



Банк России

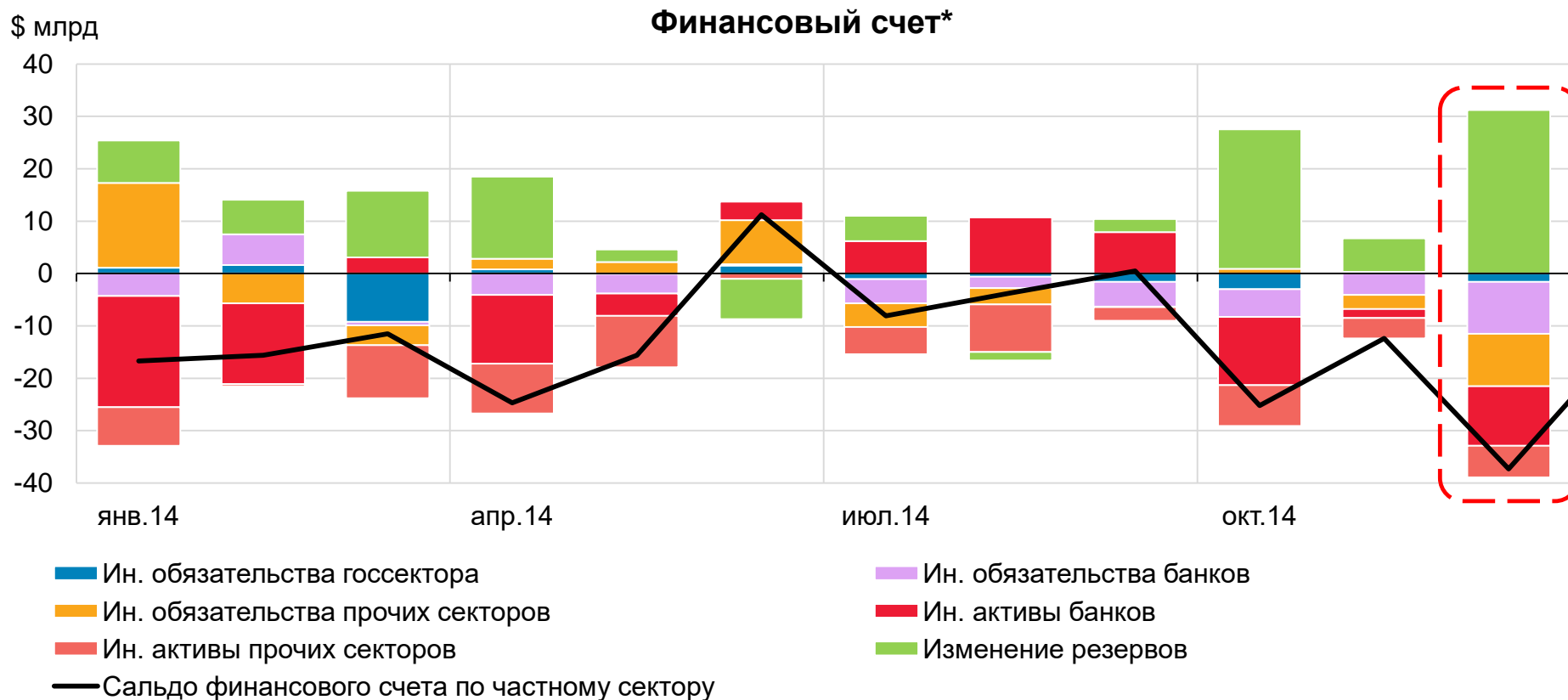
**СОВМЕСТНЫЙ СЕМИНАР РЭШ
И БАНКА РОССИИ
«ФИНАНСОВАЯ
СТАБИЛЬНОСТЬ: СТРУКТУРА
РЫНКА И ЛИКВИДНОСТЬ»**

СМИРНОВ ВАЛЕРИЙ,
ДДКП БАНКА РОССИИ

18 октября 2022 года



Платежный баланс – финансовый счет



*Для активов «+» – снижение, «-» - рост,

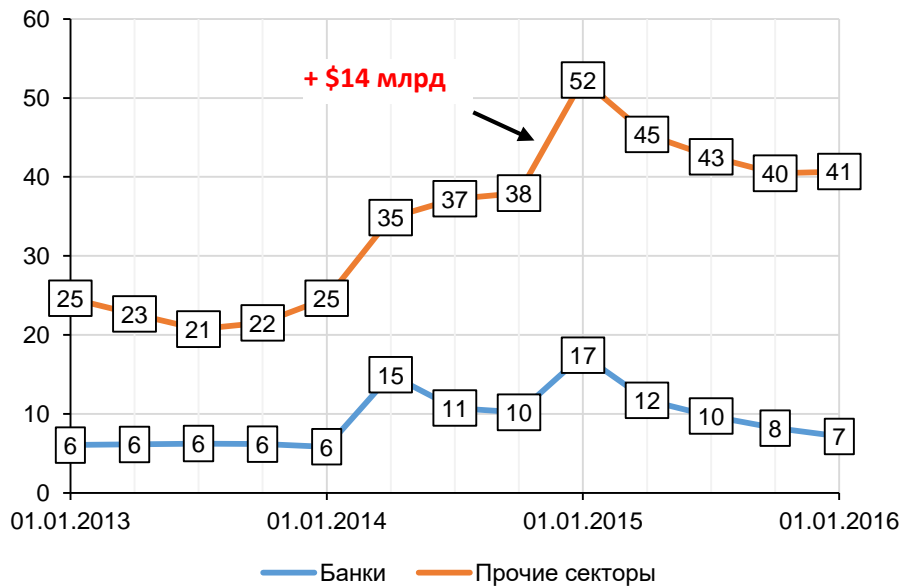
обязательства «+» – рост, «-» – снижение.

Сальдо финансового счета по частному сектору: + чистое заимствование, - чистое кредитование.

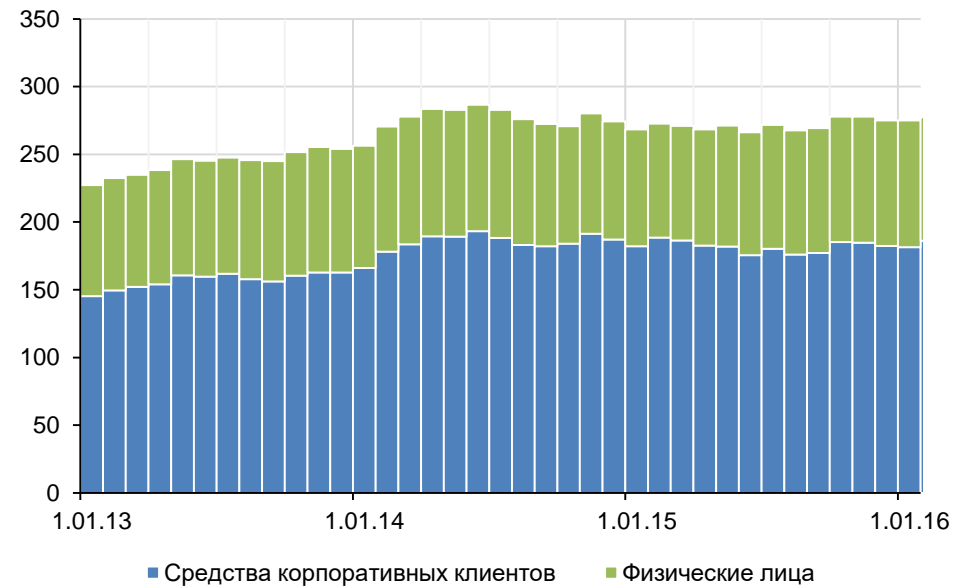


Кризис доверия к банкам в конце 2014 года подстегнул спрос на наличную валюту и оказал давление на курс

Активы частного сектора в наличной иностранной валюте, млрд долл.



Валютные клиентские пассивы банков, млрд долл.



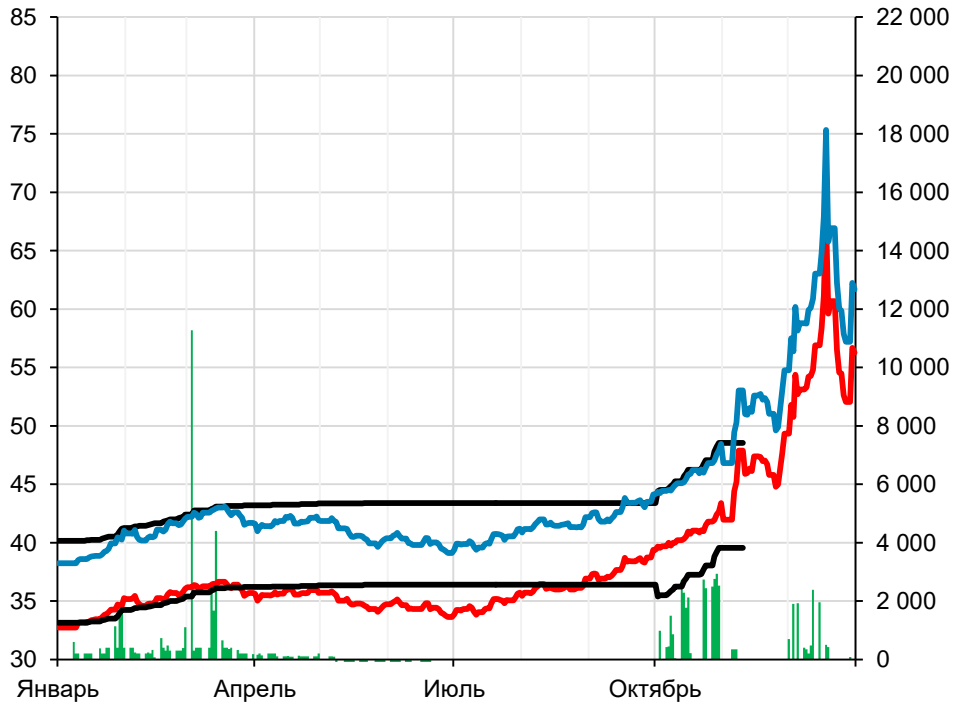
За 4 квартал активы прочих секторов увеличились рекордную сумму: **14 млрд долл.** (большая часть в декабре)

Клиентские средства в банках за квартал сократились незначительно (\$2.5 млрд.), значит **клиенты (в основном физические лица) покупали валюту и снимали ее в кассах банков**, то есть повышали объем спроса в биржевом стакане.

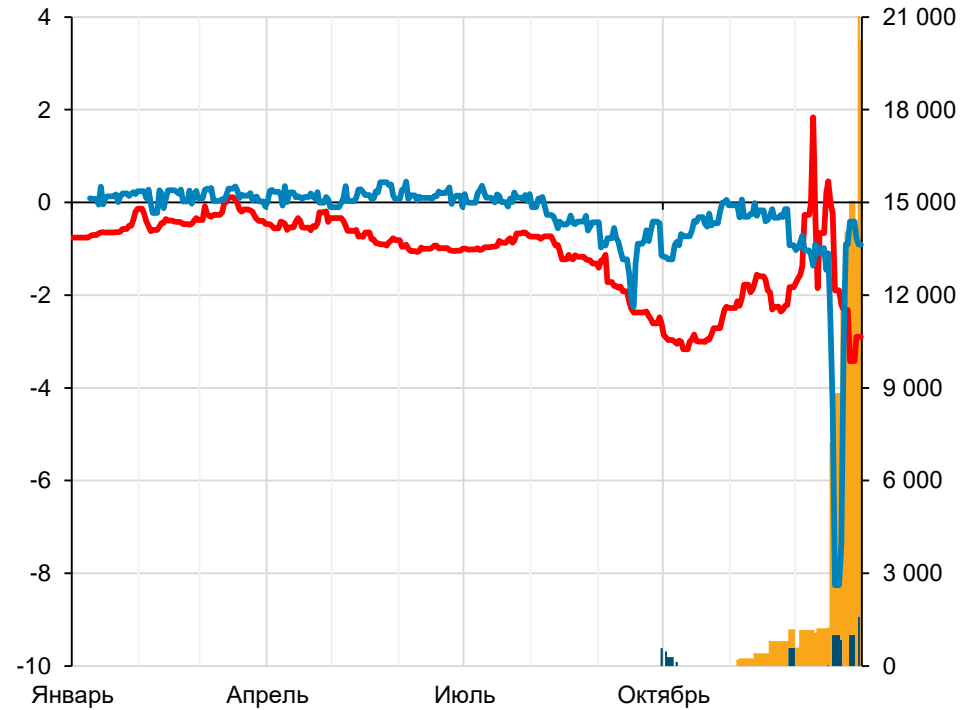
Источники: Банк России, форма 101, отчет «Изменение активов банков и прочих секторов в наличной иностранной валюте»

Курсовая политика и валютная ликвидность

Валютный курс и интервенции



Валютная ликвидность

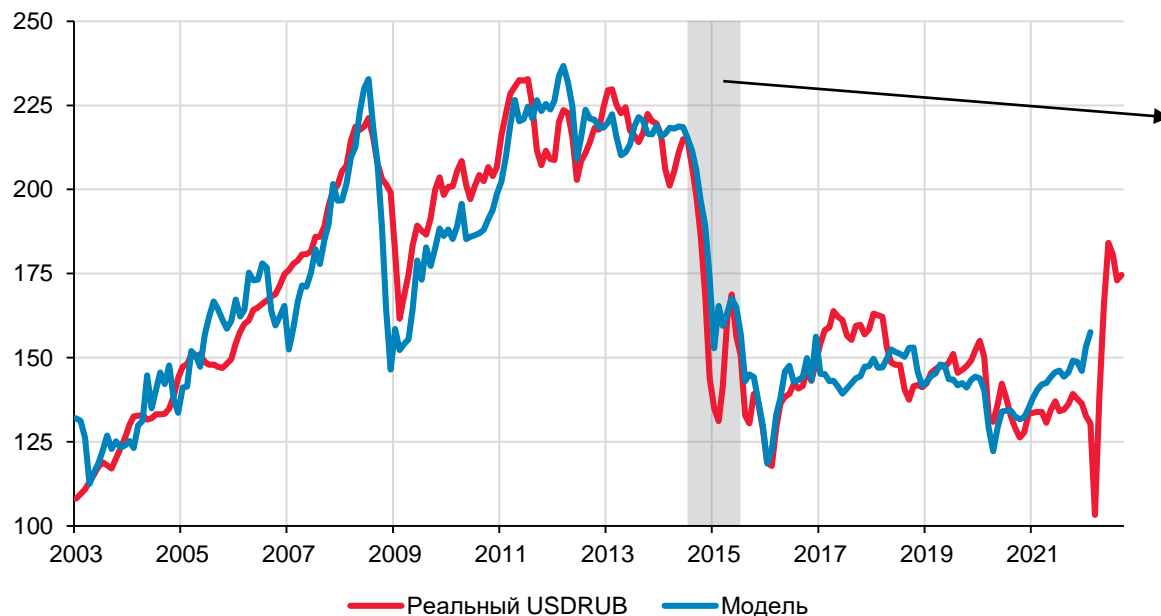


■ Валютные интервенции
— Валютный коридор
— Курс доллара
— Бивалютная корзина

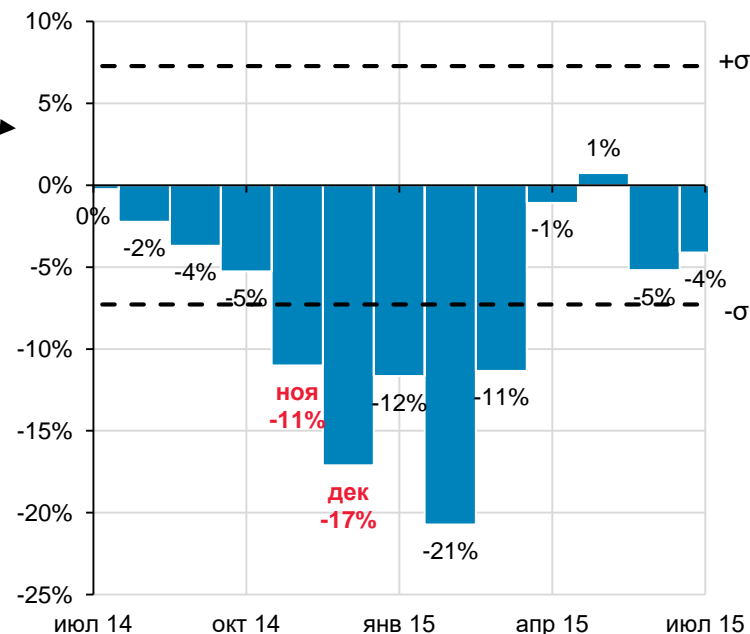
■ Требования по операциям валютного РЕПО, млн долл.
■ Требования по операциям валютный своп, млн долл.
— 1Y Basis
— ON Basis

Значительная часть ослабления рубля в конце 2014 года объяснялась макро факторами

Реальный курс рубль - доллар



Модельная ошибка, 2014 - 2015 гг., %



За декабрь 2014 года рубль в среднем потерял около 15%.

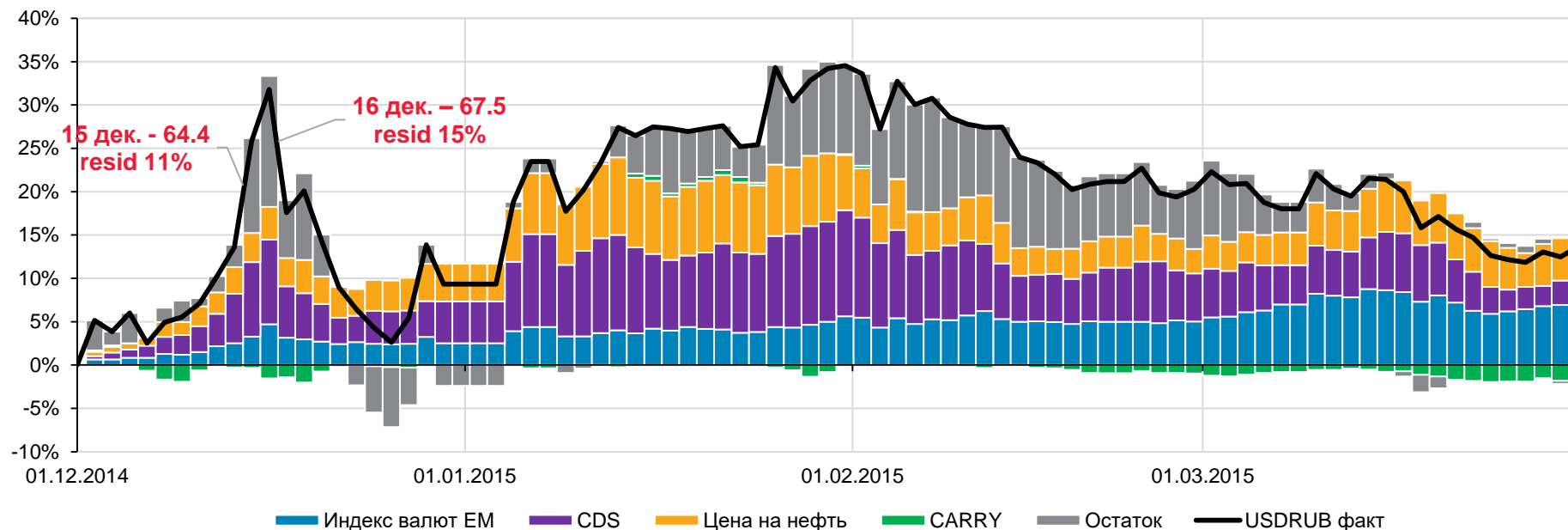
9% снижения – обуславливалась фундаментальными факторами (реальная нефть, CDS, реальный дифференциал)

6% снижения – не фундаментальные декабрьские факторы (прирост ошибки за декабрь)

Модель – оценка коинтеграционного соотношения реального курса рубля с реальной ценой на нефть, CDS и дифференциала реальных ставок (BEER модель)

Модельная внутримесячная динамика курса (частотная модель GARCH)

Декомпозиция изменения курса рубля накопленным итогом, %



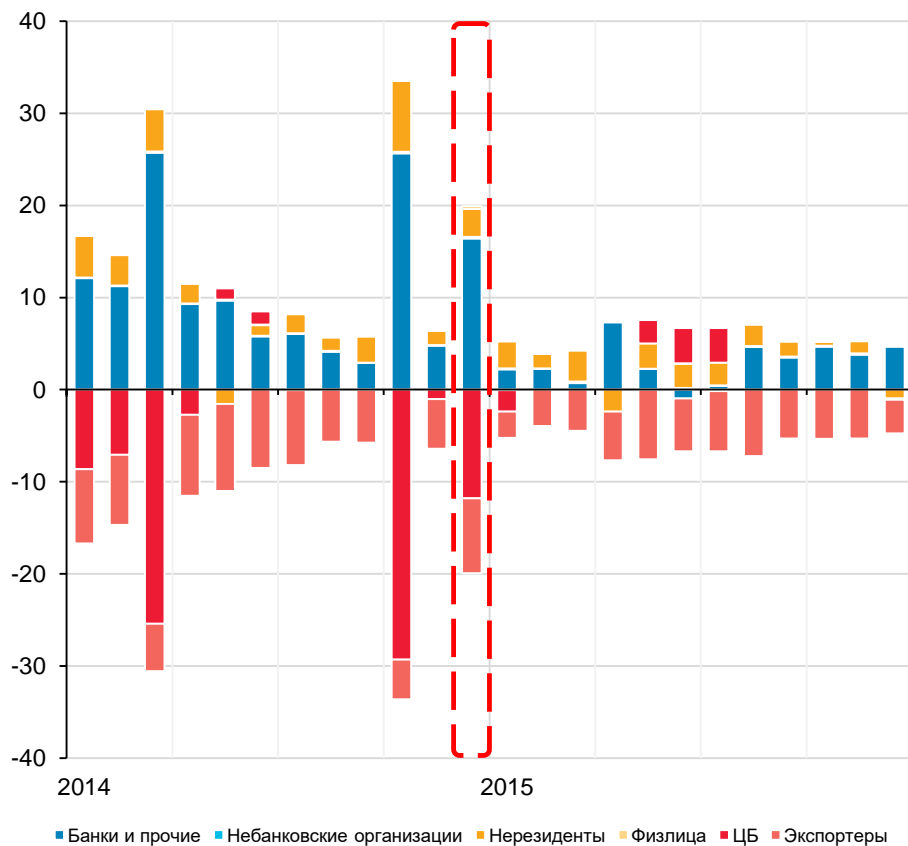
1 декабря: 51 руб.

16 декабря:

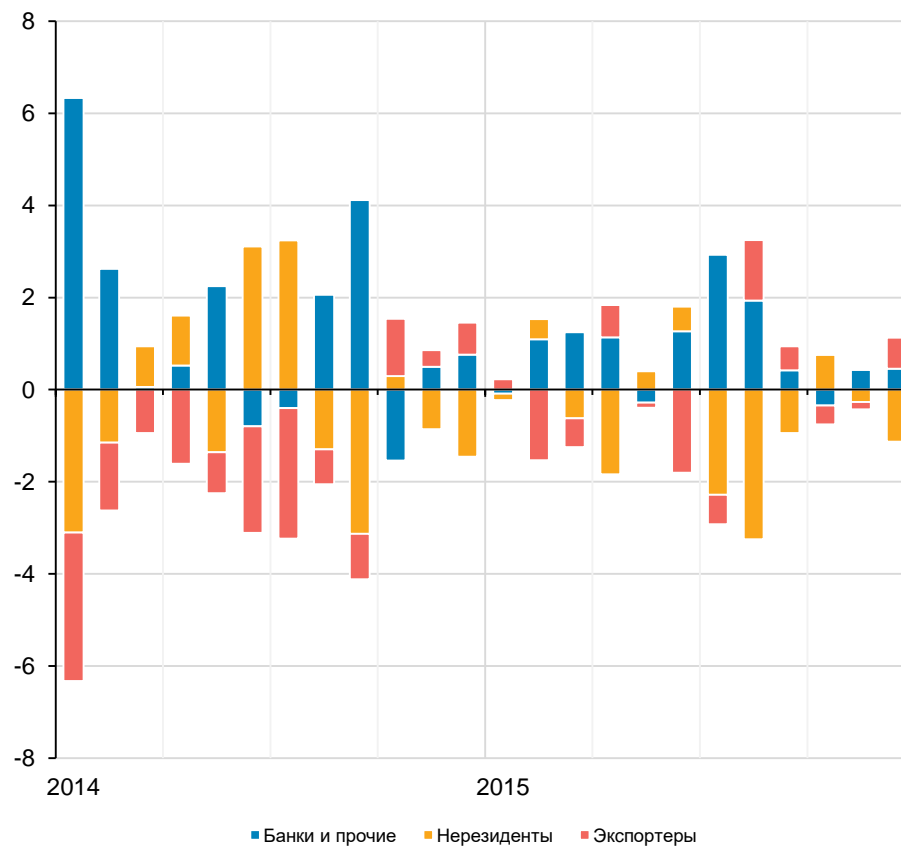
Закрытие дня	67.5	(+32%: модель +17%, остаток +15%)
На 16:00	72	(+41%: модель +17%, остаток +24%)
Макс	80	(+56%: модель +17%, остаток +39%)

Структура нетто-покупок

Структура нетто-покупок на бирже (млрд долл. США)

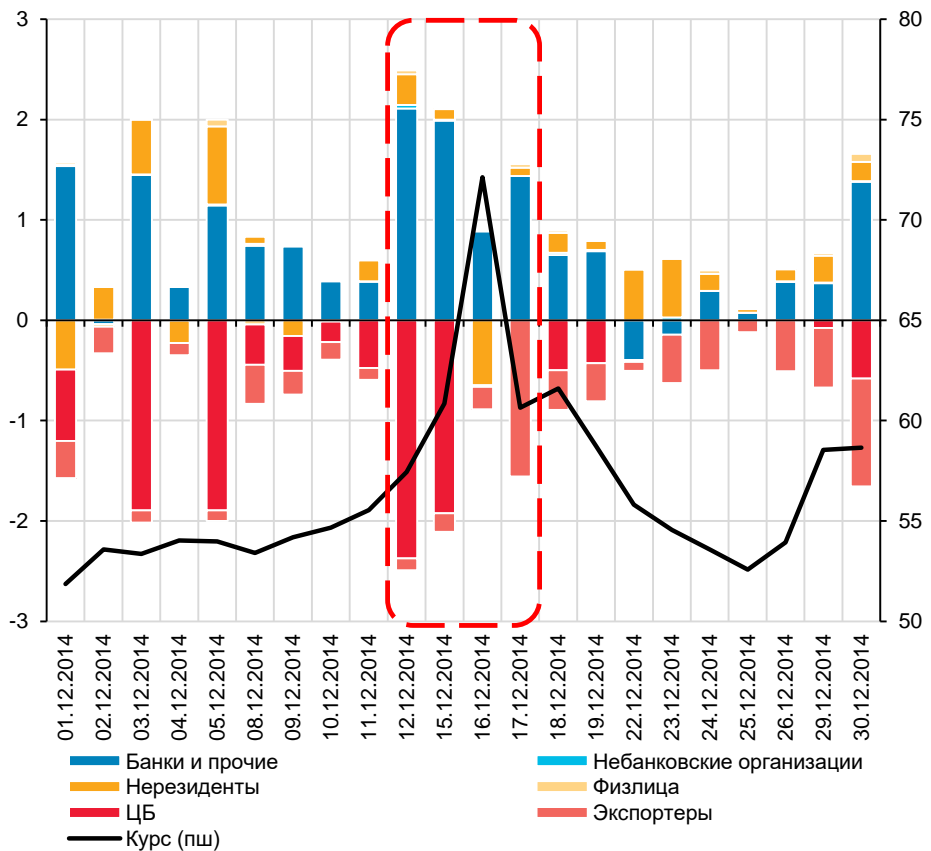


Структура оборота торгов на ОТС (млрд долл. США)

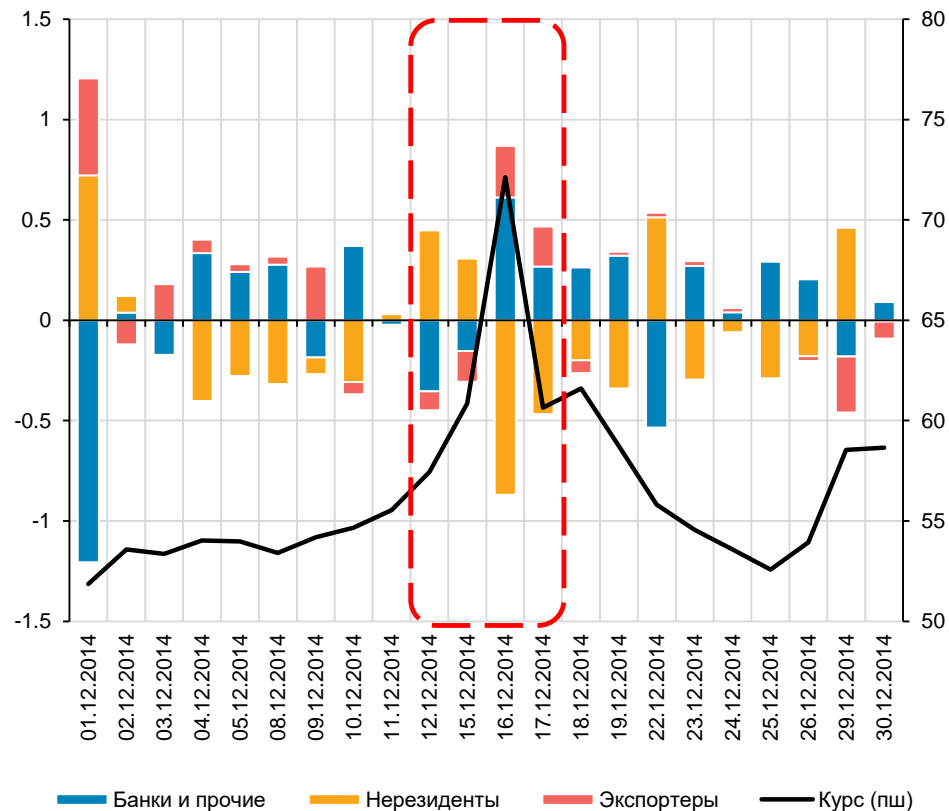


Структура нетто-покупок в декабре 2014 года

Структура оборота торгов на бирже (млрд долл. США)

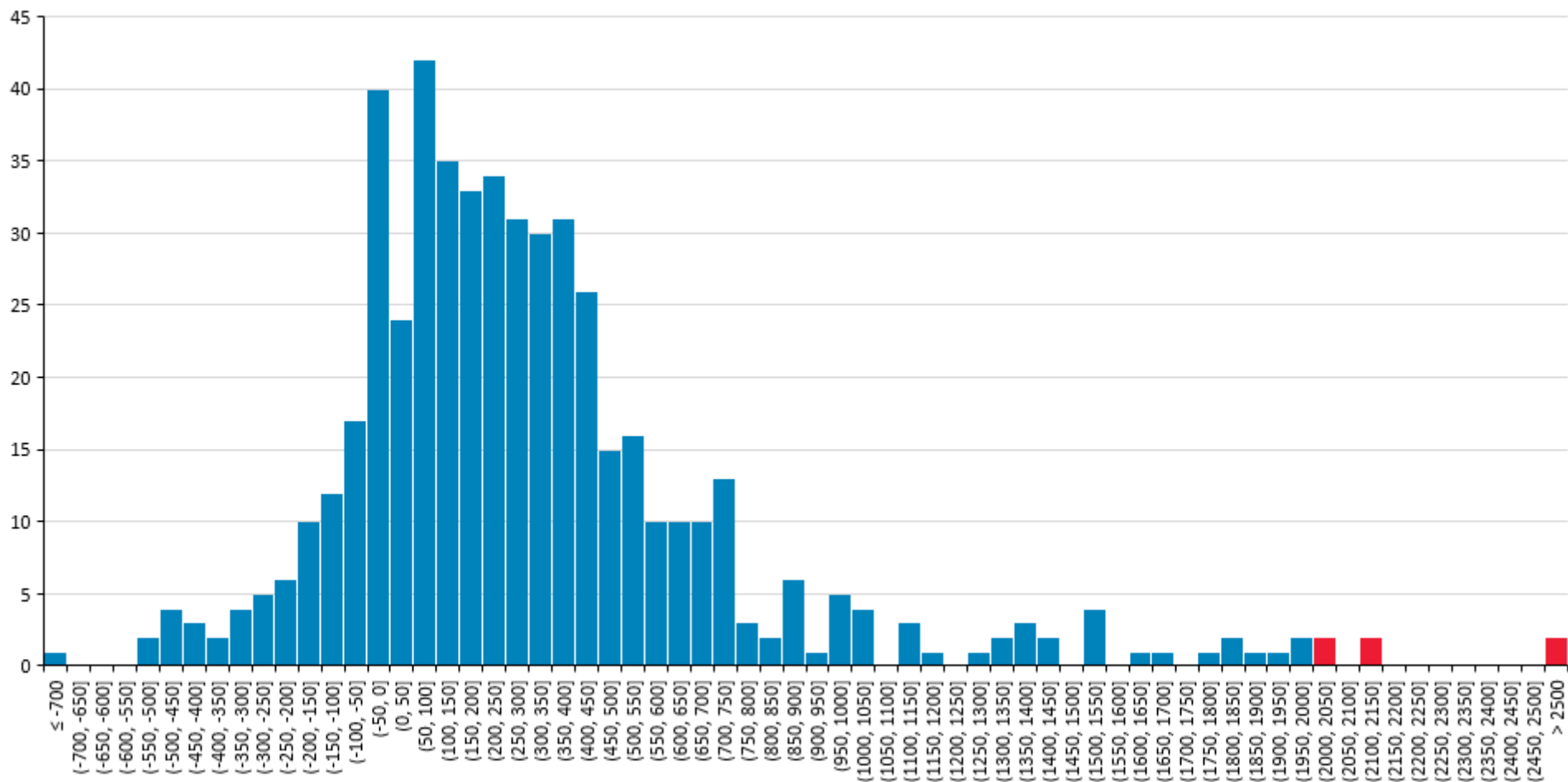


Структура оборота торгов на ОТС (млрд долл. США)





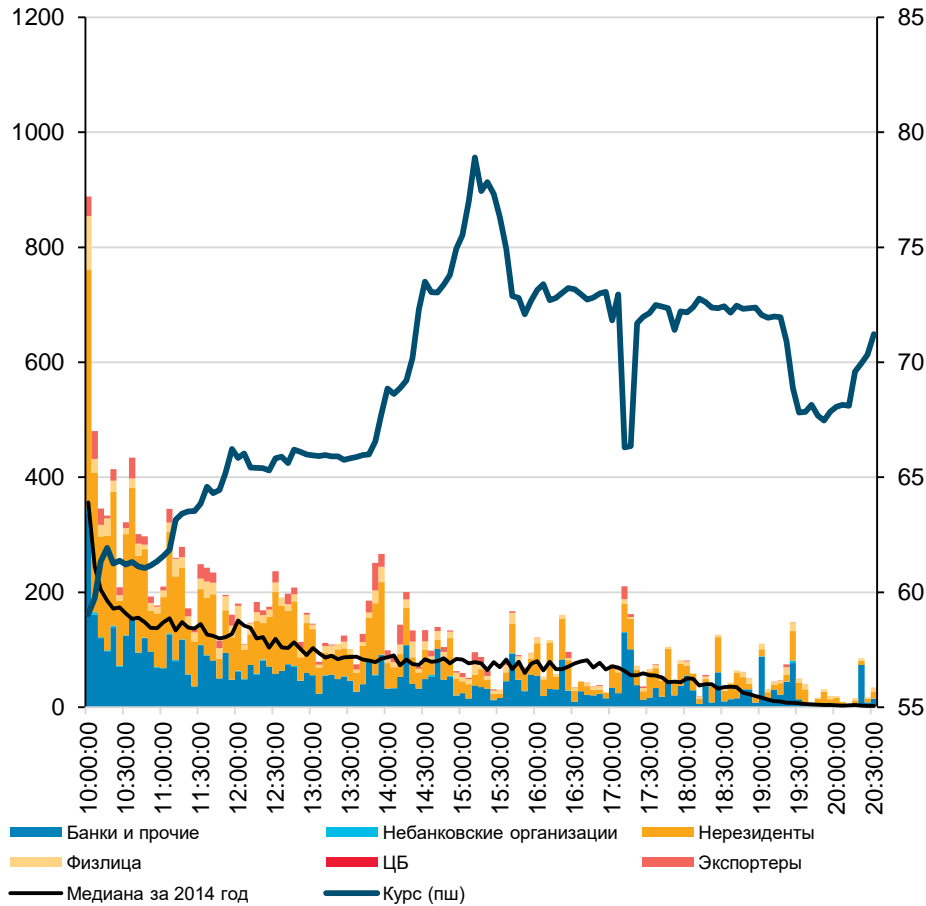
Распределение дневных покупок валюты банками в 2014-2015 годах



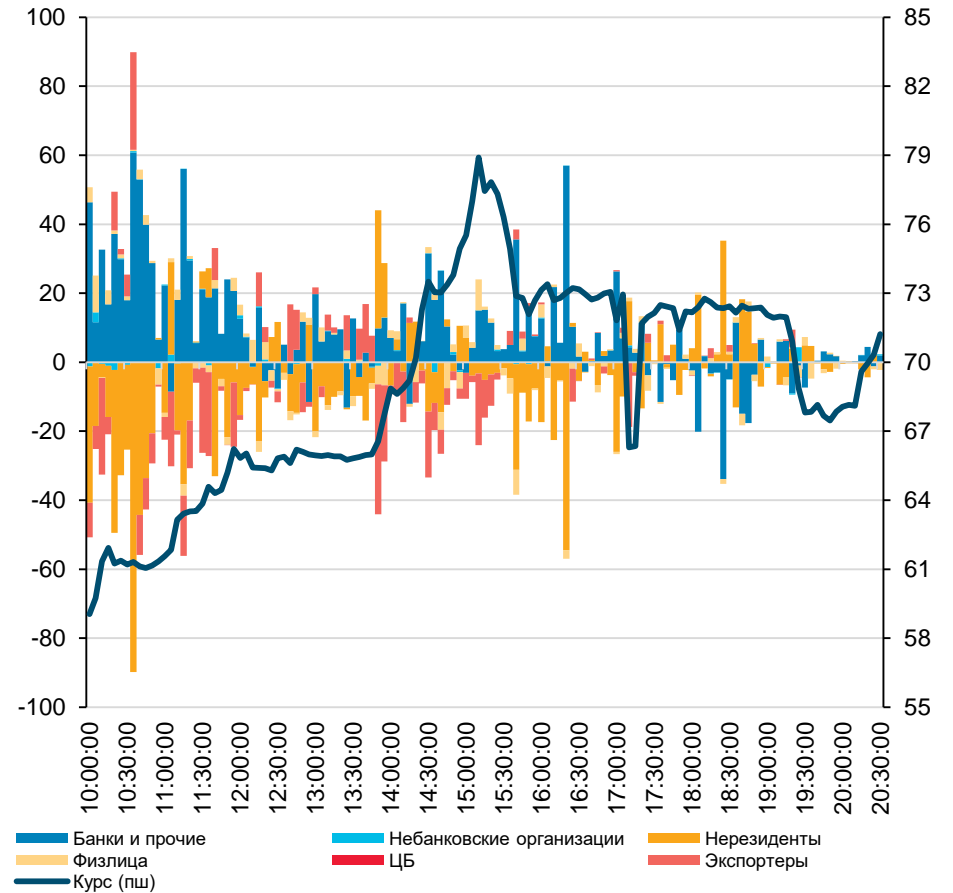


Структура оборота торгов 16 декабря 2014 года

16 декабря



16 декабря





Методология исследования и прочие комментарии

1. Оценка ликвидности по дисбалансам

- a) Оценки ДДКП на высокочастотных данных показывали, что в среднем \$1 млрд дополнительного спроса на валюту сдвигает курс примерно на 1%
- b) НО: оценки проводились на более «спокойном» периоде. В конце 2014 года чувствительности должны были быть больше

2. Теоретическая оценка ликвидности

- a) Калибровка коэффициентов на данных по фондовому рынку США за 2001-2005 гг.
- b) Некоторая произвольность в выборе параметров V , σ .

3. Влияние ожиданий («ожидания землетрясения не могут разрушить дом, если самого землетрясения на самом неделе не было»)

- a) Валютный курс по своей природе есть forward-looking asset
- b) UIP:

$$\ln S_t = i_t - i_t^f + E_t \ln S_{t+1}$$

Методология исследования: теоретическая оценка ликвидности

Продолжительность бизнес-дня:

$$H \sim (\sigma V)^{-2/3}$$

Влияние заявки размера Q на цену:

$$\Delta \ln P \sim \sigma \sqrt{H} \frac{Q}{VH} = \frac{\sigma Q}{V \sqrt{H}} \sim \frac{\sigma Q}{V} (\sigma V)^{1/3} = \frac{\sigma^{4/3} Q}{V^{2/3}}$$

В то же время, если

$$\Delta \ln P_t = \sigma_t \epsilon_t$$

Тогда

$$E \left| \frac{\Delta \ln P_t}{\sigma_t} \right| = E |\epsilon_t| \equiv \text{const}$$



Заключение

1. Динамика валютного курса в декабре 2014 года – **следствие разных факторов, эффекты от которых сошлись в одной точке**

2. **Макроэкономические причины:**
 - a) Рост спроса на валюту со стороны населения и корпоративного сектора
 - b) Более ранний запуск валютного репо Банк России позволил бы снизить часть давления на рынок
 - c) Снижение предложения валюты со стороны экспортеров и остановка интервенций Банка России

3. **Микроструктура рынка:**
 - a) Повышенный спрос на валюту в отдельные дни в середине декабря (причем преимущественно со стороны населения и корпоративного сектора, а не «спекулянтов»)
 - b) Ограниченность предложения: основная волатильность курса прошла на низких оборотах

4. **Ожидания играют роль:**
 - a) Размещение облигаций Роснефти и ее (не)влияние на курс
 - b) Информационный вакуум и спрос населения на валюту как «универсальный хедж»



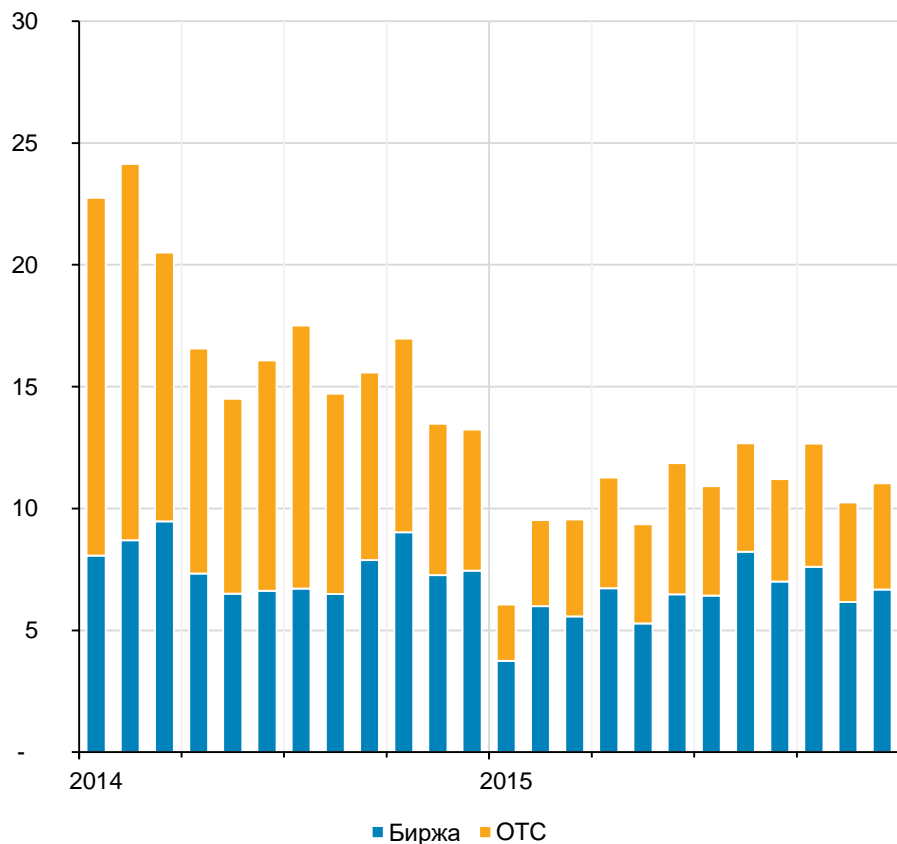
Банк России

ПРИЛОЖЕНИЕ

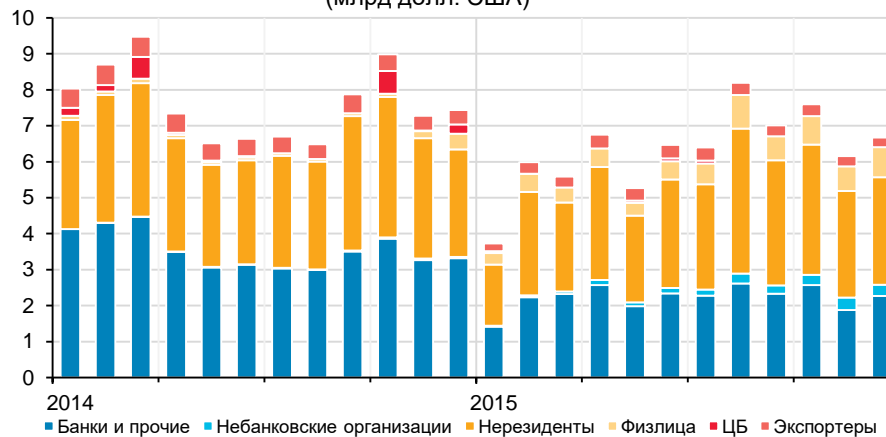


Структура оборота торгов

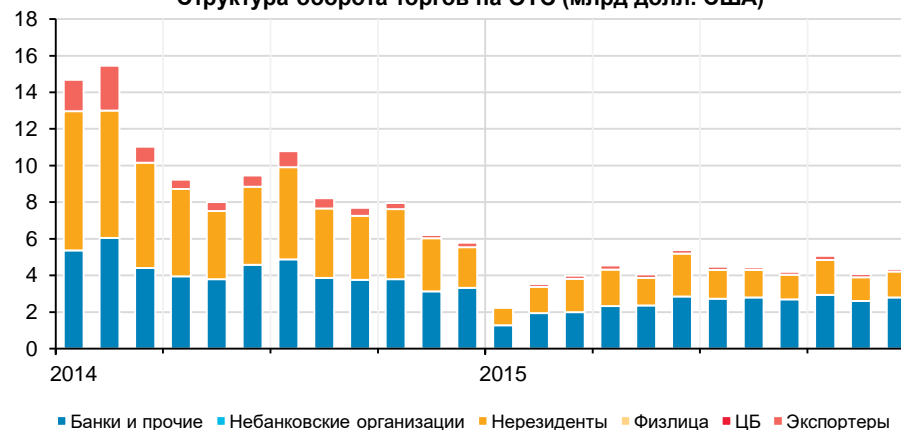
Среднедневные обороты торгов USD и EUR (млрд долл. США)



Структура среднедневных оборотов торгов на бирже (млрд долл. США)

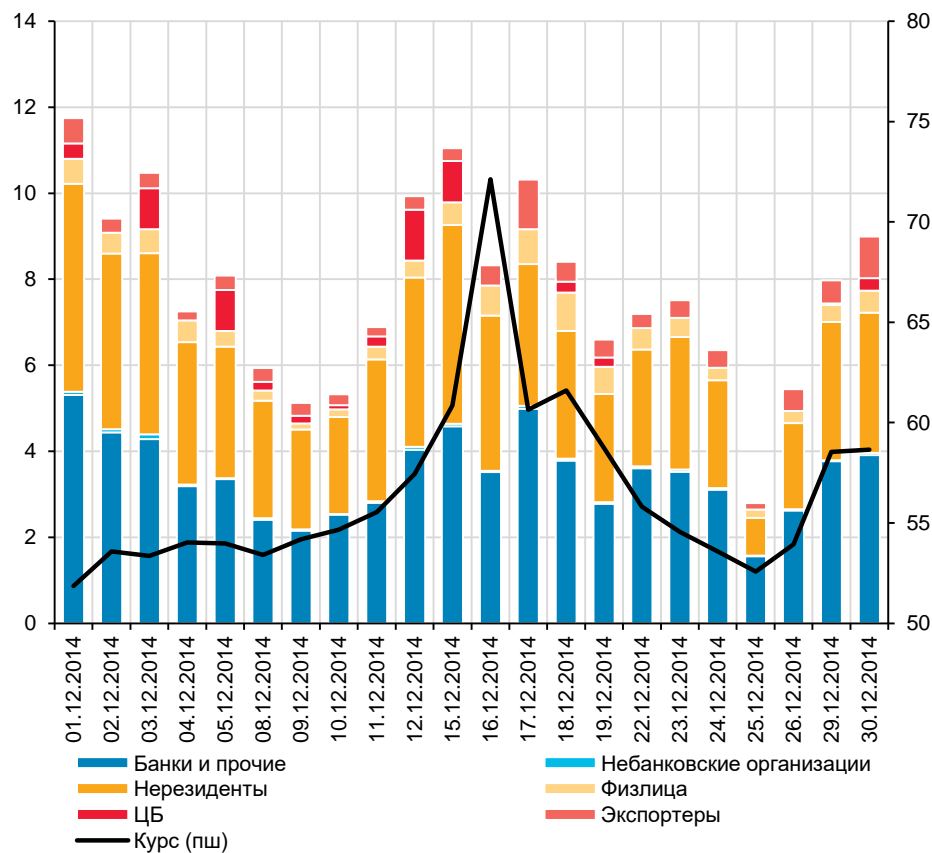


Структура оборота торгов на OTC (млрд долл. США)



Структура оборота торгов на бирже и ОТС в декабре 2014 года

Структура оборота торгов на бирже (млрд долл. США)



Структура оборота торгов на ОТС (млрд долл. США)

