



Банк России

Декабрь 2018 -
январь 2019

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

МОСКВА
2019

№ 1



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.
Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора,
можно направлять по адресу reports@cbr.ru.

При использовании материалов выпуска ссылка на Центральный банк Российской Федерации обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock.com.

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

РЕЗЮМЕ

В декабре 2018 г. склонность глобальных инвесторов к риску сдерживалась на фоне увеличения опасений о замедлении мирового экономического роста. Тем не менее постепенное смягчение риторики денежных властей США и принятое в январе решение ФРС США о сохранении неизменным диапазона базовой процентной ставки способствовали возобновлению спроса иностранных инвесторов на активы стран с формирующимися рынками, в том числе России.

Улучшение внешней конъюнктуры и повышение у инвесторов аппетита к риску благоприятно отразились в январе 2019 г. на ситуации на российском рынке ценных бумаг. Возобновление притока иностранного капитала на рынки акций и ОФЗ способствовало росту котировок обращающихся на них инструментов и снижению волатильности. Впервые с июля 2018 г. доля остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД выросла – до 24,4% на конец января.

Сезонного ухудшения ситуации с валютной ликвидностью в декабре 2018 – январе 2019 г. не наблюдалось. Возобновление покупок иностранной валюты Банком России в рамках бюджетного правила и объявление о проведении отложенных покупок в течение трех лет не оказали заметного влияния на валютный рынок. Волатильность курса снижалась и в отчетном периоде оставалась на уровне, близком к минимальному за долгий период.

Продолжительное снижение цены нефти в IV квартале 2018 г. и отсутствие торгов на основных мировых площадках способствовали однодневному (25 декабря 2018 г.) всплеску волатильности цены краткосрочного нефтяного фьючерса на фоне пониженных оборотов торгов этим инструментом на Московской Бирже. Основными продавцами выступили некредитные финансовые организации, осуществляющие преимущественно клиентские сделки. Скачок волатильности не имел значимых последствий для стабильности российских финансовых рынков.

1. РИСКИ НА РЫНКАХ ЕМЕ

- **Снижение индексов деловой активности в крупнейших развитых странах и темпов роста экономики в Китае в конце 2018 г. привело к ограничению склонности глобальных инвесторов к риску и оттоку капитала с формирующихся рынков в декабре 2018 года.**
- **Глубокое падение мировых фондовых рынков сменилось быстрым ростом с начала 2019 г. в результате смягчения позиции ФРС США и улучшения восприятия инвесторами риска. В январе наблюдалось возобновление спроса инвесторов на активы ЕМЕ, в том числе увеличение присутствия иностранных инвесторов на российском рынке, несмотря на сохранение санкционных рисков.**

1. Ключевым фактором, который оказал влияние на динамику глобальных рынков в декабре-январе, стали опасения замедления глобального экономического роста. Сигналами, которые привели к формированию таких опасений, были свидетельства замедления деловой активности в боль-

шинстве развитых стран и ухудшения динамики реального сектора экономики в Китае в конце 2018 года.

В декабре 2018 г. продолжилось снижение производственных индексов деловой активности PMI в большинстве развитых стран мира, а также в некоторых ЕМЕ (табл. 1). Это сформировало высокий уровень неопределенности относительно будущего развития мировой экономики и финансовой системы и совпало с продолжением нормализации монетарной политики в развитых странах. Важную роль сыграли сохранение напряженности в торговых отношениях США и Китая, неопределенность по Brexit и приостановка работы правительства в США (shutdown).

Ухудшение ожиданий инвесторов относительно будущих темпов роста американской экономики проявлялось в постепенном сужении спредов доходностей коротких и длинных казначейских облигаций США и приобретении кривой безрисковой доходности на среднем участке инвертированной формы. Исторические данные свидетельствуют

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI В СФЕРЕ ПРОИЗВОДСТВА
В ОСНОВНЫХ СТРАНАХ И РЕГИОНАХ МИРА (MARKIT)

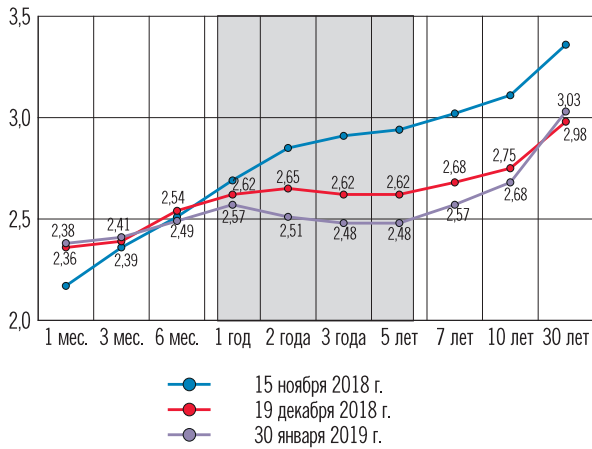
Табл. 1

	Декабрь 2018 г.	Изменение				Период, начиная с которого текущий уровень является минимальным
		1 месяц	3 месяца	6 месяцев	12 месяцев	
Мир	51,5	-0,5	-0,7	-1,5	-3,0	Октябрь 2016 г.
Развитые страны	52,3	-0,5	-1,3	-2,1	-3,9	Октябрь 2016 г.
США	53,8	-1,5	-1,8	-1,6	-1,3	Октябрь 2017 г.
Еврозона	51,4	-0,4	-1,8	-3,5	-9,2	Март 2016 г.
Великобритания	54,2	0,8	0,5	0,0	-1,4	
Канада	53,6	-1,3	-1,2	-3,5	-1,1	Февраль 2017 г.
Япония	52,6	0,4	0,1	-0,4	-1,4	
ЕМЕ	50,3	-0,4	0,0	-0,9	-1,8	Сентябрь 2016 г.
Бразилия	52,6	-0,1	1,7	2,8	0,2	
Россия	51,7	-0,9	1,7	2,2	-0,3	
Индия	53,2	-0,8	1,0	0,1	-1,5	
Индонезия	51,2	0,8	1,9	0,5	0,9	
Китай	49,4	-0,5	-0,3	-1,3	-1,8	Июнь 2017 г.
Турция	44,2	-0,5	1,5	-2,6	-10,7	Октябрь 2018 г.
Мексика	49,7	0,0	-2,0	-2,0	-2,4	Ноябрь 2017 г.

Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ
КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ США (%)

Рис. 1



Источник: Bloomberg.

о том, что инвертированная форма кривой доходности государственных облигаций зачастую предшествовала рецессии в реальном секторе США (врезка 1). В то же время в отчетном периоде инверсия кривой безрисковой доходности в США имела обратный наклон только на среднем участке, и масштаб инверсии был незначительным (рис. 1).

Опасения замедления глобального экономического роста привели к существенной распродаже акций на мировых фондовых рынках в декабре (рис. 3). Снижение американского фондового индекса S&P 500 было одним из наиболее существенных и составило 9,2%. Индекс VIX возрастал до локального максимума на уровне 36,1 пункта – уровня, ко-

Врезка 1.

Взаимосвязь между динамикой спредов доходностей государственных облигаций и вероятностью наступления рецессии в реальном секторе в различных странах

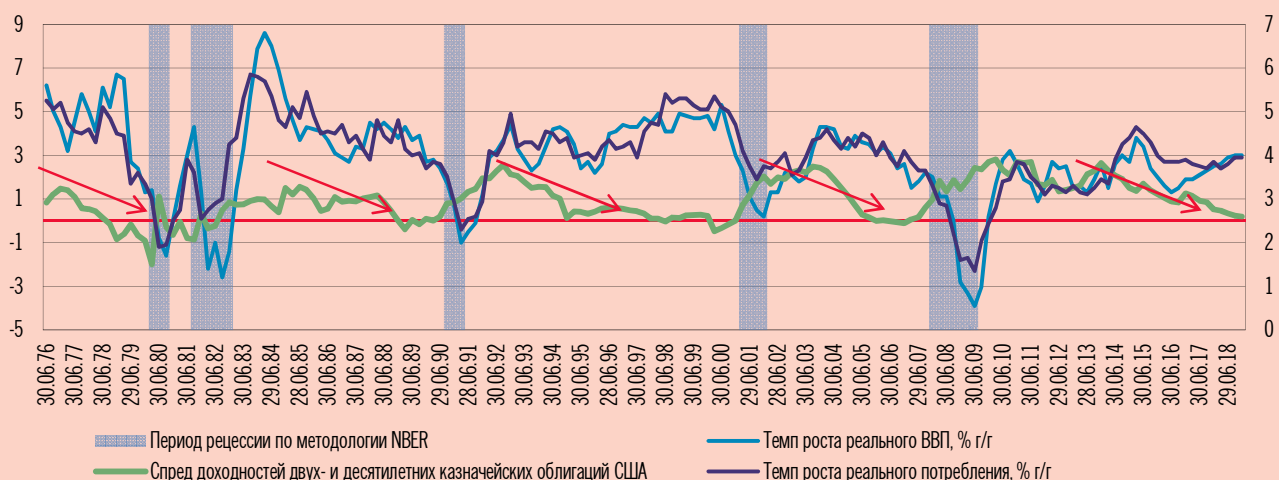
Исследование взаимосвязи между изменением наклона кривой доходности государственных облигаций и темпами экономического роста в США показывает, что постепенное сокращение спреда доходностей коротких и длинных бумаг в США, а также переход этого показателя в отрицательную зону (приобретение кривой безрисковой доходности инвертированной формы) предшествовали экономической рецессии (рис. 2).

Авторы ряда современных исследований по различным странам приходят к выводу о том, что динамика кривой доходностей государственных облигаций является важным индикатором будущей динамики совокупного выпуска.

Результаты пробит-модели в статье Lange (2018)¹ на основе данных Канады в 1962–2016 гг. свидетельствуют о том, что приобретение кривой доходностей государственных облигаций инвертированной

СОТНОШЕНИЕ ДИНАМИКИ ТЕМПОВ РОСТА РЕАЛЬНОГО ВВП И ПОТРЕБЛЕНИЯ И СПРЕДОВ
МЕЖДУ ДОХОДНОСТЯМИ КОРОТКИХ И ДЛИННЫХ БУМАГ В США НАКАНУНЕ КРИЗИСОВ С 1976 ГОДА

Рис. 2



Источники: Bloomberg, NBER.

¹ Lange R. H. (2018). The predictive content of the term premium for GDP growth in Canada: Evidence from linear, Markov-switching and probit estimations. North American Journal of Economics and Finance, vol. 44, pp. 80–91. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.11.03>.

формы является надежным индикатором рецессии в реальном секторе. К аналогичному выводу приходят авторы работы об экономике Туниса².

В работе Hvozdenka (2015)³ на основе анализа данных скандинавских стран⁴ в 2000–2013 гг. показано, что вместе с расширением спреда доходностей между 10-летними и 3-месячными ценными бумагами наблюдается увеличение темпов роста реального ВВП. При этом данная взаимосвязь усилилась в период после мирового финансового кризиса 2008 года. Более того, динамика этого спреда является надежным опережающим индикатором приближения рецессии на горизонте двух-шести кварталов.

Результаты других работ не дают однозначного ответа на вопрос о том, насколько надежным индикатором будущей рецессии является отрицательный спред доходностей между доходностями длинных и коротких бумаг. В статье Sowmya and Prasanna (2018)⁵ на основе данных девяти стран Азии⁶ в 2003–2013 гг. показано, что уплощение кривой безрисковой доходности сопровождается статистически значимым снижением темпов роста ВВП только в Малайзии и Китае. В других странах статистическая взаимосвязь между показателями не выявлена.

² Boukhatema J., Sekouhia H. (2017). What does the bond yield curve tell us about Tunisian economic activity? *Research in International Business and Finance*, vol. 42, pp. 295–303. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.053>.

³ Hvozdenka J. (2015). The yield curve as a predictor of gross domestic product growth in Nordic countries. *Procedia Economics and Finance*, vol. 26, pp. 438–445. DOI: [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00871-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00871-0).

⁴ Дания, Финляндия, Исландия, Норвегия, Швеция.

⁵ Sowmya S., Prasanna K. (2018). Yield curve interactions with the macroeconomic factors during global financial crisis among Asian markets. *International Review of Economics and Finance*, vol. 54, pp. 178–192. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.08.006>.

⁶ Япония, Сингапур, Корея, Гонконг, Малайзия, Индонезия, Китай, Филиппины, Индия.

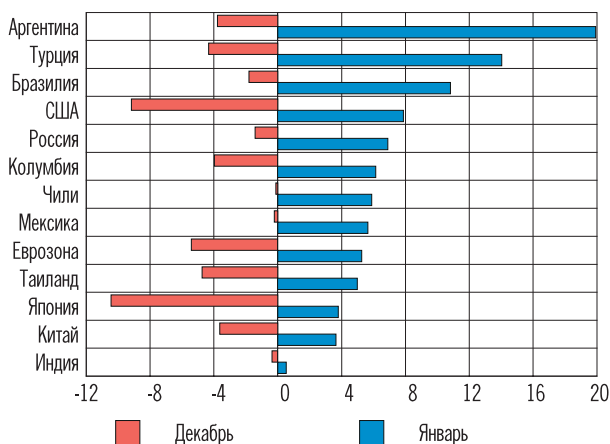
торый несколько ниже пика 24 августа 2015 г. (в условиях роста неопределенности в Китае и в преддверии первого повышения ставки ФРС США после кризиса 2007–2009 гг.) и сопоставим с максимумом февраля 2018 г. (в результате ужесточения риторики ФРС США) (рис. 4).

Таким образом, негативная динамика индикаторов экономической активности в мире привела к усилению опасений относительно замедления глобального экономического ро-

ста и спровоцировала отток капитала с глобальных фондовых рынков в декабре 2018 г. с последующим восстановлением в январе 2019 года.

2. Важными факторами, оказавшими воздействие на динамику развивающихся рынков в декабре 2018 – январе 2019 г., стали изменение риторики ФРС США относительно темпов повышения диапазона целевой процентной ставки и принятое на заседании 30 января решение о сохранении стои-

ИЗМЕНЕНИЕ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ РАЗВИТЫХ СТРАН И ЕМЕ В ДЕКАБРЕ 2018 – ЯНВАРЕ 2019 Г. (%) Рис. 3



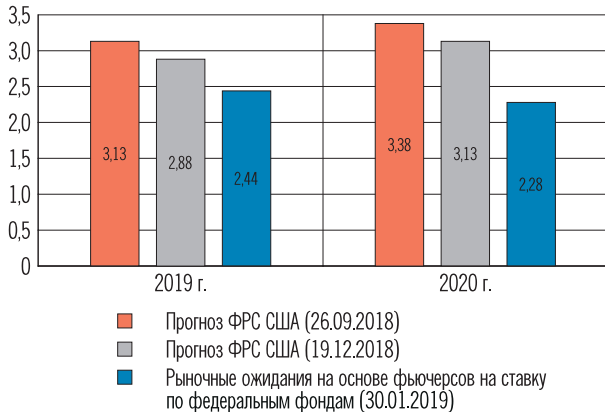
Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ВМЕНЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ S&P 500 (ИНДЕКС VIX) Рис. 4



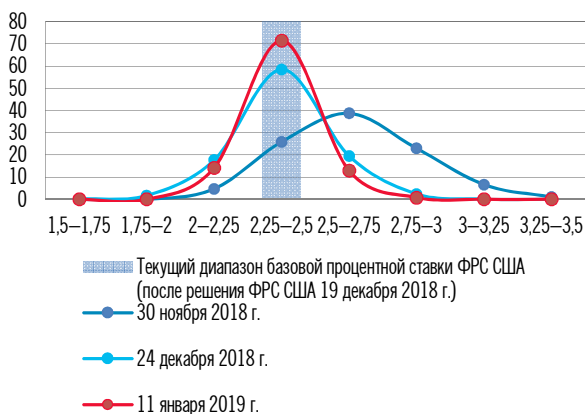
Источник: Bloomberg.

ОЖИДАЕМЫЙ УРОВЕНЬ СЕРЕДИНЫ ДИАПАЗОНА БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ФРС США ПО ИТОГАМ 2019 И 2020 ГГ. НА ОСНОВЕ ПРОГНОЗА ФРС США И ФЬЮЧЕРСОВ НА СТАВКУ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ (%) Рис. 5



Источник: Bloomberg.

ВЕРоятНОСТНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДИАПАЗОНА БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ФРС США НА КОНЕЦ 2019 Г. НА ОСНОВЕ ФЬЮЧЕРСОВ НА СТАВКУ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ (%) Рис. 6



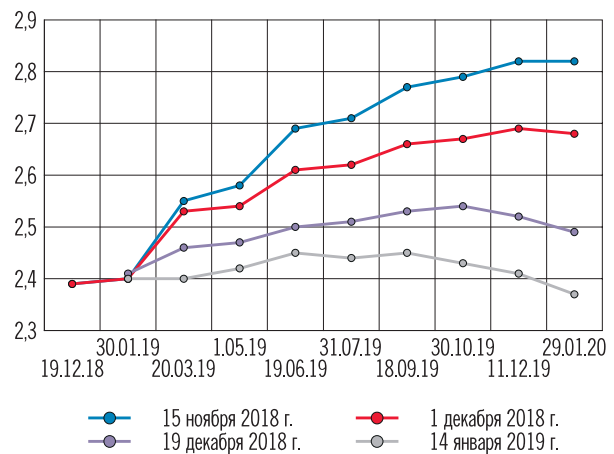
Источник: Bloomberg.

мости заимствований неизменной на фоне усиления рисков замедления глобального экономического роста и волатильности на мировом финансовом рынке.

В отчетном периоде ФРС США смягчила свою риторику, в результате чего был понижен прогноз регулятора о числе повышений стоимости заимствований в 2019 г. с трех до двух раз (прогноз на 2020 г. на уровне одного повышения базовой процентной ставки остался неизменным) (рис. 5).

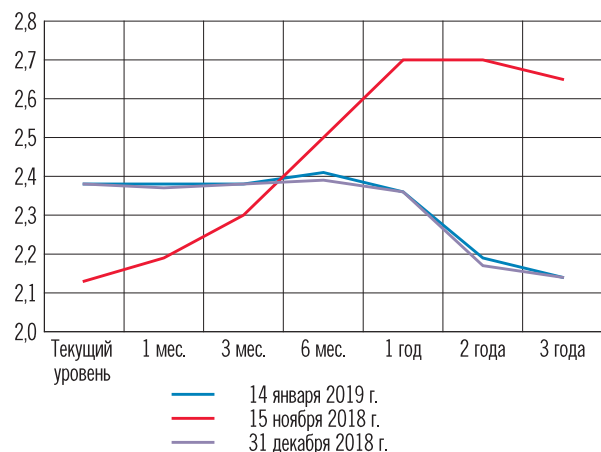
Смягчение риторики монетарных властей США и проявление в мировой экономике сигналов, указавших на замедление глобального экономического роста, привели к сохра-

УРОВЕНЬ БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ФРС США НА ПЕРИОД ДО 2020 Г. НА ОСНОВЕ ФОРВАРДОВ (%) Рис. 7



Источник: Bloomberg.

РЫНОЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ ПО ДИНАМИКЕ БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ФРС США НА 3 ГОДА ВПЕРЕД (%) Рис. 8



Источник: Bloomberg.

нению наметившейся в ноябре тенденции существенного снижения рыночных ожиданий относительно темпов роста целевой процентной ставки в США. В декабре рыночные ожидания по динамике процентной ставки ФРС США сместились в сторону того, что текущий диапазон базовой ставки останется неизменным на протяжении 2019 г. (рис. 6). Эти ожидания усилились в январе 2019 года. Более того, рыночные ожидания по уровню базовой процентной ставки в США на горизонте 2–3 лет предполагают снижение стоимости заимствований (рис. 7, 8).

Ожидания по поводу будущей траектории целевой процентной ставки ФРС США влияют

на динамику потоков капитала на рынки ЕМЕ. По данным Коерке¹ (2018), повышение ожидаемого рынком уровня ставки по федеральным фондам на 1 п.п. на горизонте трех лет приводит к сокращению на 15,3 млрд долл. США объема портфельных инвестиций на рынки ЕМЕ и вложений в фонды, инвестирующие в акции и облигации ЕМЕ, на 11,7 млрд долл. США в краткосрочном периоде и на 26,7 млрд долл. США в долгосрочном периоде. Соответственно, смягчение ожиданий по процентной ставке в США способствует притоку капита-

ла на развивающиеся рынки, хотя масштаб в этом случае будет менее значительным.

Таким образом, смягчение позиции ФРС США относительно темпов повышения целевой процентной ставки и формирование рыночных ожиданий по процентной ставке в США на более низком уровне способствовали в январе возобновлению спроса на активы ЕМЕ, в том числе увеличению присутствия иностранных инвесторов на российском рынке, несмотря на сохранение санкционных рисков.

¹ Коерке R. (2018). Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 55, pp. 170–194. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.03.003>.

2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

2.1. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

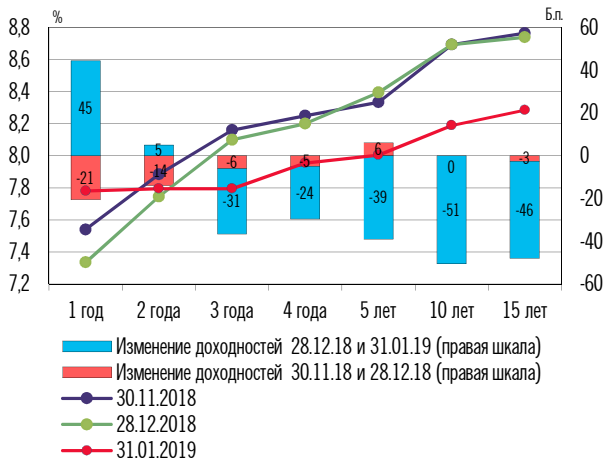
- На рынке ценных бумаг в январе 2019 г. сложилась благоприятная ситуация на фоне улучшения внешней конъюнктуры и повышения аппетита к риску.
- Возобновился приток иностранного капитала на рынки акций и ОФЗ, что способствовало росту котировок и снижению их волатильности.
- Новые покупки иностранных инвесторов на рынке ОФЗ сконцентрированы на длинных сроках.

РЫНОК ОФЗ

Смена риторики монетарных властей развитых стран относительно ожидаемых темпов повышения ставок благоприятно отразилась на росте аппетита к российским государственным облигациям. На этом фоне кривая доходностей ОФЗ за период с декабря 2018 г. по январь 2019 г. снизилась на всех сроках, кроме самых коротких, до 1 года (рис. 9). Снижение по срокам от 1 года до 15 лет составило в среднем 26 б.п., без ОФЗ на срок до 1 года – 34,4 базисного пункта.

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД

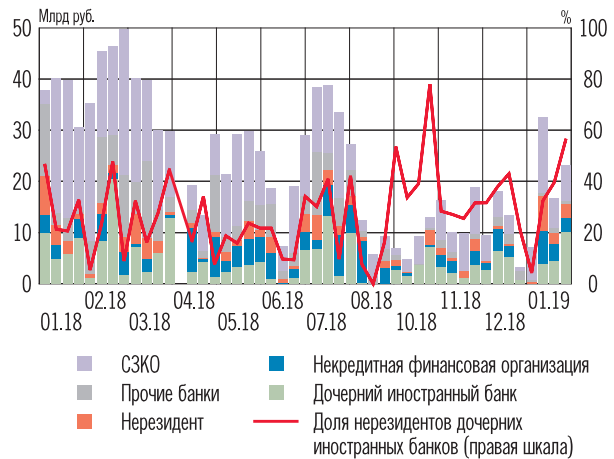
Рис. 9



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ

Рис. 10

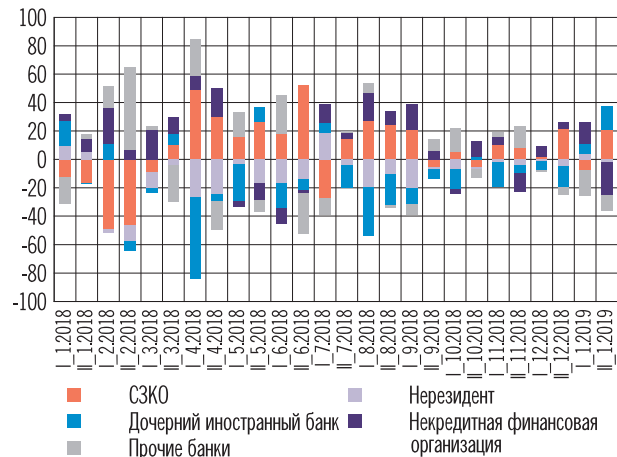


Источник: ПАО Московская Биржа.

Минфин России увеличил средний объем привлечения средств посредством аукционов ОФЗ с 12,1 млрд руб. в ноябре до 16,3 млрд руб. в декабре 2018 – январе 2019 г. (рис. 10). Нерезиденты и дочерние иностранные банки на аукционах 23 и 30 января 2019 г. приобрели 39,6 и 56,2% от объема размещения соответственно. Объем покупок ОФЗ нерезидентами на аукционах в целом в декабре-январе

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ (МЛРД РУБ.)

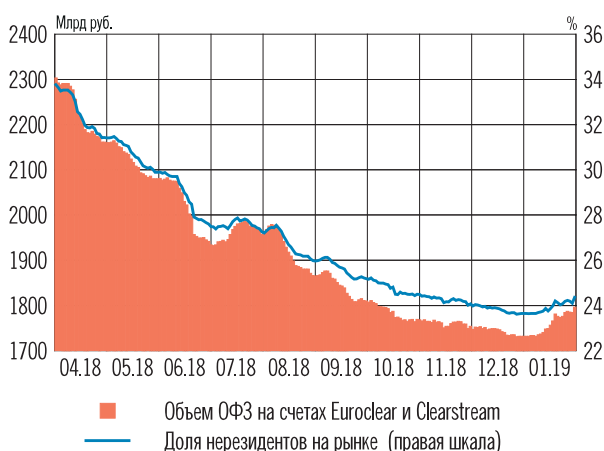
Рис. 11



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОСТАТКОВ ОФЗ У
НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ
ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД

Рис. 12



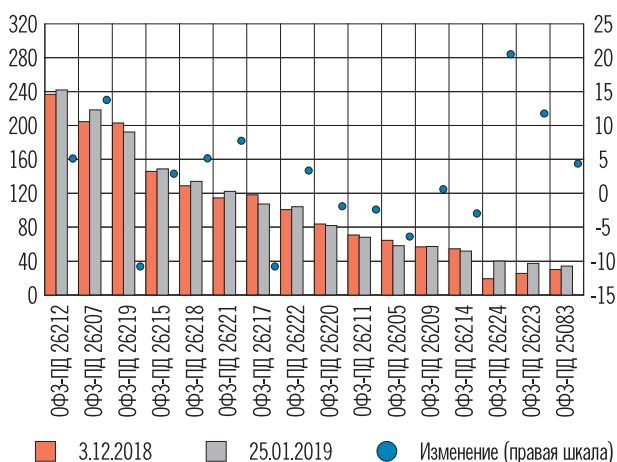
Источник: НКО АО НРД.

составил 44 млрд руб., доля нерезидентов на одном аукционе увеличилась в среднем до 33%.

На вторичном биржевом рынке ОФЗ с начала 2019 г. произошла смена стратегии нерезидентов и дочерних иностранных банков. Если в декабре (рис. 11) они продавали ценные бумаги, хотя и меньшими объемами (нетто-продажи составили 29 млрд руб., что меньше ноябрьского показателя на 2 млрд руб. и может быть связано с увеличением ими покупок ОФЗ на аукционах), то с начала 2019 г. нетто-покупки нерезидентов составили 2 млрд руб., а со стороны дочерних

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОТДЕЛЬНЫЕ ОФЗ*
И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД
(МЛРД РУБ.)

Рис. 13



* Рассматриваются бумаги с уровнем вложений нерезидентов более 20 млрд рублей.
Источник: НКО АО НРД.

и иностранных банков – 23,2 млрд рублей. При этом доля остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ выросла с 23,6% (на 31 декабря 2018 г.) до 24,4% (на 31 января 2019 г.), что в объемах вложений по номиналу соответствует росту с 1732 до 1796 млрд руб.¹ (рис. 12).

В целом за декабрь-январь нерезиденты в основном увеличивали вложения в ОФЗ с длинным сроком до погашения (рис. 13). Средний срок до погашения ОФЗ², в которые нерезиденты нарастили объем вложений, составляет 8,7 года, а ОФЗ, вложения в которые сократились, – 3,2 года.

РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Рост вложений нерезидентов на рынке суверенных еврооблигаций Российской Федерации, начавшийся в середине 2018 г., в отчетном периоде продолжился. Общий прирост вложений нерезидентов в еврооблигации за декабрь 2018 – январь 2019 г. составил 306 млн долл. США, доля на конец января – 52,0% (рис. 14).

Минфин России 27 ноября 2018 г. разместил новый выпуск еврооблигаций объемом 1 млрд евро. Покупки инвесторов распределились по следующим странам: Великобритания – 55%, Россия – 24%, континентальная Европа – 18%, США – 3%³. Если рассматривать покупки еврооблигаций по типу инвестора⁴ (рис. 15), то 55% объема купили нерезиденты, 44,4% – российские кредитные организации (как номинальные держатели бумаги, так и владельцы), 0,6% – прочие организации. За два месяца произошли небольшие изменения в структуре владельцев нового выпу-

¹ Данный показатель не покрывает весь портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, так как часть бумаг у нерезидентов находится в других депозитариях или у других организаций, торгующих ОФЗ за счет клиента.

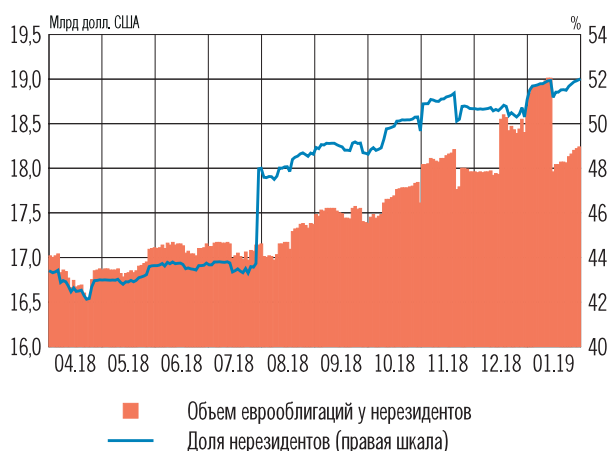
² Средний срок до погашения ОФЗ, взвешенный по изменению объема вложений нерезидентов за отчетный период.

³ Источник – Министерство финансов Российской Федерации.

⁴ Тип инвестора указывается при покупке ценной бумаги на определенный счет депо.

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В
РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

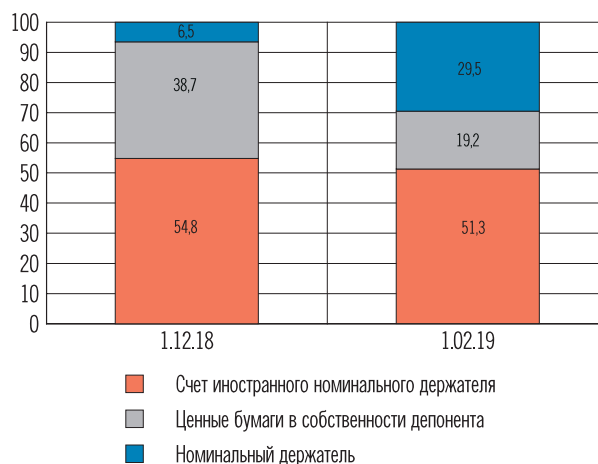
Рис. 14



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ В НОВЫЙ ВЫПУСК
ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИИ С ПОГАШЕНИЕМ
4.12.2025 ПО ТИПУ ВЛАДЕЛЬЦА (%)

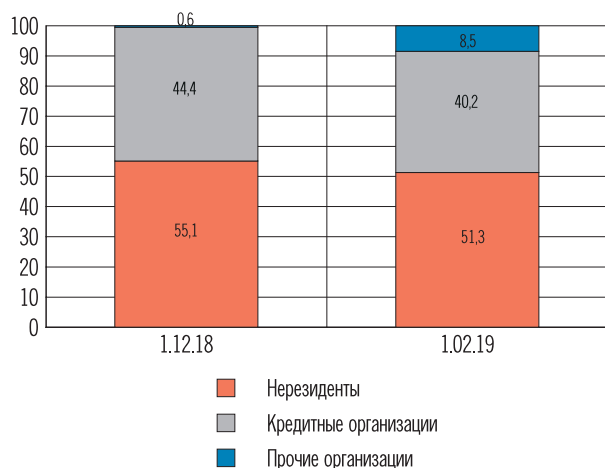
Рис. 16



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ В НОВЫЙ ВЫПУСК
ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИИ С ПОГАШЕНИЕМ
4.12.2025 ПО ТИПУ ИНВЕСТОРА (%)

Рис. 15



Источник: НКО АО НРД.

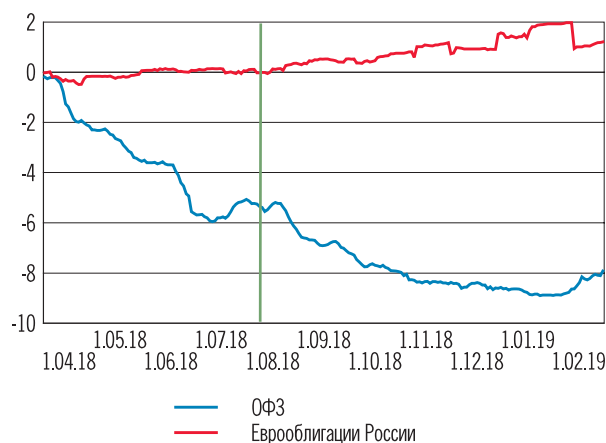
ска: увеличилась доля прочих организаций (до 8,5%), доля номинальных держателей бумаг выросла с 6,5 до 29,5% (рис. 16).

Россия 16 января осуществила погашение выпуска еврооблигаций на сумму 1,5 млрд долл. США. Поскольку в этот же день объем совокупных вложений нерезидентов в еврооблигации снизился на 1,05 млрд долл. США, оценочно около 70% объема погашенного выпуска принадлежало нерезидентам.

Дополнительно была проанализирована связь между сокращением объемов вложений нерезидентов в ОФЗ и ростом вложений в еврооблигации. За период с апреля 2018 г. по январь 2019 г. объем вложений

ПРИРОСТЫ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ
И ЕВРООБЛИГАЦИЙ РОССИИ НА СЧЕТАХ В НРД,
НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 17



Источник: НКО АО НРД.

в ОФЗ уменьшился на 507 млрд руб., или на 7,9 млрд долл. США, а объем вложений в еврооблигации вырос на 1,2 млрд долл. США, что составляет 15,5% от объема погашения вложений в ОФЗ (рис. 17). Прирост объема вложений нерезидентов в еврооблигации начался в августе, когда российский финансовый рынок функционировал в условиях повышенной волатильности, вызванной ростом рисков в Турции и Аргентине, а также реакцией на публикацию в США серии законопроектов об антироссийских санкциях.

Доходности российских еврооблигаций в стрессовый период в августе выросли (вместе с ростом доходностей ЕМЕ) и стали бо-

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И СПРЕД ДОХОДНОСТЕЙ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ И АМЕРИКАНСКИХ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ

Рис. 18

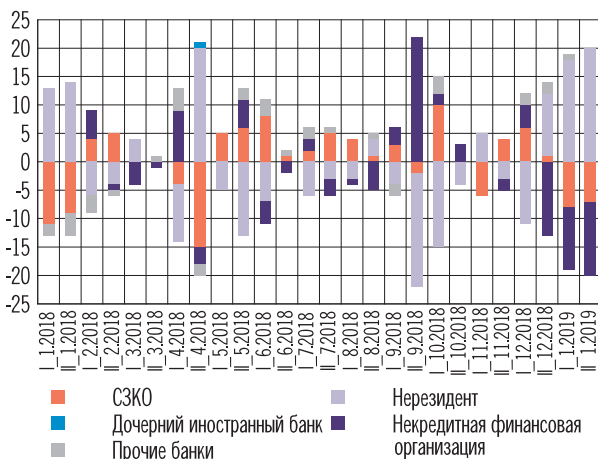


Источник: Bloomberg.

лее привлекательны для иностранных инвесторов (рис. 18): за первые две недели августа рост происходил по всем срокам, более существенно – для краткосрочных еврооблигаций (на 1% для еврооблигаций со сроком 1 год, на 0,5% – со сроком 10 лет). Спред между доходностями российских еврооблигаций и американских казначейских облигаций увеличился на 49 б.п. за соответствующий период (для ЕМЕ рост составил 62 б.п.). Однако показатели финансовой устойчивости России были лучше других ЕМЕ и находились на безопасном уровне⁵.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ АКЦИЙ (МЛРД РУБ.)

Рис. 19



Источник: ПАО Московская Биржа.

БИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

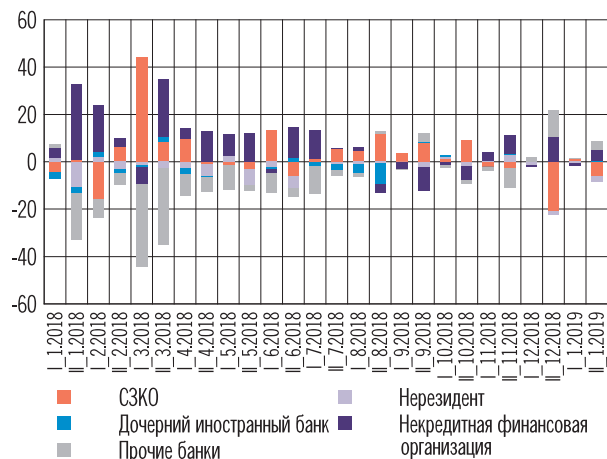
На вторичном биржевом рынке акций нерезиденты в декабре продали акций на 0,6 млрд руб., в январе их покупки составили 37,8 млрд руб., что является наибольшим объемом как минимум за пять лет (более ранняя статистика недоступна) (рис. 19). Индекс МосБиржи за отчетный период вырос с 2393 до 2521 пункта – максимального значения за всю историю наблюдений.

На вторичном рынке корпоративных облигаций чистые покупки на бирже со стороны нерезидентов и дочерних иностранных банков за декабрь-январь составили 5,4 млрд руб. (рис. 20). Больше всех купили прочие банки и некредитные финансовые организации (13,9 и 17,3 млрд руб. соответственно), системно значимые кредитные организации являлись продавцами (26,1 млрд руб.).

Таким образом, сохранение тренда на стабилизацию объемов размещения ОФЗ на аукционах, в том числе доли вложений нерезидентов, а также прекращение продаж ОФЗ иностранными участниками на вторичных биржевых торгах, рост аппетита к риску иностранных инвесторов в целом способствуют сохранению стабильности на рынке ценных бумаг и снижению негативных ожиданий его участников.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (МЛРД РУБ.)

Рис. 20



Источник: ПАО Московская Биржа.

⁵ Подробнее – см. Обзор рисков финансовых рынков, №5 (25), август 2018 года.

2.2. ЛИКВИДНОСТЬ ВАЛЮТНОГО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

- **В декабре 2018 – январе 2019 г. сезонного ухудшения ситуации с валютной ликвидностью не наблюдалось.**
- **Возобновление покупок иностранной валюты на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила и объявление о проведении отложенных покупок в течение трех лет не оказали заметного влияния на валютный рынок.**
- **Волатильность курса по-прежнему снижается и остается на уровне, близком к минимальному за долгий период.**

О благоприятности ситуации с валютной ликвидностью может свидетельствовать умеренное расширение спреда временной ставки по валютным свопам и ставки по МБК со сроком на 1 месяц. В силу сезонных факторов обычно в конце года наблюдается существенное временное расширение данного спреда и на внутреннем, и на внешних рынках. Временное расширение спреда наблюдалось как по рублям, так и по другим валютам, например иене и евро (рис. 22). Максимальное расширение рублевого спреда в декабре 2018 г. составило около 150 б.п., что на 100–120 б.п. меньше показателя 2017 года.

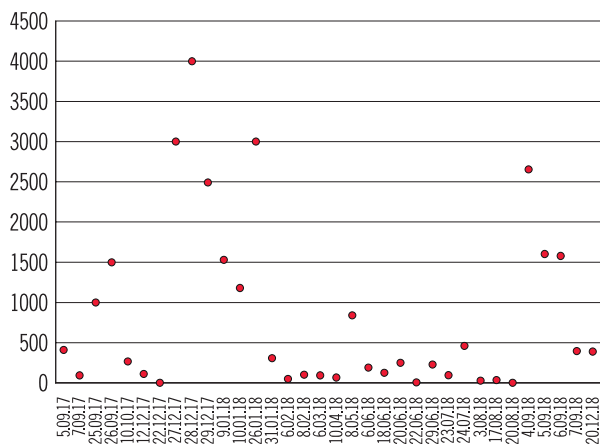
Таким образом, сезонного ухудшения ситуации с валютной ликвидностью на вну-

треннем рынке в России в период с декабря 2018 г. по январь 2019 г. не наблюдалось. Этому способствовали такие благоприятные факторы, как высокие показатели поступлений по текущему счету, небольшой уровень погашения внешних долгов нефинансовыми организациями, а также наличие запаса валютных средств у участников рынка, в том числе в силу временной приостановки Банком России покупок валюты (со второй половины августа до конца 2018 г.) на внутреннем рынке в рамках бюджетного правила.

В декабре 2018 г. не произошло традиционного для последних лет всплеска стоимости заимствования валютной ликвидности. В этом месяце Банк России предоставлял валютную ликвидность участникам рынка посредством операции «валютный своп» лишь один день (20 декабря), при этом объем размещенных средств составил всего 386 млн долл. США. Для сравнения, в 2017 г. спрос на валюту в рамках этого инструмента был существенно выше: только за три последних рабочих дня декабря 2017 г. объем операций по валютному свопу составлял 9,5 млрд долл. США. Тенденция к улучшению ситуации с валютной ликвидностью прослеживается и при сопоставлении показателей оборота по валютным свопам Банка России по IV кварталу за последние три года: 2016 г. – 12,12 млрд долл. США, 2017 г. – 9,87 млрд долл. США, 2018 г. – 0,39 млрд долл. США.

ВАЛЮТНЫЙ СВОП С БАНКОМ РОССИИ С ИЮНЯ 2017 Г. ПО ФЕВРАЛЬ 2019 Г. (МЛН ДОЛЛ. США)

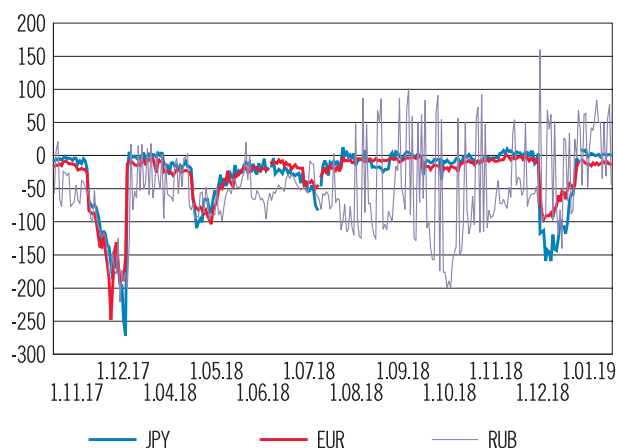
Рис. 21



Источник: Банк России.

ДИНАМИКА СПРЕДОВ ВМЕНЕННЫХ СТАВОК ПО ВАЛЮТНЫМ СВОПАМ И СТАВОК МБК СО СРОКОМ 1 МЕСЯЦ ПО РУБЛЮ, ЕВРО И ИЕНЕ (Б.П.)

Рис. 22



Источник: Thomson Reuters.

ПЛАТЕЖИ ПО ВНЕШНИМ ДОЛГАМ
КРУПНЕЙШИХ ЗАЕМЩИКОВ –
НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ*

Табл. 2

2018 г.	Октябрь	2 417	2017 г.	Октябрь	1 680
	Ноябрь	1 529		Ноябрь	2 454
	Декабрь	2 544		Декабрь	2 745
2019 г.	Январь	934	2018 г.	Январь	12 116
	Февраль	772		Февраль	3 846
	Март	2 841		Март	3 964

* Объемы приведены по 30 крупнейшим заемщикам по состоянию на конец 2017 – начало 2018 г. и по 40 крупнейшим заемщикам по состоянию на конец 2018 – начало 2019 г. согласно информации, опубликованной на сайте Банка России.

Источник: Банк России.

По оценке Банка России, поступления по текущему счету операций в IV квартале 2018 г. составили 38,8 млрд долл. США, что значительно выше аналогичного показателя в 2017 г. (6,6 млрд долл. США с учетом операций в рамках бюджетного правила) (рис. 23). При этом счет текущих операций в целом за 2018 г. составил 114,9 млрд долл. США, в то время как в 2017 г. он составлял лишь 33,3 млрд долл. США.

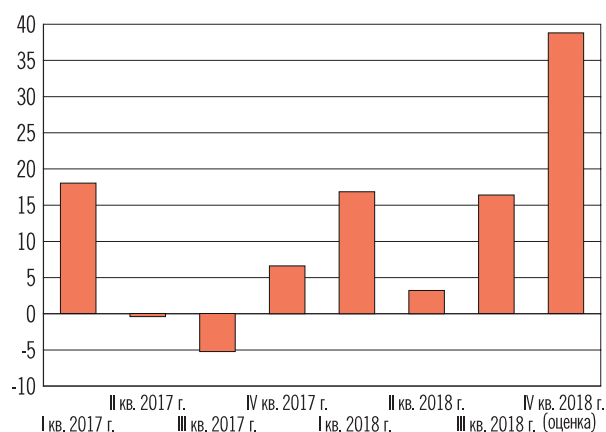
Объем платежей нефинансовых организаций по внешнему долгу за IV квартал 2018 г. составил 6,5 млрд долл. США, что меньше аналогичного показателя 2017 г. на 389 млн долл. США, или 5,7%. При этом объемы погашения долга 40 крупнейшими заемщиками в IV квартале 2018 г. и 30 крупнейшими заемщиками в IV квартале 2017 г. сопоста-

вимы. Согласно графику ожидаемых платежей по внешним заимствованиям компаний нефинансового сектора, январские выплаты в 2019 г. будут меньше аналогичных в 2018 г. более чем в 12 раз (табл. 2). Учитывая, что планируемый, согласно графику, объем погашений в I квартале 2019 г. составляет всего 4,55 млрд долл. США (в I квартале 2018 г. было выплачено 19,92 млрд долл. США), значимого негативного влияния на валютную ликвидность вследствие необходимости погашения внешних заимствований не ожидается.

Отсутствие повышенного сезонного спроса на валютную ликвидность и стабильность на валютном рынке подтверждает и низкая волатильность курса рубля. В декабре 2018 г. вмененная волатильность по опционам на срок 1 месяц находилась на уровне, близком к минимальному за год (рис. 24). Тренд на снижение волатильности наблюдается с конца августа – начала сентября 2018 г., когда Банк России приостановил покупки иностранной валюты на внутреннем рынке. Объявления о возобновлении регулярных, а затем и отложенных покупок валюты на внутреннем рынке, а также само начало операций не оказали существенного влияния на рынок (тренд на снижение волатильности по итогам дня сохранился). Вмененная волатильность по опционам на срок овернайт

ПОСТУПЛЕНИЯ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ПО
ТЕКУЩЕМУ СЧЕТУ НА ВНУТРЕННИЙ РЫНОК С
УЧЕТОМ ОПЕРАЦИЙ В РАМКАХ БЮДЖЕТНОГО
ПРАВИЛА (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 23



Источник: Банк России.

КУРС РУБЛЯ И ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО
ОПЦИОНАМ НА СРОК 1 МЕСЯЦ

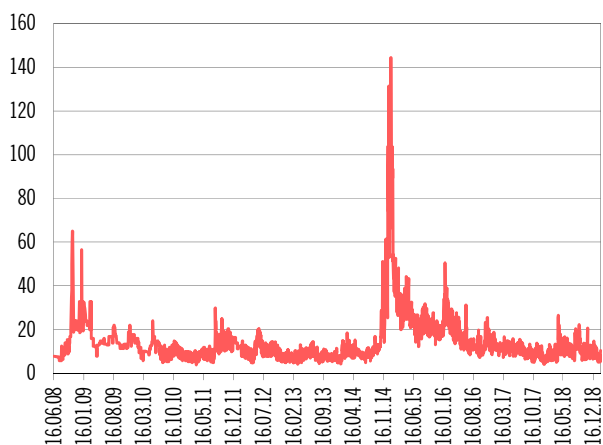
Рис. 24



Источник: Thomson Reuters.

ДИНАМИКА ВМЕНЕННОЙ ВОЛАТИЛЬНОСТИ ПО
ОПЦИОНАМ НА СРОК ОВЕРНАЙТ (%)

Рис. 25



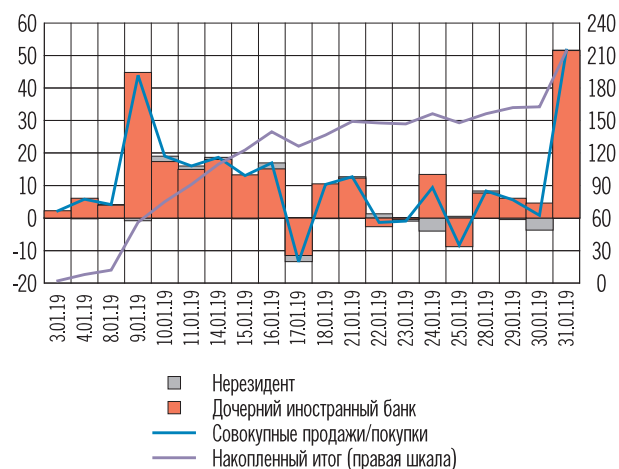
Источник: Thomson Reuters.

на протяжении 2018 г.⁶ продолжила снижаться и достигла уровня, близкого к минимальному с 2008 г. (рис. 25).

Нерезиденты и дочерние иностранные банки в январе являлись активными продавцами валюты на рынке спот. В совокупном объеме нерезидентами и дочерними иностранными банками в январе было продано валюты на 214 млрд рублей.

ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ
НЕРЕЗИДЕНТАМИ В ЯНВАРЕ (МЛРД РУБ.)

Рис. 26



Источник: ПАО Московская Биржа.

Таким образом, ситуация с валютной ликвидностью в конце 2018 г. и начале 2019 г. оставалась стабильной: сезонность конца года, возобновление покупок иностранной валюты на внутреннем рынке, а также объявление о проведении отложенных покупок в течение последующих трех лет не оказали на нее заметного влияния.

⁶ За исключением апрельского и августовского краткосрочных периодов усиления санкционной риторики.

3. КРАТКОВРЕМЕННЫЙ ВСПЛЕСК ВОЛАТИЛЬНОСТИ НА РЫНКЕ НЕФТЯНЫХ ФЬЮЧЕРСОВ

- **Продолжительное снижение цены нефти в IV квартале 2018 г. и отсутствие торгов на основных мировых площадках 25 декабря 2018 г. способствовали однодневному всплеску волатильности цены краткосрочного нефтяного фьючерса на Московской Бирже.**

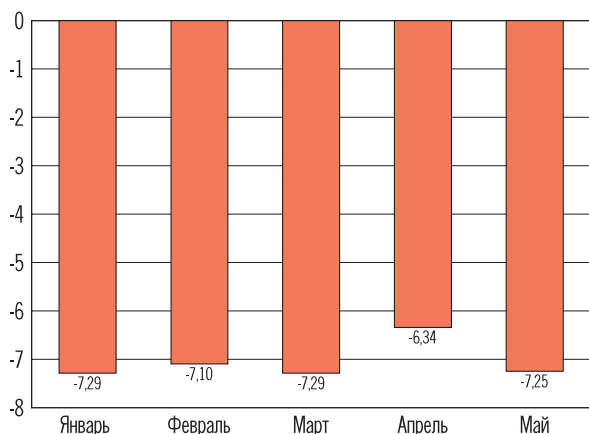
Достигнув максимума в начале октября 2018 г. (83 долл. США/баррель), цена нефти марки Brent в течение IV квартала 2018 г. снижалась. В связи с рождественскими праздниками торги на основных для нефти марки Brent мировых площадках 25.12.2018 не проводились¹. В этих условиях на секции товарных фьючерсов Московской Биржи был отмечен однодневный всплеск волатильности цены краткосрочного поставочного фьючерсного контракта на нефть (с датой исполнения 03.01.2019).

Согласно данным Московской Биржи, снижение цены данного фьючерса за сутки составило 7,29% (по итогам дня). При этом по фьючерсам на нефть с более поздними датами исполнения также наблюдалось падение цены в среднем на 7% (рис. 27). Объ-

ем торгов по указанному фьючерсному контракту за сутки составил 46,4 млрд руб., что в 2,2 раза меньше среднедневного показателя объема торгов в декабре (101,9 млрд руб.). Поскольку текущий среднедневной объем торгов и в целом ликвидность рынков по фьючерсам на нефть с более поздними датами исполнения существенно меньше, то по этим инструментам аналогичного снижения объема торгов в этот день не наблюдалось.

Дополнительным фактором, оказавшим влияние на цену краткосрочного поставочного фьючерсного контракта на нефть (с датой исполнения 03.01.2019), стало сильное падение цен нефтяных инструментов на азиатских площадках перед открытием торгов на Московской Бирже 25 декабря 2018 года. Это усугубило положение инвесторов на фоне уже наблюдавшегося ранее понижательного тренда в цене на нефть, и вскоре после открытия торгов цена на фьючерс несколько раз пробивала уровни «поддержки», вследствие чего произошла приостановка торгов и последующие изменения гарантийного

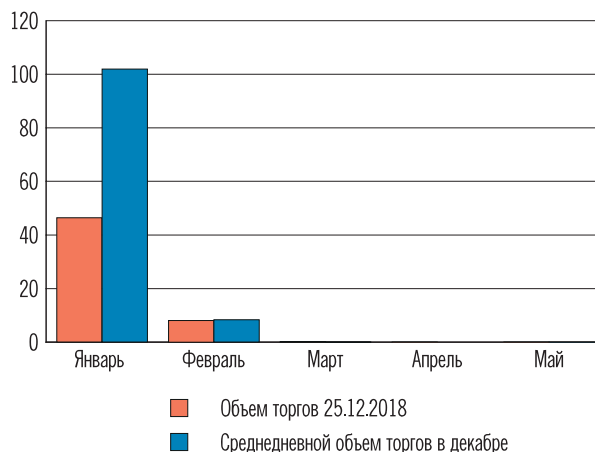
СНИЖЕНИЕ ЦЕНЫ ПОСТАВОЧНЫХ ФЬЮЧЕРСОВ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ЯНВАРЕ-МАЕ 2019 Г. ПО ИТОГАМ 25.12.2018 (%) Рис. 27



Источник: ПАО Московская Биржа.

¹ На Лондонской бирже торги закрылись в 22:00 по московскому времени 24.12.2018, а в Шанхае – в 10:00 по московскому времени 25.12.2018.

ЛИКВИДНОСТЬ НЕФТЯНЫХ ФЬЮЧЕРСОВ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ЯНВАРЕ-МАЕ 2019 Г. (МЛРД РУБ.) Рис. 28



Источник: ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА МАРЖИНАЛЬНЫХ ТРЕБОВАНИЙ НА
СРОЧНОЙ СЕКЦИИ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ 27.12.2018
ПО ТИПАМ СЧЕТОВ (МЛН РУБ.)

Рис. 29



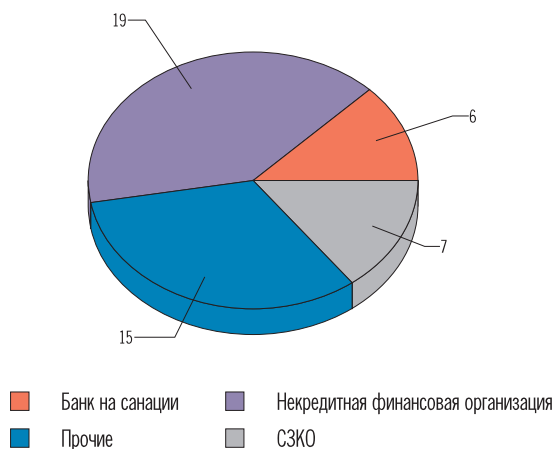
Источник: ПАО Московская Биржа.

обеспечения и ценового коридора (снижение цены в течение дня достигало 12%). Данная процедура является стандартной при резком изменении цены торгуемого инструмента.

Резкий всплеск волатильности цены инструмента тем не менее не привел к возникновению на следующий день маржинальных требований на срочном рынке. Учитывая рождественские праздники, брокеры ожидали получения ценовых ориентиров при открытии основных площадок базового актива, а также усиления динамики торгов по фьючерсному контракту на Московской Бирже в течение ближайших рабочих дней. За последующие два дня шесть участников рынка получили маржинальные требования на сумму 310 млн рублей. При этом 304,4 млн руб. из них относились не к собственному, а к клиентскому типу счета или доверительному управлению. Уже 27 декабря 2018 г. объем торгов на Московской Бирже по нефтяному фьючерсу с исполнением в январе составил 103 млрд руб., что близко к стандартному среднедневному объему по этому инструменту в декабре, и цена контракта вернулась к значениям на 24 декабря.

ПРОДАВЦЫ НЕФТЯНОГО ФЬЮЧЕРСА С
ИСПОЛНЕНИЕМ В ЯНВАРЕ 2019 Г., 25.12.2018
(МЛРД РУБ.)

Рис. 30



Источник: ПАО Московская Биржа.

Роста концентрации отдельных участников рынка в период всплеска волатильности не выявлено, основными продавцами нефтяного фьючерса были некредитные финансовые организации, осуществляющие в основном клиентские сделки (рис. 30).

С учетом отсутствия продолжительного и существенного снижения цены на базовый актив и роста на этом фоне негативных ожиданий участников в аналогичный период в прошлом году, когда не работали биржи за рубежом, такой ситуации не наблюдалось.

Таким образом, усиление волатильности цены поставочного фьючерса на нефть марки Brent с исполнением в январе могло быть обусловлено в том числе локальным снижением ликвидности и недостаточным уровнем информирования участников рынка на фоне продолжительного снижения цены базового актива и отсутствия торгов на основных мировых площадках. Банк России в настоящее время продолжает исследование возможных причин данного скачка волатильности цены.

ПРИЛОЖЕНИЕ. СТАТИСТИКА ПО РЫНКАМ

Таблица 1

Изменение рыночных индикаторов на рынках EME (по состоянию на 31.01.2019)

Обменные курсы национальных валют EME к доллару США, %														
	BRL	RUB	INR	IDR	CNY	ZAR	TRY	ARS	MXN	COP	CLP	THB	MYR	PHP
1 неделя	3,4	0,6	0,0	1,4	1,4	3,5	2,0	0,2	-0,5	2,1	2,5	1,5	1,2	1,3
1 месяц	6,4	6,1	-1,9	3,0	2,7	8,2	2,4	0,9	2,9	4,8	6,0	3,5	0,9	0,7
3 месяца	2,1	0,8	4,0	8,8	4,2	11,6	8,1	-3,8	6,5	3,7	6,5	6,0	2,2	2,4
1 год	-12,6	-14,1	-10,5	-4,2	-6,1	-10,6	-27,3	-47,4	-2,6	-8,9	-8,1	0,3	-4,8	-1,6
Фондовые индексы EME, %														
	Бразилия	Россия	Индия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Аргентина	Мексика	Колумбия	Чили	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	-0,3	1,5	0,2	1,0	-0,3	1,0	2,3	4,0	1,0	0,9	-0,2	1,3	-0,6	-0,7
1 месяц	10,8	6,4	0,5	5,5	3,6	2,7	14,0	19,9	5,6	6,1	5,9	5,0	-0,4	7,3
3 месяца	11,4	7,2	5,3	12,0	-0,7	3,4	15,4	23,2	0,1	-4,6	5,9	-1,6	-1,5	12,1
1 год	14,7	10,1	0,8	-1,1	-25,7	-9,0	-12,9	4,0	-12,8	-2,4	-7,7	-10,1	-9,9	-8,6
Доходности 10-летних гособлигаций EME в национальной валюте, б.п.														
	Бразилия	Россия	Индия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Мексика	Колумбия	Чили	Перу	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	-23	-13	-7	-5	-2	-20	-137	-1	-2	-5	1	-1	0	-5
1 месяц	-40	-62	11	7	-14	-30	-199	-16	10	3	-2	-3	-2	-64
3 месяца	-137	-51	-37	-55	-40	-79	-389	-39	-36	-35	-27	-35	-5	-155
1 год	-85	88	5	173	-81	12	244	88	49	-4	91	5	14	20
Спреды по суверенным CDS EME на срок 5 лет, б.п.														
	Бразилия	Россия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Аргентина	Мексика	Колумбия	Чили	Перу	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	-6	-1	-10	-5	-18	-12	3	4	-5	-3	-2	-2	-7	-6
1 месяц	-41	-23	-24	-12	-48	-59	-180	-20	-33	-16	-20	-4	-27	-14
3 месяца	-37	-17	-44	-16	-60	-84	11	-10	-4	-7	-9	-3	-31	-25
1 год	20	23	31	1	31	134	380	37	34	3	7	0	24	14

Примечание.

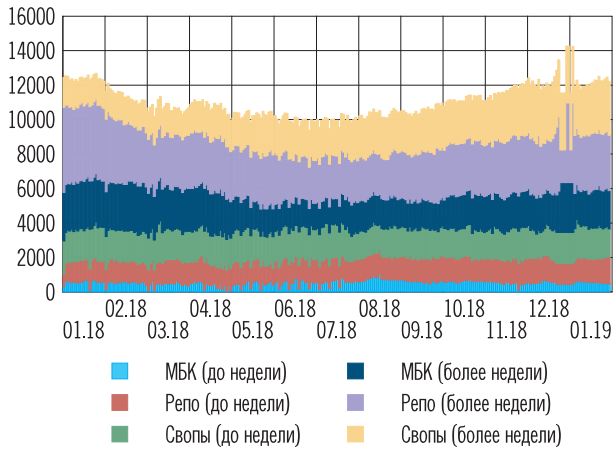
Цветовая палитра отражает ужесточение/смягчение рыночных индикаторов на формирующихся рынках для наблюдений, изменения которых по модулю превышают 1,5 стандартного отклонения.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

ДИНАМИКА ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ПО
ИНСТРУМЕНТАМ (МЛРД РУБ.)

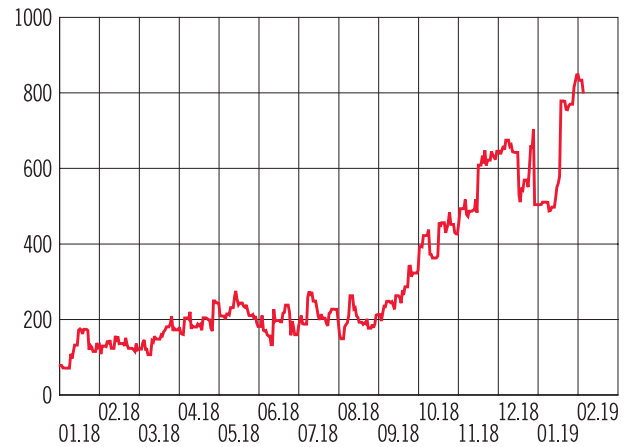
Рис. 31



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ДИНАМИКА ОТКРЫТОЙ ПОЗИЦИИ РЫНКА РЕПО
С ЦК С КСУ (МЛРД РУБ.)

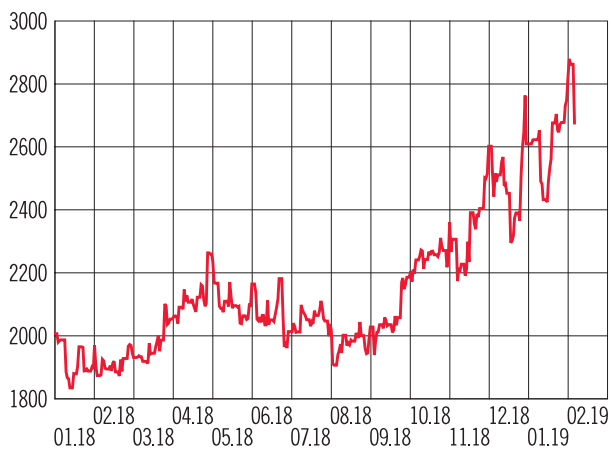
Рис. 33



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОТКРЫТОЙ ПОЗИЦИИ РЫНКА РЕПО С
ЦК (МЛРД РУБ.)

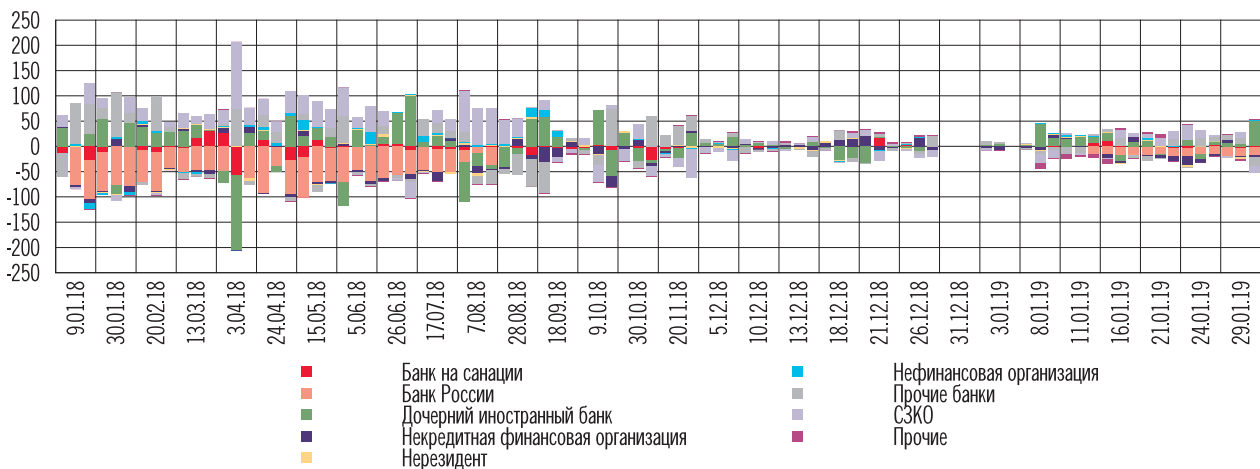
Рис. 32



Источник: ПАО Московская Биржа.

**ПОКУПКИ/ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ НА СПОТОВОМ РЫНКЕ
(МЛРД РУБ.)**

Рис. 34

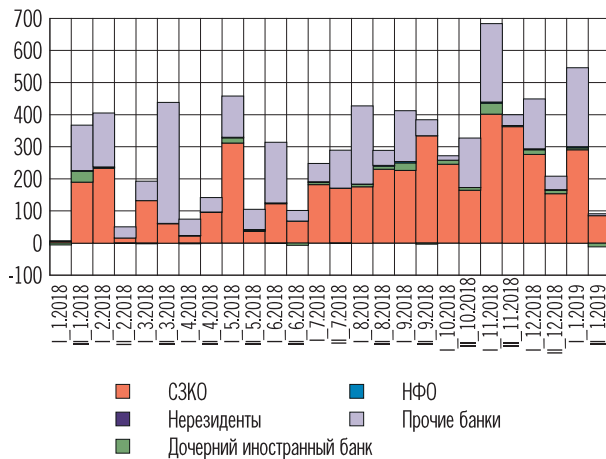


Источник: ПАО Московская Биржа.

РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

**ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК КУПОННЫХ
ОБЛИГАЦИЙ БАНКА РОССИИ**

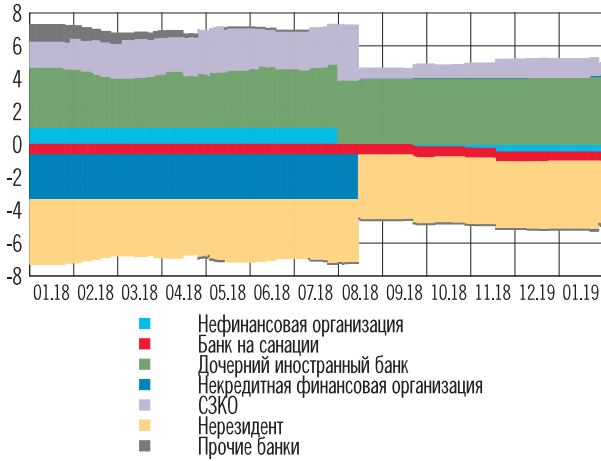
Рис. 35



Источник: ПАО Московская Биржа.

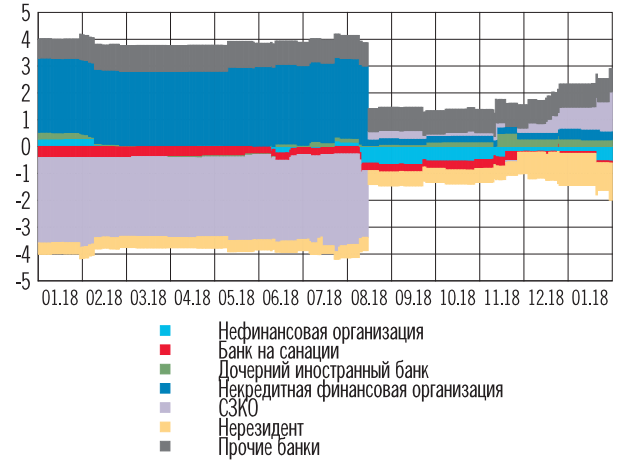
РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ РУБЛЕВОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ПЛАВАЮЩУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 36



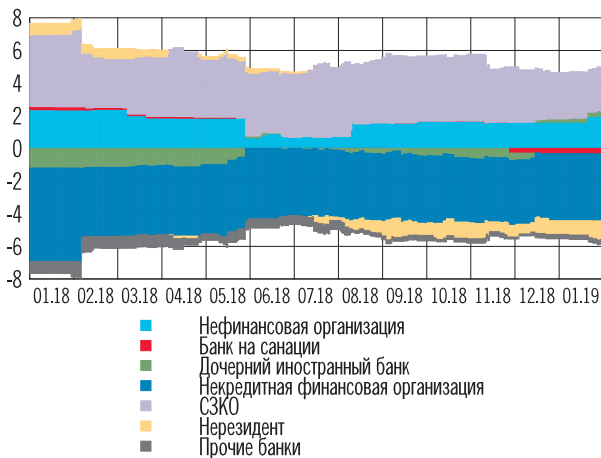
Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ ВАЛЮТНОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ФИКСИРОВАННУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 39



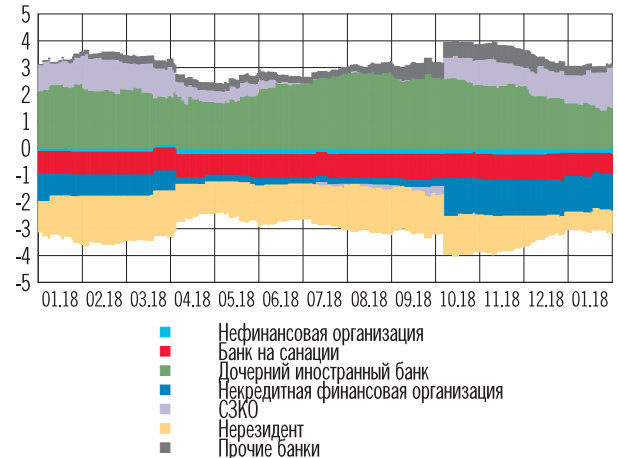
Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ РУБЛЕВОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ФИКСИРОВАННУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 37



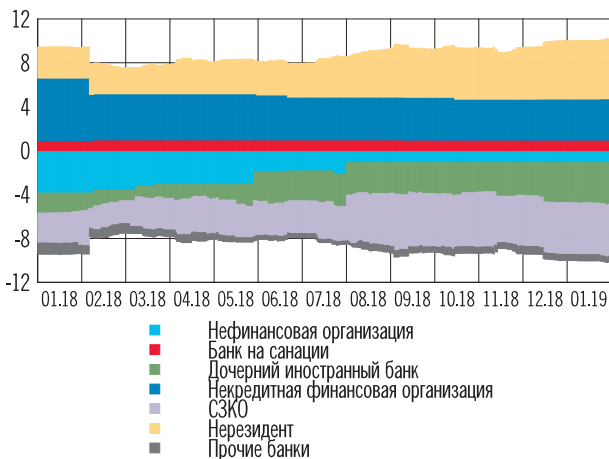
Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ РУБЛЕВОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ПЛАВАЮЩУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 40



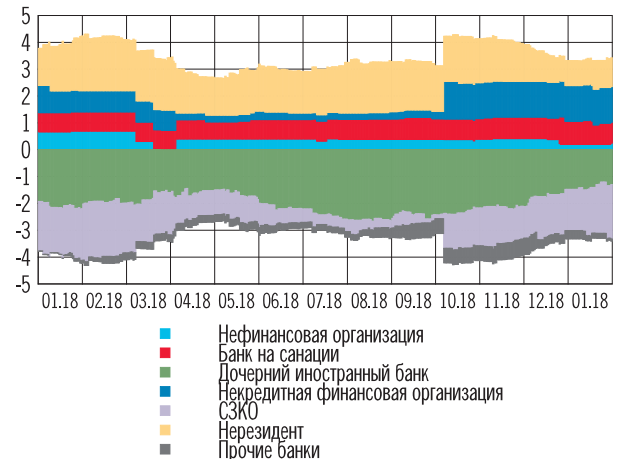
Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ ВАЛЮТНОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ПЛАВАЮЩУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 38



Источник: НКО АО НРД.

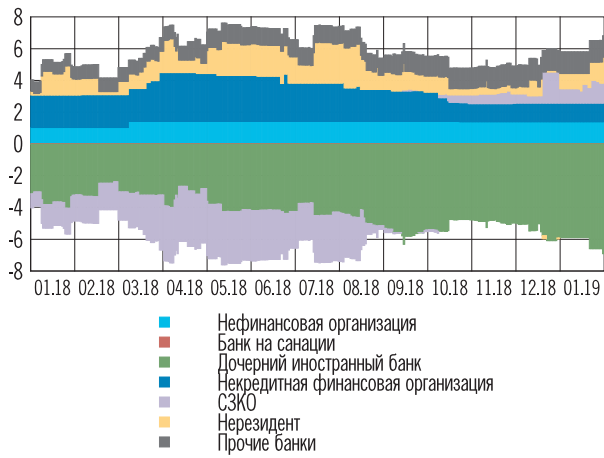
**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ РУБЛЕВОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
ПОД ФИКСИРОВАННУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)** Рис. 41



Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ ВАЛЮТНОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПОД
ПЛАВАЮЩУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)**

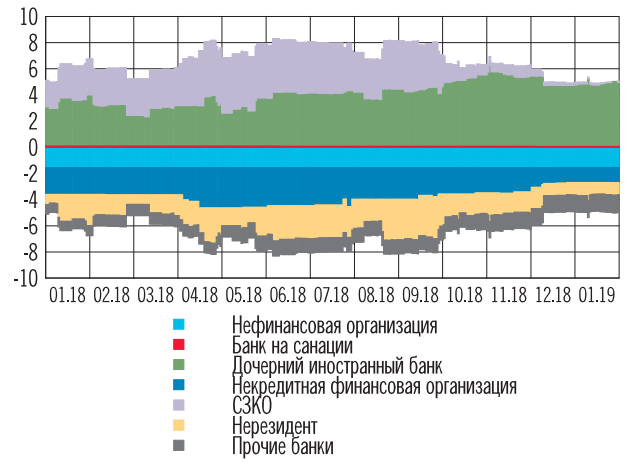
Рис. 42



Источник: НКО АО НРД.

**ЧИСТОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ / ЗАЕМ ВАЛЮТНОЙ
ЛИКВИДНОСТИ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПОД
ФИКСИРОВАННУЮ СТАВКУ (МЛРД ДОЛЛ. США)**

Рис. 43



Источник: НКО АО НРД.