

14 февраля 2018

Роль иностранной валюты на долговом рынке России велика, но кредиторы преимущественно внутренние.....2

Эффективность иностранной валюты как средства самостраховки, возможно, переоценена.....5

Краткосрочность долговых отношений в России может сдерживать экономический рост.....7

Приложение 1. Оценка таблиц «кто — кому» для долговых отношений в иностранной валюте9

Приложение 2. Оценка доли краткосрочных долговых отношений.....10

Дмитрий Куликов
Эксперт группы исследований и прогнозирования
+7 (495) 139-0492
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова
Старший директор, руководитель группы исследований и прогнозирования
+7 (495) 139-0490
natalia.porokhova@acra-ratings.ru

Контакты для СМИ

Мария Мухина
Операционный директор
+7 (495) 139-0480
maria.mukhina@acra-ratings.ru

Структура долговых отношений в России может сдерживать развитие и рост

Карта долгового рынка

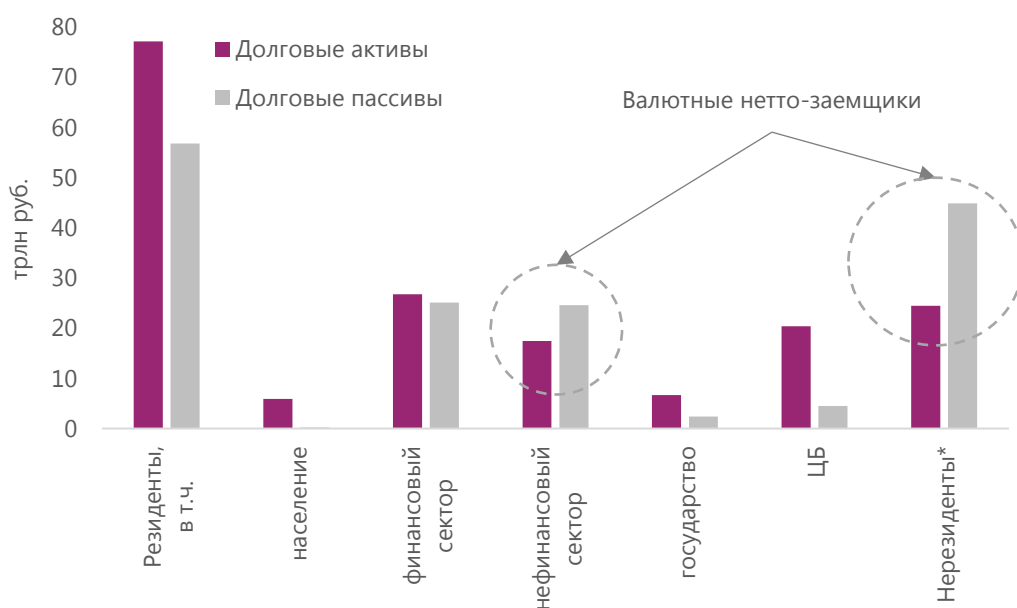
- **АКРА продолжает серию исследований, посвященных построению полной карты долговых рынков России.** Наши расчеты, сделанные на базе новых статистических данных, позволяют детально проанализировать валютную структуру и срочность долговых отношений.
- **Валютный риск для российской финансовой системы в целом нивелирован.** На уровне секторов единственный внутренний валютный нетто-заемщик — нефинансовый сектор, но отрицательная валютная позиция и необходимый поток платежей по валютному долгу обеспечены его экспортной выручкой. Валютная позиция по долгу финансового сектора имеет относительно сбалансированную структуру. В среднем доля иностранной валюты в российском долге — 40%, при этом более половины приходится на внутренние займы.
- **Одна из функций иностранной валюты в России — хедж невалютных рисков, т. к. исторически ослабление рубля совпадало по времени с другими шоками.** Вложения в валютные активы как хедж всевозможных рисков обуславливают слабую развитость рынка производных финансовых инструментов в России.
- **Процентный риск со временем может стать существенно важнее валютного.** Таргетирование инфляции, достижение процентными ставками низких уровней и жесткое бюджетное правило с менее волатильным курсом увеличивают вероятность несинхронной реализации процентных и валютных рисков. Процентный риск доминирует на развитых финансовых рынках и теоретически может проявиться в России, не будучи захеджированным переоценкой валютных активов.
- **Срочность долга в России мала.** Облигационный долг в России в среднем девятилетний, но доминирующий банковский долг по срочности близок к двум годам. Основные причины такой краткосрочности и малой трансформации срочности: отсутствие понимания о равновесном уровне ставок, цен и курсов, а также отсутствие развитых механизмов страхования и хеджирования рисков. Незрелость долгосрочного кредитования — барьер для инвестиционного развития даже на фоне исторически низких процентных ставок и ограничитель для ускорения экономического роста выше потенциала в 1,5–2%.

Роль иностранной валюты на долговом рынке России велика, но кредиторы преимущественно внутренние

Используя подходы, описанные в первой части исследования, посвященного построению карты долговых рынков, а также новые данные, опубликованные Банком России, мы получаем оценку таблиц «кто — кому» валютного долга в России (см. Приложение 1). Все графики и выводы раздела получены на их основе.

Как и для долга во всех валютах (включая рубль), основным нетто-заемщиком в иностранной валюте является нефинансовый сектор. Отрицательная чистая позиция по валютным долгам хеджируется и частично обеспечивается валютной выручкой экспортеров сектора. По состоянию на 01.07.2017 данная позиция составляла 29% экспорта товаров 2017-го и 36% экспорта товаров 2016-го (год с худшей за последние десять лет внешней ценовой конъюнктурой).

Рисунок 1. Валовые позиции по валютным долгам инструментам, 01.07.2017



* По операциям с резидентами.

Источник: расчеты АКРА

Среди резидентов валютные отношения наиболее важны для Банка России. Доля иностранной валюты в долговых активах и пассивах ЦБ РФ составляет, соответственно, 80% и 51% (см. Рисунок 2). Подавляющая часть этих обязательств связана с международными и бюджетными резервами. Последние являются активами государства и пассивами ЦБ. Новая схема взаимодействия ведомств, когда валютные интервенции совершает Минфин в жесткой привязке к бюджетному правилу, привела к тому, что бюджетные резервы можно полноценно считать валютным обязательством Банка России. До 2017 года фактически они были рублевыми, но защищенными от валютной переоценки. Теперь же расходование бюджетных резервов должно приводить к одновременной продаже такого же объема международных резервов, чего ранее автоматически не происходило.

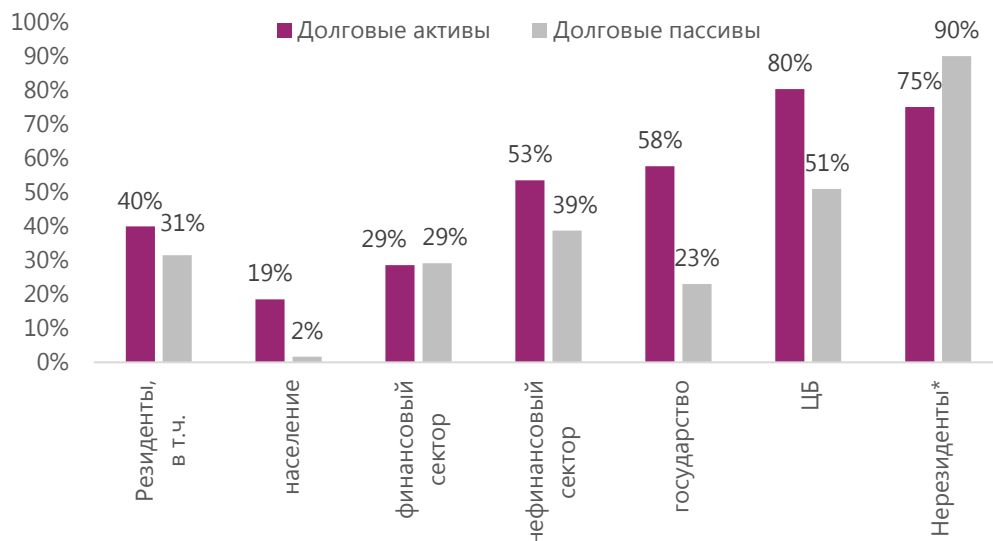
В среднем по секторам доля иностранной валюты в долговых отношениях относительно велика: 40% и 31% по активам и пассивам соответственно. Это нельзя однозначно воспринимать как следствие недостаточной емкости внутренних рынков сбережений: значительная часть валютного долга — примерно 55% — приходится на долг перед резидентами, то есть является внутренним долгом (см. Рисунок 3).

Рисунки 1–5 показывают долговые отношения в форме кредита, займа, депозита или долговой ценной бумаги (запас, а не поток).

Накопленные международные резервы превышают внешний валютный долг, уязвимый к вынужденному погашению. Это определяет низкую эффективность потенциальных санкций, направленных на него.

Для государственного долга эта доля даже выше — примерно 2/3. Да и в целом международная инвестиционная позиция России в иностранной валюте положительна, даже без учета международных резервов (385 млрд долл. на 01.07.2017). Это означает, что суммарно резиденты дают в валюте в долг больше, чем занимают.

Рисунок 2. Доля иностранной валюты в долговых отношениях, 01.07.2017



* По операциям с резидентами.

Источник: расчеты АКРА

Низкая доля иностранной валюты в государственных обязательствах — это мировой тренд. За последние 15 лет в развивающихся странах она упала с 45% до менее чем 20%. В этом отношении российская структура долга типична.

Валютный долг и сбережения во многих случаях выполняют функцию не столько расширения базы кредиторов, сколько страховки от валютного риска операций или кризиса в широком понимании. Это связано с особенностями страны – экспортера ресурсов и отчасти — с историей. При этом некоторые причины постепенно отходят в прошлое, что может привести к изменению структуры долга (см. Таблицу 1).

Рисунок 3. Доля нерезидентов среди кредиторов и заемщиков в иностранной валюте, 01.07.2017



Источник: расчеты АКРА

Таблица 1. Экономические стимулы для валютизации долга и сбережений

Сектор	Стимулы для валютизации займов / пассивов ¹	Стимулы для валютизации сбережений / активов
Население	Ожидание более низкой стоимости обслуживания долга на базе предположения об относительно стабильном курсе рубля. Данное предположение считалось обоснованным до тех пор, пока Банк России придерживался режима управляемого курса. Оно же отчасти справедливо и в том случае, если Минфин осуществляет интервенции, объем которых положительно коррелирован с валютной выручкой экспортеров. (-)	Предыдущий опыт использования иностранной валюты в качестве средства сбережения. Последние 3 эпизода падения реальных доходов населения страховались на 1 год положительной переоценкой сбережений в долларах, если их объем составлял 73% годового дохода в 1997 и 2008 годах и 36% — в 2014-м. Страховка рублевого дохода от падения производилась за счет более низкой процентной доходности. (-)
Нефинансовый сектор	Хеджирование валютного риска при наличии валютных операционных доходов. (+) Ожидание более низкой стоимости обслуживания долга на базе предположения об относительно стабильном курсе рубля. (-)	Хеджирование валютного риска при необходимости несения затрат в иностранной валюте. (+) Страховка от других рисков. (-)
Финансовый сектор	Наличие спроса и предложения на валютные долги в других секторах. Возможность заработать на посредничестве. (+)	Самостраховка ² страховщика от валютного риска выплат, привязанных к валютным расходам. (+) Страховка от других рисков. (-)
Государство	Создание бенчмарка доходности для негосударственных заимствований. (+) Создание кредитной истории. (+)	Внешняя политика, подразумевающая кредитование иностранных государств, не связанное с экспортными контрактами. (+)
Центральный Банк	Взаимодействие с международными организациями. (+)	Роль кредитора последней инстанции в валюте. (+) Свобода выбора при определении курсовой политики. (+)

Источник: АКРА

¹ В Таблице 1 (+) после описания стимула обозначает сохранение либо рост его значимости, (-) — снижение либо полное исчезновение.

² Самостраховка (или самострахование) — минимизация потерь от неблагоприятного события без участия страховщика или специальных финансовых инструментов; как правило, подразумевается самостоятельная организация резервного фонда.

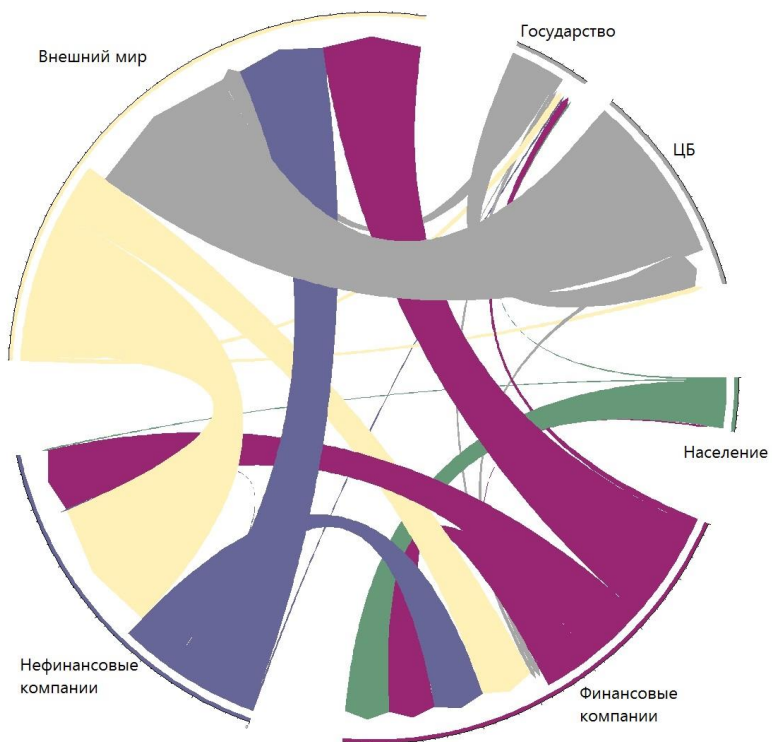
Эффективность иностранной валюты как средства самостраховки, возможно, переоценена

Как и в любой другой стране – экспортере природных ресурсов, большинство кризисных явлений в России происходили одновременно с колебаниями цен на основные экспортные товары. Это приводило к тому, что моменты валютной переоценки за период с середины 1990-х и по сегодняшний день совпадали с моментами масштабной реализации различных видов риска: процентного, риска рефинансирования, рыночного и других. Достаточная валютная позиция могла компенсировать потери, связанные с временно более дорогим кредитованием, дешевающими финансовыми активами и снижением денежного потока от операций. Ценой подобной страховки был неполученный процентный рублевый доход, ставка которого традиционно выше валютной.

Историческая эффективность иностранной валюты в качестве средства самостраховки от всевозможных рисков может рассматриваться как позитивный факт, привлекательный с точки зрения каждого отдельно взятого экономического агента. Однако эффективность валюты, судя по всему, сдерживает развитие инструментов финансового рынка, а потому может быть нежелательна с точки зрения общества в целом. Помимо всего прочего, ее эффективность, возможно, переоценена.

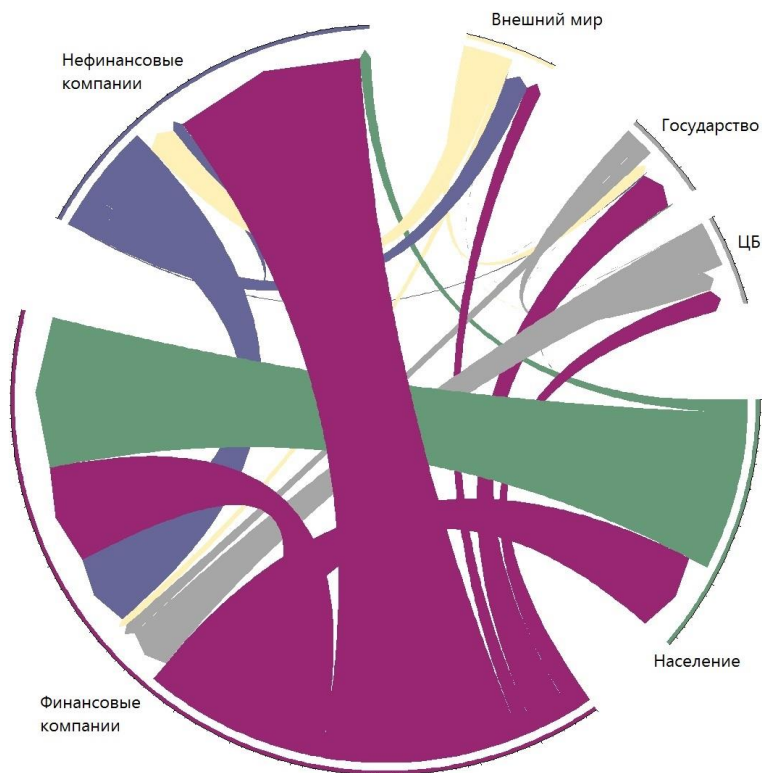
На предположении, что описанная 100%-ная корреляция между моментами валютной переоценки и реализации различных рисков сохранится, построены многие стратегии самострахования. Если подобные допущения не вполне верны, относительно высокая доля иностранной валюты в долговых отношениях и объеме наличных средств может быть фактором структурного риска, даже если у большинства агентов валютные позиции сбалансированы, а валютный риск хеджируется. Риски, которые воспринимаются как захеджированные валютной переоценкой, теоретически могут реализоваться и без нее.

Рисунок 4. Структура долговых отношений в иностранной валюте в России, 01.07.2017



Источник: расчеты АКРА

Рисунок 5. Структура рублевых долговых отношений в России, 01.07.2017



Источник: расчеты АКРА

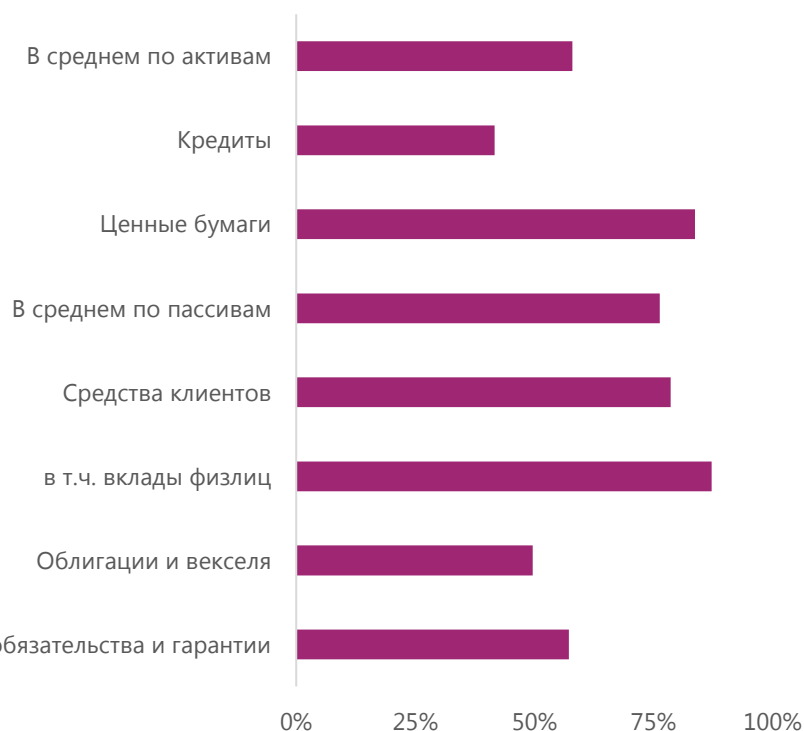
Краткосрочность долговых отношений в России может сдерживать экономический рост

Отсутствие «длинных денег» традиционно считается проблемой, сдерживающей экономический рост, поскольку в отсутствие долгосрочного фондирования сложные инвестиции в основной капитал осуществляются за счет собственных средств инвестора. Это ограничивает круг потенциально реализуемых проектов и приводит к монополизации рынков. Экономический рост в России с 2012 года вышел на траекторию, отстающую от мировой, поэтому данная проблема особо актуальна.

На начало 2018-го доля облигаций с погашением по графику в течение текущего года составляла около 11%. Если график их погашения равномерен, то это можно интерпретировать как внушительный средний срок облигационного долга — порядка девяти лет. Однако облигационный рынок — самый прозрачный и долгосрочный, при этом не доминирующий по объему сегмент долговых отношений. В связи с этим для средней срочности долга это лишь оценка его верхней границы. На самом деле долг в России более краткосрочен, чем принято считать.

Большая часть долговых отношений — это традиционное кредитование с финансовым посредничеством. В среднем у коммерческих банков (самая крупная часть системы) доля краткосрочных пассивов составляет примерно 75%, а ликвидных активов — около 60%. В терминах оценки среднего срока погашения это 1,3 и 1,7 года соответственно.

Рисунок 6. Доля денежного потока, приходящаяся по графику погашения на ближайший год* (данные за первое полугодие 2017)



* Данные приводятся в среднем по репрезентативной выборке коммерческих банков.

Источник: расчеты АКРА

Оценка произведена на основании внутренней информации АКРА на первое полугодие 2017 года по банкам, составляющим около 80% системы по активам. Подробнее о проблемах оценки по публично доступной информации см. Приложение 2.

Основные причины такой краткосрочности и малой трансформации срочности долга в России:

1. Историческая волатильность рыночной конъюнктуры, отсутствие понимания о равновесном уровне процентных ставок, инфляции и валютного курса. По большей части это было связано с переходным периодом 1990-х и 2000-х годов в экономике России. По мере накопления опыта рыночных отношений и их институционализации, а также появления публичных механизмов экономической политики, таких как таргетирование инфляции и бюджетные правила, данная причина стала играть все менее важную роль.
2. Незрелость внутренних механизмов страхования и хеджирования рисков, которые позволяли бы компенсировать потери от неправильно зафиксированных в долгосрочных контрактах условий, а также малая доступность внешних механизмов хеджирования. Это проявляется в том, что оборот рынка производных финансовых инструментов, на основе которых может быть построен хедж, мал по сравнению с объемом принимаемых рисков (в особенности процентных). Ситуация усугубляется и тем, что правовая инфраструктура пока не имеет опыта разрешения споров с участием таких контрактов, а финансовая грамотность общества в целом недостаточно высока.
3. Активно используемое кредитование связанных сторон, позволяющее снизить риск рефинансирования при краткосрочных долговых отношениях, но повышающее концентрацию на конкретных заемщиках. Как следствие, это приводит к меньшей предсказуемости кредитного риска банковского портфеля.

Приложение 1. Оценка таблиц «кто — кому» для долговых отношений в иностранной валюте

Объектом нашего исследования является долг в форме кредита, займа, депозита или долговой ценной бумаги.

Подробнее о предположениях и источниках информации, а также методе агрегирования см. Приложение исследования [«В 2018 году государство станет чистым заемщиком в России, а в Казахстане останется кредитором»](#) от 27 июля 2017 года.

Взаимные финансовые требования в разбивке по институциональным секторам — часть современной системы национальных счетов. Так называемые таблицы «кто — кому» («from-whom-to-whom») так или иначе внедрились в свои финансовые счета статистические ведомства стран еврозоны, а также Японии и Канады. Анализ агрегированных балансов полезен для понимания каналов распространения шоков в экономике, структурных особенностей финансовой системы, способных усилить либо сгладить локально реализовавшиеся риски. При этом помимо объемов взаимных требований используется информация об их срочности, валютной структуре и разбивке по инструментам. Несмотря на отсутствие таких таблиц в финансовых счетах Системы национальных счетов (СНС) России и Казахстана, из разнородной статистики после введения нескольких предположений удастся получить их разумную оценку в разбивке по шести секторам с 2008 года по настоящий момент.

В этом исследовании мы концентрируемся на валютных долговых отношениях в России. Исходной информации по их структуре достаточно для получения оценки таблиц с 01.01.2016 по настоящий момент. Вероятная относительная погрешность оценки тем больше, чем меньше по абсолютной величине значение в ячейке.

Таблица 2. «Кто — кому» для долговых отношений в иностранной валюте, Россия, трлн руб. (данные на 01.07.2017)

		Кому						Итого
		Население	Нефинансовый сектор	Финансовый сектор	Государство	ЦБ	Внешний мир	
Кто	Население			0,2				0,2
	Нефинансовый сектор	0,1	0,1	7,3			16,3	23,8
	Финансовый сектор	5,4	6,4	5,8	0,7	0,1	5,8	24,2
	Государство	0,3	0,3	0,8		0,2	0,9	2,5
	ЦБ			0	4,4		0,9	5,3
	Внешний мир		10,9	12,9	2,3	20,8		46,9
Итого		5,8	17,7	27,0	7,4	21,1	23,9	102,9

Источник: расчеты АКРА

Таблица 3. Классификация агентов по секторам

Макросектор	Агенты
Население	Домохозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домохозяйства
Финансовый сектор	Кредитные организации (включая банки с отозванной лицензией); ВЭБ; инвестиционные фонды (включая паевые); лизинговые, факторинговые, форфейтинговые компании; товарные, валютные биржи; брокерские, дилерские организации; управляющие компании; НПФ; страховые компании; государственные финансовые корпорации (включая АСВ)
Нефинансовый сектор	Прочие нефинансовые компании (включая государственные)
Государство	Федеральное правительство (с балансом Фонда национального благосостояния), региональные и муниципальные органы власти
ЦБ	Банк России
Внешний мир	Нерезиденты

Источник: АКРА

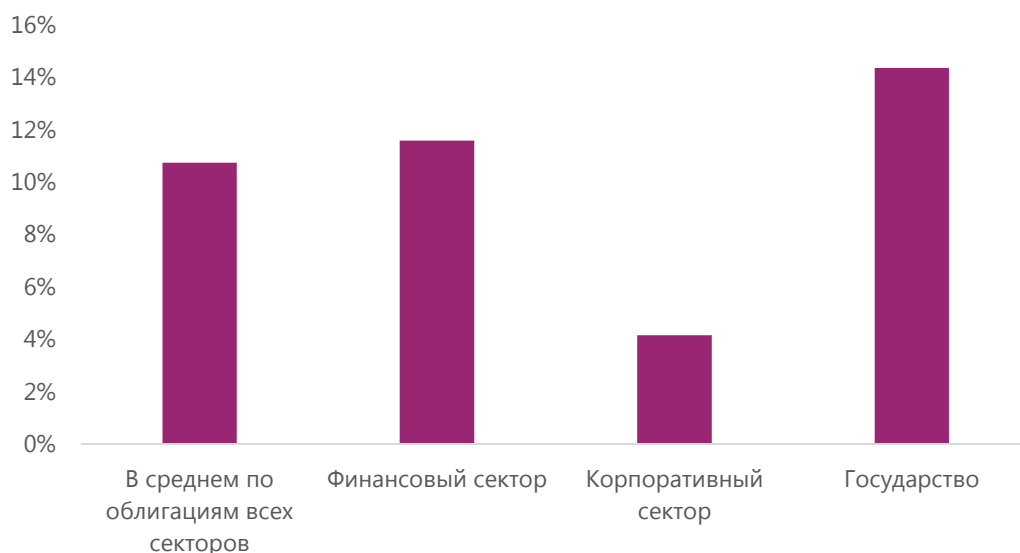
Приложение 2. Оценка доли краткосрочных долговых отношений

1. Средний срок существующих долговых отношений, в которых участвуют банки, довольно сложно точно оценить. Причина в том, что в большинстве статистических источников для каждого отдельного кредита или ценной бумаги классификация, как правило, происходит в момент ее появления на балансе, и группа срочности не меняется до погашения. Иными словами, выданный в 2016 году трехлетний кредит в 2018-м (за год до погашения) по-прежнему остается трехлетним, поэтому выделение краткосрочной части долга на основе таких источников фактически невозможно. Это касается, например, данных, отраженных в большинстве публичных форм банковской отчетности (например, № 101), и данных Банка России о структуре внешнего долга. Для более корректной оценки приходится использовать непубличные источники, такие как форма № 125.

Для отдельных банков разница в оценке краткосрочной части долга на основе разных источников достигает 20 п. п. Впрочем, оценки несопоставимы и потому, что в используемом нами методе рассматривается не только погашение основной суммы долга, но и его обслуживание. Долей краткосрочного долга считается отношение всех платежей по кредиту в ближайший год к сумме платежей до момента погашения.

2. Оценка доли краткосрочного долга в форме облигаций производится по данным Cbonds о размещении российских эмитентов при допущении, что досрочные погашения отсутствуют. Здесь в расчете участвует исключительно дата погашения последней части долга (без учета амортизации полной его суммы и купонных платежей).

Рисунок 7. Доля краткосрочных облигаций на 01.01.2018



Источник: расчеты АКРА по данным Cbonds

(С) 2018

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимая все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.