



Банк России

№ 7

Август 2019

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2019

СОДЕРЖАНИЕ

Резюме	2
1. Текущие риски на внешнем и внутреннем финансовых рынках.....	3
1.1. Уязвимости и риски на внешних рынках	3
1.2. Риски на российском финансовом рынке.....	6
2. Актуальные вопросы российских финансовых рынков	11
2.1. Последствия отрицательных процентных ставок для российских банков.....	11
2.2. Рынок деривативов в условиях смягчения денежно-кредитной политики ведущих центральных банков мира.....	13
2.3. Последствия Brexit для российского рынка деривативов.....	14

Облако тегов¹



¹ Облако тегов показывает наиболее часто встречающиеся слова в обзоре. Величина слова отражает частоту его упоминания.

Материал 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 Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

РЕЗЮМЕ

В августе 2019 г. повысилась неопределенность относительно перспектив глобального экономического роста. Данные, указывающие на замедление экономического роста в ведущих странах, дальнейшая эскалация торговых споров между США и Китаем, сохранение рисков Brexit и локальные политические риски (Аргентина) привели к снижению склонности глобальных инвесторов к риску. Многие страны с развивающимися рынками (ЕМЕ) столкнулись со значительными оттоками капитала и ослаблением национальных валют. Однако в России рост волатильности на финансовом рынке был умеренным в сравнении с другими странами.

Кривая доходности ОФЗ в августе 2019 г. продолжила снижаться (в среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками – на 18 б.п.). На снижение кривой значимое влияние оказало смягчение общих денежно-кредитных условий в крупнейших экономиках мира. Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев, по данным Национального расчетного депозитария (НРД), в августе немного снизилась – до 29% от общего объема рынка ОФЗ. Санкции не привели к значительным продажам ОФЗ нерезидентами: по данным НРД, в августе объем вложений нерезидентов уменьшился на 18 млрд рублей.

Переход рынков в отдельных валютах в зону отрицательных ставок в последние годы получает все большее распространение. Иностранные банки часто устанавливают отрицательные ставки в отдельных валютах для клиентов-вкладчиков, однако российские банки не имеют такой возможности в силу законодательных ограничений, что оказывает неблагоприятное влияние на их чистые процентные доходы и возможности генерации прибыли. В связи с этим получает все большее распространение практика взимания (повышения) банками комиссии за обслуживание счетов по привлечению средств (преимущественно кредитных организаций, а также в отдельных случаях прочих юридических лиц) в указанных валютах.

Согласно результатам проведенного исследования, дальнейшее снижение ставок мировыми центральными банками (в рассмотренном сценарии для евро до -1%, для доллара США – до 1%) при текущей структуре сделок приведет к отрицательной переоценке деривативов для российских участников рынка на сумму 21,2 млрд рублей. Указанная переоценка тем не менее не имеет высокой концентрации на отдельных участниках и не влечет за собой рисков потери их финансовой устойчивости.

Проведенное стресс-тестирование российского рынка производных финансовых инструментов (ПФИ) в рамках жесткого сценария Brexit (ослабление курса национальной валюты Великобритании, а также повышение процентной кривой по фунту стерлингов) не выявило существенных рисков для российских участников. Однако косвенные эффекты влияния жесткого сценария Brexit, в отличие от оценок прямого эффекта, могут оказать существенное влияние на глобальные рынки, что усилит неприятие риска инвесторами.

1. ТЕКУЩИЕ РИСКИ НА ВНЕШНЕМ И ВНУТРЕННЕМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

1.1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

- **Ключевым источником волатильности на глобальных рынках в августе 2019 г. стало обострение торговых споров. На этом фоне потенциальные риски повысились, но, поскольку финансовые рынки сохраняли устойчивость благодаря мерам регуляторов, угрозы финансовой стабильности не наблюдалось.**
- **В отчетном периоде была зафиксирована инверсия кривой доходностей государственных бумаг на участке 2–10 лет в США и Великобритании впервые со времен мирового финансового кризиса 2008–2009 годов.**
- **Замедление мирового экономического роста, обострение торговых споров и локальные политические риски привели к снижению склонности глобальных инвесторов к риску в отчетном периоде.**
- **Чистый отток капитала с финансовых рынков развивающихся стран в августе 2019 г. стал максимальным с июня 2018 г. и составил 17,4 млрд долл. США.**

1. В августе 2019 г. продолжилось снижение деловой активности в крупнейших экономиках мира.

Сокращение производственного индекса PMI США в августе на 0,1 п., до минимального с сентября 2009 г. значения 50,3 п., указало на снижение экономической активности в стране. Производственный индекс PMI еврозоны, наоборот, в отчетном периоде вырос на 0,5 п., до 47 п., однако он остается ниже 50 п., то есть находится на уровне, соответствующем снижению экономической активности. В августе продолжилось снижение производственного индекса PMI Китая (на 0,2 п., до 49,5 п.; прогнозировалось, что значение индекса составит 49,6 п.). В июне темп роста промышленного производства Германии, крупнейшей экономики еврозоны, снизился на 0,8 п.п., до -5,2% в годовом выражении (минимум с декабря 2009 г.). Годовой темп роста промышленного производства Китая в июле сократился на 1,5 п.п., до 4,8%, что является минимальным уровнем с марта 2002 года.

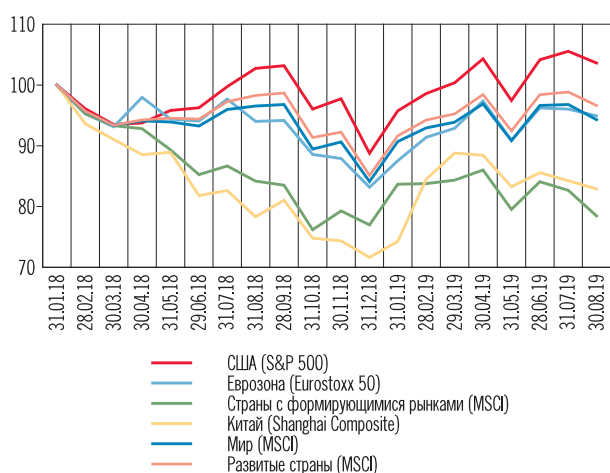
Сигналы о замедлении глобального экономического роста привели к снижению мировых фондовых индексов в отчетном периоде (рис. 1). Снижение фондового индекса S&P 500 составило 1,8%, EuroStoxx 50 – 1,2%, Shanghai Composite – 1,6%. В августе была зафиксирована инверсия кривых доходностей государственных облигаций на участке 2–10 лет в США (впервые с 2007 г.) и Великобритании (впервые с 2008 г.) (рис. 2). Анализ исторических данных показывает, что положительный спред доходности ценных бумаг на 2 года и 10 лет может являться оценкой вероятности наступления экономической рецессии. В отчетном периоде доходность государственных облигаций США на срок 10 лет снизилась на 52 б.п., до 1,50% (27 августа был достигнут минимальный с августа 2016 г. уровень – 1,47%). Значительное снижение доходности государственных ценных бумаг в США может быть связано с масштабным бегством глобальных инвесторов в защитные активы. В августе продолжилось снижение отрицательной доходности государственных облигаций Германии на срок 10 лет.

2. Экономические власти в различных странах сообщают о необходимости применения инструментов стимулирующей политики в условиях замедления мирового экономического роста.

ФРС США хоть и не сигнализирует о приближении длительного монетарного смягчения, однако рынок ожидает, что на ближайшем заседании регулятора 18 сентября процентные ставки будут снижены: возможность снижения ФРС США диапазона ставки федеральных фондов на 25 б.п., до 2,00–2,25%, оценивается с вероятностью 97% и на 50 б.п. – с вероятностью 3%.

ДИНАМИКА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ
(ЯНВАРЬ 2018 Г.=100%)

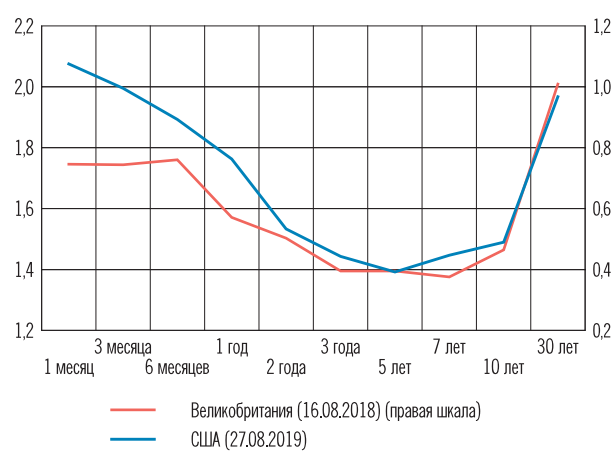
Рис. 1



Источник: Bloomberg.

ИНВЕРСИЯ КРИВЫХ БЕЗРИСКОВОЙ ДОХОДНОСТИ
США И ВЕЛИКОБРИТАНИИ В АВГУСТЕ 2019 ГОДА

Рис. 2



Источник: Thomson Reuters.

Европейский центральный банк указывает на необходимость применения дополнительных стимулирующих мер в том числе в области нетрадиционной монетарной политики (о чем свидетельствуют протоколы последнего заседания ЕЦБ). Рассматривается возможность выкупа акций и повышение индивидуальных страновых лимитов выкупа долга. Участники рынка не сомневаются в снижении депозитной процентной ставки ЕЦБ на 10 б.п., до -0,50%, на заседании 12 сентября. На фоне ухудшения экономической ситуации фискальные власти Германии изучают вопрос увеличения расходной части государственного бюджета.

Народный банк Китая (НБК) провел реформу процентных ставок по банковским кредитам. В соответствии с новым механизмом ставки банковского кредитования привязаны к базовой ставке по кредитам первоклассным заемщикам (LPR), которая зависит от процентной ставки среднесрочного кредитования (MLF). В результате проведенной реформы уровень базовой кредитной ставки стал равен 4,31% вместо 4,35% ранее. Далее НБК снизил уровень ставки на 6 б.п., до 4,25%.

3. В августе произошло усиление рисков глобального протекционизма.

В отчетный период Д. Трамп опубликовал сообщение о введении новых пошлин в размере 10% на товары из Китая стоимостью 300 млрд долл. США с 1 сентября. Вскоре после этого США объявили об отсрочке во введении указанных пошлин на часть китайских товаров до 15 декабря 2019 года. Затем Китай принял решение о введении дополнительных пошлин в размере 5–10% на импорт товаров из США на сумму 75 млрд долл. США в год с 1 сентября и о планах ввести новые пошлины с 15 декабря 2019 года. В ответ Д.Трамп объявил о повышении пошлин с 10 до 15% на товары из Китая стоимостью 300 млрд долл. США (с 1 сентября – на 112 млрд долл. США, с 15 декабря – в остальной части); а также о повышении уже действующих пошлин на товары стоимостью 250 млрд долл. США (с 25 до 30% с 1 октября).

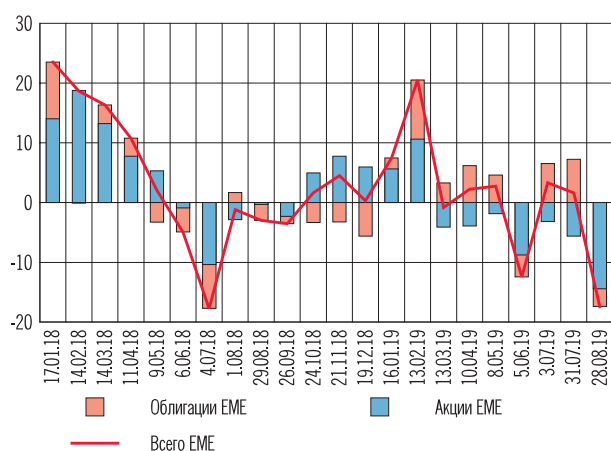
4. Снижение глобальной экономической активности может привести к сокращению глобального спроса на энергоресурсы.

Опасения замедления глобального экономического роста стали ключевым фактором снижения мировых цен на нефть в отчетном периоде. В августовском обзоре ОПЕК снизила прогноз роста мирового спроса на нефть в 2019 г. на 40 тыс. барр., до 1,1 млн барр. в день (мировое потребление нефти в 2019 г. составит 99,92 млн барр. в день). В отчетном периоде нефтяные цены марок Brent и Urals¹ снизились на 7,3 и 5,2% соответственно.

¹ Среднее из цен на нефть марки Urals, продаваемой в регионах Средиземноморья и Западной Европы.

ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА В
ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ЕМЕ,
СУММИРОВАНИЕ ПО 4 НЕДЕЛИ (МЛРД ДОЛЛ. США)

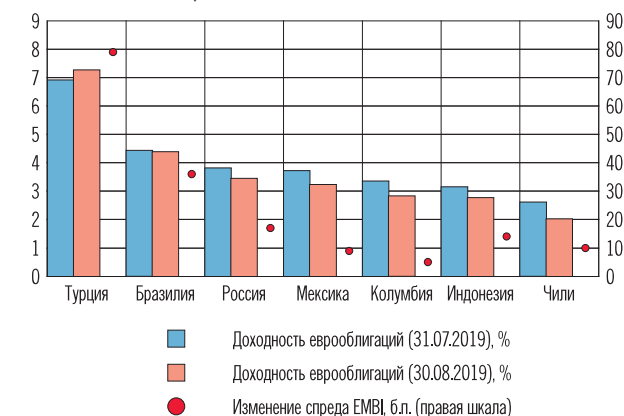
Рис. 3



Источник: EPFR Global.

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЕМЕ
НА СРОК 10 ЛЕТ (%) И СПРЕДА ДОХОДНОСТИ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ ЕМЕ К ДОХОДНОСТИ КАЗНАЧЕЙСКИХ
ОБЛИГАЦИЙ США (ИНДЕКС J.P. MORGAN EMBIG
SOVEREIGN SPREAD)

Рис. 4



Источник: Bloomberg.

5. Политические риски остаются существенным источником усиления волатильности на глобальных рынках.

Отмечается рост политической напряженности в европейских странах: кризис в правительстве Италии и риски жесткого сценария Brexit в связи с приостановкой работы парламента Великобритании с 9–12 сентября до 14 октября (при окончательном сроке решения по Brexit 31 октября). Среди развивающихся стран усиление политических рисков отмечается в Аргентине (приближение выборов) и Китае (кризис в Гонконге).

6. Повышение неопределенности глобальной экономики и финансовой системы, а также локальные риски (Аргентина) привели к снижению интереса глобальных инвесторов к активам стран с формирующимися рынками в отчетном периоде.

За период с 31 июля по 28 августа чистый отток капитала с финансовых рынков ЕМЕ составил 17,4 млрд долл. США (из них с рынка акций – 14,4 млрд долл. США, с долговых рынков – 3 млрд долл. США) – это самый масштабный чистый отток капитала с рынков ЕМЕ с июня 2018 г. (рис. 3). Динамика рыночных индикаторов (ослабление национальных валют, снижение фондовых индексов, расширение премий за риск в большинстве ЕМЕ) указывает на рост волатильности на финансовых рынках ЕМЕ в августе 2019 г. (табл. 1). В отчетном периоде произошло снижение привлекательности стратегии керри-трейд с активами ЕМЕ. Индекс Bloomberg Carry Trade, который отслеживает доход от операций керри-трейд с валютами восьми ЕМЕ², снизился на 4,3%, до 245,7 пункта.

В большинстве стран с формирующимися рынками в августе отмечалось снижение доходности государственных облигаций как в национальных, так и в иностранной валюте, несмотря на расширение кредитных спредов, поскольку снижение доходности государственных облигаций США происходило более высокими темпами (рис. 4). Таким образом, рост спроса на защитные активы пока не привел к негативным последствиям для долговых рынков ЕМЕ.

В перспективе сохраняются риски для рынков ЕМЕ с учетом высокой уязвимости к шокам отдельных ЕМЕ (Аргентина, Турция). Международные рейтинговые агентства снизили суверенный кредитный рейтинг Аргентины, после того как власти страны обратились к МВФ с просьбой о пересмотре сроков погашения долга (дефолт). Экономические власти страны были вынуждены установить ограничения на движение международного капитала с учетом значительного ослабления песо и уменьшения величины международных резервов.

² Бразилия, Мексика, Индия, Индонезия, ЮАР, Турция, Венгрия, Польша.

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ
В АВГУСТЕ 2019 ГОДА

Табл. 1

ЕМЕ	Изменение рыночных индикаторов в ЕМЕ									
	Обменный курс национальной валюты к доллару США		Фондовый индекс		Доходности гособлигаций на срок 10 лет		Суверенные CDS-спреды на срок 5 лет		Ранг по четырем показателям (1 – хуже всех, 16 – лучше всех)	
	%		%		б.п.		б.п.		С начала 2019	За август 2019
	С начала 2019	За август 2019	С начала 2019	За август 2019	С начала 2019	За август 2019	С начала 2019	За август 2019	С начала 2019	За август 2019
Аргентина	-36,7	-26,3	-18,8	-41,5%	440	61	2446	5047	1	1
Турция	-9,6	-4,3	6,9	-5,3	-28	78	59	66	2	2
Бразилия	-6,5	-8,1	15,1	-0,7	-183	19	-66	7	14	3
ЮАР	-5,0	-5,6	5,4	-2,7	-66	-9	-33	5	5	4
Колумбия	-5,5	-4,7	13,4	-0,7	-83	6	-59	7	11	5
Индия	-2,1	-3,7	3,5	-0,4	-84	19	-29	3	9	6
Китай	-3,9	-3,8	15,7	-1,6	-21	-12	-19	6	8	7
Чили	-3,9	-3,4	-5,9	-3,4	-172	-15	-25	0	7	8
Индонезия	2,2	-1,2	2,2	-1,0	-63	-2	-44	11	10	9
Россия	4,6	-4,6	16,2	0,0	-155	-14	-52	1	16	10
Польша	-5,7	-2,8	-1,6	-4,9	-101	-35	-4	1	3	11
Малайзия	-1,2	-1,9	-4,7	-1,4	-78	-28	-55	3	6	12
Филиппины	1,0	-2,3	6,9	-0,8	-266	-36	-36	4	15	13
Венгрия	-6,8	-2,4	1,7	-2,4	-107	-38	-10	-4	4	14
Таиланд	6,3	0,9	5,8	-3,3	-97	-39	-14	0	12	15
Мексика	-2,0	-4,6	2,8	4,3	-178	-54	-38	-5	13	16
Изменение показателей в среднем (без Аргентины)	-2,5	-3,5	5,6	-1,6	-112	-11	-28	7		

Примечание. Итоговый ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных значений в отрезке [0, 1] изменения рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ. При нормировании минимальные и максимальные значения заданы с учетом исторических изменений показателей с 2018 года:

Обменный курс национальной валюты к доллару США, %	Фондовый индекс, %	Доходности гособлигаций на срок 10 лет, б.п.	Суверенные CDS-спреды на срок 5 лет, б.п.
-15	20	-150	-100
0	0	0	0

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

Таким образом, в августе 2019 г. продолжилось снижение мировой экономической активности на фоне усиления торговых противоречий и роста политических рисков в различных странах. Повышение риска на мировых рынках привело к ослаблению склонности глобальных инвесторов к риску и масштабному оттоку капитала с формирующихся рынков. Несмотря на это, снижение доходности безрисковых ценных бумаг США пока сопровождалось снижением доходности государственных облигаций ЕМЕ. Локальные риски отдельных ЕМЕ (Аргентина) создают угрозы для восприятия инвесторами рисков развивающихся стран в целом.

1.2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- В августе 2019 г. доходности ОФЗ продолжили снижаться. Влияние на них новых санкций было кратковременным, и в целом в августе доходности снизились на 18 базисных пунктов. Повышение международным рейтинговым агентством Fitch долгосрочного кредитного рейтинга России было ожидаемо участниками рынка и практически не отразилось на уровне кривой доходностей ОФЗ.
- Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в августе немного снизилась – до 29%. Санкции не привели к значительным продажам ОФЗ нерезидентами: по данным НРД, в августе объем вложений нерезидентов уменьшился всего на 18 млрд рублей.
- В отчетном периоде заметно снизилась активность нерезидентов на рынке «валютный своп» в рамках реализации стратегии керри-трейд. Данная тенденция наблюдается на фоне постепенного снижения рублевых ставок. Нерезиденты и дочерние

иностранные банки купили валюты на 221 млрд руб., что является максимальным показателем для 2019 года.

РЫНОК ОФЗ

Кривая доходностей ОФЗ в августе продолжила снижение вместе со смягчением общих денежно-кредитных условий. В среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками доходности за август уменьшились на 18 б.п. (в июле снижение составляло также 18 б.п.; рис. 5). Влияние на доходности ОФЗ публикации 1 августа информации о санкциях в отношении российских еврооблигаций было кратковременным: в первый день после объявления санкций доходности повысились на 8 б.п., однако затем они начали снижаться и по состоянию на 30 августа находятся на 18 б.п. ниже досанкционного уровня по состоянию на 1 августа. Участники рынка предполагали возможность дальнейшего улучшения долгосрочных кредитных рейтингов России, поэтому появление 9 августа новости о повышении международным рейтинговым агентством Fitch рейтинга России практически не отразилось на уровне кривой доходностей ОФЗ.

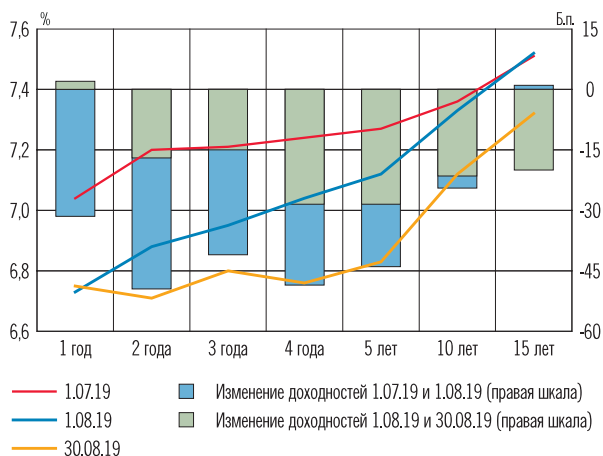
После значительного сокращения размещаемых объемов ОФЗ доля нерезидентов на аукционах ОФЗ в августе в среднем составила 38%, что практически совпадает с долей нерезидентов с января по июль 2019 г. (рис. 6). Стоит отметить, что доля нерезидентов с момента сокращения предложения в июне стала более волатильной: минимальное и максимальное значения доли на аукционах составили 3 и 70% соответственно.

Для развития рынка государственных облигаций и в соответствии с обращениями участников рынка Минфин России разработал новые ОФЗ-ПК (плавающий купон), по которым купонный доход рассчитывается исходя из среднего значения ставок RUONIA за текущий, а не истекший период. Перед каждым купонным периодом Минфин России будет рассчитывать купон за «технический» временной лаг в семь дней до даты выплаты купона. Первое размещение данных бумаг состоялось 28 августа и сопровождалось высоким спросом: организации подали заявки на покупку ОФЗ-ПК на 113,4 млрд руб., тогда как размещаемый объем бумаг был равен всего 10 млрд рублей. Это позволило реализовать весь объем с небольшим дисконтом в доходности к ставке RUONIA.

Публикация 1 августа информации о новых санкциях не привела к значительным продажам ОФЗ: доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТЕЙ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД ПО СРОКАМ С НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОФЗ

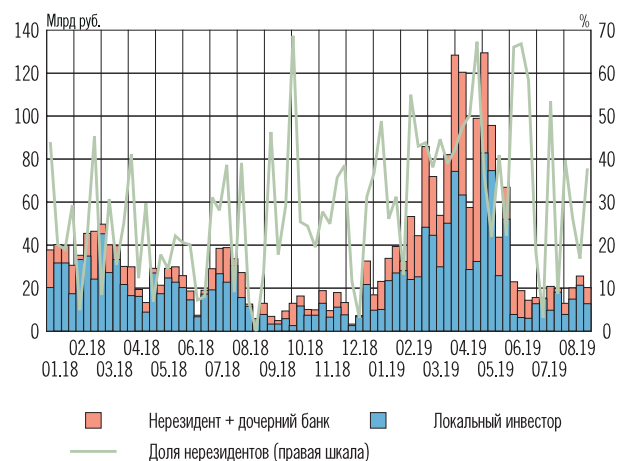
Рис. 5



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ

Рис. 6



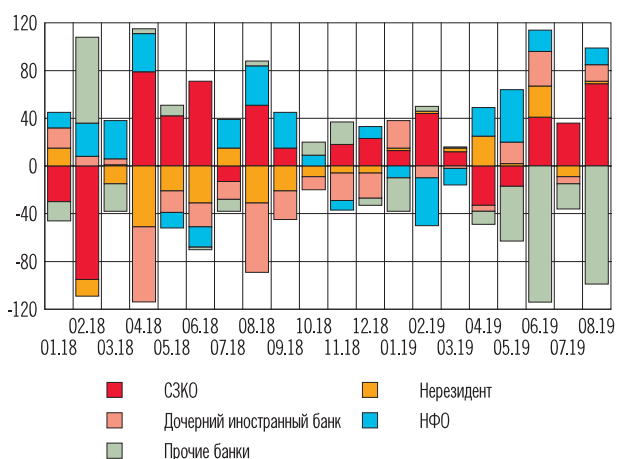
Источник: ПАО Московская Биржа.

в общем объеме рынка ОФЗ в августе немного снизилась – до 29% (на 30 августа) (рис. 7).

В августе нерезиденты и дочерние кредитные организации иностранных банков покупали ОФЗ на биржевых торгах (16 млрд руб.) (рис. 8) и аукционах (22 млрд руб.), а продавали на внебиржевом рынке (-56 млрд руб.) (табл. 2).

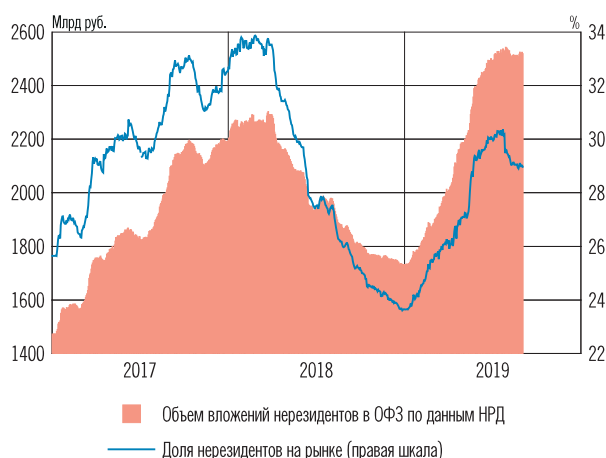
В целом в июле нерезиденты в основном уменьшали вложения в ОФЗ со средним сроком до погашения (рис. 9). Средний срок до погашения ОФЗ³, в которые нерезиденты нарастили объем вложений, составляет 9,2 года, а ОФЗ, вложения в которые сократились, – 5,3 года. Средний срок до погашения всего портфеля ОФЗ у нерезидентов в августе по сравнению с его значением в июле увеличился на 0,1 года и составил 7,4 года.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ (МЛРД РУБ.) Рис. 8



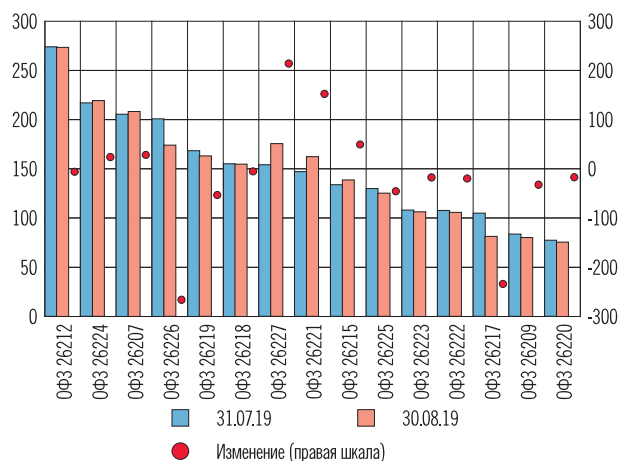
Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОСТАТКОВ ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ
НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД Рис. 7



Источник: НКО АО НРД.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОТДЕЛЬНЫЕ
ОФЗ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ ЗА ОТЧЕТНЫЙ
ПЕРИОД* (МЛРД РУБ.) Рис. 9



* Первые 15 выпусков ОФЗ с наибольшим объемом вложений нерезидентов.
Источник: НКО АО НРД.

СТАТИСТИКА ПОКУПОК НЕРЕЗИДЕНТОВ НА РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ РЫНКА ОФЗ (МЛРД РУБ.)

Табл. 2

Месяц	Размещения на аукционе Минфина России	Покупки нерезидентов			Прирост суммы вложений нерезидентов в ОФЗ по данным НРД
		на аукционах	на биржевых торгах	на внебиржевых торгах	
Июль	86	25	-15	26	36
Август	79	22	16	-56	-18

Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

³ Средний срок до погашения ОФЗ, взвешенный по изменению объема вложений нерезидентов за отчетный период.

РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Объем вложений нерезидентов в российские еврооблигации не изменился несмотря на введение Минфином США запрета на участие американских инвесторов в первичных размещениях суверенных нерублевых облигаций. За август 2019 г. доля нерезидентов выросла на 0,3 п.п., до 54,5%, а объем вложений на конец месяца составил 22,4 млрд долл. США (рис.10).

БИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

На вторичном биржевом рынке акций нерезиденты и дочерние иностранные банки в августе продали акций на 19 млрд руб. (рис. 11). Индекс МосБиржи в отчетный период практически не изменился и остался на уровне 2740 пунктов на 30 августа.

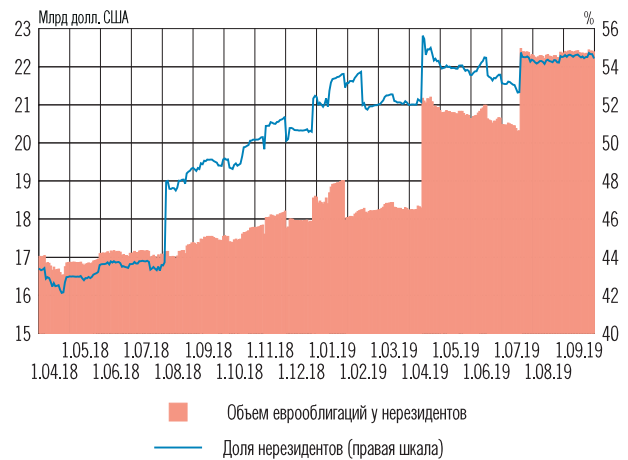
На вторичном рынке корпоративных облигаций чистые продажи на бирже со стороны нерезидентов и дочерних иностранных банков за август составили 1 млрд руб. (рис. 12). Больше всех за месяц (15 млрд руб.) купили прочие банки, а системно значимые кредитные организации (СЗКО) преимущественно осуществляли продажи (24 млрд руб.).

Таким образом, в августе реакция нерезидентов на новые санкции была сдержанной, действие глобальных факторов в части снижения доходности казначейских бумаг США оказало более значимое влияние на доходность российских облигаций по сравнению с санкционным риском.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

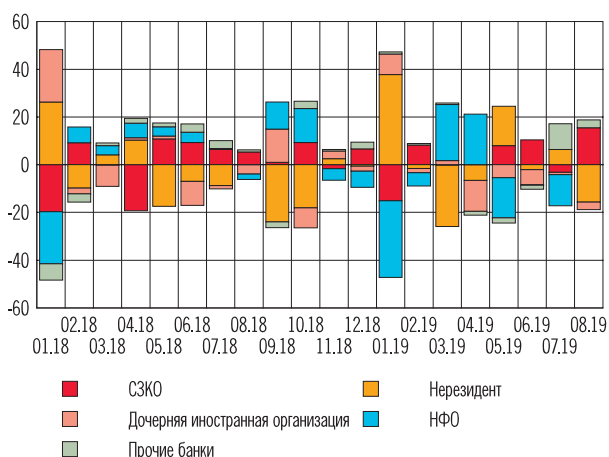
В августе совокупная позиция нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютных свопах сократилась практически до нуля (рис. 13). При этом дочерние иностранные банки ста-

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В РОССИЙСКИЕ
ЕВРООБЛИГАЦИИ *Рис. 10*



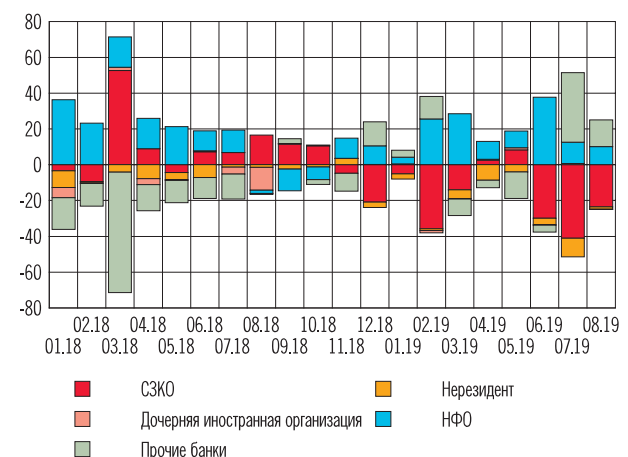
Источник: НКО АО НРД.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ АКЦИЙ *Рис. 11*
(МЛРД РУБ.)



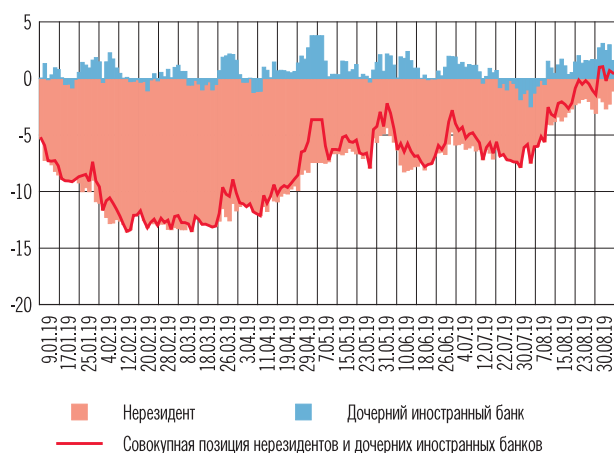
Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ
ОБЛИГАЦИЙ (МЛРД РУБ.) *Рис. 12*



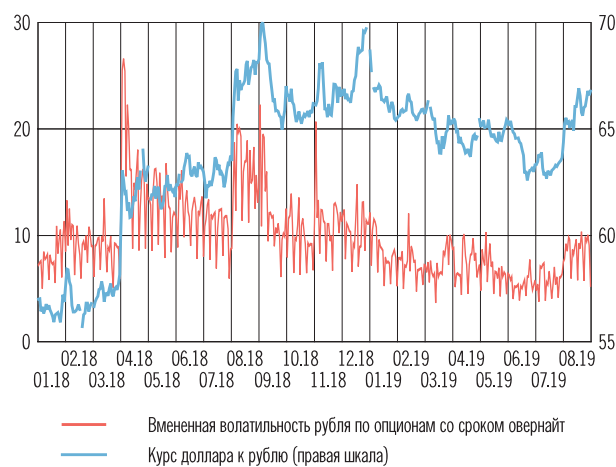
Источник: ПАО Московская Биржа.

СОВОКУПНАЯ ПОЗИЦИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ (МЛРД ДОЛЛ. США) *Рис. 13*



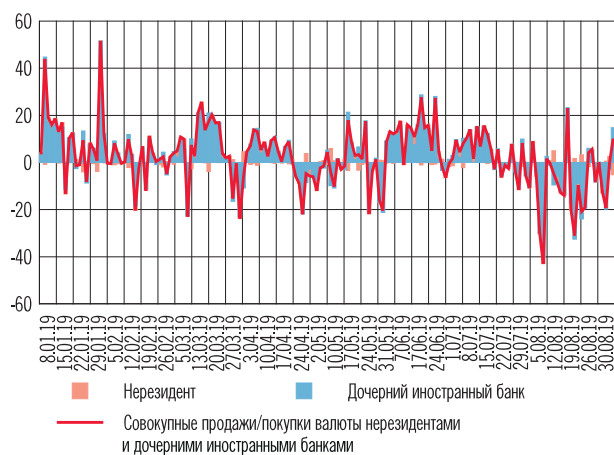
Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ РУБЛЯ ПО ОПЦИОНАМ СО СРОКОМ ОВЕРНАЙТ И КУРС ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ *Рис. 14*



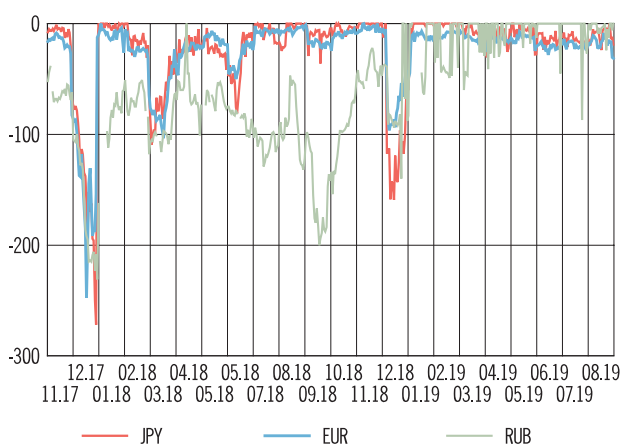
Источник: Bloomberg.

СОВОКУПНЫЕ ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ВАЛЮТЫ НЕРЕЗИДЕНТАМИ И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ (МЛРД РУБ.) *Рис. 15*



Источник: ПАО Московская Биржа.

СПРЕДЫ ВМЕНЕННЫХ И ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК ПО РУБЛЮ, ЕВРО И ИЕНЕ НА СРОК 1 МЕСЯЦ *Рис. 16*



Источник: Thomson Reuters.

ли нетто-кредиторами иностранной валюты, в то время как нерезиденты по-прежнему являются нетто-заемщиками валюты.

Наличию данной тенденции в августе в том числе могло способствовать уменьшение привлекательности стратегии керри-трейд из-за постепенного снижения рублевых ставок, а также ослабления курса рубля в августе (рис. 14). В рамках сворачивания этой стратегии за отчетный период нерезиденты и дочерние иностранные банки купили валюты на 221 млрд руб., что является максимальным показателем для 2019 г. (рис. 15).

Несмотря на объявление новых санкций и некоторое увеличение волатильности на российском финансовом рынке, ситуация с валютной ликвидностью в августе оставалась стабильной, в том числе из-за накопленной кредитными организациями подушки валютной ликвидности⁴. Кросс-валютный спред по рублю не расширялся больше чем на 20 б.п., что значительно меньше аналогичного показателя в августе 2018 г. (рис.16).

⁴ См. Обзор рисков финансовых рынков. 2019. Июль. С. 11–12, http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/21152/ORFR_2019-06.pdf.

2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. ПОСЛЕДСТВИЯ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ДЛЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ

- **Переход рынков в отдельных странах в зону отрицательных ставок в последние годы получает все большее распространение. Иностранные банки часто устанавливают отрицательные ставки в отдельных валютах для клиентов-вкладчиков, однако российские банки не имеют такой возможности в силу законодательных ограничений.**

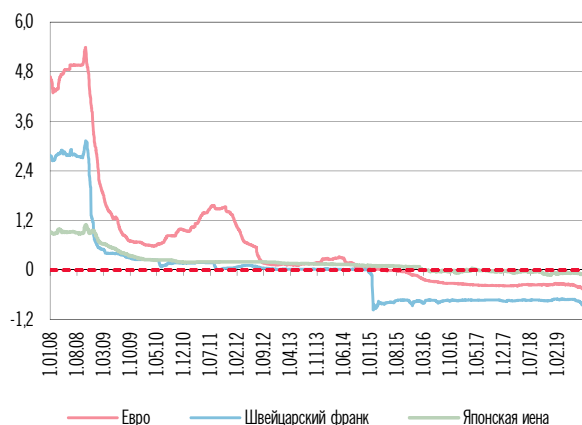
После мирового финансового кризиса денежно-кредитная политика ведущих центральных банков претерпела кардинальные изменения. В арсенал работы центральных банков вошли нетрадиционные инструменты, к числу которых стали относить инструменты с отрицательными процентными ставками. Хотя отрицательные процентные ставки применялись рядом центральных банков еще до мирового финансового кризиса, тем не менее относительно широкое распространение они получили в последнее десятилетие. В результате использования таких инструментов ставки денежного рынка в этих странах приняли отрицательные значения.

За период реализации антикризисной политики многие центральные банки не смогли отказаться от инструментов с отрицательными процентными ставками. Они продолжают использоваться в еврозоне, Японии, Швеции, Швейцарии, Дании. Более того, с конца 2018 – начала 2019 г. по мере усиления рисков замедления глобального экономического роста возросли ожидания дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками, что привело к переходу в отрицательную зону не только краткосрочных, но и долгосрочных процентных ставок.

В результате все большего распространения отрицательных процентных ставок на денежных рынках отдельных стран банки в этих странах начали в большей степени устанавливать отрицательные ставки для клиентов-вкладчиков. Также возрос объем выпускаемых облигаций с отрицательной доходностью. По оценкам Bloomberg, стоимость мирового долга по отрицательным ставкам за последний год увеличилась с 6 до 17 трлн долл. США, то есть почти в три раза. Принимая во внимание нынешнюю риторику центральных банков, есть основания предполагать, что фаза отрицательных процентных ставок в отдельных развитых странах не толь-

СТАВКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА
В ОТДЕЛЬНЫХ СТРАНАХ (%)

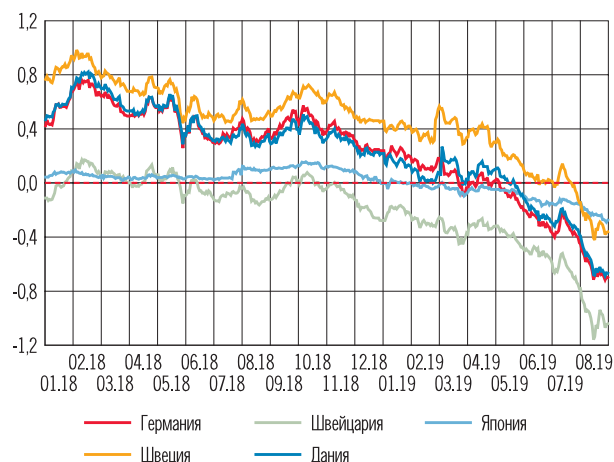
Рис. 17



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ
ОБЛИГАЦИЙ НА СРОК 10 ЛЕТ (%)

Рис. 18



Источник: Bloomberg.

ко не подходит к концу, но и может получить дальнейшее продолжение.

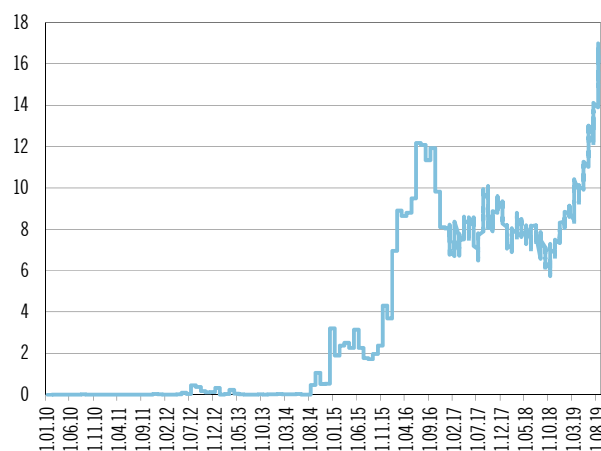
Российский финансовый рынок не изолирован от рынков с отрицательными ставками и вынужден работать с активами с отрицательной доходностью. Из валют с отрицательными ставками в наибольшей степени российские банки используют евро. Причем в последнее время доля евро во внешней торговле Российской Федерации значительно выросла. Доля расчетов в данной валюте за поставки товаров и оказание услуг по внешнеторговым договорам со странами ЕС, БРИКС, в том числе Китаем, увеличилась в I квартале 2019 г. по сравнению с 2018 г. с 34,3 до 42,3%, с 11,1 до 30,7% и с 12 до 37,6% соответственно. Наблюдается также рост доли сделок в евро на внутреннем валютном рынке¹.

При размещении средств в европейские активы высокого качества российские банки сталкиваются с отрицательными ставками. Вместе с тем привлечение клиентских средств в евро российскими банками не может осуществляться по отрицательным ставкам, поскольку такая возможность для банков не предусмотрена гражданским законодательством. В результате банки вынуждены предлагать клиентам условия лучшие, чем они сами имеют при размещении евро и других валют с отрицательной доходностью.

Таким образом, по операциям привлечения со стороны клиентов и размещения средств в евро и других валютах с отрицательной доходностью российские банки могут получать отрицательную маржу с учетом того, что ценовые условия привлечения таких средств имеют законодательные ограничения, не соответствующие текущим рыночным реалиям². Необходимость привлечения средств в указанных валютах по нерыночным (завышенным) ставкам формирует дополнительные расходы банков и оказывает неблагоприятное влияние на чистые процентные доходы и возможности генерации прибыли.

В связи с этим все больше распространяется практика взимания (повышения) банками комиссии за обслуживание счетов по привлечению средств (преимущественно кредитных организаций, а также в отдельных случаях прочих юридических лиц) в указанных валютах, которая позволяет компенсировать (полностью или частично) банкам разницу в процентных ставках привлечения между их фактически установленным и рыночным уровнем. Отрицательные ставки на иностранных рынках и менее выгодные условия по счетам в российских банках по многим иностранным валютам способствуют большей привлекательности депозитов в рублях для российских компаний и населения. По мере девальютации обязательств российского банковского сектора его подверженность риску снижения процентных ставок в ведущих странах будет снижаться.

СТОИМОСТЬ МИРОВОГО ДОЛГА ПО ОТРИЦАТЕЛЬНЫМ ПРОЦЕНТНЫМ СТАВКАМ (ТРЛН ДОЛЛ. США) Рис. 19



Источник: Bloomberg.

¹ См. Обзор рисков финансовых рынков. 2019. Июль. С. 11–12, http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/21152/ORFR_2019-06.pdf.

² Помимо законодательного ограничения уровня процентных ставок, дополнительными факторами снижения процентной маржи по операциям с указанными валютами, являются издержки банков на формирование обязательных резервов и уплату страховых взносов в АСВ.

2.2. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ В УСЛОВИЯХ СМЯГЧЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ВЕДУЩИХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ МИРА

- **Участники российского рынка деривативов захеджированы в большей степени от роста ставок. Согласно результатам проведенного исследования, дальнейшее снижение ставок мировыми центральными банками при текущей структуре сделок является неблагоприятным сценарием и приводит к отрицательной переоценке деривативов на сумму 21,2 млрд руб., которая в основном приходится на дочерние иностранные банки, нефинансовые компании и некредитные финансовые организации. Указанная переоценка тем не менее не имеет высокой концентрации на отдельных участниках и не влечет за собой рисков потери их финансовой устойчивости.**

На фоне опасений по поводу будущего экономического роста, вызванных в том числе напряженностью в торговой сфере между США и Китаем, мировые центральные банки объявили о смягчении денежно-кредитной политики (ДКП). Так, ФРС США 31 июля 2019 г. снизила ставку на 25 б.п., ЕЦБ объявил о возможности выкупа государственных облигаций, а также о понижении депозитной ставки. При этом ставки на денежном рынке начали падать еще до действий центральных банков, заметно снизившись в июне (рис. 20).

Банк России оценил влияние смягчения ДКП мировыми центральными банками на стоимость деривативов, заключенных участниками российского финансового рынка и открытых на 1 августа 2019 года. Были оценены изменения в стоимости:

- процентных свопов, где валютой номинала выступает доллар США либо евро;
- валютных свопов на пары рубль/доллар США, рубль/евро, доллар США/евро;
- кросс-валютных свопов по рублю, доллару США и евро;
- валютных форвардов на пары рубль/доллар США, рубль/евро, доллар США/евро.

При расчете справедливой стоимости дисконтирование осуществлялось с использованием (рис. 21 и 22):

- кривых процентных ставок LIBOR по долларам США и евро на конец мая (до снижения ставок денежного рынка) и середину августа (после объявлений о смягчении ДКП);
- гипотетической кривой (стрессовой – усиление тенденции к смягчению ДКП), соответствующей процентной ставке в евро -1%, в долларах США – 1%.

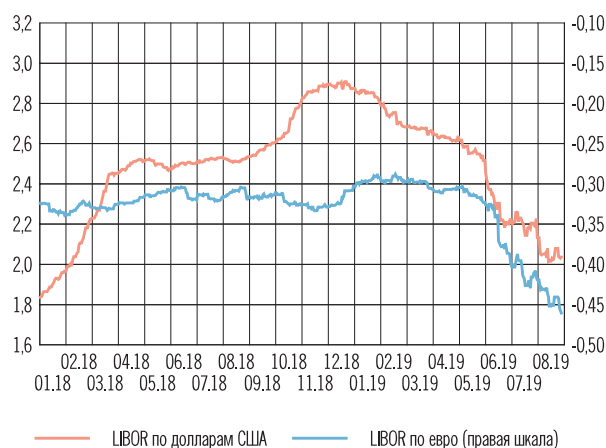
Согласно полученным результатам, от снижения ставок летом 2019 г. в целом на рынке ПФИ получили положительную переоценку нерезиденты (+13,64 млрд руб.) и СЗКО-резиденты (+0,77 млрд руб.). Суммарная переоценка остальных участников рынка была отрицательной (рис. 23).

В гипотетическом сценарии, согласно которому ставки по евро и долларам США продолжили снижение, все российские участники рынков деривативов получают отрицательную переоценку. Наибольшие потери могут понести дочерние иностранные банки, нефинансовые компании и некредитные финансовые организации (рис. 24).

Таким образом, исследование показало, что снижение процентных ставок по долларам США и евро, приводит к отрицательной переоценке деривативов (открытых на отчетную дату) для российских участников рынка. Если от снижения ставок с мая по август 2019 г. СЗКО-резиденты получили небольшую

СТАВКИ LIBOR НА 6 МЕСЯЦЕВ ПО ЕВРО И ДОЛЛАРАМ США (%)

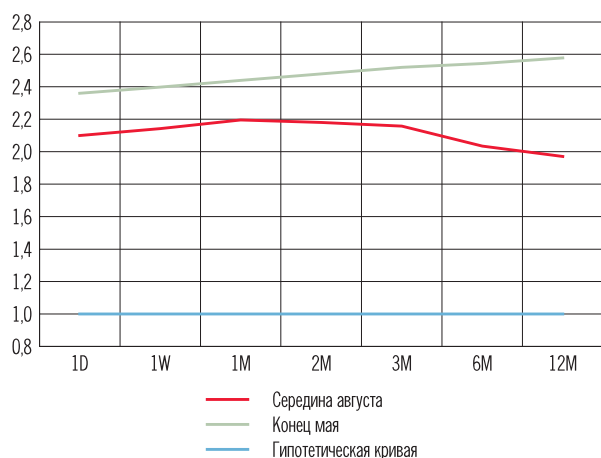
Рис. 20



Источник: Bloomberg.

УРОВНИ КРИВОЙ ЛИВОР
ПО ДОЛЛАРАМ США (%)

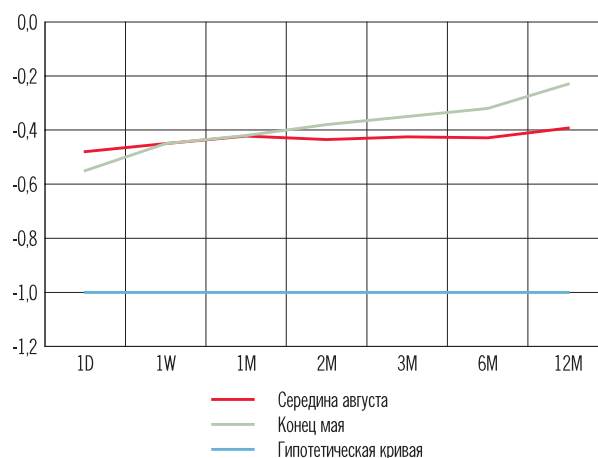
Рис. 21



Источник: Bloomberg.

УРОВНИ КРИВОЙ ЛИВОР
ПО ЕВРО (%)

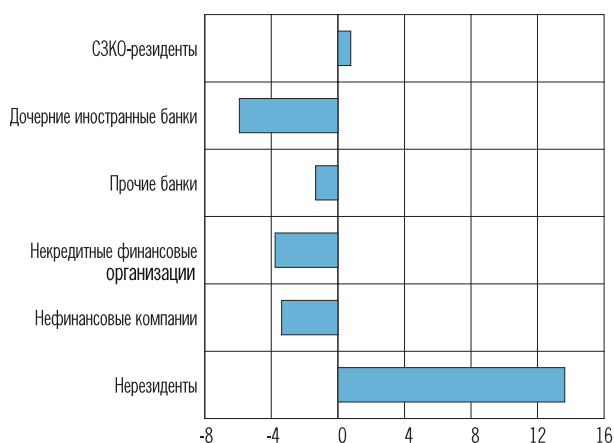
Рис. 22



Источник: Bloomberg.

ПЕРЕОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПФИ ОТ СНИЖЕНИЯ
СТАВОК В МАЕ-АВГУСТЕ 2019 Г. (МЛРД РУБ.)

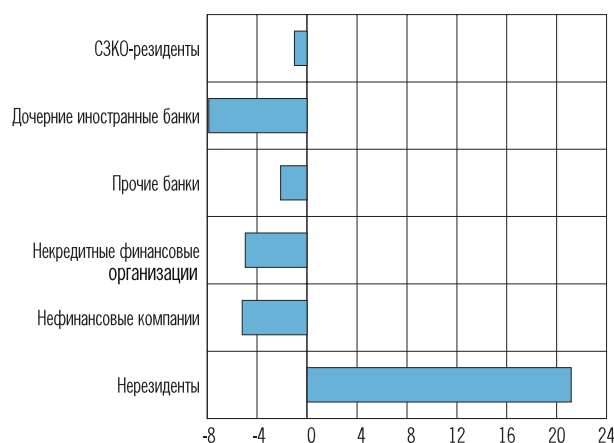
Рис. 23



Источник: НКО АО НРД.

ПЕРЕОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПФИ В ГИПОТЕТИЧЕСКОМ
СЦЕНАРИИ (МЛРД РУБ.)

Рис. 24



Источник: НКО АО НРД.

положительную переоценку, то в гипотетическом сценарии дальнейшего снижения ставок все резиденты получают отрицательную переоценку справедливой стоимости деривативов. Поскольку большая часть этой отрицательной переоценки приходится на внутригрупповые сделки либо на сделки крупных участников, обладающих достаточным для поглощения убытков запасом капитала, такое смягчение ДКП не влечет за собой рисков потери финансовой устойчивости российских участников рынка.

2.3. ПОСЛЕДСТВИЯ BREXIT ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ

- **Стресс-тестирование рынка деривативов при жестком сценарии Brexit с учетом прямых каналов его влияния не выявило существенных рисков для российских участников.**
- **При ослаблении курса британского фунта стерлингов по отношению к другим валютам и сдвиге процентной кривой по фунту стерлингов (в соответствии с одним из стресс-сценариев Банка Англии) отрицательную переоценку получают нерезиденты, тем не менее в абсолютном значении данная переоценка является незначительной.**

- **Косвенные эффекты влияния жесткого сценария Brexit, в отличие от оценок прямого эффекта, могут оказать существенное влияние на глобальные рынки, что усилит неприятие риска инвесторами.**

Банк России в рамках изучения возможных последствий Brexit провел стресс-тестирование рынка производных финансовых инструментов по состоянию на август 2019 года. В диапазон инструментов для стресс-тестирования попали такие инструменты, как валютно-процентные, простые процентные и валютные свопы, а также валютные форварды, в которых одной из валют является британский фунт стерлингов. Параметрами стресса являлись обесценение курса фунта стерлингов по отношению к другим валютам (евро, доллар США, швейцарский франк, рубль) и параллельный сдвиг кривой фунтовых ставок на 325 б.п. (в одном из стресс-тестов риска Brexit Банк Англии закладывал рост ключевой ставки до 4%, то есть на 325 б.п., а также обесценение британского фунта стерлингов на 25%).

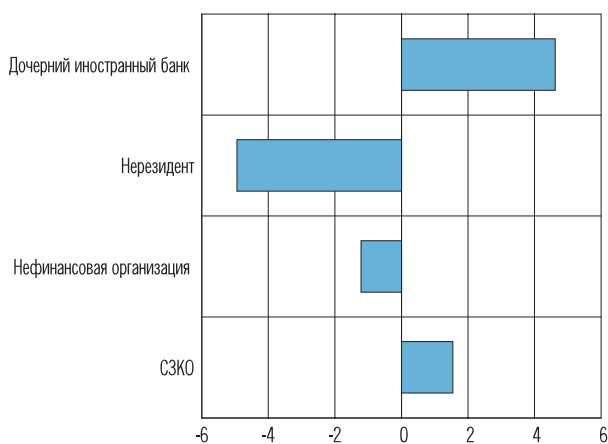
На рынке валютно-процентных свопов в основном преобладают сделки между нерезидентами, с одной стороны, СЗКО и дочерними иностранными банками, с другой стороны. Российские участники, в том числе и дочерние иностранные банки, привлекают по первой стороне сделки британские фунты стерлингов, что при обесценении курса фунта дает существенную положительную переоценку справедливой стоимости контрактов. Таким образом, наибольшую отрицательную переоценку в размере 4,95 млрд руб. получают нерезиденты.

На рынке простых процентных свопов нерезиденты получили более значимую отрицательную переоценку – 18,67 млрд руб., в то время как переоценка для СЗКО и нефинансовых организаций была положительной. Нефинансовые организации часто заключают сделки с дочерними иностранными банками, а последние – зеркальные сделки с головными организациями – нерезидентами.

На рынке валютных свопов после обесценения курса фунта нерезиденты также получают отрицательную переоценку, так как чаще заключают контракты на предоставление фунтов в обмен на другие валюты (преимущественно российский рубль). Сделки с британским фунтом по форвардам оказались еще менее распространенными, чем по ПФИ, перечисленным ранее. Однако здесь основной эффект переоценки пришелся на сделки между дочерними иностранными банками и нефинансовыми организациями, работающими в России (в том числе иностранными), которые заключали форварды на покупку рублей за британские фунты.

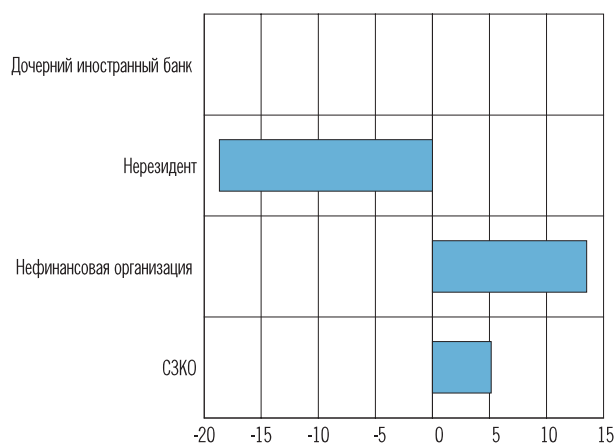
Объем сделок с британским фунтом на российском рынке деривативов занимает незначительную долю от всего рынка. Такие сделки часто являются разнонаправленными, поэтому

ПЕРЕОЦЕНКА КОНТРАКТОВ ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ
СВОПОВ В ГРУППИРОВКЕ ПО УЧАСТНИКАМ (МЛРД РУБ.) *Рис. 25*



Источник: НКО АО НРД.

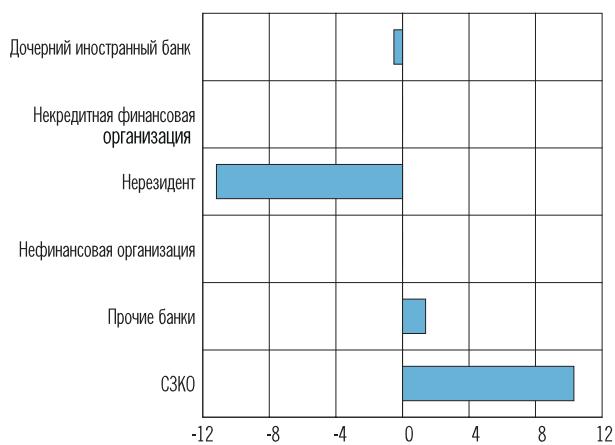
ПЕРЕОЦЕНКА КОНТРАКТОВ ПРОСТЫХ ПРОЦЕНТНЫХ
СВОПОВ В ГРУППИРОВКЕ ПО УЧАСТНИКАМ (МЛРД РУБ.) *Рис. 26*



Источник: Bloomberg.

ПЕРЕОЦЕНКА КОНТРАКТОВ ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ
В ГРУППИРОВКЕ ПО УЧАСТНИКАМ (МЛРД РУБ.)

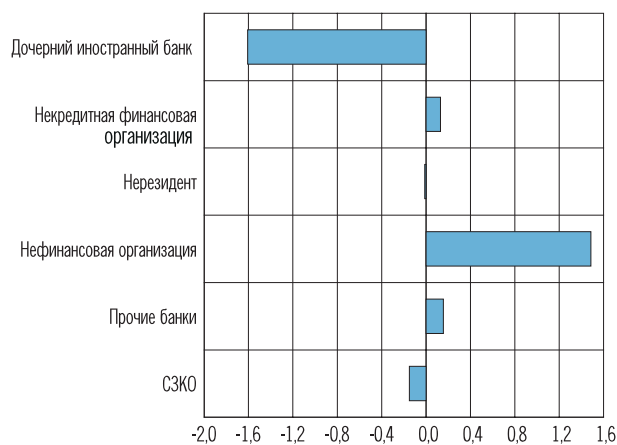
Рис. 27



Источник: НКО АО НРД.

ПЕРЕОЦЕНКА КОНТРАКТОВ ВАЛЮТНЫХ ФОРВАРДОВ
В ГРУППИРОВКЕ ПО УЧАСТНИКАМ (МЛРД РУБ.)

Рис. 28



Источник: Bloomberg.

влияние даже существенного стресса на отдельную группу будет незначительным. Тем не менее косвенные эффекты жесткого сценария Brexit, прежде всего вероятное замедление экономического роста Великобритании и ЕС, могут оказать значимое влияние на глобальные рынки, что усилит неприятие риска инвесторами.