлов (LME).

* Перевод биржевых котировок в рубли производился по курсу Банка России по состоянию на 10 декабря 2015 г.
Источник: Bloomberg.

жается уже несколько лет. Наибольшее снижение среднегодовых долларовых цен на металлы пришлось на железную руду и сталь (на 42 и 40% соответственно), а также на все производные продукты черной металлургии (прокат, слябы, чугун).

Из основных цветных металлов максимальное снижение долларовой цены показал никель (30% к средней цене за 2014 г.), в то время как среднегодовые цены на медь и алюминий сократились на 19 и 10% соответственно. Крупнейшие производители алюминия (РУСАЛ, Alcoa) уже объявили о планах по дополнительному сокращению производственных мощностей для ликвидации избыточного объема предложения и поддержания цен на фоне роста экспорта алюминия из Китая. С аналогичной целью Glencore анонсировал закрытие ряда рудников и заводов по производству меди, цинка и никеля.

Однако более сильное ослабление рубля за рассматриваемый период привело к тому, что практически по всем видам сырья и металлов (за исключением нефти и железной руды) рублевые цены показывают прирост к предыдущему году (рис. 6). Данный фактор стал одной из основных причин улучшения позиций российских добывающих компаний на глобальной кривой издержек, а также способствовал существенному улучшению их финансового положения.

Российская нефть сорта Urals¹ торгуется с дисконтом к нефти марки Brent, причем наибольший уровень дисконта наблюдался в середине 2000-х гг. в условиях роста нефтяных цен (рис. 7). При относительно постоянных или снижающихся ценах дисконт к нефти сорта Brent сокращался. Стоимость близкого по характеристикам сорта Arab Light (Саудовская Аравия) не показывает наличия статистически значимого дисконта или премии к Urals².

На текущий момент среднегодовая величина дисконта к Brent находится на исторически низком уровне за период, на который имеются доступные данные (рис. 8), как по абсолютной величине, так и по отношению к цене за баррель. Однако цена нефти на разных направлениях экспорта может показывать более существенное отклонение от маркерного сорта Brent (например, спред цены Urals North West Europe с условием поставки FOB по состоянию

¹ Urals – сорт высокосернистой нефти, которая представляет собой смесь из нефти, добываемой в Ханты-Мансийском автономном округе, Башкортостане, Татарстане и Самарской области. Стоимость нефти сорта Urals исторически определялась с дисконтом к цене барреля нефти сорта Brent, поскольку российская нефть является более тяжелой (содержит меньше бензиновой и газойлевой фракций и, как следствие, имеет более высокую плотность) и имеет более высокое содержание серы.

² Величина спреда рассчитана по среднемесячным долларовым спот-ценам Brent (Sullom Voe North Sea) с условием поставки FOB, Urals (Europe) с условием поставки CFR и официальной цене Arab Light по данным Thomson Reuters.

Рисунок 7

Динамика ценовых спредов между сортами нефти Brent, Urals и Arab Light (в среднем за месяц, долл./барр.)

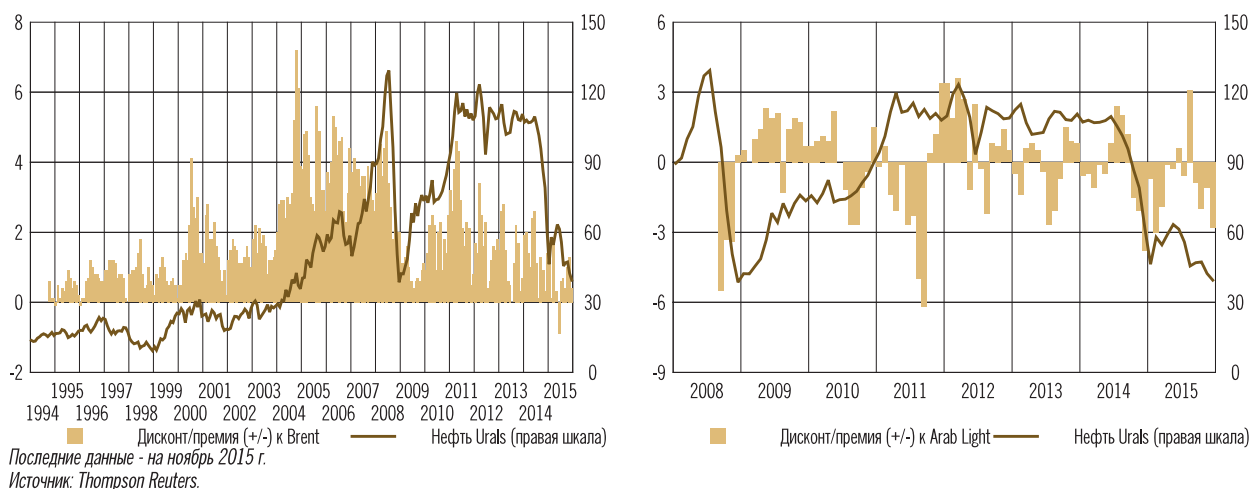
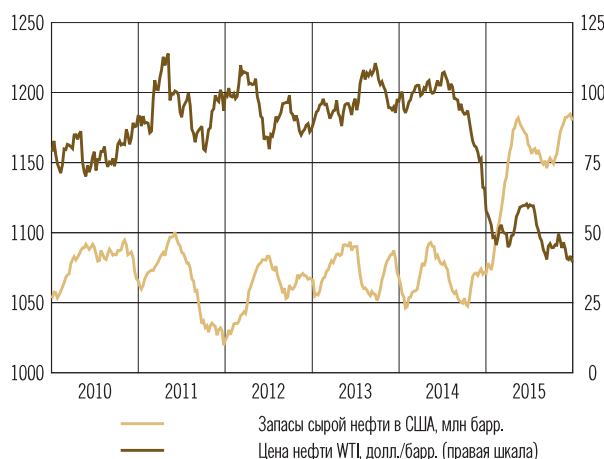


Рисунок 8

Динамика цен на нефть Brent и коммерческие запасы нефти в США (последние данные – на декабрь 2015 г.)

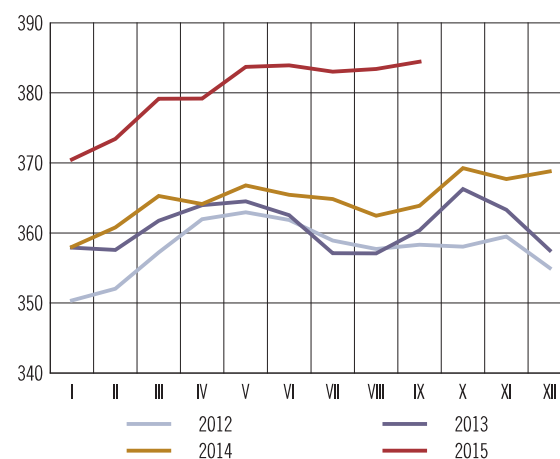


на середину ноября 2015 г. составлял 3,7 долл. США). На текущий момент наблюдается расширение абсолютного и относительного спреда по сравнению с серединой текущего года, однако по историческим меркам оно является умеренным. Учитывая перспективу роста конкуренции со стороны других производителей нефти схожих сортов (Arab Light, Iranian Heavy) на традиционных рынках сбыта российской нефти, сокращение величины дисконта к сорту Brent маловероятно.

Несмотря на то, что цены на сырьевые товары уже существенно упали, не исключена возможность их дальнейшего снижения в случае более резкого спада традиционных отраслей в Китае и сохранения предложения на высо-

Рисунок 9

Запасы сырой нефти (по странам с запасами более 1 млн т по состоянию на январь 2012 г., млн т)



ком уровне. При слабом росте мирового спроса запасы сырой нефти в крупнейших странах сейчас находятся на существенно более высоких уровнях, чем в предыдущие годы (по состоянию на сентябрь 2015 г. прирост запасов превысил 6% к соответствующему периоду 2014 г. при средних темпах роста запасов сырой нефти около 1% в предыдущие периоды) (рис. 9).

Снижение сырьевых цен в отчетный период сопровождалось высокой волатильностью стоимости акций крупнейших глобальных нефтетрейдеров (в частности, Glencore). Являясь важной частью сырьевых рынков, сырьевые трейдинговые компании оказывают существенное влияние на спрос и предложение на товарных рынках как непосредственно при за-

Окончание суперцикла на товарных рынках

В период 2000–2008 гг. наблюдался беспрецедентный рост цен на природные ресурсы, который был назван сырьевым суперциклом из-за кажущейся перспективы бесконечного роста и отклонений от обычной циклической динамики в предыдущие годы. В указанный период сводный индекс цен на сырьевые товары Bloomberg¹ показывал практически непрерывную восходящую динамику, увеличившись за период с начала 2000 г. до середины 2008 г. в 2,7 раза. Во время глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. цены упали, но затем быстро восстановились.

Основными причинами устойчивого роста цен практически на все основные сырьевые товары являются фундаментальные экономические законы, когда неэластичное в краткосрочном периоде предложение не успевало за ростом спроса (что, в свою очередь, было обусловлено индустриальным развитием Китая). К отдельным факторам роста сырьевых цен можно отнести и монетарную политику развитых стран (в первую очередь, США и ЕС), которая оказала существенную поддержку ценам после глобального финансового кризиса (поддержание низких процентных ставок, программы количественного смягчения). Кроме того, удорожание/удешевление валют (доллара США), в которых определяются котировки на сырьевые товары, также определяет динамику сырьевых цен. Так, например, индекс доллара² с 1991 г. показывает достаточно высокую отрицательную корреляцию с ценами на сырье, которые номинированы и торгуются в долларах США (рис. 10).

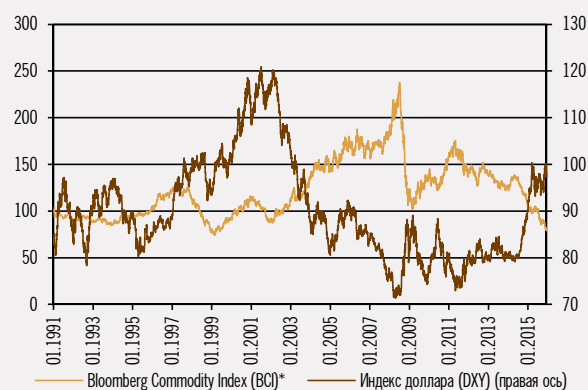
С 2012 г. среднегодовая величина сводного индекса Bloomberg начала свое ежегодное снижение, что стало поводом для экономистов объявить о формальном окончании сырьевого суперцикла. К началу 2015 г. сводный индекс Bloomberg вернулся на уровень 1991 г. и затем продолжил дальнейшее постепенное снижение (рис. 10 и 11). «Смерть» суперцикла связывают как с избытком предложения в результате внедрения добывающими компаниями новых технологий добычи сырья и избыточного инвестирования в новые сырьевые проекты, так и с трансформацией моделей роста экономики Китая и других развивающихся стран.

Дальнейшее замедление экономики Китая скажется в первую очередь на спросе на такие сырьевые товары, как железная руда, цветные металлы и нефть (рис. 12), и практически не должно затронуть спрос на природный газ и авиатопливо. Кроме того, несколько секторов (нефтехимия, металлы и угольная энергетика) также могут пострадать от ужесточения законодательства об охране окружающей среды в Китае.

В целом отсутствие в настоящий момент сопоставимой Китаю по потенциальному объему сырьевого спроса крупной развивающейся экономики, а также сохранение в развитых и развивающихся странах долгосроч-

Рисунок 10

Сводный индекс цен на сырьевые товары Bloomberg



Коэффициент корреляции = -0.6 (1991-2015)

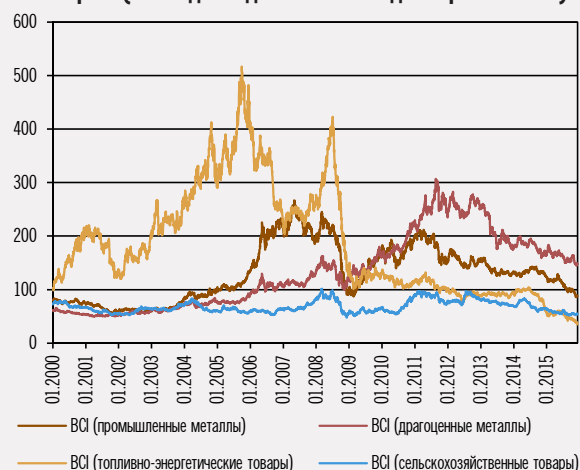
Коэффициент корреляции = -0.7 (2000-2015)

*уровень цен на сырьевые товары на начало 1991 г. принят за 100.

Источник: Bloomberg.

Рисунок 11

Индексы цен Bloomberg на основные группы сырьевых товаров (последние данные — на декабрь 2015 г.)



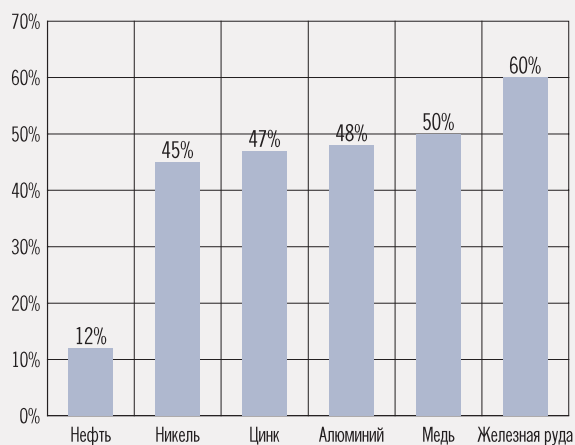
Источник: Bloomberg.

¹ Включает в себя 22 вида биржевых товаров и рассчитывается по ценам фьючерсных контрактов на крупнейших товарных биржах.

² Индекс доллара (DXY) — индекс, показывающий отношение доллара США к корзине из шести основных валют: евро, иена, фунт стерлингов, канадский доллар, шведская крона и швейцарский франк.

Рисунок 12

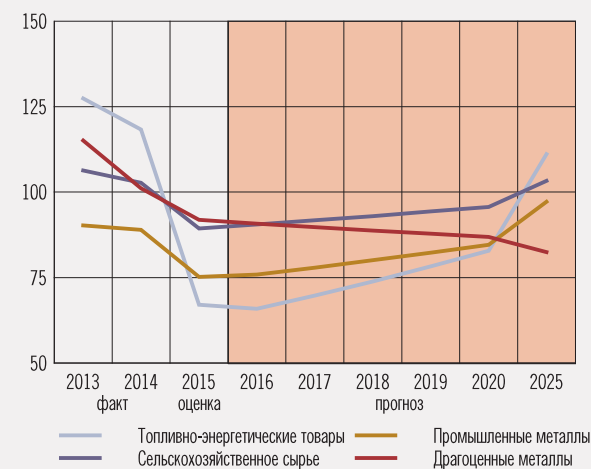
Потребление сырьевых товаров в Китае в среднем за 2014 г. (в % от мирового потребления)



Источники: JP Morgan, Bloomberg.

Рисунок 13

Прогноз Всемирного банка по индексам цен на сырьевые ресурсы (2010=100)



Источник: World Bank.

ных трендов на «декарбонизацию» экономики, развитие альтернативной энергетики и технологий, направленных на сокращение расходования природных ресурсов, наиболее вероятно приведет к более умеренным темпам роста спроса на сырье.

Со стороны предложения ситуация также не является однозначной. С одной стороны, при сохранении сырьевых цен на низких уровнях с рынка неизбежно будут вытеснены добывающие компании с высокими затратами на добычу. С другой стороны, остающиеся на рынке компании будут наращивать добычу для того, чтобы компенсировать падающую из-за снижающихся цен выручку. Ослабление валют в странах – экспортерах ресурсов и дальнейшее развитие технологий добычи сырья в более долгосрочном периоде также позволят сырьевым компаниям избежать резкого сокращения объемов добычи и переработки сырья.

На волатильность сырьевых цен значительное влияние оказало развитие финансовых рынков и инструментов. Устойчивое повышение цен на сырье в течение нескольких лет привело к беспрецедентному росту инвестиций в финансовые инструменты, привязанные к ценам на сырье, – от беспоставочных товарных фьючерсных контрактов до сырьевых хедж-фондов и биржевых фондов.

В обзоре сырьевых рынков за IV квартал 2015 г. экономисты Всемирного банка ухудшили свои предыдущие прогнозы по ценам на основные виды сырья и не ожидают быстрого восстановления мировых цен на нефть, цветные металлы, сельскохозяйственную продукцию и удобрения. Цены на нефть продолжают снижаться в ближайшие годы из-за накопленных значительных запасов у крупнейших потребителей, сохранения устойчивого предложения и ожиданий возвращения на рынки поставок нефти из Ирана после снятия международных санкций. Цены на газ повторяют динамику нефтяных котировок с некоторым временным лагом, а цены на уголь продолжают падение из-за сокращающегося спроса со стороны Китая. Номинальные цены на неэнергетическое сырье также значительно не вырастут. Среди рисков еще большего снижения цен на металлы аналитики Всемирного банка выделяют уменьшение спроса развивающихся стран (преимущественно, Китая). Негативным риском для стоимости продовольствия могут послужить последствия ожидаемого климатического феномена Эль-Ниньо³, но лишь для локальных рынков Восточной Азии, Латинской Америки и Австралии.

Долгосрочный же прогноз реальных цен на ресурсы Всемирного банка до 2020 г. (рис. 13) предполагает устойчивое плавное снижение цен на сельскохозяйственное сырье, столь же плавное увеличение цен на металлы и более ощутимый рост цен на энергоресурсы с 2017 года. Управление по информации в области энергетики США (EIA), «The Economist» и «Consensus Economics» приводят схожие оценки.

³ Эль-Ниньо – климатический феномен в экваториальной части Тихого океана, повторяющийся каждые 2-7 лет, который проявляется в повышении температуры Центральной и Восточной части Тихого океана, что, в свою очередь, приводит к природным катаклизмам в регионах Восточной Азии, Латинской Америки и Австралии.

ключении договоров поставки, так и через предоставление добывающим компаниям торгового финансирования в виде краткосрочных и долгосрочных авансов и предоплаты за поставки сырья. Для трейдеров характерны низкая рентабельность операционной деятельности, минимальная потребность в капитальных затратах, устойчивость операционного денежного потока компании к волатильности цен на сырьевых рынках (эффект оборотного капитала³), хеджирование торговых операций, повышенная долговая нагрузка из-за необходимости финансировать запасы и зависимость от доступа к дешевому финансированию.

Риски со стороны крупнейших международных сырьевых трейдеров остаются ограниченными, так как их прибыльность в большей степени зависит от объемов торговых операций и величины маржи. Тем не менее в условиях резкого снижения цен на ресурсы такие факторы, как низкая диверсификация торговых операций по сырью, по покупателям и регионам, вертикальная интеграция с добывающими компаниями⁴, ожидаемое завершение периода низких процентных ставок на мировых финансовых рынках могут оказать негативное влияние на финансовое положение трейдинговых компаний. Это, в свою очередь, может усложнить получение от них финансирования российскими экспортерами.

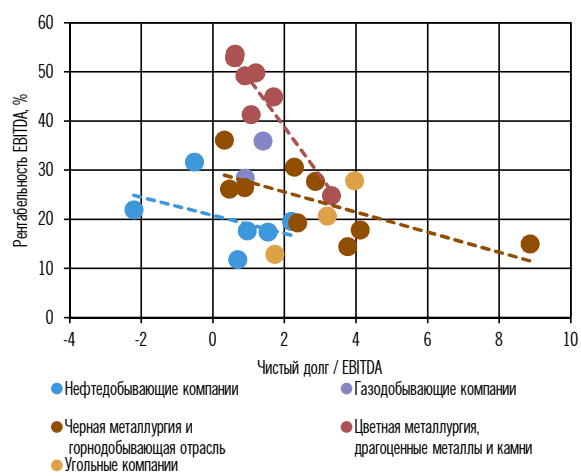
Выручка и операционная прибыль российских добывающих компаний в существенной степени зависят от текущей конъюнктуры сырьевых цен на мировых рынках, так как, во-первых, из-за более высоких цен на внешних рынках рентабельность большинства экспортимых товаров выше, а во-вторых, значительная доля продукции поставляется на экспорт (30–50% – в черной металлургии, 50–90% – в цветной металлургии, 30–80% – в нефтегазовой отрасли, 40–70% – в угольной промышленности).

³ В период падающих цен на сырье трейдинговые компании получают дополнительный приток денежных средств от сокращения инвестиций в оборотный капитал, что поддерживает снижающийся операционный денежный поток компании. В период роста цен наблюдается обратная ситуация.

⁴ Убытки от сегмента добычи стали причиной ухудшения финансового положения Glencore в 2015 году.

Рисунок 14

Сравнение финансового положения добывающих отраслей по рентабельности EBITDA и долговой нагрузке



Источники: Capital IQ, расчеты Банка России.

Несмотря на негативную динамику сырьевых цен, рентабельность по операционной прибыли (EBITDA) российских компаний добывающего сектора показала восстановление в 2014 г. и первом полугодии 2015 г., что особенно было заметно в отраслях цветной и черной металлургии, а также угольной промышленности (рис. 15). Данное восстановление рентабельности обусловлено прежде всего несколькими этапами ослабления рубля в течение 2014 г., что помогло компаниям сократить себестоимость. В то же время долговые портфели российских металлургов являются преимущественно валютными. Таким образом, положительный эффект ослабления рубля был частично нивелирован ростом расходов на обслуживание долга.

В наиболее благоприятном положении после ослабления рубля оказались высокорентабельные компании цветной и черной металлургии с умеренной долговой нагрузкой, несмотря на существенное снижение цен на добываемое ими сырье. Также стабильное финансовое положение наблюдается у большинства крупных нефтегазовых компаний, что стало результатом достаточно низкой среднеотраслевой долговой нагрузки и проводимых мероприятий по сокращению издержек и капитальных затрат. Дальнейшее сохранение сырьевых цен на текущих уровнях окажет негативное влияние в первую очередь на компании с повышенной долговой нагрузкой по сравнению со среднеотраслевой.

Рисунок 15

Динамика медианной рентабельности EBITDA крупнейших добывающих компаний по отраслям

* По состоянию на 30.06.2015 в годовом выражении.
Источники: Capital IQ, расчеты Банка России.

Благодаря росту операционной прибыли (EBITDA) медианная долговая нагрузка по выборке компаний по всем отраслям по итогам первого полугодия 2015 г. осталась примерно на уровне предыдущего года (рис. 16). При этом наибольший разброс значений долговой нагрузки наблюдается в черной металлургии и горнодобывающей промышленности, что свидетельствует об очень разнородной ситуации у разных компаний, сложившейся в результате проводимой ими финансовой политики (рис. 14).

Рисунок 16

Динамика медианной долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA) крупнейших добывающих компаний по отраслям

* По состоянию на 30.06.2015 в годовом выражении.
Источники: Capital IQ, расчеты Банка России.

Угольные компании и компании черной металлургии и горнодобывающей отрасли остаются наиболее подверженными риску сохранения текущей конъюнктуры на сырьевых рынках в среднесрочном периоде, так как сокращение генерируемого ими денежного потока может привести к достаточно быстрому росту долговой нагрузки. Для нефтегазовых компаний и компаний цветной металлургии наибольшим риском является снижение спроса на энергоресурсы и цветные металлы соответственно.

3.2. Риски отраслей, ориентированных на внутренний рынок

Большинство отраслей, ориентированных на внутренний спрос, в отсутствие факторов устойчивого восстановления потребительской активности демонстрируют стагнацию. Можно говорить об улучшении ситуации в сельскохозяйственной отрасли, в основном благодаря введению продовольственного эмбарго, способствовавшего импортозамещению. Наиболее проблемными являются деятельность в сфере коммерческой недвижимости (офисные и торговые помещения) и сегмент авиаперевозок, в обязательствах которых велика доля

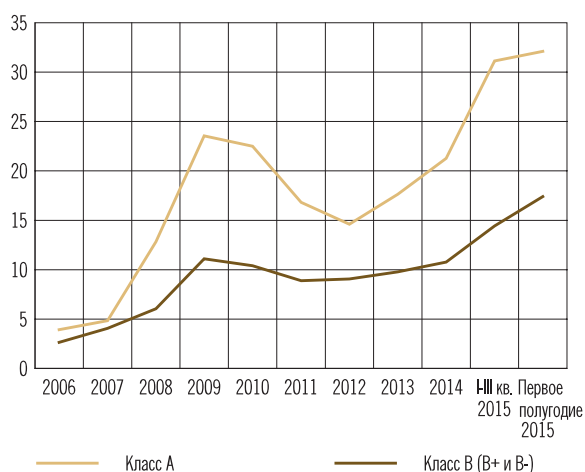
валютной составляющей. Восстановление автомобилестроения, отрасли жилищного строительства и малого и среднего предпринимательства во многом будет определяться мерами государственной поддержки данных отраслей.

Строительство и операции с недвижимым имуществом. Рынок коммерческой недвижимости в сложившихся условиях подвержен существенным рискам. Согласно прогнозам⁵, к концу года объем инвестиционных сделок на рынке коммерческой недвижимости сократится на 40% и будет соответствовать самому низкому показателю за последние 10 лет. Относительно успешно к кризисной ситуации адаптируется только сегмент складской недвижимости: снизившиеся ставки аренды и цены продаж привели к существенному увеличению спроса на складские помещения в III квартале текущего года.

Рынок офисной недвижимости является наиболее уязвимым в сложившихся условиях. Если раньше доля свободных площадей росла в основном за счет ввода в эксплуатацию новых зданий, то сейчас – за счет высвобождения ранее занятых офисов. По итогам 9 месяцев 2015 г. объем свободных площадей в абсолютных значениях более чем в 1,5 раза превышает показатель кризисного периода 2008–2009 гг.⁶ (рис. 17). Ставки аренды⁷ в долларах США по итогам 9 месяцев 2015 г. на офисы классов А и В опустились ниже исторических минимумов кризисных значений 2008–2009 гг. (рис. 18).

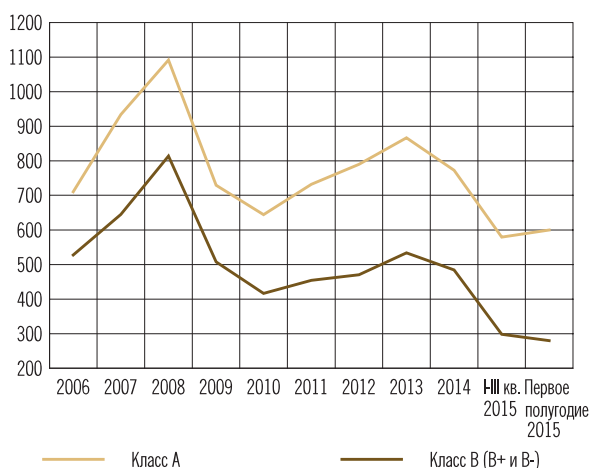
Посещаемость торговых центров Москвы находится на самом низком уровне с 2011 года. В большинстве случаев собственникам торговых центров удалось удержать арендаторов, предложив им приемлемые условия аренды, однако заявленные ранее выходы в Россию крупных международных брендов в основном заморожены, и многие торговые сети продолжают избавляться от нерентабельных торговых точек. По оценкам экспертов, при сохранении текущей экономической ситуации имеющийся объем свободных площадей может заполняться

Рисунок 17
Доля свободных помещений (%)



Источник: Cushman & Wakefield.

Рисунок 18
Ставки аренды в долларовом исчислении (долл. США)



Источник: Cushman & Wakefield.

⁵ Cushman & Wakefield.

⁶ Knight & Frank.

⁷ Запрашиваемые ставки аренды 1 за кв. м в год без операционных платежей и НДС. Рублевые ставки пересчитываются в доллары по курсу Банка России на дату сделки.

в течение 3–4 лет. Положительным моментом является замедление темпов падения арендных ставок, что связано с тем, что основная часть арендаторов уже получила максимальные скидки.

Ключевой тенденцией рынка коммерческой недвижимости является дедолларизация договоров аренды. В основном рублевые (квазирублевые⁸) ставки аренды окончательно зафиксировались в офисах и торговых помещениях класса В (ранее ставки по большей части договоров аренды были долларовыми), но договоры аренды, предполагающие рублевые ставки, также распространены и в премиум-сегментах.

В настоящее время основным риском для компаний, осуществляющих деятельность в сфере коммерческой недвижимости, является валютный риск. Высокая доля накопленных ими банковских кредитов, номинированных в иностранной валюте, обусловлена тем, что доходы арендодателей до недавнего времени были привязаны преимущественно к доллару США. Ослабление рубля существенно повысило стоимость обслуживания долгов компаний, в результате чего банки были вынуждены массово пойти на реструктуризацию кредитов. В текущих условиях кредитным организациям целесообразно пересматривать политику кредитования строительных компаний и девелоперов, осуществляя постепенную переориентацию заемщиков на рублевые кредиты.

Одними из немногих компаний, финансовое состояние которых улучшилось по итогам отчетности за первое полугодие 2015 г., являются крупные застройщики в сегменте жилой недвижимости. Несмотря на снижение выручки по итогам первого полугодия 2015 г., показатель EBITDA у крупнейших публичных компаний увеличился (в среднем на 17%), в основном за счет сокращения себестоимости реализованной продукции. Благодаря высокой маржинальности бизнеса (на уровне 19–24%) крупнейшие компании отрасли обладают низкой долговой нагрузкой (отношение показателя чистый долг/EBITDA в среднем на уровне 0,5). В 2014 г.

и в первом полугодии 2015 г. ввод жилья в эксплуатацию был обеспечен проектами, запущенными 2–3 года назад. Однако с июня текущего года объемы жилищного строительства стали сокращаться. Падение продаж жилья по крупнейшим девелоперам в 2015 г. может составить от 30 до 50%, но из-за снижения долговой нагрузки и накопленной «подушки» ликвидности крупным компаниям отрасли удастся сохранить приемлемое финансовое состояние.

Вместе с тем следует отметить, что ситуация в крупнейших публичных компаниях, на долю которых приходится до 15% строительного рынка, не отражает тенденций, характерных для отрасли в целом. Долговая нагрузка сегментов «строительство» и «операции с недвижимым имуществом», рассчитанная по данным Росстата (Долг/Операционная прибыль), является самой высокой по сравнению с другими ключевыми видами деятельности (7,9 и 7,0 соответственно). Проблемы с исполнением обязательств возможны как среди крупных непубличных заемщиков, так и среди мелких и средних непубличных строительных компаний, составляющих существенную долю рынка.

Авиаперевозки. За январь–май 2015 г. в данном сегменте впервые за последние шесть лет было зафиксировано снижение пассажиропотока (на 1,2% г/г). Тем не менее благодаря традиционно высокому летнему сезону снижение пассажиропотока остановилось, и по итогам 9 месяцев 2015 г. пассажиропоток сравнялся с прошлогодним значением. Вместе с тем к концу года ожидаемое падение пассажиропотока может составить 10–15%.

Крупнейшие компании отрасли продолжают наращивать убытки. По данным Российской ассоциации эксплуатантов воздушного транспорта (АЭВТ), в первом полугодии 2015 г. убытки авиаперевозчиков составили 28 млрд руб.; за счет традиционно прибыльного III квартала убытки за год оцениваются примерно на ту же сумму – не менее 25–30 млрд руб. На финансовых результатах компаний негативно сказываются такие факторы, как рост номинированных в валюте платежей за взятые в лизинг самолеты, а также общее снижение выручки, связанное с изменением структуры перевозок: снижение продаж зарубежных туристических пакетов привело к увеличению доли внутренних рей-

⁸ Под квазирублевыми ставками понимаются ставки, номинированные в долларах США по фиксированному курсу рубль/доллар, либо ставки, номинированные в долларах США при установлении «валютного коридора».

сов⁹, которые традиционно являются убыточными для российских авиаперевозчиков.

В результате сохранения подобных тенденций в долгосрочном периоде рынок ожидает консолидация по мере сокращения объемов перевозки или ухода с рынка убыточных перевозчиков. Для стабилизации ситуации в отрасли применяются меры господдержки: принятие закона о снижении НДС на внутренних линиях с 18 до 10% (с 1 июля 2015 г.), субсидирование региональных перевозок. Также обсуждается вопрос о разрешении овербукинга, что позволит авиакомпаниям продавать больше билетов, чем количество мест в салоне.

Риск высокой долговой нагрузки реализовался для крупнейшей частной российской авиакомпании «Трансаэро», к которой с 16 октября текущего года крупнейшими кредиторами поданы иски о банкротстве, а 26 октября по результатам проведенной проверки был аннулирован сертификат эксплуатанта. В целях ограничения негативного влияния неплатежеспособности компании на банки-кредиторы Банком России разработан единый график постепенного досоздания резервов для кредитных организаций. Банкротство «Трансаэро» также негативно скажется на основных лизингодателях, что может потребовать рассмотрения Правительством РФ вопроса о докапитализации ключевых для рынка лизинговых компаний.

Малое и среднее предпринимательство (далее – МСП). По данным отчетности, а также информации из опросов, проводимых Банком России по 5,7 тыс. предприятий МСП, деятельность данных предприятий в январе-сентябре 2015 г. характеризовалась тенденцией к сокращению производства и спроса на продукцию (услуги), сдерживанию роста цен несмотря на повышение издержек, ухудшению обеспеченности оборотными средствами и усилению напряженности в сфере взаиморасчетов. Загрузка производственных мощностей предприятий в январе-июне текущего года в среднем составляла 70,8%, снизившись на 2,6 п.п. относительно уровня 2014 года. При этом период

обеспеченности производственной программы предприятий МСП заказами в среднем составлял 5,7 месяца и практически не изменился по сравнению с 2014 годом.

Среднемесячный оборот предприятий малого бизнеса (без учета микропредприятий) снизился в первой половине 2015 г. на 6% по сравнению с 2014 годом. В отраслевой структуре малого бизнеса наибольший удельный вес занимают розничная и оптовая торговля, операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг, строительство и обрабатывающие производства (рис. 20). Именно в этих отраслях негативные тенденции были наиболее сильными: 47% снижения среднемесячного оборота приходится на малые предпри-

Рисунок 19

Оборот малых предприятий (без микропредприятий) по видам экономической деятельности в первом полугодии 2015 г.



Источник: Росстат.

Рисунок 20

Средняя численность работников малых предприятий (без микропредприятий) по видам экономической деятельности в первом полугодии 2015 г.



Источник: Росстат.

⁹ Авиаперевозки внутри страны выросли на 13,8% за первые 8 месяцев текущего года, тогда как падение всего рынка обеспечили международные перевозки – в этом сегменте пассажиропоток снизился на 14,0%.

ятия оптовой и розничной торговли (в том числе 24% – на торговлю автотранспортными средствами), 26% отрицательного прироста занимает строительство, 10% – операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг (в том числе 3,4% составили научные исследования и разработки). Основным негативным последствием стало снижение инвестиционной активности (инвестиции в основной капитал малых предприятий в 2014 г. составляли 429 млрд руб., по итогам первой половины 2015 г. – только 143 млрд руб.).

Негативное влияние на деятельность МСП розничной и оптовой торговли оказало сильное снижение импорта в Россию товаров из стран дальнего зарубежья (37,9% за 10 месяцев 2015 г. относительно соответствующего периода предыдущего года). Дополнительным негативным фактором для МСП по итогам 9 месяцев 2015 г. стало снижение реальных располагаемых денежных доходов населения и оборота

розничной торговли на 3,3 и 8,5% относительно соответствующего периода предыдущего года.

В целях поддержки данного сегмента Банк России реализовал ряд следующих мер. В частности, действует специальный инструмент рефинансирования Банка России кредитных организаций под залог кредитных требований к субъектам МСП (общий лимит в размере 50 млрд руб. израсходован на 33,4 млрд руб.). В качестве дополнительных мер по расширению возможностей рефинансирования в 2015 г. был предусмотрен упрощенный механизм рефинансирования кредитов МСП, если данные кредиты обеспечены банковскими гарантиями АО «НДКО «Агентство кредитных гарантий». Кроме того, банковские гарантии АО «НДКО «Агентство кредитных гарантий» были включены в перечень обеспечения I категории качества. Также Банком России снижен коэффициент риска по кредитным требованиям к МСП со 100 до 75%.

4. ОЦЕНКА СИСТЕМНЫХ РИСКОВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

4.1. Ухудшение кредитного качества корпоративного портфеля банковского сектора

После замедления темпов прироста портфеля кредитов нефинансовым организациям в рублях в первой половине 2015 г. с начала III квартала наблюдается стабилизация ситуации (рис. 21). Годовые темпы прироста кредитного портфеля на 1 октября 2015 г. составили 4,8%. Данная тенденция обусловлена как мерами по повышению капитализации банковской системы, направленными на стимулирование кредитования приоритетных отраслей экономики, так и постепенным снижением ставок по кредитам. По сравнению с пиковыми значениями I квартала 2015 г. процентные ставки по кредитам нефинансовым организациям в рублях на срок свыше 1 года снизились на 2,3 п.п., до 14,2% на 1 октября 2015 года.

Спрос нефинансовых организаций на валютные кредиты у российских банков также остается невысоким. Годовые темпы прироста портфеля кредитов в иностранной валюте на 1 октября 2015 г. составили 3,7% с исключением фактора валютной переоценки.

Кредитное качество портфеля кредитов нефинансовым организациям продолжает ухудшаться. Несмотря на относительно стабильный уровень доли ссуд IV–V категорий качества, выданных юридическим лицам¹, включая МСП (8,9% на 1 октября 2015 г.), наблюдается существенный рост доли реструктурированных крупных кредитов. Доля реструктурированных ссуд по состоянию на 1 октября 2015 г. достигла 31,6% (26,3% на начало года)².

¹ Без учета кредитных организаций.

² Информация о доле реструктурированных ссуд в данном разделе приведена на основе данных формы отчетности 0409117 «Данные о крупных ссудах». По состоянию на 1.10.2015 объем совокупных требований, учитываемых в данной форме отчетности, составляет около 40% ссудной задолженности нефинансовых организаций.

Доля просроченной задолженности по кредитам в рублях в последние месяцы III квартала оставалась на устойчивом уровне. При этом ее значение на 1 октября 2015 г. (7,7%) превысило максимальный уровень 2010 г. (7,3%). Кредиты в иностранной валюте демонстрируют высокое качество и в целом характеризуются низким уровнем кредитного риска: доля просроченной задолженности не превышает 2,5% на 1 октября 2015 года. Для сравнения, пиковые значения данного показателя в 2009 г. достигали

Рисунок 21

Кредиты нефинансовым организациям
в рублях (%)

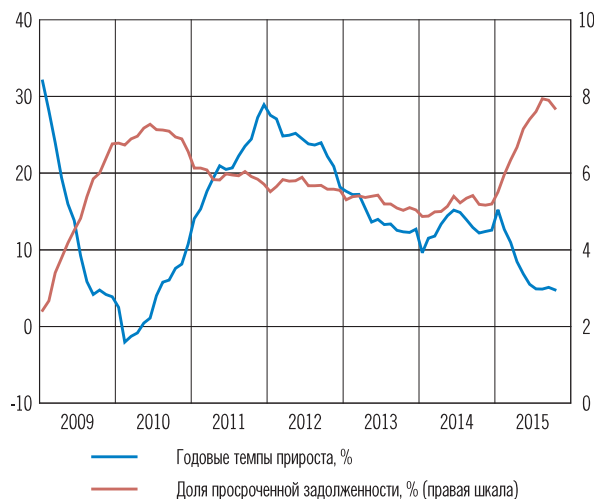
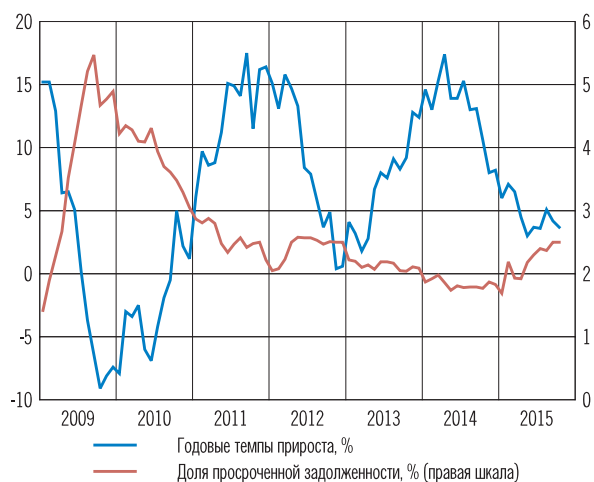


Рисунок 22

Кредиты нефинансовым организациям
в иностранной валюте* (%)



* С исключением валютной переоценки.

5,5%. Высокое качество кредитов в иностранной валюте обусловлено тем, что заемщиками по таким кредитам преимущественно являются компании, ориентированные на экспорт товаров и располагающие достаточным объемом валютных поступлений для погашения долгов.

С начала 2015 г. по банковским кредитам субъектам МСП наблюдается значительный рост просроченной задолженности (на 4,4 п.п., до 12,1% на 1 октября 2015 г.). Наибольшее снижение кредитного качества портфеля наблюдается у крупных банков. Это может быть обусловлено, во-первых, использованием скоринговых моделей для принятия решения о предоставлении кредита по формальным признакам, которые позволяют сократить затраты на финансовый анализ заемщика, но приводят к практике массового предоставления кредитов клиентам без проведения полноценного анализа деятельности; во-вторых, тем, что крупные банки проводят более проактивную политику по формированию резервов по таким ссудам.

В связи с ростом рисков в сегменте МСП банки продолжают снижать объемы кредитования по сравнению с 2014 годом. В результате за первые 9 месяцев 2015 г. среднемесячный объем вновь выданных банковских кредитов МСП составил 437 млрд руб., что на 31% ниже соответствующего показателя за аналогичный период 2014 года. Пик снижения был пройден в мае 2015 г. (почти двукратное сокращение выданных), и сейчас кредитная активность постепенно восстанавливается, в том числе благодаря банкам, участвующим в программе повышения капитализации.

Процентные ставки по кредитам МСП остаются высокими. По данным банковской отчетности средневзвешенная процентная ставка по рублевым кредитам на срок менее 1 года, предоставленным субъектам МСП в сентябре 2015 г., составила 17% годовых, по кредитам на срок свыше 1 года – 15,5%.

Вместе с тем ситуация по отдельным видам экономической деятельности значительно дифференцирована. Наибольший уровень кредитных рисков присущ для сегмента «строительство», характеризующегося как высоким уровнем просроченных платежей по кредитам в рублях (19,1% на 1 октября 2015 г.), так и наибольшим приростом данного показателя с нача-

ла года (7,7 п.п.)³. По кредитам в иностранной валюте также отмечается значительный рост просроченной задолженности с начала года (1,4 п.п.).

В смежном сегменте «операции с недвижимым имуществом» также наблюдается рост кредитных рисков. Просроченная задолженность по кредитам компаниям из данного сегмента увеличилась на 1,7 п.п. с начала года, до 4,8% на 1 октября 2015 года. Для данного сегмента также характерен высокий уровень риска по кредитам в иностранной валюте (прирост с начала года – 1,7 п.п.). Кредиты в иностранной валюте компаниям в сфере недвижимости занимают 38,8% совокупного портфеля кредитов данному сегменту. Принимая во внимание исторически высокий уровень доли реструктурированных ссуд для данного сегмента (реструктурирован почти каждый второй кредит в иностранной валюте и каждый третий в рублях⁴), следует ожидать, что банки в будущем будут продолжать политику реструктуризации кредитов с целью избежать ситуации, когда на балансе кредиторов остаются непрофильные активы.

Высокий уровень рисков характерен и для сегмента оптовой и розничной торговли на фоне снижения платежеспособного спроса населения и отрицательных темпов роста экономики. Доля просроченной задолженности по кредитам в рублях с начала года увеличилась на 3,4 п.п., до 9,1% на 1 октября 2015 года. Данный сегмент характеризуется самым высоким (после сельского хозяйства) уровнем просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте (прирост с начала года – 2 п.п., до 5,4% на 1 октября 2015 г.).

В связи с проблемами у отдельных компаний, осуществляющих деятельность в сфере воздушного транспорта, в данной отрасли наблюдался существенный рост просроченной задолженности по кредитам в рублях. С начала года данный показатель увеличился на 12 п.п., до 21,7% на 1 октября 2015 года.

³ Сведения о просроченной задолженности по отдельным видам экономической деятельности приведены на основании формы отчетности 0409302 «Сведения о размещенных и привлеченных средствах» с учетом кредитов Внешэкономбанка.

⁴ Оценка проводилась на данных по крупным ссудам.

Таблица 2

Качество портфеля кредитов нефинансовым организациям по состоянию на 1.10.2015

Вид экономической деятельности	Доля кредитов в портфеле кредитов нефинансовым организациям, %	Доля просроченной задолженности, %	Прирост просроченной задолженности с начала года, п.п.	Валюта кредита
Деятельность воздушного транспорта	0,5	21,7	12	рубли
Строительство	8,1	19,1	7,7	рубли
Оптовая и розничная торговля	16,9	8,6	3,2	рубли + иностранная валюта
Операции с недвижимым имуществом	15,8	4,8	1,7	рубли + иностранная валюта
Сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство	5,2	9,9	0,6	рубли + иностранная валюта
Добыча полезных ископаемых	6,5	2,8	-0,1	рубли + иностранная валюта
Химическое производство	2,4	2,2	-0,3	рубли + иностранная валюта
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	2,4	1,4	0,1	рубли + иностранная валюта

Примечание. Представлены сегменты кредитования с наибольшей долей просроченной задолженности.

Кредиты компаниям из таких экспортно ориентированных отраслей, как добыча полезных ископаемых, производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов, химическое производство, напротив, характеризуются относительно высоким кредитным качеством. С начала 2015 г. рост доли просроченной задолженности по данным видам экономической деятельности не превысил 1 п.п., а по некоторым наблюдалось ее снижение.

Положительные тенденции наблюдаются также в сегменте «сельское хозяйство». Несмотря на достаточно высокий уровень просроченной задолженности (9,9% на 1 октября 2015 г.), с начала 2015 г. наблюдается ее стабилизация. В условиях реализации программы импортозамещения, поддержки государством данной отрасли наблюдается рост рентабельности компаний данного сегмента, что позволяет им своевременно обслуживать долг.

4.2. Риски на рынке необеспеченного розничного кредитования

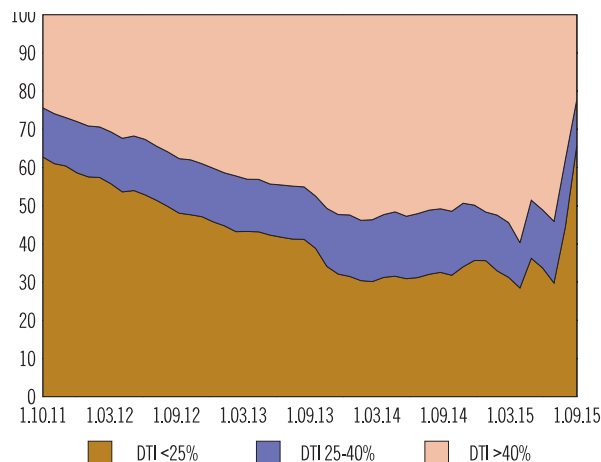
Рынок необеспеченного кредитования физических лиц во II–III кварталах 2015 г. демонстрировал признаки восстановления спроса. Прирост объема выдач в III квартале составил от 15% (кредитные карты) до 66% (кредиты наличными) к уровню I квартала 2015 года. Расширение кредитования сопровождалось снижением полной стоимости кредита (ПСК), особенно в кредитовании наличными (с 27 до 22,3%), и сокращением выдач высокозакредитованным клиентам. Впервые с 2011 г. доля ссуд для заемщиков с уровнем долговой нагрузки (РТИ)⁵ выше 40% снизилась до 22% (рис. 23). Закрепление тенденции к снижению РТИ и удешевлению заимствования создает предпосылки для оздоровления портфелей розничных банков уже в 2016 г., однако будет зависеть также и от макроэкономических условий.

В 2014 г. поколения необеспеченных кредитов характеризовались повышенным кредитным качеством (рис. 23, 24). Однако начиная с декабря 2014 г. на фоне снижения реальных доходов населения качество поколений новых кредитов ухудшалось, несмотря на ужесточение банками стандартов андеррайтинга. Снижение кредитного качества наблюдается по поколениям кредитов, сформированным в декабре 2014 – январе 2015 года. Об этом также свидетельствуют ранние индикаторы качества выдач (доля необслуживаемых ссуд на 8-й и 9-й месяцы с момента формирования). При этом объем предоставленных кредитов в указанные месяцы был почти в три раза меньше, чем в предыдущие периоды, что ограничит ухудшение совокупного портфеля кредитов. На этом фоне, а также в связи со снижением кредитного портфеля (-10,1% за 12 месяцев) доля плохих ссуд продолжала медленно расти и на 1 октября 2015 г. достигла 16,8% (рис. 26).

В условиях высоких кредитных рисков банки, специализирующиеся на необеспеченном потребительском кредитовании, осуществляют оптимизацию операционных расходов и со-

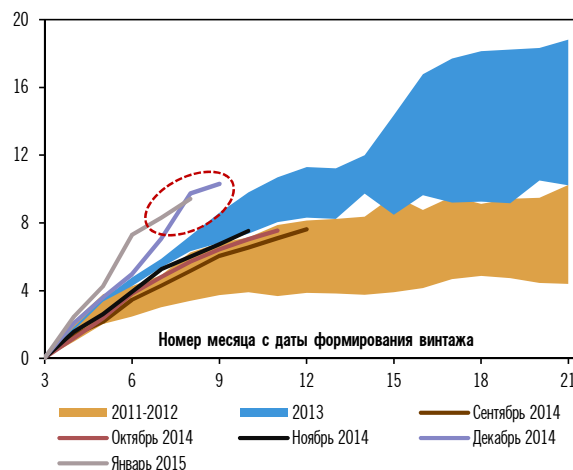
⁵ РТИ (payment to income) – отношение суммы выплат, установленных кредитным договором, к величине дохода заемщика за квартал.

Рисунок 23
Распределение выдач аннуитетных кредитов по уровню долговой нагрузки (РТИ) клиентов*



* Рассчитано по данным НБКИ. Охват – более 50% рынка.

Рисунок 24
Динамика доли «плохих» ссуд* по поколениям выдачи кредита (%)



* Ссуды с просроченными платежами более 90 дней.

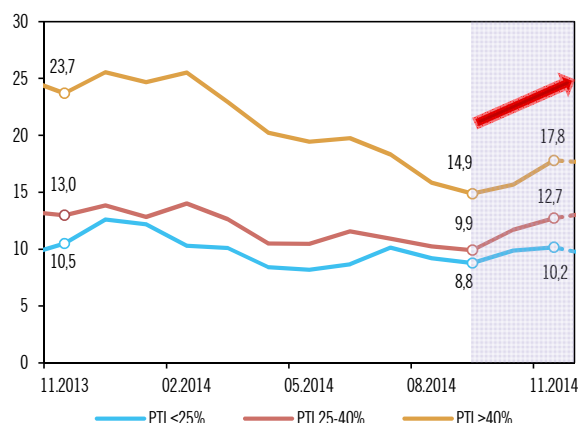
кращают филиальные сети. Предпринимаемые меры позволили стабилизировать во II–III кварталах 2015 г. негативную тенденцию к падению рентабельности капитала розничных банков⁶ на уровне -7% (при минимальном значении -8,8%, достигнутом в июне 2015 г.). Прибыль, полученная данными банками по результатам III квартала 2015 г., составила 2,3 млрд руб. (рис. 27), что в совокупности с эффектом от снижения кредитного портфеля необеспеченных кре-

⁶ Критерии отнесения к банкам, специализирующимся на необеспеченном потребительском кредитовании:

- объем необеспеченных ссуд – более 10 млрд руб.;
- отношение объема необеспеченных ссуд к активам – более 20%;
- доля процентных доходов по кредитам населению в общем объеме процентных доходов – более 35%.

Рисунок 25

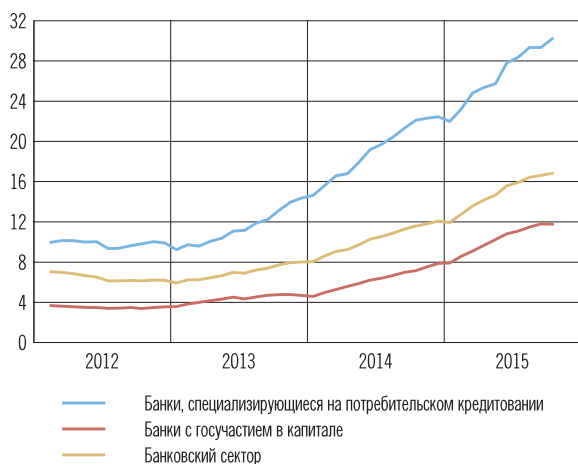
Уровень риска по поколениям кредитов в разрезе РТИ клиентов (%)



Годовая вероятность перехода кредита из состояния «без просроченных платежей» в состояние «с просроченными платежами свыше 90 дней». Расчет по каждому из поколений выдач осуществлен на 12-й месяц с момента его формирования.

Рисунок 26

Доля «плохих долгов» в разрезе типов кредитных организаций* (%)



* Рассчитано по данным формы 0409115.

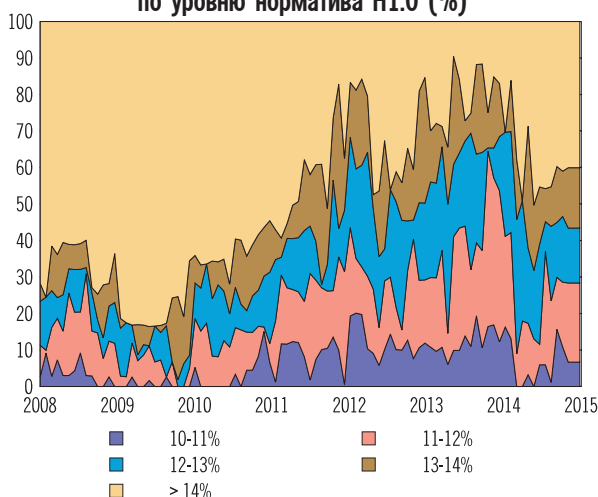
Рисунок 27

Финансовый результат и ROE банков, специализирующихся на необеспеченном кредитовании



Рисунок 28

Распределение капитала банков, специализирующихся на необеспеченном кредитовании, по уровню норматива Н1.0 (%)



дитов позволило ряду розничных банков сохранить показатели достаточности капитала на уровне IV квартала 2014 г. (рис. 28).

В целом банковский сектор адаптировался к условиям охлаждения рынка потребительского кредитования: банки переориентировали кредитные продукты на заемщиков со средним и низким уровнем долговой нагрузки. Кредит-

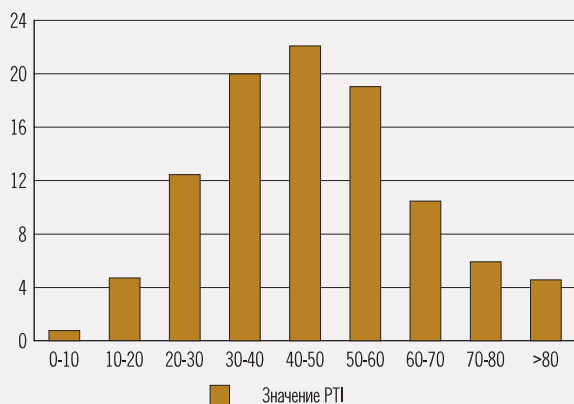
ные риски, накопленные в период избыточного спроса в 2012–2013 гг., реализованы и в дальнейшем не будут оказывать преобладающего влияния на развитие рынка. Вместе с тем на фоне снижения реальных доходов населения существуют риски, что восстановление кредитного качества портфеля необеспеченных кредитов будет существенно растянуто во времени.

Ситуация на рынке ипотеки

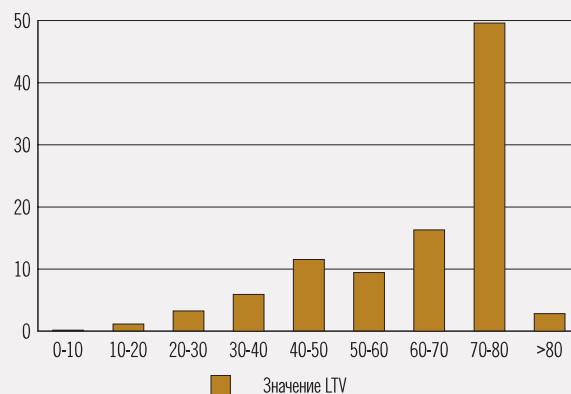
Снижение объемов предоставленных ипотечных кредитов достигло «дна» в марте-апреле после двукратного сокращения выдач в конце I квартала 2015 г. (по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года), и в настоящее время кредитное предложение восстанавливается. Квартальные темпы прироста ссудной задолженности по жилищному (в том числе ипотечному жилищному) кредитованию на 1 октября 2015 г. достигли 3,6%, увеличившись на 2,4 п.п. за III квартал 2015 года. Несмотря на рост кредитного портфеля, объем предоставленных кредитов в III квартале 2015 г. все еще ниже уровня аналогичного периода преды-

Рисунок 29

Структура ипотечных кредитов, выданных в I–III кварталах 2015 г. (%)



Примечания. По результатам проекта мониторинга ссудной задолженности физических лиц. Коэффициент РТИ рассчитывался как отношение ежемесячного платежа по ипотечному кредиту к среднемесячному доходу заемщика.



Примечания. По результатам проекта мониторинга ссудной задолженности физических лиц. Коэффициент LTV рассчитывался как отношение текущей ссудной задолженности к рыночной стоимости жилья на дату выдачи кредита.

дущего года (около 66% объема предоставленных кредитов за III квартал 2014 г.). Основным драйвером роста предложения ипотечных кредитов является программа субсидирования процентной ставки по ипотечным кредитам. На кредиты, предоставленные в рамках данной программы, приходится около 40% всех выдач II–III кварталов¹.

Основным фактором, ограничивающим спрос на ипотечные кредиты, является снижающаяся платежеспособность населения. Уровень ставок по ипотечным кредитам снизился с пиковых значений I квартала на 1,4 п.п., до 13,2%, но по-прежнему остается выше среднего уровня 2014 г. (12,3%). В будущем спрос на ипотечные кредиты может возрасти из-за дальнейшего снижения уровня процентных ставок. Для поддержки ипотечного кредитования Банк России снизил коэффициент риска в отношении наиболее качественных ипотечных ссуд с 50 до 35%.

Кредитное качество портфеля ипотечных ссуд остается высоким. Доля «плохих»² ссуд по сегменту в целом незначительна (2,9% на 1 октября 2015 г.). Банки используют высокие стандарты кредитования: за III квартал 2015 г. только 3,9% выданных кредитов были предоставлены со значением LTV более 80%. Средневзвешенный РТИ по ипотечным кредитам, выданным в III квартале 2015 г., составил 47%.

Данные проводимого Банком России регулярного стресс-тестирования сегмента ипотечного кредитования крупных банков, на долю которых приходится около 80% ссудной задолженности по жилищным (в том числе ипотечным жилищным) кредитам, также свидетельствуют об ограниченности рисков в ипотечном сегменте кредитования. В случае реализации стрессового сценария³ доля «плохих» ссуд может вырасти на 3,9 п.п. и составить 6,8% на конец 2016 года. Несмотря на это, крупнейшие банки будут в целом соблюдать нормативы достаточности капитала, поскольку имеют достаточный запас капитала, а также из-за незначительной доли ипотечных ссуд в совокупных активах банков.

¹ По результатам проекта мониторинга ссудной задолженности физических лиц.

² С просроченными платежами свыше 90 дней.

³ Сценарий, при котором стоимость 1 барреля нефти в 2015 и 2016 гг. составит 40 долл. США.

4.3. Перспективы восстановления рентабельности кредитных организаций

Динамика финансового результата банковского сектора на протяжении первых трех кварталов 2015 г. носила разнонаправленный характер. Рентабельность капитала за 12 месяцев по банковскому сектору в целом с начала года снизилась на 7,5 п.п., до 0,4% на 1 октября 2015 г. (рис. 30). Положительный финансовый результат в отдельные месяцы был характерен для небольшой группы крупных банков, в то время как финансовый результат большинства средних и небольших банков прини-

Рисунок 30

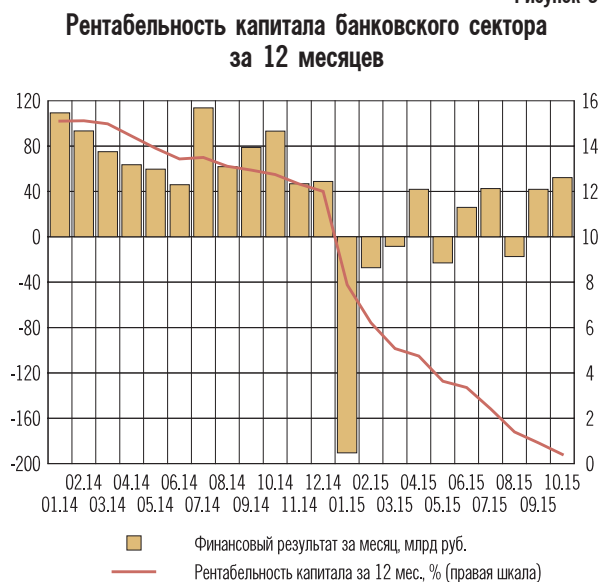
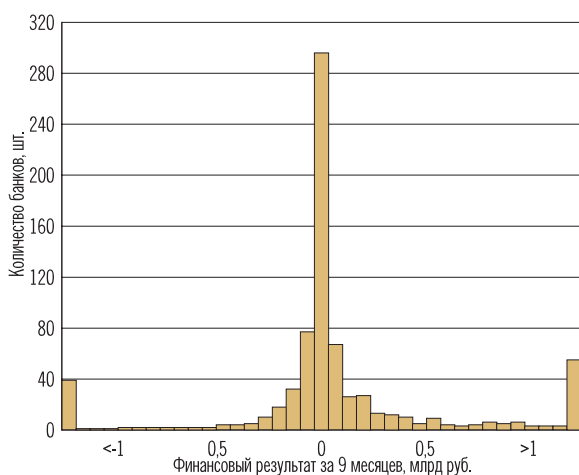


Рисунок 31

Распределение финансового результата банков за 9 месяцев 2015 г.



мал околонулевые или отрицательные значения (рис. 31).

Снижение финансового результата банков в 2015 г. было вызвано комбинацией двух факторов: снижения чистого процентного дохода и одновременного ухудшения кредитного качества кредитного портфеля (рис. 32).

Несмотря на рост резервов на возможные потери по ссудной и приравненной к ней задолженности IV–V категорий качества по кредитам юридическим лицам (кроме кредитных организаций) коэффициент покрытия резервами «плохих» долгов снизился с начала года на 4,1 п.п., до 63,1% на 1 октября 2015 года. Такое снижение, по всей видимости, связано с наращиванием кредитования ключевых отраслей экономики банками, которые были докапитализованы, что позволило увеличить «работающие» активы, относящиеся к нефинансовому сектору. По «плохим» кредитам физическим лицам ситуация обратная – коэффициент покрытия резервами увеличился на 1,5 п.п., до 82,3% на 1 октября 2015 года.

С целью предотвращения оттока вкладчиков в декабре 2014 – феврале 2015 г. банки повышали уровень ставок по вкладам населения и нефинансовых организаций. Привлечение средств населения осуществлялось преимущественно на сроки от 6 месяцев до 3 лет (67% привлеченных средств в указанный период). Нефинансовые организации размещали средства на срок до 1 месяца. Таким образом, рост процентных расходов в 2015 г. в первую очередь был связан с привлечением дорогих депозитов населения на длительные сроки.

Вместе с тем рост процентных доходов в 2015 г. был ограничен. В связи с ростом кредитных рисков в розничном и корпоративном сегментах, увеличением стоимости фондирования банки повышали ставки по кредитам, что сократило спрос на заемные средства. Банки также применяли практику рационализации кредитов⁷, ограничивая кредитные риски в розничном сегменте кредитования. Все это привело к замедлению темпов роста кредитного

⁷ Ограничение предложения кредитов неценовыми методами, например за счет ужесточения требований к заемщикам, первоначальному взносу, уровню долговой нагрузки и так далее.

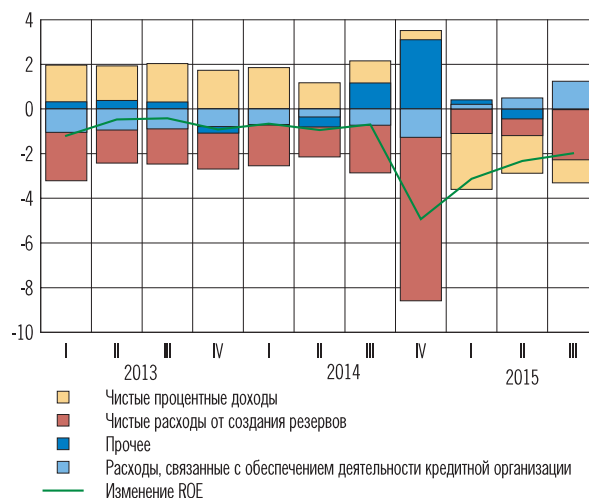
портфеля банков, которое негативно сказалось на процентных доходах. Дополнительное давление на процентные доходы оказало увеличение просроченной задолженности по портфелю кредитов физическим лицам и нефинансовым организациям, снизившее долю «работающих» активов. Рост просроченной задолженности по кредитам также привел к необходимости дополнительного формирования резервов на возможные потери по ссудам.

Столкнувшись с существенным снижением финансового результата, банки с начала года сокращали расходы, связанные с обеспечением деятельности (рис. 32). Снижение операционных расходов за первые три квартала 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом 2014 г. составило 11,5%.

Исследования международных экспертов показывают, что повышение операционной эффективности является важной составляющей посткризисной стратегии банков. Например, активное сокращение издержек шведскими банками после кризиса 1990-х гг. стало одним из ключевых факторов быстрого восстановления банковского сектора⁸. По расчетам МВФ⁹, многие глобальные банки после кризиса 2008 г. также осуществляли активное сокращение операционных издержек: среднее соотношение операционных издержек и доходов 300 крупнейших банков сократилось к 2013 г. на 7 п.п. по сравнению с 2008 г., до 66%, что примерно соответствует среднему уровню в 1995–2005 гг. (65%).

Рисунок 32

Факторы изменения рентабельности капитала за 12 месяцев (ROE)



В перспективе ожидается восстановление рентабельности кредитных организаций при условии дальнейшей оптимизации банками операционных расходов и сохранения качества кредитного портфеля. ПК 1 января 2016 г. срок большей части «дорогих» депозитов истечет (около 40% депозитов, привлеченных в декабре 2014 – феврале 2015 г.). С учетом постепенного восстановления темпов кредитования нефинансовых организаций, в том числе за счет банков, участвующих в программе повышения капитализации, доля «работающих» кредитов в портфелях банков вырастет. Это позволит уже в I квартале 2016 г. повысить величину чистых процентных доходов банков до уровня аналогичного периода 2014 года.

⁸ C. Borio, B. Vale, G. von Peter // *Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics* // BIS Working Papers, no. 311, June 2010.

⁹ Global Financial Stability Report, October 2014.

5. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ НЕКРЕДИТНЫХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

5.1. Финансовые риски лизинговых компаний

Объем российского рынка лизинга (лизинговый портфель) на 1 января 2015 г. составил 3,2 трлн рублей. Основную часть рынка занимает лизинг железнодорожной техники и авиатранспорта (отрасли, наиболее подверженные экономическому спаду). Крупнейшие игроки на рынке лизинговых услуг в РФ – это компании, входящие в банковские группы. Существенную часть финансирования лизинговые компании получают от кредитных организаций. Тесная взаимосвязь лизинговых компаний и банков потенциально может привести к «заражению» банковской системы при возникновении финансовых трудностей у одного или нескольких крупных лизингодателей, что потребует улучшения мониторинга лизинговых компаний и их рисков.

Рынок лизинговых услуг и основные тенденции на рынке

По данным рейтингового агентства «Эксперт РА», лизинговый портфель¹ российского рынка лизинга² на 1 октября 2015 г. составил 2,95 трлн руб., темп прироста совокупного рыночного портфеля за 2014 г. – 10,3% (наименьший с 2010 г.). Согласно альтернативной оценке, проведенной Банком России на основе анализа финансовых вложений и прочих нефинансовых активов лизинговых компаний по данным отчетности по РСБУ, объем рынка составляет 2,2 трлн рублей.

¹ Объем лизинговых платежей к получению или объем задолженности лизингополучателей перед лизингодателем по текущим сделкам за вычетом задолженности просроченной более чем на два месяца.

² Компании, зарегистрированные как юридические лица на территории Российской Федерации, осуществляющие деятельность по предоставлению оборудования и других объектов в финансовую аренду.

Доля лизинга железнодорожной техники и авиатранспорта в общем лизинговом портфеле на 1 января 2015 г. составила 42 и 22% соответственно. В 2014 г. лизингодатели активно наращивали операции с представителями малого и среднего бизнеса (+27%).

За 9 месяцев 2015 г. объем нового бизнеса упал почти на треть вследствие сокращения числа лизинговых сделок на 26% – до 385 млрд рублей. Доля проблемных активов с учетом вынужденных реструктуризаций на рынке составляла не менее 10% уже на 1 января 2015 года³.

Крупнейшими игроками на рынке лизинговых услуг в РФ являются компании, входящие в банковские группы; отчетность данных компаний включается в отчетность банковской группы. Для приобретения имущества компании привлекают заемные средства либо путем банковского кредита, либо посредством выпуска облигаций.

До 2001 г. лизинговые компании подлежали лицензированию в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 26.02.1996 № 167 «Об утверждении Положения о лицензировании лизинговой деятельности в Российской Федерации», однако после вступления в силу закона от 8.08.2001 № 128-ФЗ «О лицензировании отдельных видов деятельности» лицензирование лизинговой деятельности не предусмотрено. Таким образом, лизинговые компании находятся вне надзора и регулирования и относятся к теневому финансовому сектору.

Развитие рынка лизинговых услуг в предыдущие годы во многом было обусловлено следующими преимуществами лизингового финансирования по сравнению с банковскими кредитами для кредиторов и заемщиков:

1. Срок лизинга может достигать 5–10 лет, в текущих условиях это более долгий срок, чем стандартный банковский кредит. В результате

³ На основе анкетирования и интервью с компаниями, которые предоставили данные для участия в исследовании агентства «Эксперт РА».

Мировой опыт регулирования лизинговой деятельности

В Европе термин «финансовый лизинг» не определен законодательством и может быть по-разному интерпретирован в разных странах, что выражается в различном подходе к регулированию лизинговых компаний. Так, компании, занимающиеся финансовым лизингом и являющиеся частью банковской группы, должны выполнять те же требования, что и кредитные организации. Компании, занимающиеся лизинговой деятельностью, имеют лицензию и, соответственно, являются объектом пруденциального регулирования; они должны выполнять ряд требований регулятора (минимальный уровень уставного капитала, определенные требования к составу акционеров/совету директоров). Компании, которые занимаются финансовой арендой, должны иметь банковскую лицензию и, соответственно, выполнять все требования банковских регуляторов.

В США, где лизинговая деятельность наиболее развита, многие банковские холдинговые компании управляют лизинговыми компаниями и владеют банками, которые осуществляют лизинговые операции. Банковские холдинговые компании имеют право осуществлять лизинг движимого и недвижимого имущества; национальные коммерческие банки – только лизинг движимого имущества. В соответствии с Законом о равной конкуренции в банковском деле национальные коммерческие банки могут инвестировать до 10% активов в лизинговые договоры без ограничения на величину остаточной стоимости.

В Китае, в соответствии с законом «О банковском регулировании и надзоре» (Banking Supervision and Administration Law of the People's Republic of China (October 31, 2006), лизинговые компании подлежат надзору и регулированию со стороны банковского регулятора. Комитет по контролю и управлению банковской отраслью при Государственном Совете КНР должен одобрить регистрацию и начало деятельности всех финансовых организаций.

при использовании лизингового финансирования у лизингополучателей расходы распределяются на более длинный промежуток времени и улучшаются показатели отчетности в динамике.

2. При выдаче кредита лизинговой компании приобретаемое для передачи имущество выступает обеспечением. Если лизинговая компания входит в банковскую группу, имущество по сути уже находится в собственности банка, и обращение взыскания на залог не требуется.

3. При предъявлении кредиторами имущественных претензий лизинговой компании действует запрет на обращение взыскания на предмет лизинга.

Системные риски и информационные пробелы

Ввиду наличия негативных явлений в отраслях, составляющих основную массу клиентов лизинговых компаний, возрастают риски для банковского сектора.

Банковский сектор и лизинговые компании находятся в тесной взаимосвязи: только по форме отчетности 0409117 «Данные о крупных ссудах» (30 крупнейших кредитов) объем кредитов, предоставленных банками лизинговым компаниям, составляет не менее 300 млрд

рублей. Объем находящихся в обращении облигационных выпусков компаний – лидеров рынка составляет более 330 млрд руб., существенная их часть находится в портфелях банков. В результате возникновения финансовых трудностей у одного или нескольких крупных лизингополучателей финансовые потери будут нести банки, то есть существует риск «заражения» банковской системы.

Недостаточная информационная прозрачность лизинговых компаний ведет к возможности регулятивного арбитража (параллельная банковская система).

В целях точной оценки финансового положения лизинговой компании необходим анализ отчетности, подготовленной в соответствии со стандартами МСФО (включая примечания). Данная отчетность позволяет сделать более корректные выводы о финансовой устойчивости компании и на отчетную дату, и на перспективу⁴. Из 10 крупнейших компаний⁵ только пять представляют отчетность по МСФО на офици-

⁴ Например, сопоставить будущие денежные потоки от лизинговых платежей с выплатами по долговым обязательствам, оценить валютный риск и риски ликвидности.

⁵ На основании рейтинга агентства «Эксперта РА» по величине лизингового портфеля на 1.01.2015.

альном сайте компании (некоторые – не в полном объеме и с большим опозданием).

Для оценки возможности компании отвечать по долговым обязательствам необходимо знать структуру операций компании и ее основных лизингополучателей. Недостаточность информации для оценки качества кредитов, выданных банком лизинговой компании, ведет к тому, что не все риски могут быть своевременно выявлены. Таким образом, деятельность лизинговых

компаний, в том числе входящих в банковские группы, является нерегулируемой, соответственно нормативными актами не регламентировано создание резервов под кредиты, предоставленные на лизинговые операции.

Существует необходимость повышения информационной прозрачности лизинговой отрасли и для более полноценного анализа рисков Банком России.

5.2. Инвестиционные риски НПФ

Наиболее значимыми рисками для НПФ являются кредитные риски, в первую очередь по вложениям в связанные стороны. Именно низкое кредитное качество активов стало основной причиной отзыва лицензий у НПФ в 2015 году. В то же время НПФ, вошедшие в систему гарантирования⁶, характеризуются достаточно высокой финансовой устойчивостью. Весной 2015 г. большинство НПФ успешно прошли переходную кампанию 2013–2014 гг. (3,5 млн человек сменили НПФ, еще 0,3 млн человек перешли из НПФ в ПФР).

После перевода 616 млрд руб. из ПФР совокупный объем средств пенсионных накоплений НПФ на 1 октября 2015 г. составил 1 675 млрд рублей. Объем вложений в корпоративные облигации вырос за II и III кварталы на 248 млрд руб., до 665 млрд рублей. Почти в два раза увеличились вложения в акции, составив 196 млрд рублей. Объем вложений в депозиты увеличился на 74 млрд руб., до 380 млрд рублей. При этом доля депозитов в инвестиционном портфеле пенсионных накоплений НПФ сократилась на 4 п.п., до 23%.

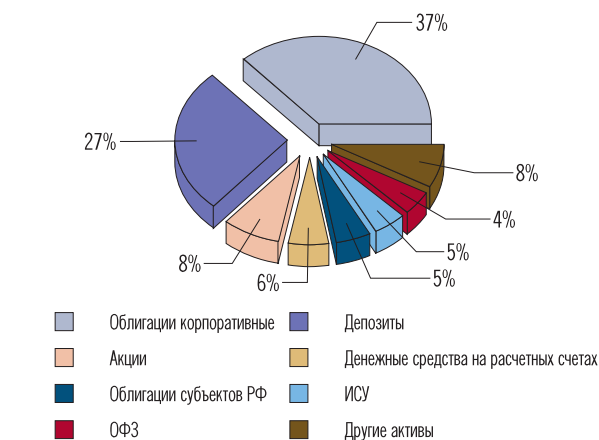
В 2016 г. рост пенсионных накоплений НПФ опять приостановится. В октябре 2015 г. было принято решение об очередной заморозке средств пенсионных накоплений на 2016 год.

В 2015 г. отмечается рост доходности НПФ. За 9 месяцев 2015 г. положительную доходность от размещения средств пенсионных накоплений получили 76 из 78 НПФ, по пенсионным резервам – 93 из 101 НПФ. Доходность по пенсионным накоплениям составила 10,6%, что на 1,6 п.п. ниже доходности ПФР (12,2%), по пенсионным резервам – 8,1%. Доходность выше инфляции по пенсионным накоплениям получили 45 из 78 НПФ, по пенсионным резервам – 48 из 101 НПФ.

В целях анализа финансовой устойчивости сектора НПФ Банк России в 2015 г. провел оценку рисков вложений пенсионных накоплений

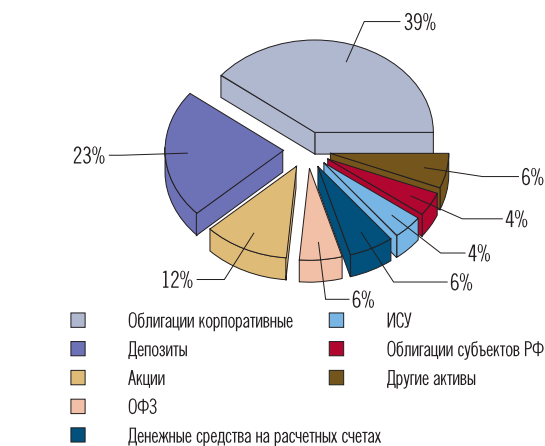
⁶ По состоянию на 3.11.2015 в систему гарантирования прав застрахованных лиц вошли 32 фонда – на их долю приходится 95% рынка пенсионных накоплений под управлением НПФ.

Рисунок 33
Структура портфеля пенсионных накоплений
на 1.04.2015



Источник: Банк России.

Рисунок 34
Структура портфеля пенсионных накоплений
на 1.10.2015



Источник: Банк России.

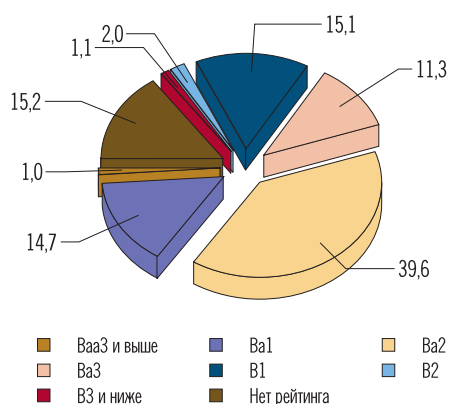
НПФ, в рамках которой анализировались кредитный и рыночный риски, уровни ликвидности и концентрации инвестиционных портфелей.

При оценке кредитного риска каждому активу в портфеле НПФ присваивался количественный параметр (показатель вероятности дефолта) с целью определения предела потерь в зависимости от временного горизонта (1 год, 5 и 10 лет). Показатель вероятности дефолта определялся на основе кредитных рейтингов кредитных рейтинговых агентств, а в случае отсутствия рейтингов – экспертным путем в зависимости от класса актива.

На конец II квартала 2015 г. доля активов без рейтинга в портфеле пенсионных накоплений

Рисунок 35

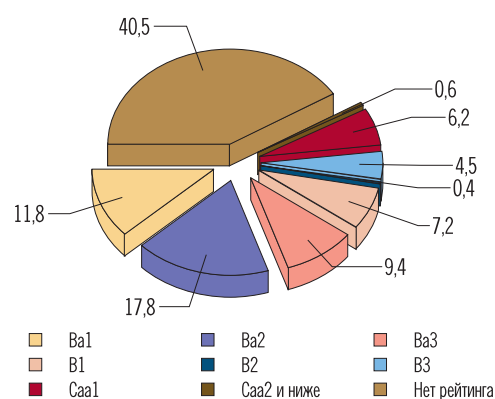
Структура активов по рейтингам (НПФ, вошедшие в систему гарантирования) на 1.07.2015*



* Сопоставимая шкала Moody's Investors Service.
Источник: Банк России.

Рисунок 36

Структура активов по рейтингам (НПФ, не вошедшие в систему гарантирования) на 1.07.2015*



* Сопоставимая шкала Moody's Investors Service.
Источник: Банк России.

НПФ, вошедших в систему гарантирования прав застрахованных лиц, составила 15%; у остальных НПФ – 41%. Потенциальные расчетные потери в результате реализации кредитного риска на временных горизонтах 1 год и 5 лет по НПФ, допущенным в систему гарантирования, могут составить –2 и –13%, по остальным НПФ – соответственно –6 и –24%.

Долгосрочный характер обязательств НПФ делает их малочувствительными к **рыночным рискам**. В то же время рыночные риски могут быть значимыми для НПФ в привязке к **рisku ликвидности** на период переходной кампании и массового выхода на пенсию застрахованных (на данный момент большую часть совокупного портфеля пенсионных накоплений составляют долгосрочные активы, не обращающиеся на открытом рынке). Для количественной оценки рыночного риска портфелей НПФ применялся показатель CVaR⁷ с доверительным уровнем 99% и использованием исторических данных за 10-летний период. В случае повышенной волатильности фондового рынка потенциальные расчетные потери от реализации рыночного риска по пенсионным накоплениям всех НПФ, вошедших в систему гарантирования пенсий,

на временном горизонте в 10 и 30 дней могут составить –5 и –7% соответственно.

При оценке **уровня концентрации** рассматривался удельный вес трех крупнейших активов в портфеле пенсионных накоплений. Анализ показал, что НПФ, вошедшие в систему гарантирования прав застрахованных лиц, имеют достаточно сбалансированную структуру вложений: на долю трех крупнейших активов приходится не более 50% стоимости инвестиционного портфеля.

С целью **ограничения инвестиционных рисков** НПФ Банк России подготовил проект указания «О внесении изменений в Положение Банка России от 25 декабря 2014 года № 451-П», в соответствии с которым предельно допустимая доля ИСУ в портфеле пенсионных накоплений снизится с 40 до 10%⁸, при этом появятся дополнительные требования к оценщикам и составу ипотечного покрытия ИСУ. Еще одной важной новацией, направленной на повышение финансовой устойчивости НПФ, является проект указания Банка России «О требованиях к организации системы управления рисками негосударственного пенсионного фонда».

⁷ Рассчитывается как математическое ожидание размера убытков при условии, что оно превысит соответствующее значение VaR.

⁸ По данным на 1.10.2015, доля ИСУ составила 4% от совокупной стоимости пенсионных накоплений НПФ (69 млрд руб.), в то же время у 18 НПФ доля ИСУ в портфелях пенсионных накоплений превышала 10%.

5.3. Стресс-тестирование страховых организаций

Макроэкономические риски оказывают существенное негативное влияние на финансовую устойчивость страховщиков за счет падения страховых взносов по добровольным видам страхования⁹ и роста страховых выплат в результате инфляции, ослабления рубля и активизации страхового мошенничества (врезка «Анализ риска страхового мошенничества»). В то же время повышение тарифов по ОСАГО, а также рост инвестиционных доходов страховых компаний позволили им показать рекордную прибыль за 9 месяцев 2015 г. (95,7 млрд руб. против 51,3 млрд руб. за аналогичный период предыдущего года). Тем не менее данные результаты по прибыли нельзя назвать устойчивыми: доходность по депозитам юридических лиц снизилась, а повышение лимитов ответственности и изменение порядка оценки ущерба по ОСАГО вместе с актуализацией справочников расчета стоимости восстановительного ремонта приведут к резкому скачку страховых выплат в данном виде страхования (в III квартале 2015 г. квартальный прирост средней выплаты по ОСАГО составил 24%). Кроме того, особую тревогу вызывает низкое качество активов ряда страховщиков, что делает их подверженными риску ликвидности на фоне сокращения добровольного спроса на страхование.

В целях оценки системной устойчивости страхового сектора Банк России провел **стресс-тестирование** по нисходящему принципу (top-down) на предмет влияния макроэкономического и кредитного риска¹⁰.

Для оценки устойчивости к **макроэкономическим шокам** была использована система имитационных бизнес-моделей страховых организаций, соответствующих положению и поведению компаний на рынке в 2015 году.

⁹ По итогам 9 месяцев 2015 г. по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года страховые премии по страхованию средств наземного транспорта кроме средств железнодорожного транспорта снизились на 13,1%, по страхованию прочего имущества юридических лиц – на 10,4%.

¹⁰ Анализ проводился для 100 страховщиков, лидирующих по объему премий за 9 месяцев 2015 г. среди компаний, обязанных сдавать отчетность в порядке надзора на ежеквартальной основе.

В сценариях закладывалась различная глубина ухудшения динамики наиболее значимых для страховщиков индикаторов, таких как ВВП, инфляция, курс национальной валюты, продажи новых легковых автомобилей, задолженность по кредитам физических лиц¹¹. Дополнительно в сценарии был включен показатель роста средней выплаты по ОСАГО.

Согласно результатам тестирования, при реализации негативного макросценария оценочный совокупный дефицит капитала¹² анализируемых страховщиков на 30 сентября 2015 г. может достигнуть 13,4 млрд руб., или 4,5% их собственных средств. В условиях сохранения организационных моделей у 13 компаний значение дефицита превысит 50% собственных средств. В случае развития ситуации по экстремальному сценарию совокупный дефицит капитала может достигнуть 35,6 млрд руб., или 11,9% собственных средств, а число страховщиков с дефицитом капитала свыше 50% увеличится до 19.

Анализ чувствительности страховщиков к **кредитному риску** представлял собой оценку вероятности дефолта и величины потенциальных потерь по имеющимся у компаний активам на основании кредитных рейтингов, а в случае их отсутствия – экспертных суждений в зависимости от класса актива.

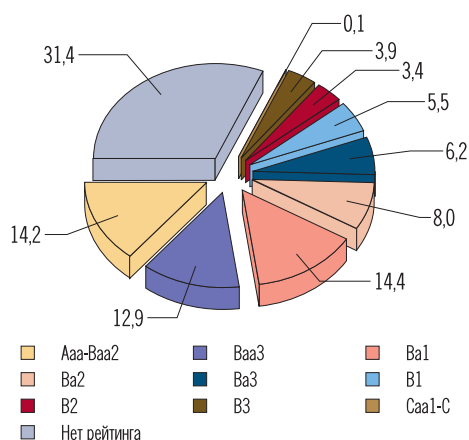
По состоянию на 30 сентября 2015 г. на долю активов высшего качества, имеющих кредитные рейтинги уровня «Вaa3»¹³ и выше, приходилось 27% совокупных активов страховщиков, тогда как доля активов с рейтингами уровня «B2» и ниже не превышала 8%. Суммарная доля активов без рейтингов составляла 31%, в том числе 19% приходился на дебиторскую задолженность (рис. 37). Доля активов без

¹¹ Сценарии составлены в соответствии со среднесрочным макроэкономическим прогнозом, приведенным в публикации Банка России «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2016 год и период 2017 и 2018 годов». Негативный сценарий стресс-теста предполагает усиление спада ВВП в 2016 г. до 5% и более.

¹² Под дефицитом капитала понимается необходимая величина дополнительного капитала, позволяющая страховщику соответствовать нормативным требованиям по марже платежеспособности.

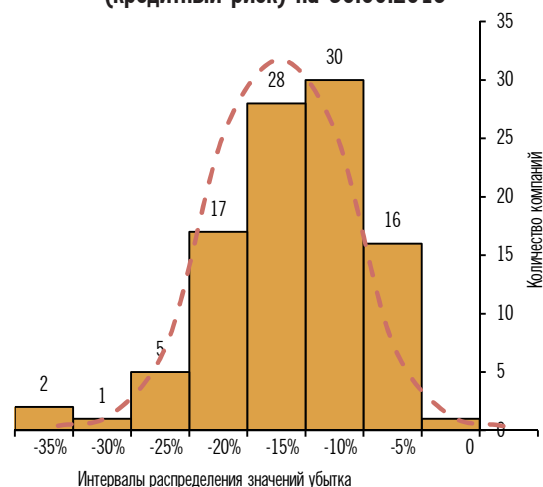
¹³ Здесь и далее приведены рейтинги по шкале Moody's Investors Service.

Рисунок 37

Структура активов страховщиков по кредитным рейтингам на 30.09.2015

Источник: расчеты Банка России.

Рисунок 38

Распределение топ-100 компаний по величине потенциальных потерь на горизонте 5 лет (кредитный риск) на 30.09.2015

рейтингов свыше 50% была характерна для 31 страховщика из топ-100.

Согласно оценкам, в целом по всем страховщикам совокупные потенциальные потери не должны превысить 2% от активов на временном горизонте в 1 год и 12,3% от активов на горизонте в 5 лет. В то же время величина кредитного риска отдельных компаний существенно различалась: значения потенциальных потерь на горизонте 5 лет варьируются от 4,4 до 50%. Для большей части страховщиков потенциальные потери на горизонте 5 лет находятся в пре-

делах 10–20% суммы их активов (рис. 38). При этом участники рынка обладают сравнительно высокой способностью поглощать убытки от реализации кредитного риска: для всех анализируемых страховщиков доля прогнозного убытка к капиталу на горизонте в 1 год не превышала 30%.

Для оценки чувствительности **показателей ликвидности** страховщиков на случай возможных проблем у их контрагентов проводилось тестовое исключение из портфеля финансовых вложений активов с кредитными рейтинга-

Анализ риска страхового мошенничества

На фоне неблагоприятной макроэкономической обстановки страховщики отмечают традиционный рост числа мошеннических действий. В 2014 г. компании – участники опроса Банка России (22 компании с суммарной долей 77% от страховых премий за первое полугодие 2015 г.) зафиксировали не менее 13 тыс. случаев, имеющих признаки страхового мошенничества, в том числе 11,8 тыс. случаев по автострахованию.

Потенциальный ущерб от страхового мошенничества для страхового рынка в целом в 2014 г. оценивается на уровне 25–35 млрд руб., фактические потери – 15–20 млрд рублей. Согласно результатам опроса, наиболее значимые убытки от страхового мошенничества страховые компании понесли в сегментах страхования автокаско (31% от совокупной величины ущерба), страхования имущества юридических и физических лиц (23 и 12% соответственно).

Активизация страхового мошенничества отмечается прежде всего в сегментах автострахования и страхования имущества. Наибольшее распространение получила инсценировка страховых случаев страхователями, в том числе при участии посредников, а также предоставление ложных сведений при заключении договоров страхования. Участились также случаи подделок страховых полисов. В связи с ростом страховых тарифов по ОСАГО особый размах данный вид мошенничества принял в сегменте ОСАГО, что стало одной из причин сокращения числа заключенных договоров (–8,7% за 9 месяцев 2015 г. по сравнению аналогичным показателем предыдущего года).

Лишь четверть случаев с признаками страхового мошенничества в 2014 г. были доведены до суда. Для борьбы с мошенничеством страховые организации применяют превентивные меры, прежде всего ужесточают требования к предстраховой экспертизе и отбору партнеров.

ми уровня «B2» и ниже. Согласно результатам тестирования, при исключении крупнейшего подобного вложения критическое снижение уровня краткосрочной ликвидности может произойти у четырех анализируемых страховщиков.

Во II–III кварталах 2015 г. Банк России продолжил осуществление мер по повышению финансовой устойчивости страхового рынка. В организационных целях был установлен порядок определения **системно значимых страховых организаций** (СЗСО). При разработке данного порядка были учтены подходы Международной ассоциации органов страхового надзора к определению глобальных системно значимых страховых компаний. Страховщики рассматри-

вались с точки зрения общего масштаба деятельности, степени взаимосвязанности с другими финансовыми институтами, объемов инвестиционной и финансовой деятельности, а также позиций по отдельным видам страхования. Всего в перечень СЗСО были включены 22 страховые организации, его пересмотр будет осуществляться на ежегодной основе.

В перспективе ближайших лет для СЗСО планируется создание **специального режима** регулирования. Кроме того, для повышения финансовой устойчивости сектора для всех страховщиков ожидается увеличение **минимального размера уставного капитала**, а также **ужесточение требований по размещению** страховых резервов и собственных средств.

6. ВЛИЯНИЕ БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ НА ФИНАНСОВУЮ СТАБИЛЬНОСТЬ

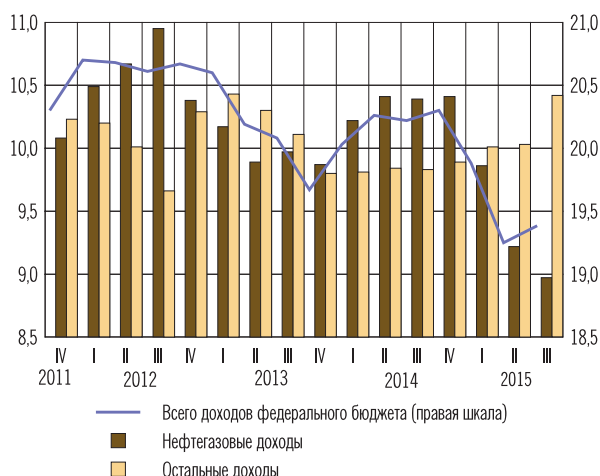
6.1. Устойчивость федерального бюджета и риски для финансовой стабильности

Устойчивость формирования и исполнения федерального бюджета, центрального звена бюджетной системы России, крайне важна для обеспечения финансовой стабильности. В 2015 г. рублевые доходы федерального бюджета снижались из-за падения цен на нефть и негативной экономической динамики в стране. В результате на 1 октября 2015 г. дефицит федерального бюджета составил 787 млрд руб., или 1,49% ВВП. В законе «О федеральном бюджете на 2016 год» дефицит бюджета установлен на уровне 3% ВВП. В среднесрочной перспективе, при сохранении негативной экономической динамики в стране потенциальным риском для фискальной устойчивости может стать быстрый рост дефицита бюджета. Однако ограничение темпов роста расходов федерального бюджета, умеренное использование резервов и привлечение заемных средств Правительством Российской Федерации могут предотвратить реализацию данного риска.

Снижение цен на нефть негативно отразилось на доходах бюджета: совокупные вывозные таможенные пошлины на сырую нефть, газ и товары, выработанные из нефти, существенно снизились в 2015 г. (рис. 39, 40), несмотря на рост доходов от НДС в виде углеводородного сырья. Разнонаправленная динамика составляющих нефтегазовых доходов отчасти объяснялась введением «налогового маневра», предусматривающего поэтапное сокращение в течение 2015–2017 гг. вывозных таможенных пошлин на нефть и нефтепродукты с одновременным увеличением ставки налога на добычу полезных ископаемых на нефть и газовый конденсат. Согласно закону «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов» (от 1.12.2014) нетто-

Рисунок 39

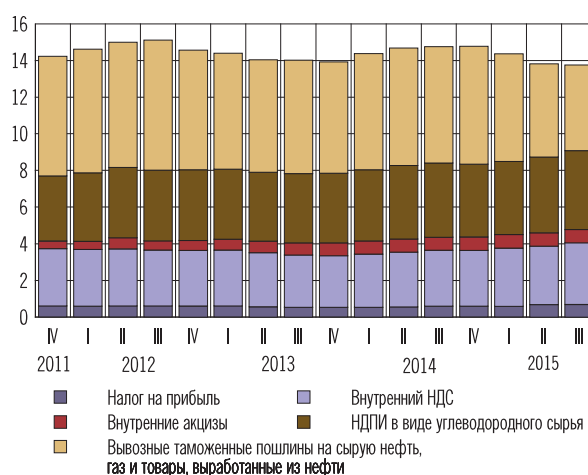
Доходы федерального бюджета в процентах ВВП в 2011–2015 годах*



* Ряды скользящих годовых значений, на конец квартала.

Рисунок 40

Крупнейшие статьи доходов федерального бюджета в процентах ВВП в 2011–2015 годах*

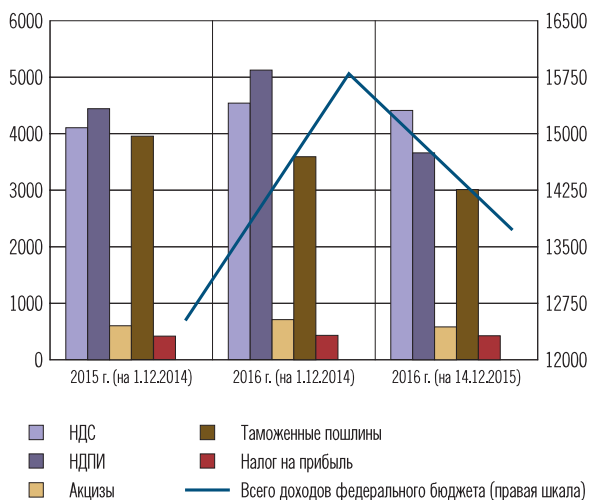


* Ряды скользящих годовых значений, на конец квартала.

эффект от налогового маневра для федерального бюджета ожидался на уровне 22,6 млрд руб. в 2015 году¹. Снижение цен на нефть привело к более резкому падению доходов от вывозных таможенных пошлин на нефть, чем ожидалось в декабре 2014 года. В сентябре 2015 г.

¹ Материалы Министерства финансов РФ к Федеральному закону «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов».

Рисунок 41

Прогнозирование доходов в различных версиях
законов о федеральных бюджетах (млрд руб.)

Правительством РФ было принято решение о временном переходе на однолетний бюджет для улучшения планирования федерального бюджета ввиду возросшей экономической неопределенности. В законе «О федеральном бюджете на 2016 год» совокупные доходы федерального бюджета на 2016 год снижены более чем на 2 трлн руб. по сравнению с законом «О федеральном бюджете на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов» (по состоянию на 1.12.2014), в основном из-за снижения сборов по НДПИ на 1,46 трлн руб. и по таможенным пошлинам – на 580 млрд рублей. Другие крупные статьи доходов, такие как НДС и налог на прибыль, оказались более стабильными и были пересмотрены на гораздо меньшие суммы. Тем не менее в законе «О федеральном бюджете на 2016 год» используется предположение о цене на нефть, равной 50 долл. США за баррель. Таким образом, при ухудшении конъюнктуры на мировом нефтегазовом рынке доходы федерального бюджета могут быть меньше установленных в законе о бюджете на 2016 год.

Несмотря на падение доходов федерального бюджета, расходы увеличились в 2015 году. Положительным фактом является то, что расходы федерального бюджета на 2016 г. подвергались гораздо меньшему пересмотру в различных версиях законов о федеральном бюджете по сравнению с доходами (рис. 42). Тем не менее ограничение дальнейшего роста расходов

Рисунок 42

Прогнозирование расходов в различных версиях
законов о федеральных бюджетах (млрд руб.)

важно для обеспечения устойчивости федерального бюджета в среднесрочном периоде.

Наряду с отказом от трехлетнего бюджета Правительство РФ в сентябре 2015 г. приостановило действие «бюджетного правила» на 2016 год. Это правило определяло максимальный объем расходов федерального бюджета, равный доходам при средней исторической цене на нефть за несколько лет плюс дефицит бюджета не более 1% ВВП. Доходы бюджета от цен на нефть, превышавших расчетную, направлялись в Резервный фонд. В текущих условиях низкие цены на нефть, значительно отличающиеся от средних исторических, не позволяют «бюджетному правилу» эффективно функционировать и балансировать федеральный бюджет, а также пополнять Резервный фонд при цене на нефть выше 50–60 долл. США за баррель.

Однако после отмены «бюджетного правила» отсутствует верхнее ограничение величины расходов федерального бюджета, а также механизм резервирования доходов в Резервном фонде, что несет дополнительные риски для федерального бюджета РФ². Пример Бразилии в 2015 г. показал, как быстро может усу-

² Это подтверждает позиция Министерства финансов РФ, что если не будет принято новое бюджетное правило, которое бы определило предельный объем расходов федерального бюджета исходя из новой экономической ситуации, то резервные средства могут быть быстро истрачены (заявление главы Минфина Антона Силуанова на заседании в Государственной Думе 3.11.2015).

Рисунок 43

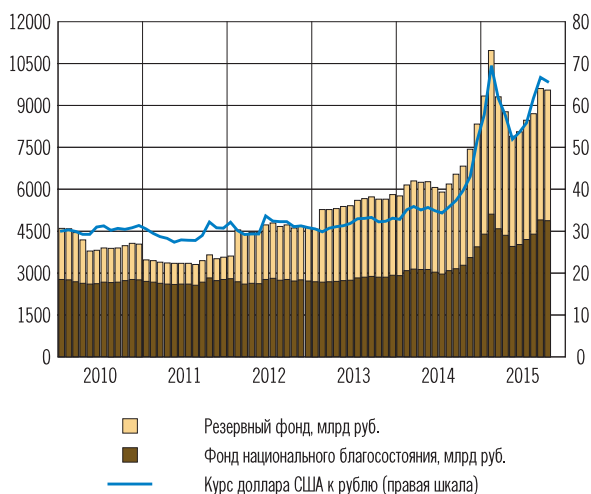
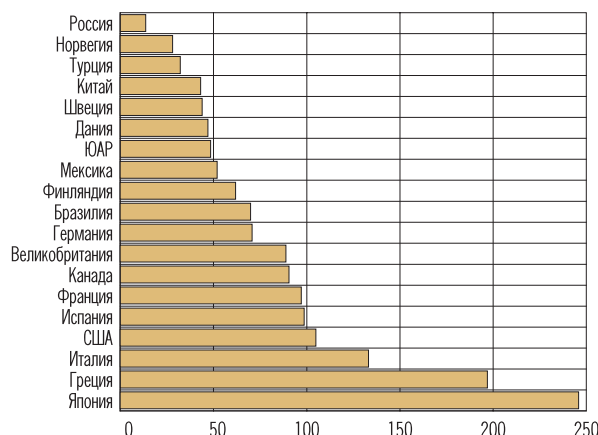
Динамика Фонда национального благосостояния,
Резервного фонда и курса рубля

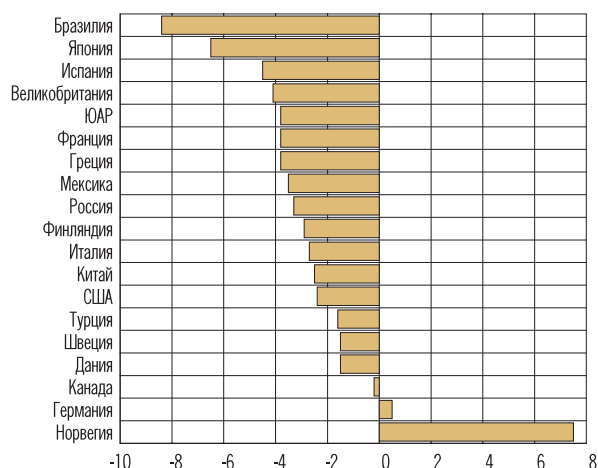
Рисунок 44

Государственный долг* (% ВВП)



* Показатель для России рассчитан по данным Минфина и Росстата по состоянию на 1.07.2015 г., показатели по другим странам - прогноз МВФ на 2015 г., октябрь 2015 года.

Рисунок 45

Сальдо государственного бюджета, прогноз на 2015 г.*
(% ВВП)

* Bloomberg ECF, по состоянию на 18.12.2015.

губиться проблема фискальной устойчивости. Премия по CDS Бразилии повысилась с 1 июля по 1 октября 2015 г. на 205 б.п. до 465 базисных пунктов. Ожидается, что дефицит бюджета к ВВП Бразилии вырастет в 2015 г. более чем в 2 раза, с -4% в 2014 г. до -9%. Для решения проблемы дефицита бюджета в 2016 г. правительство Бразилии объявило секвестр бюджета.

В настоящее время в России для финансирования дефицита бюджета активно используется Резервный фонд. С января по октябрь 2015 г. Правительство РФ использовало 1,56 трлн руб. из Резервного фонда, причем в октябре совокупные средства Резервного фонда снизились на 440,5 млрд рублей. В 2016 г. планируется продолжить тратить средства Резервного фонда, также как и средства Фонда национального благосостояния. Фактически в 2016 г. планируется использовать 2,137 трлн руб. из Резервного фонда для покрытия дефицита бюджета. С учетом того, что прогнозируемый объем средств Резервного фонда на 1 января 2016 г. составляет 3,39 трлн руб., то за 2016 г. будет истрачено 63% (почти 2/3) Резервного фонда. Таким образом, к концу 2016 г. средства Резервного фонда могут составить 1,051 трлн руб., или 31% средств Резервного фонда на начало 2016 года. В итоге, при возникновении в 2017 г. дефицита бюджета, у Правительства РФ останется три основных источника финансирования дефицита бюджета: остатки Резервного фон-

да в 2017 г., средства ФНБ³ и доходы от размещения государственных ценных бумаг на внутреннем рынке. К концу 2016 г. объем средств ФНБ может составить 4,66 трлн руб., а сумма средств Резервного фонда и ФНБ – 5,717 трлн рублей. Если предположить, что в 2017–2018 гг. объем средств, выделяемых из фондов на сбалансированность федерального бюджета, будет таким же, как в 2016 г., то совокупные средства Резервного фонда и ФНБ будут истрачены практически полностью к началу 2019 года.

³ Глава Министерства финансов РФ Антон Силуанов заявил на заседании в Государственной Думе 3.11.2015, что РФ будет вынуждена с 2017 г. тратить средства ФНБ на покрытие дефицита бюджета, если он не будет снижен.

Другим источником финансирования дефицита бюджета может стать выпуск государственных долговых ценных бумаг. По мировым меркам, государственный долг РФ в процентах ВВП находится на одном из самых низких уровней: 13,6% ВВП на 1 июля 2015 года. Относительно высокий уровень процентных ставок в настоящий момент препятствует увеличению объема заимствований с внешнего и внутреннего рынков. В 2016 г. планируется использовать 650 млрд руб. (0,8% ВВП) на обслуживание государственного долга. В ближайшие годы снижение инфляции и процентных ставок будет способствовать уменьшению стоимости обслуживания долга.

Среди стран «Группы двадцати» Россия занимает предпоследнее место по размеру показателя государственного долга к ВВП и находится между Саудовской Аравией (1,6% ВВП) и Индонезией (25% ВВП). Значительный рост объемов государственного долга нежелателен

с точки зрения рисков фискальной устойчивости, но умеренное повышение объема выпуска ОФЗ может оказать положительное влияние на российский финансовый рынок. Это также позволит увеличить объемы высококачественных ликвидных активов на балансах российских банков, что расширит их возможности по управлению риском ликвидности (в настоящее время большинство кредитных организаций не смогло бы выполнять базельский показатель краткосрочной ликвидности в размере 100% из-за недостатка государственных облигаций на российском рынке). Тем не менее наращивание государственного долга должно быть сбалансированным, чтобы не приводить к увеличению стоимости заимствований и вытеснению заемщиков – нефинансовых организаций. Способствовать этому должно установление бюджетного правила, а также контроль за дефицитом бюджета.

6.2. Долговая устойчивость консолидированных бюджетов субъектов РФ

По данным об исполнении консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации на 1 сентября 2015 г. профицит региональных бюджетов составил 482,7 млрд руб.⁴ (за сопоставимый период прошлого года профицит – 283 млрд руб.). Вместе с тем сбалансированность показателей консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации в III квартале, как правило, не свидетельствует о снижении фискальных рисков на уровне региональных бюджетов.

После опережающего роста доходов в январе-августе 2015 г. по сравнению с расходами (8 и 4% относительно соответствующего периода прошлого года) наступил традиционный период превышения регионами расходов над доходами. Ситуация с несбалансированностью региональных бюджетов также обострится в связи с тем, что после резкого увеличения в I квартале 2015 г. прибыли организаций и последующего замедления ее роста возникла переплата по налогу на прибыль. С учетом принятия решений о зачете (возврате) переплаты начиная с III квартала можно ожидать снижения налоговых платежей в региональные бюджеты. На стабильность доходов регионов существенно влияет продолжающаяся перерегистрация крупнейших налогоплательщиков. Ряд регионов не смог компенсировать выпадающие доходы по налогу на прибыль организаций по образованным консолидированным группам налогоплательщиков.

В результате, несмотря на сдержанный рост бюджетных расходов, стабилизировать ситуацию с исполнением региональных бюджетов и ростом долговой нагрузки регионов в текущем году, по-видимому, не удастся. В октябре 2015 г. Минфин России озвучил ожидаемый дефицит консолидированных бюджетов субъектов Российской Федерации в объеме 430 млрд руб. в 2015 году. В 2016 г. дефицит бюджетов регионов прогнозируется на уровне 412 млрд рублей.

⁴ На 1.09.2015 профицит бюджета г. Москвы составлял 183,6 млрд руб., профицит бюджета Сахалинской области – 128,4 млрд руб.

Рисунок 46
Долг и дефицит консолидированных бюджетов регионов (млрд руб.)

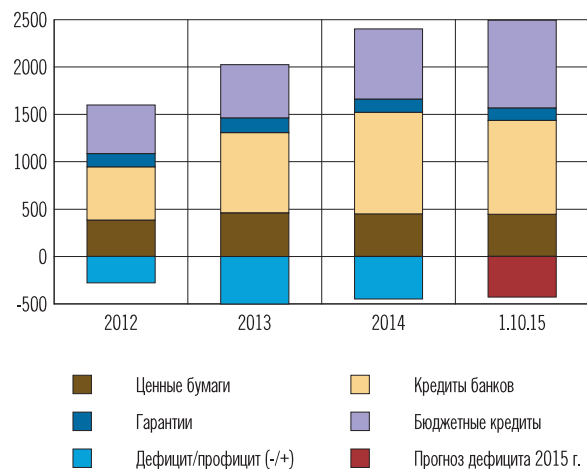
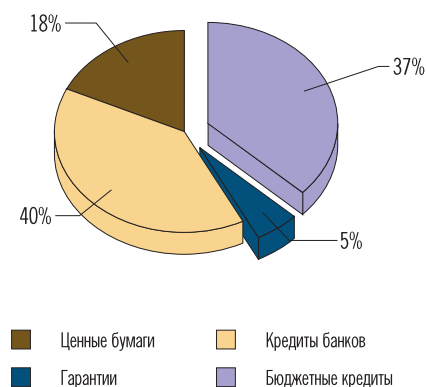


Рисунок 47
Структура долга консолидированных бюджетов регионов на 1.10.2015



Источник: Минфин России.

Несмотря на накопление дисбалансов региональных бюджетов в 2012–2014 гг., государственный долг субъектов Российской Федерации можно характеризовать как низкий (2,9% ВВП на 1 января 2015 г.). Однако с учетом большой дифференциации регионов существенно увеличились показатели долговой нагрузки бюджетов субъектов РФ: медианный уровень отношения государственного долга субъекта РФ к доходам бюджета субъекта РФ (без учета безвозмездных поступлений) в конце 2014 г. составил 61,8% против 39,5% по итогам 2012 г., при этом 10 субъектов РФ имели долговую нагрузку свыше 100% доходов (без учета безвозмездных поступлений).

Если финансово устойчивые регионы покрывают бюджетные дефициты в основном

за счет выпуска ценных бумаг, то кредиты банков и бюджетные кредиты привлекают большей частью регионы, имеющие высокую долговую нагрузку. Распределение совокупной ссудной задолженности банков по группам регионов, ранжированных по показателям финансовой обеспеченности (сальдо/доходы), долговой нагрузке (долг/доходы) и дотационности (трансферты/доходы), демонстрирует наибольшую концентрацию кредитных портфелей банков у регионов с высоким уровнем риска (42% задолженности) и потенциально неплатежеспособных регионов (30% задолженности) (рис. 50). Доля в совокупной ссудной задолженности дотационных регионов незначительна (1%).

Риски банковского сектора в целом и отдельных банков по вложениям в долги регионов остаются на допустимом уровне (общая подверженность банков кредитным рискам по обязательствам субъектов Российской Федерации и муниципальных образований на 1 октября 2015 г. не превышала 1,5% активов банковского сектора). В 2015 г. Банком России были снижены дисконты по обязательствам субъектов РФ до 2%, что расширяет возможности банков по кредитованию регионов и стимулирует снижение стоимости банковских кредитов.

Хотя долговая нагрузка субъектов РФ в настоящее время не является угрозой финансовой стабильности, данная проблема требует решения. Для многих регионов характерна политика бюджетной экспансии, которая выражается в постоянном наращивании долга для

Рисунок 48

Распределение банковских кредитов регионам по группам регионов*



* Анализ проведен на основе данных кредитных портфелей банков, на которые по данным банковской отчетности приходится 89% ссудной задолженности субъектов РФ и муниципальных образований перед банками.

финансирования расходов. При этом контрцикличность в бюджетной политике отсутствует, рост долговой нагрузки продолжается даже в благоприятные периоды для экономики. Многие регионы опираются на рыночное финансирование при отсутствии целевых источников доходов для их погашения. В этой связи целесообразен больший контроль за проводимой регионами политикой на федеральном уровне, а также реализация мер в отношении регионов с чрезмерной долговой нагрузкой, которые позволили бы достичь большей сбалансированности бюджета, но при этом учитывали бы необходимость развития экономического потенциала регионов.

7. АНАЛИЗ РИСКОВ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ И СИТУАЦИИ С ВАЛЮТНОЙ ЛИКВИДНОСТЬЮ

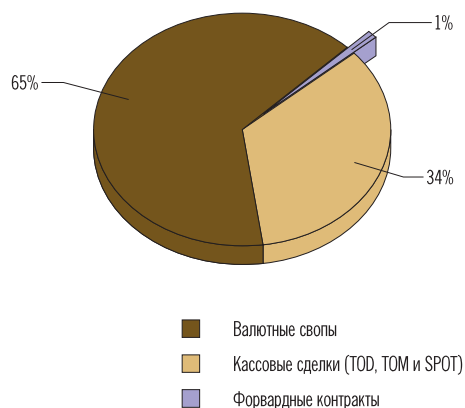
Валютный рынок является одним из ключевых с точки зрения финансовой стабильности, в связи с этим Банк России осуществляет его регулярный мониторинг с целью выявления потенциальных системных рисков. Угрозу финансовой стабильности могут представлять ситуации, когда рынок утрачивает ликвидность и на нем происходят резкие ценовые изменения, не соответствующие фундаментальным факторам. На некоторых развитых рынках в последние годы отмечается снижение ликвидности, в результате чего участились такие явления, как «flash crash», «flash rally». Одним из возможных факторов является возрастающая роль высокочастотной торговли (high frequency trading) на глобальных рынках. В большинстве случаев эти эпизоды носили кратковременный характер, и рынок быстро восстанавливался. Однако сохраняется угроза существенной переоценки позиций, банкротства значимых участников. Указанные последствия могут быть вызваны колебаниями курсов как в одну, так и в другую сторону. В случае резкого ослабления национальной валюты возможны и другие негативные последствия: рост спекулятивного спроса на иностранную валюту, повышение уровня

долларизации депозитов, усиление инфляционного давления. В связи с этим Банк России изучает возможность переключения режима торгов на дискретный аукцион на валютном рынке Московской Биржи. При этом предполагается, что данная мера может использоваться достаточно редко.

7.1. Структура и системные риски валютного рынка

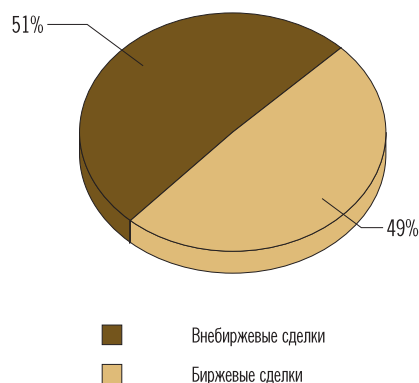
Общий объем торгов на российском межбанковском валютном рынке в сентябре 2015 года превысил 1 трлн долл. США, из которых 899 млрд долл. США пришлось на валютную пару рубль/доллар США. Наибольшей торговой активностью на российском рынке характеризуются сделки «валютный своп» и кассовые сделки. Общий объем торгов в сегменте «валютный своп» в октябре составил 617,6 млрд долл. США (рис. 49). Кассовых сделок было совершено на 325,9 млрд долл. США (34%). Риски сегмента «валютный своп» подробно описываются в ежеквартальном Обзоре денежного рынка, в связи с этим в дальнейшем анализируется кассовый сегмент валютного рынка.

Рисунок 49
Структура оборота валют по кассовым сделкам и форвардным контрактам в октябре 2015 года (млн долл. США)



Источник: Банк России, «Отчет об операциях на валютных и денежных рынках».

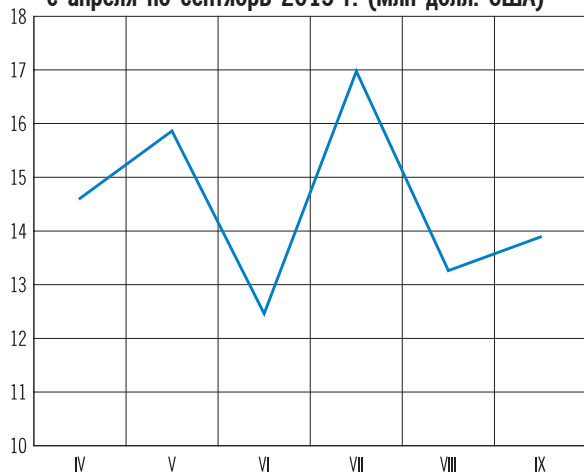
Рисунок 50
Структура межбанковского оборота операций по сделкам с парой рубль/доллар США, сентябрь 2015 года



Источник: Банк России, «Отчет об операциях на валютных и денежных рынках».

Рисунок 51

Сумма чистой проданной иностранной валюты юридическими лицами – резидентами за период с апреля по сентябрь 2015 г. (млн долл. США)



В отличие от других стран, где, по оценке Банка международных расчетов, наибольший объем торговли валютными инструментами (включая кассовые сделки) приходится на внебиржевой рынок, на валютной секции Московской Биржи совершается около 49% оборота всех сделок с парой рубль/доллар США (рис. 50).

Основными поставщиками иностранной валюты на российский валютный рынок являются нефинансовые организации – резиденты, которые обеспечивают стабильный приток валютной ликвидности на российский рынок. Чистые объемы продаж иностранной валюты крупнейшими экспортерами во II–III кварталах 2015 г. составили в среднем за месяц около 14 млрд долларов. Пик чистых продаж пришелся на июль 2015 г., когда нефтяные компании получали выручку от продажи нефти по ценам июня, максимальным с начала года, а также активно конвертировали ее для осуществления дивидендных выплат.

Индикаторы системных рисков на валютном рынке

Показатели, характеризующие ситуацию на валютном рынке, можно разделить на несколько категорий:

1. **Показатели реализованной волатильности** (волатильность валютной пары «доллар США – рубль», волатильность опционов «при деньгах» на курс «доллар США – рубль», отношение исторической волатильности рубля

Рисунок 52

Ценовая динамика пары рубль/доллар США и 10-дневная волатильность за II–III кв. 2015 года

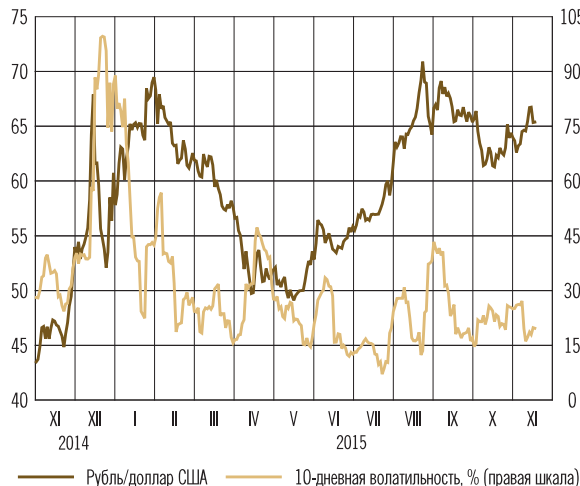
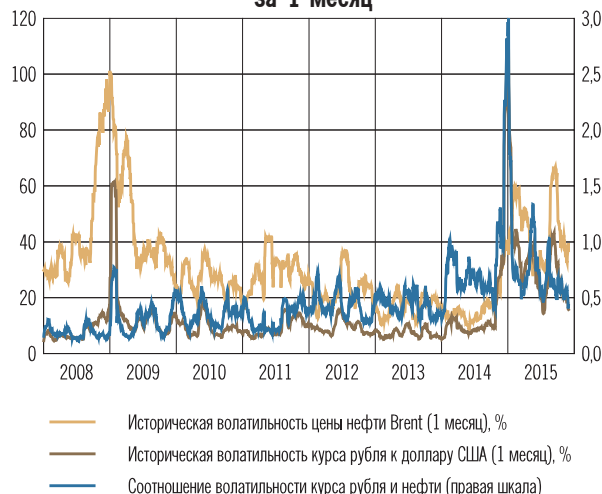


Рисунок 53

Отношение исторической волатильности курса рубля к исторической волатильности цены на нефть Brent за 1 месяц



к исторической волатильности цен на нефть, отклонение волатильности курса «рубль/доллар США» от волатильности курсов сопоставимых валют к доллару США, отклонение курса рубля от цены открытия или за период больше определенной величины).

В ноябре 2015 года показатель волатильности курса рубля стабилизировался и составил около 20%, что было в два раза ниже его значения на конец августа – начало сентября 2015 года. В этот период волатильность курса рубля поднималась до локальных максимумов в 38–40% на фоне всплеска волатильности на глобальных рынках. Соотношение исторической волатильности курса рубля относительно доллара США и волатильности нефти в августе

в среднем находилось на уровне 0,8, а в ноябре опустилось до 0,5.

2. Индикаторы рыночной ликвидности.

2.1. Ценовые спреды (ask-bid спред текущего курса «доллар США-рубль», ask-bid спред цены фьючерсных контрактов на курс на ближайший месяц на Московской Бирже).

2.2. Показатели ликвидности торгов (объем торгов, показатель объема заявок рынка вблизи bid-ask спреда, показатель дисбаланса спроса и предложения на рынке).

Одним из ключевых факторов, способных вызвать повышенную волатильность курса рубля, является снижение объема выставленных заявок. На рисунке 54 изображена взаимосвязь динамики курса рубля и объема выставленных заявок на 24 августа 2015 г., рассчитываемая как сумма объемов заявок на покупку и на продажу, обеспечивающих отклонение курса рубля в 50 копеек. Показатель объема заявок вблизи bid-ask спреда может нести информацию о риске сильных скачков курса. Чем больший объем сконцентрирован около лучшей цены на покупку и продажу, тем выше ликвидность рынка. Если ликвидность рынка недостаточна, то даже незначительное повышение торговой активности может привести к сильному изменению курса рубля.

3. Показатели достаточности валютной ликвидности (спред между ставкой RUONIA и ставкой по валютному свопу сроком 1 неделя) важны как опережающие индикаторы, поскольку в случае острого дефицита ликвидности

участники рынка могут увеличить спрос на наличную иностранную валюту.

В декабре 2014 г. наблюдался повышенный спрос на валютную ликвидность со стороны финансовых организаций, что выражалось в росте спреда между ставкой RUONIA и ставкой по валютному свопу сроком 1 неделя до 550 б.п. (рис. 55). После этого спреды держались на уровне, не превышающем 70 базисных пунктов. В III квартале 2015 г. спреды сузились до околонулевых значений, что позволяет судить о достаточности валютной ликвидности у кредитных организаций.

4. Индикаторы рыночных ожиданий (спред между ценой форвардов «аутрайт» на курс «доллар США – рубль» на срок 1 месяц и текущим курсом, спред между ставкой по беспоставочным форвардам NDF на курс «доллар США – рубль» на срок 1 неделя и ставкой Банка России по недельному репо, динамика чистых позиций хедж-фондов по фьючерсным контрактам на рубль на Чикагской бирже).

Курсовые ожидания играют важную роль в динамике валютного курса, поскольку влияют на поведение участников валютного рынка. В случае значительного отклонения курсовых ожиданий от будущего валютного курса, определяемого фундаментальными факторами, участники рынка могут предъявлять дополнительный спрос или формировать дополнительное предложение иностранной валюты, что приводит к отклонению динамики курса от равновесной траектории. Если такое отклонение

Рисунок 54

Взаимосвязь динамики курса рубля и объемов выставленных заявок за минуту в тыс. лотов (± 50 копеек к цене покупки/продажи), 24.08.2015

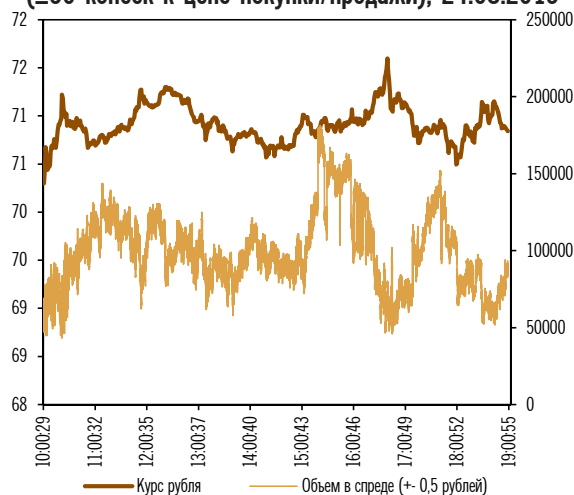
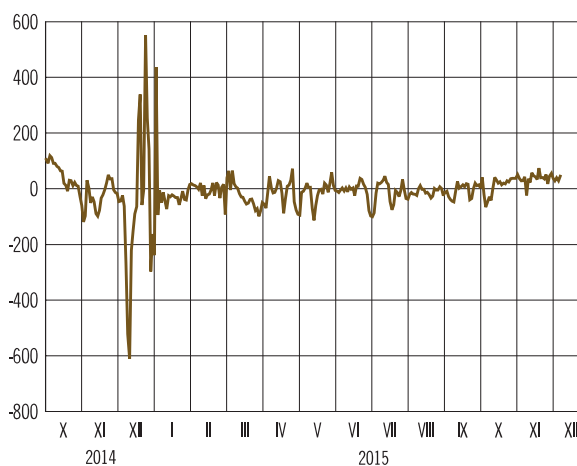


Рисунок 55

Спред между ставкой RUONIA и ставкой по валютному свопу на срок 1 неделя (б.п.)



Оценка достаточности валютной ликвидности у компаний и банков для погашения внешних долгов до 1 июля 2016 года

Банком России был проведен опрос крупнейших 25 банков по их ежемесячному графику погашения активов и обязательств в иностранной валюте за период с 1 октября 2015 г. по 1 июля 2016 года. Банки предоставили данные для двух сценариев:

1. Погашение в соответствии с контрактными сроками.
2. Наиболее вероятный, по мнению банка, сценарий.

Прогнозы банков отличаются от сценария с контрактными сроками более оптимистичными предпосылками по рефинансированию депозитов организаций-резидентов и физических лиц, однако являются достаточно консервативными и предполагают почти 100%-ное погашение внешнего долга (табл. 3).

Для 25 крупнейших банков совокупный гэп (суммарная разница между ликвидными активами в иностранной валюте и погашаемыми обязательствами) составляет 54,6 млрд долл. США.

Для 19 крупнейших нефинансовых компаний – экспортеров погашение внешнего долга до 1 июля 2016 г. составит 17 млрд долл. США (данные опроса компаний, с исключением внутригрупповых операций). По остальным нефинансовым компаниям объем погашений в этот период не превысит 25 млрд долл. США.

На ежемесячной основе Банк России получает данные по структуре валютных активов и обязательств 11 крупнейших компаний-экспортеров. С 1 апреля 2015 г. ликвидные валютные активы данных компаний возросли на 16,6%, составив 61,8 млрд долл. США на 1 октября 2015 года.

Таким образом, имеющейся у крупнейших банков валютной ликвидности вполне достаточно для осуществления выплат по внешним долгам в рассматриваемый период. Кроме того, имеется существенный неиспользованный лимит валютного рефинансирования Банка России – 28,7 млрд долл. США на 18 декабря 2015 года.

Таблица 3

Ожидаемое сокращение обязательств банков в иностранной валюте с 1.10.2015 по 1.07.2016 в разрезе групп обязательств

Ожидаемое изменение обязательств банков в иностранной валюте	Контрактные сроки		Прогноз банков	
	млрд долл. США	%	млрд долл. США	%
Обязательства перед небанковскими организациями-нерезидентами	6,7	7%	5,5	23%
Обязательства перед нефинансовыми организациями-резидентами	33,1	37%	5,7	23%
Обязательства по МБК перед резидентами	7,7	9%	4,4	18%
Обязательства по МБК перед нерезидентами	2,7	3%	3,8	16%
Обязательства перед физическими лицами	40,1	44%	4,9	20%
Итого	90,3	100%	24,3	100%

становится значительным и продолжительным, это ведет к искажению курсообразования и может стать фактором системного риска.

5. Показатели спроса на иностранную валюту со стороны нефинансового сектора (объемы покупок наличной иностранной валюты в крупнейших банках, расширение спреда между курсом покупки и продажи валюты в крупнейших банках, повышение уровня долларизации вкладов физических и юридических лиц).

В период роста стоимости бивалютной корзины в конце 2014 г. наблюдалось существенное повышение спроса на наличную иностранную валюту среди населения. Однако рост объема покупок не носил устойчивого характера, и уже в начале 2015 г. показатель нетто-покупок наличной иностранной валюты вернулся

к околонулевому значению. Показатели долларизации вкладов физических и юридических лиц в 2014 г. возросли, но в основном за счет валютной переоценки. По данным на 20 ноября 2015 г. показатель долларизации вкладов физических лиц составил 29%, нефинансовых организаций – 40,3%. Таким образом, риск массовой конверсии рублей в иностранную валюту в период повышенной волатильности не реализовался.

В ситуации существенного снижения ликвидности валютного рынка дополнительным фактором риска может быть активность участников, использующих автоматизированные системы торговли с высокой частотой выставления заявок. Высокочастотная торговля (High Frequency Trading – HFT) в настоящее время

мя широко распространена в мире и уже стала основной формой алгоритмической торговли на финансовых рынках, в которой современное оборудование и алгоритмы используются для скоростной торговли активами. Она характеризуется большими объемами заявок, отправляемых на биржу, а также высокой долей отмененных заявок.

Существует противоречивое отношение к данному явлению на финансовых рынках. Различные исследования указывают на то, что стратегии HFT, направленные на арбитраж и маркет-мейкинг, оказывают положительное влияние на финансовые рынки в нормальное

время путем сокращения спредов и волатильности, устранения эффектов рыночной фрагментации, а также улучшения ликвидности и эффективности рыночных цен. Однако также распространено мнение, что высокочастотная торговля может являться причиной снижения устойчивости финансовой системы в стрессовые периоды.

Банк России провел анализ высокочастотной торговли на биржевом валютном рынке по спотовой паре рубль/доллар США с целью определить, является ли высокочастотная активность причиной повышенной волатильности рубля в спокойный и стрессовый периоды. Ме-

О форвардных и будущих спотовых ставках

Согласно гипотезе рациональных ожиданий, форвардная ставка является несмещенным предиктором будущей спотовой ставки, если предположить, что инвесторы ведут себя рационально и имеют нейтральное отношение к риску. Несмотря на то, что обширная академическая литература опровергает предположение о рациональном поведении и риск-нейтральности, существует сильная корреляция между форвардными и будущими спотовыми ставками, а отклонения от этой взаимосвязи часто объясняются премией за риск, учитываемой в цене форвардов, а также разницей в отношении к риску у различных инвесторов.

В ноябре 2014 г. Банк России отменил валютный коридор, тем самым возложив ценообразование рубля на рыночные механизмы. В этой связи Банк России оценил, как изменяется рыночная предсказательная сила в зависимости от срока форварда. Несмещенная гипотеза рациональных ожиданий предполагает, что в линейной регрессии $S_{t+1} = \alpha + \beta F_t + \epsilon$ между будущей спотовой и форвардной ставками коэффициент β должен быть равен единице, а константа α – нулю.

С увеличением срока форварда в ожидания инвесторов закладывается все большее обесценение рубля, при этом предсказательная сила форвардных ставок падает (табл. 4). Модель с форвардной ставкой на 1 неделю имеет высокий коэффициент детерминации, что говорит о том, что рынок неплохо предсказывает спотовую ставку на одну неделю вперед, в то время как сроком на 6 месяцев предсказательная сила в форвардах отсутствует. Таким образом, среднесрочные ожидания валютного рынка описываются константой и являются стационарными. Это означает, что после перехода к плавающему курсу рубля ожидания рыночных участников стали устойчивыми во времени, а ожидаемый будущий курс в среднем близок к текущему. На рисунке 56 представлено рассеяние спотовой ставки пары «рубль – доллар США» и недельного форварда за январь-октябрь 2015 г., которое демонстрирует сильную предсказательную силу рынка сроком 1 неделя.

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа между спотовой и форвардными ставками пары рубль/доллар США сроком 1 неделя, 1, 3, 6 месяцев

	Константа α	Коэффициент β	R ²
Спот – форвард 1W	3,85	0,93	0,86
Спот – форвард 1M	24,62	0,59	0,35
Спот – форвард 3M	88,13	-0,48	0,38
Спот – форвард 6M	57,93	0,04	0,003

Рисунок 56

Диаграмма рассеяния спотовой ставки пары «рубль – доллар США» и недельного форварда, 2015 год

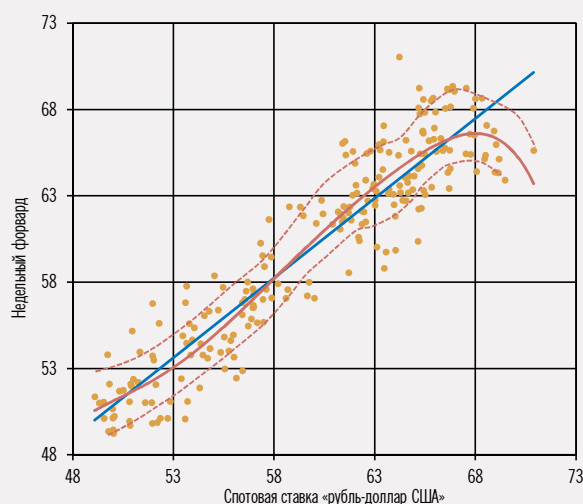


Рисунок 57

Уровень долларизации вкладов физических
и юридических лиц (с корректировкой на курсовую
переоценку)

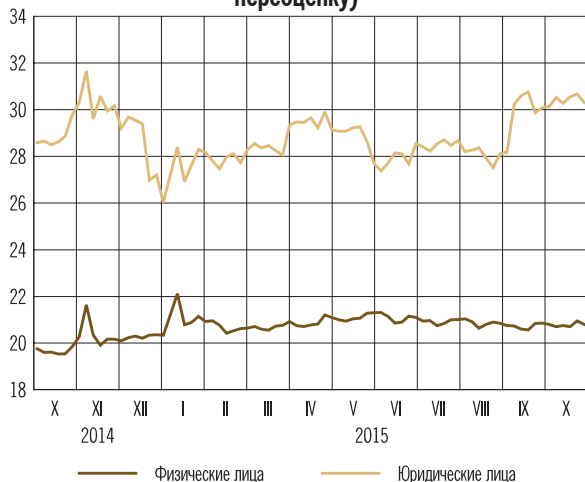
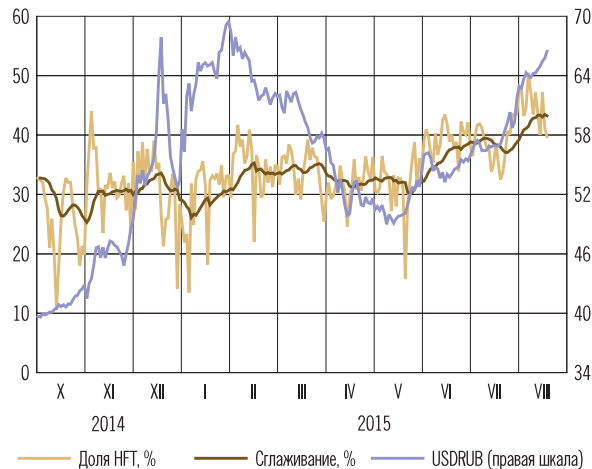


Рисунок 58

Дневная доля высокочастотной торговли и курс рубля
за период 1 октября 2014 — 30 июня 2015 г.



тодология оценки высокочастотной торговли, а также проведенных эконометрических тестов представлена во врезке «Оценка влияния высокочастотной торговли на волатильность валютного рынка». Дневная доля высокочастотной торговли была рассчитана как отношение объемов сделок, которые были определены как высокочастотные, к общему объему торговли за день. Доля HFT и курс рубля за рассматриваемый период представлены на рисунке 58.

Настоящий анализ структуры валютного рынка показал, что во II – III кварталах 2015 года параметры рынка не приближались к экстремальным значениям и в целом находились на устойчивом уровне. Банк России осуществляет постоянный мониторинг рисков, способ-

ных привести к повышенной волатильности на валютном рынке, и сохраняет возможность проведения интервенций на внутреннем валютном рынке в случае возникновения угроз финансовой стабильности. Банк России осуществляет регулярное предоставление кредитным организациям иностранной валюты на возвратной основе, при этом в случае ухудшения ситуации с валютной ликвидностью в соответствии с прогнозом платежного баланса предложение иностранной валюты может быть увеличено. Дополнительной мерой, направленной на стабилизацию ситуации на валютном рынке, может стать переключение режима торгов на валютном рынке Московской Биржи на дискретный аукцион.

Оценка влияния высокочастотной торговли на волатильность валютного рынка

В экономической литературе используется несколько различных показателей, позволяющих определить высокочастотную активность. Наиболее часто используемыми являются коэффициент Order-to-Trade (OTR), рассчитываемый как отношение общего количества заявок к количеству совершенных сделок за период времени, и количество быстрых сообщений, определяемое как количество измененных, отмененных или исполненных заявок за 100-миллисекундное окно в течение 1 секунды. Эти показатели использовались для определения высокочастотных заявок рыночных участников. В многочисленных исследованиях высокочастотной активности используются различные границы коэффициента OTR, что объясняется неоднородными условиями биржевой торговли в разных странах. Пороговым значением для определения высокочастотных торговцев было выбрано более двух заявок на одну сделку за секунду ($OTR \geq 2$).

В данном исследовании внутридневная волатильность была определена как среднеквадратическое отклонение цен от усредненной внутридневной динамики курса рубля, рассчитанной с использованием метода сглаживания с тремя различными показателями сглаживания (степени свободы $df = 40, 20, 5$). Три различных уровня сглаживания были построены для того, чтобы избавить анализ от предвзятости определения внутридневного тренда.

Для оценки взаимозависимости между волатильностью и HFT активностью была использована стандартная статистическая процедура – тест Грэнджера, позволяющая выявить причинно-следственную связь между временными рядами. Тест был проведен на двух периодах с наименьшей и наибольшей волатильностью за рассматриваемый период: спокойный (25–30 июня 2015 г.) и стрессовый (16–19 декабря 2014 г.).

Последовательно проверялись две нулевые гипотезы: «волатильность не является причиной HFT активности по Грэнджеру» и «HFT активность не является причиной волатильности по Грэнджеру», где под HFT активностью понималась внутридневная динамика коэффициента OTR. Для проверки этих гипотез были построены две регрессии: в каждой регрессии зависимой переменной является одна из проверяемых на причинность переменных, а регрессорами выступают лаги обеих переменных.

Большинство тестов на спокойном периоде для трех различных уровней волатильности имели p-value ниже уровня значимости в 5%, что сигнализирует об опровержении нулевой гипотезы и говорит о том, что волатильность предшествует высокочастотной активности. На стрессовом периоде (в середине декабря 2014 г.) тест оказался незначимым, то есть причинно-следственная связь между переменными отсутствовала. Это может объясняться двумя факторами:

- Большинство стратегий высокочастотных торговцев направлены на осуществление трансграничных арбитражных операций, однако в период повышенной волатильности рубля иностранные контрагенты понизили лимиты на российских участников, что сделало невозможным для многих участников рынка продолжать торговлю.
- В период повышенной волатильности многие высокочастотные торговцы столкнулись с недостаточностью средств, используемых в качестве клирингового обеспечения на Московской Бирже в связи с повышением требований со стороны самой биржи, что также отразилось на снижении высокочастотной активности.

Вместе с тем следует отметить, что опровержение нулевой гипотезы об отсутствии причинно-следственной связи между HFT активностью и волатильностью не исключает возможности существования «эффекта усиления», при котором возникшая по фундаментальным причинам волатильность может усиливаться вследствие высокочастотной торговли. В этой связи Банк России планирует в будущем продолжить исследование взаимовлияния HFT активности и волатильности курса рубля.

Рисунок 59

Внутридневная посекундная динамика коэффициента OTR по всем участникам, 30.06.2015

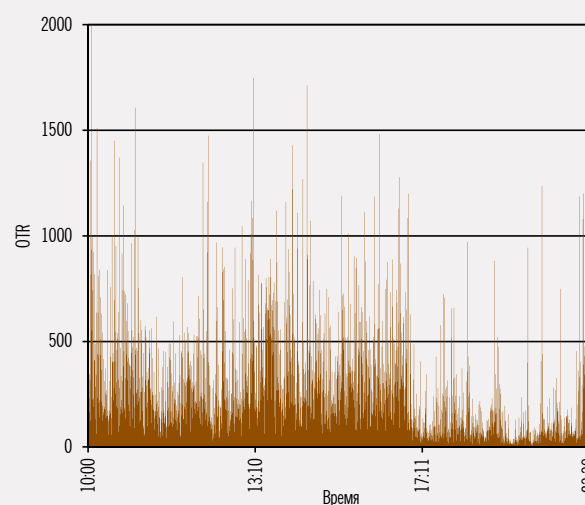
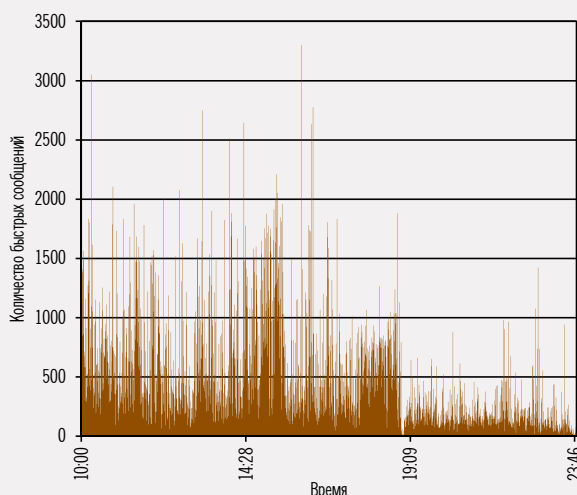


Рисунок 60

Количество сообщений за 100-миллисекундное окно в течение 1 секунды по всем участникам, 27.08.2015



7.2. Валютные риски финансовых организаций

Банковский сектор

Валютные риски для российского банковского сектора реализуются посредством следующих каналов:

1. Переоценка открытой валютной позиции. Банки с отрицательной/положительной чистой открытой валютной позицией (ОВП) подвержены риску потерь вследствие обесценения/укрепления рубля. Стоит отметить, что этот риск в существенной степени ограничен установленными банковским регулированием лимитами: сумма всех открытых длинных (коротких) позиций банка ежедневно не должна превышать 20% собственных средств, а размер каждой отдельной позиции – 10% собственных средств. С начала года отношение объема отрицательной чистой ОВП по банкам, имеющим короткую ОВП, к капиталу этих банков несущественно выросло: с 2,5% на 1 января 2015 г. до 2,7% на 1 ноября 2015 года. При этом для длинной ОВП этот показатель вырос с 2,4 до 4,4%. Таким образом, вероятность значимых потерь банковского сектора из-за колебаний курса невелика.

2. Высокая доля активов и пассивов банков в иностранной валюте повышает зависимость банков от фондирования в иностранной валюте, а также создает риск возникновения потерь в случае несбалансированности требований и обязательств по валютам и/или по сро-

кам. Несмотря на обесценение рубля на 15% с 1 апреля 2015 г. по 1 октября 2015 г., в банковском секторе не наблюдается рост уровня долларизации кредитов и депозитов (доли активов/пассивов в иностранной валюте в общем объеме активов/пассивов). Так, по вкладам физических лиц уровень долларизации с 1 апреля 2015 г. по 1 октября 2015 г. снизился на 0,1 п.п., по депозитам нефинансовых организаций – на 4,5 п.п., по кредитам физическим лицам – на 0,2 п.п., по кредитам нефинансовым организациям – на 0,7 процентного пункта¹. В номинальном выражении уровень долларизации пассивов за рассматриваемый период вырос не более чем на 2,7 п.п., активов – на 2,5 процентного пункта. Хотя российские банки по-прежнему имеют значимую долю требований и обязательств в иностранной валюте (доля депозитов нефинансовых организаций в иностранной валюте составляет 51% на 1 октября 2015 г., кредитов – 37%), снижение уровня долларизации является позитивной тенденцией.

3. Влияние на достаточность капитала. Данный риск был минимизирован на протяжении 2015 г. благодаря тому, что кредитным организациям было предоставлено право включать операции в иностранной валюте в расчет обязательных нормативов по фиксированному курсу, который несколько раз повышался в течение года, тем не менее оставаясь при этом ниже официального курса.

4. Рост просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте. Косвен-

Таблица 5

**График повышения фиксированных курсов иностранных валют,
используемых при расчете обязательных нормативов**

Период действия фиксированного курса	На какие операции распространяется	Значение курса
С 18 декабря 2014 г. по 1 июля 2015 г.	На операции в иностранной валюте, отраженные на балансовых и внебалансовых счетах до 31 декабря 2014 г.	Официальный курс иностранной валюты, установленный Банком России на 1 октября 2014 г. (например, доллар США – 39,38 руб., евро – 49,98 руб.)
С 1 июля по 1 октября 2015 г.	На операции в пяти иностранных валютах, отраженные на балансовых и внебалансовых счетах до 31 декабря 2014 г.	Доллар США – 45 руб., евро – 52 руб., фунт стерлингов – 70 руб., швейцарский франк – 47 руб., 100 японских иен – 38 руб.
С 1 октября по 31 декабря 2015 г.	На операции в пяти иностранных валютах, отраженные на балансовых и внебалансовых счетах до 31 декабря 2014 г.	Доллар США – 55 руб., евро – 64 руб., фунт стерлингов – 86 руб., швейцарский франк – 58 руб., 100 японских иен – 46 руб.

¹ Исключено влияние роста стоимости активов/пассивов в иностранной валюте из-за обесценения рубля.

ным валютным риском является возникновение кредитного риска у заемщиков, не имеющих доходов в иностранной валюте. В течение 2015 г. на фоне обесценения рубля доля просроченной задолженности по кредитам в иностранной валюте, предоставленным физическим лицам, за 9 месяцев 2015 г. выросла с 15,5 до 19,7%, по кредитам нефинансовым организациям – с 1,7 до 2,5%. Для банковского сектора большую угрозу с точки зрения величины возможных потерь представляет рост просроченной задолженности по кредитам нефинансовым организациям, так как ее объем на 1 октября 2015 г. составлял 295 млрд руб., а объем просроченной задолженности по кредитам физическим лицам – 57 млрд рублей. Стоит отметить, что в 2008–2009 гг. обесценение рубля на 26% (с июня 2008 г. по февраль 2009 г.) привело к росту доли просроченной задолженности по кредитам нефинансовых организаций на 5,3 процентного пункта. При этом в 2014–2015 гг. обесценение рубля на 45% (с июня 2014 г. по февраль 2015 г.) вызвало последующий рост просроченной задолженности лишь на 0,8 процентного пункта. Это отчасти связано с тем, что после кризиса 2008 г. банки ограничили предоставление кредитов заемщикам, не имеющим валютной выручки. Однако в отдельных отраслях экономики ситуация с просроченной задолженностью по кредитам в иностранной валюте непростая (подробнее см. раздел 4.1).

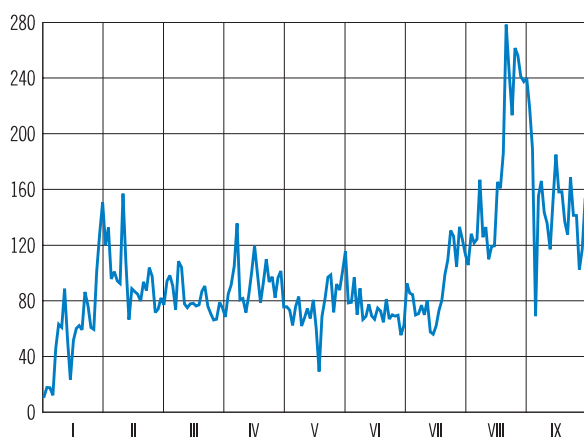
В связи с этим актуальными становятся меры по дестимулированию кредитования в иностранной валюте, реализация которых по отношению к кредитам, выданным физическим лицам, началась в 2015 году. В феврале 2015 г. коэффициент риска по жилищным кредитам, выданным физическим лицам после 1 апреля 2015 г., был установлен на уровне 300%. В июне 2015 г. аналогичный коэффициент риска был установлен для всех кредитов в иностранной валюте, выданных физическим лицам после 1 августа 2015 года. В настоящий момент обсуждается введение повышенных коэффициентов риска по кредитам нефинансовым организациям в иностранной валюте. Эта мера позволит снизить угрозу избыточного кредитования нефинансовых организаций в иностранной валюте и возможного возникновения проблем с просроченной задолженностью в будущем.

Некредитные финансовые организации

Уровень валютных рисков некредитных финансовых организаций оценивается как невысокий.

Колебания валютного рынка оказывают воздействие в первую очередь на страховую деятельность страховых организаций: в частности, по данным опроса крупнейших страховщиков² порядка 58% резервов незаработанной премии по автострахованию зависят от динамики курса рубля. В то же время по сравнению со вторым полугодием 2014 г. валютные риски страховщиков существенно сократились. Согласно данным анкетирования, суммарная открытая валютная позиция, скорректированная с учетом оценочных квазивалютных обязательств, на 30 сентября 2015 г. достигла 17 млрд руб., тогда как на аналогичную дату 2014 г. ее значение составляло –36 млрд руб. При этом отдельные компании остаются в зоне риска: половина опрошенных страховщиков, специализирующихся на страховании ином, чем страхование жизни, зафиксировали отрицательную скорректированную открытую валютную позицию. В це-

Рисунок 61
Объемы торгов брокеров на валютном рынке
в 2015



Источник: Банк России по данным Московской биржи.

² В опросе приняли участие 22 страховщика, чья суммарная рыночная доля по итогам 9 месяцев 2015 г. составила 77%.

лях управления валютным риском страховщики предпочитают балансировать активы и обязательства по валютам либо хеджировать риски с помощью форвардов и свопов: за последний год отмечается определенный рост операций по покупке иностранной валюты и сделок с производными финансовыми инструментами со стороны страховых компаний.

Менее подвержены валютным рискам негосударственные пенсионные фонды, чьи обязательства в обязательном порядке номинированы в рублях. По данным на 30 июня 2015 г., вложения средств пенсионных накоплений в валютные активы составляют 9,1 млрд руб. (0,5% от совокупного размера средств пенсионных накоплений), пенсионных резервов – 70,2 млн руб. (0,01% от совокупного размера средств пенсионных резервов).

Наиболее активно операции по покупке и продаже иностранной валюты совершают брокерские организации. С января по сентябрь

2015 г. объем торгов брокеров на валютном рынке составил 19 трлн руб., или 8% от совокупного объема торгов в валютной секции Московской Биржи (рис. 61). При этом на сделки, совершенные брокерами в пользу клиентов-нерезидентов юридических лиц приходилось 60% от всего объема торгов в валютной секции биржи; на долю клиентов-резидентов физических лиц – 24% от общего объема сделок.

За период с января по сентябрь 2015 г. размер средств на валютных счетах³ брокерских организаций увеличился с 9,6 до 18,2 млрд руб. При этом отношение средств на валютных счетах к собственным средствам брокеров составило 14%.

Несмотря на относительно невысокий текущий уровень подверженности некредитных финансовых организаций валютным рискам, Банк России предпринял ряд мер по совершенствованию их отчетности, что позволит оперативно мониторить их валютные позиции.

³ По данным на 2.12.2015 по брокерским организациям, предоставившим отчетность по форме 0420410 за III квартал 2015 года.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Изменение ключевых индикаторов российского финансового рынка (единиц)	7
2. Изменение ключевых индикаторов глобального финансового рынка (единиц)	8
3. Отношение внешнего долга компаний и банков к ВВП в странах с формирующимися рынками (%).....	9
4. Отношение валютных резервов центрального банка к совокупному внешнему долгу в странах с формирующимися рынками (%)	9
5. Динамика среднегодовых биржевых котировок на основные сырьевые товары	12
6. Динамика среднегодовых рублевых цен на нефть, уголь, основные металлы и горнорудное сырье (по состоянию на 10.12.2015, %)	13
7. Динамика ценовых спредов между сортами нефти Brent, Urals и Arab Light (в среднем за месяц, долл./барр.).....	14
8. Динамика цен на нефть Brent и коммерческие запасы нефти в США (последние данные – на декабрь 2015 г.)	14
9. Запасы сырой нефти (по странам с запасами более 1 млн т по состоянию на январь 2012 г., млн т)	14
10. Сводный индекс цен на сырьевые товары Bloomberg	15
11. Индексы цен Bloomberg на основные группы сырьевых товаров (последние данные – на декабрь 2015 г.)	15
12. Потребление сырьевых товаров в Китае в среднем за 2014 г. (в % от мирового потребления).....	16
13. Прогноз Всемирного банка по индексам цен на сырьевые ресурсы (2010=100)	16
14. Сравнение финансового положения добывающих отраслей по рентабельности EBITDA и долговой нагрузке	17
15. Динамика медианной рентабельности EBITDA крупнейших добывающих компаний по отраслям.....	18
16. Динамика медианной долговой нагрузки (чистый долг/EBITDA) крупнейших добывающих компаний по отраслям	18
17. Доля свободных помещений (%).....	19
18. Ставки аренды в долларовом исчислении (долл. США).....	19
19. Оборот малых предприятий (без микропредприятий) по видам экономической деятельности в первом полугодии 2015 г.	21
20. Средняя численность работников малых предприятий (без микропредприятий) по видам экономической деятельности в первом полугодии 2015 г.	21
21. Кредиты нефинансовым организациям в рублях (%)	23
22. Кредиты нефинансовым организациям в иностранной валюте (%).....	23
23. Распределение выдач аннуитетных кредитов по уровню долговой нагрузки (PTI) клиентов....	26
24. Динамика доли «плохих» ссуд по поколениям выдачи кредита (%).....	26
25. Уровень риска по поколениям кредитов в разрезе PTI клиентов (%)	27
26. Доля «плохих долгов» в разрезе типов кредитных организаций (%)	27
27. Финансовый результат и ROE банков, специализирующихся на необеспеченном кредитовании	27

28. Распределение капитала банков, специализирующихся на необеспеченном кредитовании, по уровню норматива Н1.0 (%).....	27
29. Структура ипотечных кредитов, выданных в I–III кварталах 2015 г. (%).....	28
30. Рентабельность капитала банковского сектора за 12 месяцев.....	29
31. Распределение финансового результата банков за 9 месяцев 2015 г.....	29
32. Факторы изменения рентабельности капитала за 12 месяцев (ROE).....	30
33. Структура портфеля пенсионных накоплений на 1.04.2015.....	34
34. Структура портфеля пенсионных накоплений на 1.10.2015.....	34
35. Структура активов по рейтингам (НПФ, вошедшие в систему гарантирования) на 1.07.2015	35
36. Структура активов по рейтингам (НПФ, не вошедшие в систему гарантирования) на 1.07.2015	35
37. Структура активов страховщиков по кредитным рейтингам на 30.09.2015	37
38. Распределение топ-100 компаний по величине потенциальных потерь на горизонте 5 лет (кредитный риск) на 30.09.2015.....	37
39. Доходы федерального бюджета в процентах ВВП в 2011–2015 годах	39
40. Крупнейшие статьи доходов федерального бюджета в процентах ВВП в 2011–2015 годах.....	39
41. Прогнозирование доходов в различных версиях законов о федеральных бюджетах (млрд руб.)	40
42. Прогнозирование расходов в различных версиях законов о федеральных бюджетах (млрд руб.)	40
43. Динамика Фонда национального благосостояния, Резервного фонда и курса рубля.....	41
44. Государственный долг (% ВВП).....	41
45. Сальдо государственного бюджета, прогноз на 2015 г. (% ВВП)	41
46. Долг и дефицит консолидированных бюджетов регионов (млрд руб.).....	43
47. Структура долга консолидированных бюджетов регионов на 1.10.2015	43
48. Распределение банковских кредитов регионам по группам регионов	44
49. Структура оборота валют по кассовым сделкам и форвардным контрактам в октябре 2015 года (млн долл. США)	45
50. Структура межбанковского оборота операций по сделкам с парой рубль/доллар США, сен- тябрь 2015 года	45
51. Сумма чистой проданной иностранной валюты юридическими лицами – резидентами за период с апреля по сентябрь 2015 г. (млн долл. США).....	46
52. Ценовая динамика пары рубль/доллар США и 10-дневная волатильность за II–III кв. 2015 года.....	46
53. Отношение исторической волатильности курса рубля к исторической волатильности цены на нефть Brent за 1 месяц	46
54. Взаимосвязь динамики курса рубля и объемов выставленных заявок за минуту в тыс. лотов (±50 копеек к цене покупки/продажи), 24.08.2015	47
55. Спред между ставкой RUONIA и ставкой по валютному свопу на срок 1 неделя (б.п.)	47
56. Диаграмма рассеяния спотовой ставки пары «рубль – доллар США» и недельного форварда, 2015 год	49
57. Уровень долларизации вкладов физических и юридических лиц (с корректировкой на курсовую переоценку).....	50

58. Дневная доля высокочастотной торговли и курс рубля за период 1 октября 2014 – 30 июня 2015 г.	50
59. Внутридневная посекундная динамика коэффициента OTR по всем участникам, 30.06.2015.....	51
60. Количество сообщений за 100-миллисекундное окно в течение 1 секунды по всем участникам, 27.08.2015.....	51
61. Объемы торгов брокеров на валютном рынке в 2015	53

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Темпы прироста ВВП (%).....	8
2. Качество портфеля кредитов нефинансовым организациям по состоянию на 1.10.2015	25
3. Ожидаемое сокращение обязательств банков в иностранной валюте с 1.10.2015 по 1.07.2016 в разрезе групп обязательств	48
4. Результаты регрессионного анализа между спотовой и форвардными ставками пары рубль/доллар США сроком 1 неделя, 1, 3, 6 месяцев	49
5. График повышения фиксированных курсов иностранных валют, используемых при расчете обязательных нормативов	52

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

1. Окончание суперцикла на товарных рынках	15
2. Ситуация на рынке ипотеки.....	27
3. Мировой опыт регулирования лизинговой деятельности.....	32
4. Анализ риска страхового мошенничества	37
5. Оценка достаточности валютной ликвидности у компаний и банков для погашения внешних долгов до 1 июля 2016 года.....	48
6. О форвардных и будущих спотовых ставках.....	49
7. Оценка влияния высокочастотной торговли на волатильность валютного рынка.....	50

