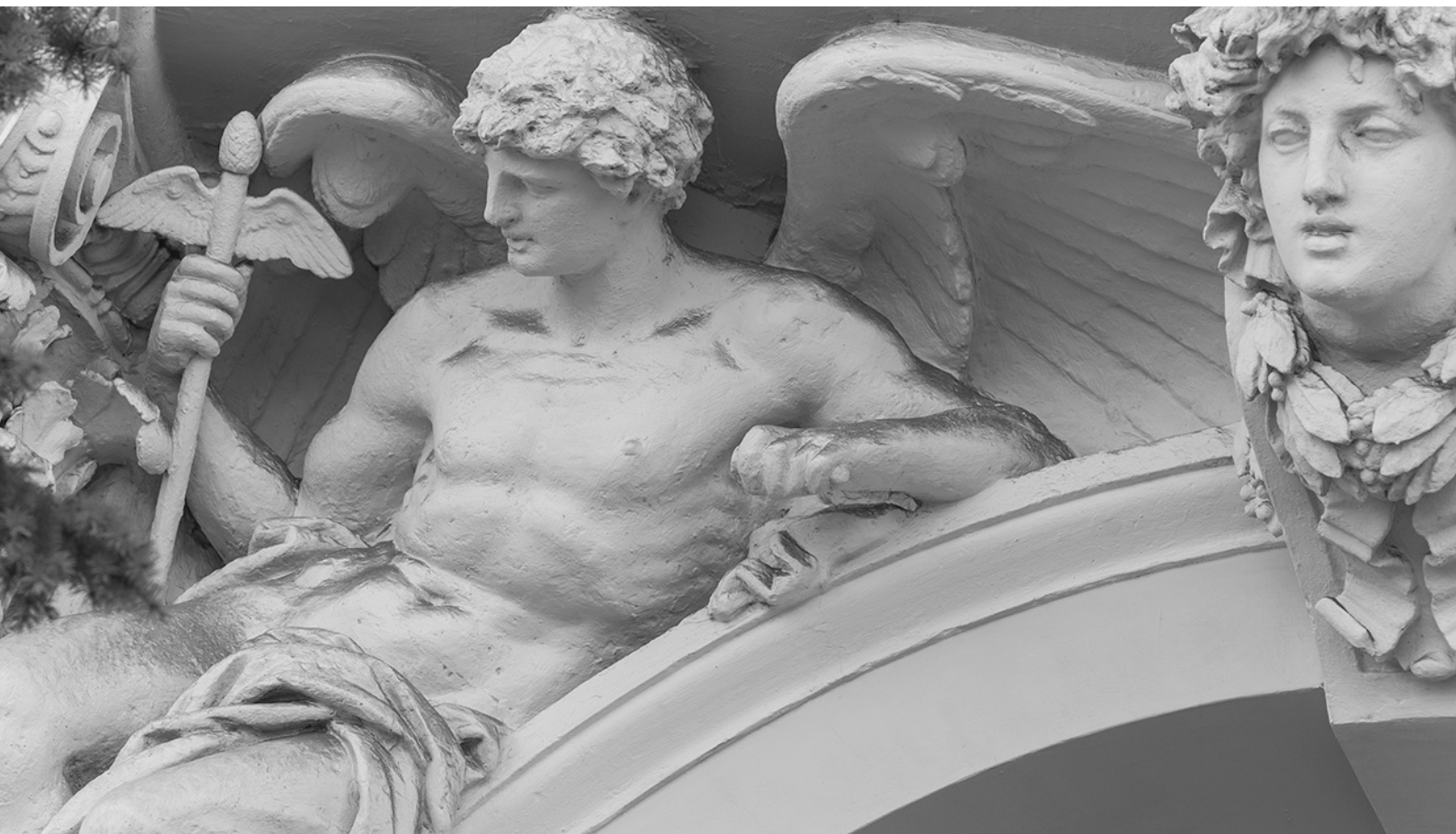




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 2

I КВАРТАЛ 2018

Информационно-  
аналитические  
материалы

**ОБЗОР РИСКОВ  
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

МОСКВА



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

Статистические данные, использованные в обзоре, а также методические комментарии публикуются на сайте Банка России в разделе «Финансовая стабильность» ([http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin\\_stab](http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin_stab)).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу [reports@cbr.ru](mailto:reports@cbr.ru).

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

# Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ .....	2
РЕЗЮМЕ .....	3
1. ВАЛЮТНЫЙ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК .....	6
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ .....	12
3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ .....	17
3.1. Рынок валютных форвардов и процентных свопов .....	17
3.2. Рынок кредитных дефолтных свопов .....	19
3.3. Рыночный риск в условиях роста стоимости долларовых заимствований .....	22
ПРИЛОЖЕНИЕ .....	25
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	32
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ .....	33
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК .....	33

Облако тегов<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Облако тегов показывает наиболее часто встречающиеся слова в Обзоре. Величина слова отражает частоту его упоминания.

## НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

*В соответствии со статьей 45<sup>2</sup> Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России проводит мониторинг состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации. В целях информирования участников финансового рынка и других заинтересованных лиц о результатах мониторинга финансового рынка и выявленных рисках Банк России ежеквартально публикует «Обзор рисков финансовых рынков» (далее – Обзор).*

*Конечной целью издания является содействие финансовой стабильности в части минимизации системных рисков путем повышения транспарентности финансового рынка. Рост степени информированности участников о структуре и тенденциях финансового рынка позволит им лучше понимать и оценивать собственные риски. Кроме того, Банк России стремится оповестить участников рынка о возможных коллективных последствиях их индивидуальных решений в случае возникновения системных эффектов.*

*Структура Обзора включает описание состояния и рисков финансовых рынков в разрезе ключевых сегментов: денежного, валютного, фондового рынков и рынка деривативов. При этом Обзор ориентирован на выявление и анализ тенденций, связанных с накоплением и/или реализацией рисков, а также на описание их возможных последствий с точки зрения обеспечения устойчивости финансового рынка. По этой причине часть изложенных вопросов носит «сквозной» характер и затрагивает функционирование всего финансового рынка.*

*При реализации функций мегарегулятора Банк России осуществляет мониторинг состояния и выявление рисков функционирования финансового рынка на кросс-секторальной основе, поскольку, во-первых, большинство крупных участников финансового рынка входит в состав финансовых групп, что требует проведения межсекторального анализа. Во-вторых, участники проводят операции, как правило, одновременно в нескольких сегментах финансового рынка, поэтому риски таких операций необходимо оценивать в совокупности.*

*Сочетание выделенных сегментов финансового рынка и кросс-секторального подхода к выявлению и анализу рисков обуславливает формирование матричной структуры изложения материала. В рамках данной структуры приводится описание состояния отдельных сегментов финансового рынка, при этом вопросы анализа потенциальных рисков и их возможной реализации могут затрагивать смежные секторы финансового рынка и иметь системные последствия.*

*Обзор не является официальным изданием Банка России, а представляет собой информационно-аналитический материал, посвященный анализу состояния и оценке рисков финансовых рынков в отчетном периоде. Обзор выходит в электронном виде на русском и английском языках на сайте Банка России в сети Интернет.*

*В целях повышения оперативности информирования участников финансового рынка и других заинтересованных лиц о результатах мониторинга финансового рынка и выявленных рисках с 1 июня 2018 г. издание будет публиковаться на ежемесячной основе.*

## РЕЗЮМЕ

В настоящем обзоре рассматриваются тенденции на российском финансовом рынке за январь-апрель 2018 года с фокусом на апрельском эпизоде повышенной волатильности, который имел место после отчетного периода (краткое описание содержится в разделе 2 Обзора финансовой стабильности за IV квартал 2017 – I квартал 2018 года<sup>1</sup>).

### *Валютный и денежный рынок*

- В условиях сохранения тенденции роста структурного профицита ликвидности объем открытых позиций на денежном рынке в отчетный период имел тенденцию к снижению. Снижение открытых позиций было характерно для сделок репо и своп на срок более 1 недели. Объем сделок репо снизился преимущественно во внебиржевом сегменте, для которого характерна высокая концентрация позиций отдельных крупных кредиторов и заемщиков. Отмеченная динамика затронула в основном деятельность указанных организаций. Снижение позиций на рынке своп было связано со снижением спроса на долларовую ликвидность со стороны банков, проходящих процедуру финансового оздоровления. Кроме того, длинные позиции в рублях снижали также дочерние иностранные банки и нерезиденты в период повышения волатильности российского финансового рынка в апреле 2018 года.
- Несмотря на ограниченный периметр действия апрельских санкций, общая неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации резко повысила волатильность российского финансового рынка. Пересмотр ожиданий участников рынка в отношении динамики курса рубля отразился прежде всего в ценообразовании инструментов хеджирования валютного риска. Временные рублевые ставки на офшорном валютном рынке в первые дни реализации шока возросли практически в два раза, с 6,5 до 13%, причем по всем срокам. Однако эффект столь масштабной коррекции достаточно быстро был исчерпан. Отмеченная динамика указывает на наличие избыточной, хотя и краткосрочной, реакции (*overreaction*) участников на произошедшее событие, которая на данный момент оказалась сильнее фактического экономического эффекта принятых санкционных мер.
- Резко возросшая потребность в хеджировании валютного риска транслировалась в рост спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке. Спрос формировался преимущественно нерезидентами, которые выступали клиентами дочерних иностранных банков. При этом практически весь спрос дочерних иностранных банков реализовался в первые два рабочих дня после объявления санкций. Кроме того, часть спроса на иностранную валюту формировалась некоторыми российскими банками в связи с закрытием ими ранее открытых длинных позиций на рынке «валютный своп». Население не проявляло значимого интереса к покупке иностранной валюты, а наоборот, в указанный период выступало нетто-продавцом иностранной валюты. Рост спроса на рынке балансировался повышением предложения иностранной валюты преимущественно со стороны банков, обслуживающих экспортеров. В итоге валютный рынок сохранял ликвидность, достаточную для непрерывного курсообразования.
- Хеджирование валютного риска нашло отражение в изменении позиций дочерних иностранных банков и нерезидентов на рынке «валютный своп». В первые дни реализации шока они сокращали длинные позиции в рублях, в результате чего их чистые позиции достигли своих минимальных значений за период с начала 2018 года. Несмотря на сохранение баланса спроса и предложения на рублевом денежном рынке, переоценка рисков обусловила изменение формы кривой

<sup>1</sup> Размещен на официальном сайте Банка России в разделе «Издания Банка России».

OIS с инверсной на плоскую, что означает снижение ожиданий дальнейшего смягчения условий на денежном рынке. Пересмотр ожиданий по процентным ставкам вместе с усилением санкционных рисков могут стать факторами снижения потенциала и привлекательности операций керри-трейд с российскими активами для иностранных инвесторов.

### *Рынок ценных бумаг*

- Начало I квартала 2018 г. было отмечено позитивными событиями для российского рынка ценных бумаг. Во-первых, риск ужесточения санкций на суверенный долг в этот период рассматривался как низкий, оптимизм инвесторов поддержал вышедший доклад Министерства финансов США. Во-вторых, международные рейтинговые агентства улучшили оценки ситуации в российской экономике и, соответственно, уровня рисков российских заемщиков. В этих условиях в I квартале 2018 г. продолжился рост вложений иностранных инвесторов в ОФЗ, что стало благоприятным фактором для снижения стоимости государственных заимствований. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ выросла с 33,1% на 1 января до 34,5% на конец I квартала 2018 года<sup>2</sup>. Иностранные инвесторы также активно покупали акции и увеличивали присутствие на рынке корпоративных облигаций. По данным Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), общий приток иностранного капитала в акции за I квартал 2018 г. достиг почти 2 млрд долл. США, в облигации – 700 млн долл. США.
- Ужесточение санкционной политики Министерства финансов США в апреле 2018 г. резко снизило интерес инвесторов к российскому рынку. Реакция участников рынка проявилась в закрытии позиций и переоценке рисков, в результате чего наблюдалось падение фондовых индексов и рост процентных ставок как по государственным, так и по корпоративным облигациям. Снижение индексов фондового рынка в первый день реализации риска было существенным и составило около 13% по индексу РТС и 8% по индексу Московской Биржи. Индикаторы рынка государственных и корпоративных облигаций повысились в первые дни нетто-продаж в среднем на 50 базисных пунктов. Ценовая коррекция на рынках привела к росту объемов маржинальных взносов по открытым позициям, однако их размеры находились в пределах доступного обеспечения участников. Объемы неисполненных маржинальных взносов не представляли угрозы функционированию российского финансового рынка.
- В апреле на рынке ценных бумаг в качестве продавцов доминировали нерезиденты и дочерние иностранные банки. В совокупности за период с 6 апреля по конец мая 2018 г. их нетто-продажи ОФЗ составили около 200 млрд руб., что сопоставимо с объемом нетто-покупки иностранной валюты в первые дни реализации шока. Вторым по объему продаж нерезидентов сегментом российского финансового рынка стал рынок акций. На биржевом сегменте объем продаж составил около 20 млрд рублей. Однако в отличие от рынка ОФЗ эффект санкций для рынка акций оказался непродолжительным и уже в последующие дни иностранные инвесторы вернулись в качестве нетто-покупателей на рынок акций. Влияние операций нерезидентов на рынок корпоративных облигаций было ограниченным, поскольку их доля на рынке традиционно являлась низкой (не более 10–15%). За апрель их нетто-продажи не превысили 15 млрд рублей.
- Российский финансовый рынок в этот период продемонстрировал зрелость реакции и достаточную устойчивость к возникшему внешнему шоку. Несмотря на снижение аппетита к российскому риску у иностранных участников, локальные инвесторы проявляли интерес к покупке российских активов, осуществляя тем самым поддержку рынку и способствуя его бесперебойному функционированию. Более высокая доходность облигаций стала привлекательной для российских системно значимых кредитных организаций (СЗКО), которые выступали основными покупателями облигаций в этот период. Как и ожидал Банк России, риски выхода нерезидентов с рынка ограничены наличием потенциала внутреннего спроса. Изначально высокая доля ино-

<sup>2</sup> Объемы вложений рассчитаны как объем ОФЗ на счетах в иностранных депозитариях на основе информации Национального расчетного депозитария (НРД).

странных инвесторов в ОФЗ (34,5% по состоянию на 1 апреля 2018 г.) не стала препятствием для достижения рыночного равновесия без вмешательства регулятора. СЗКО выступили также главными покупателями на рынке корпоративных облигаций. На рынке акций основной категорией нетто-покупателей в период повышенной волатильности были некредитные финансовые организации (НФО).

- Обесценение ценных бумаг не оказало значимого влияния на устойчивость российского финансового сектора. Однако участники финансового рынка столкнулись с препятствиями в обеспечении сервисов по обслуживанию обращения ценных бумаг компаний, эмитенты которых попали в санкционный список. В частности, Европейский клиринговый центр (Euroclear) значительно замедлил расчеты по сделкам ценными бумагами эмитентов, находящихся в санкционных списках, информационные системы прекратили транслировать их котировки. Анализ влияния отрицательной переоценки портфеля ценных бумаг на достаточность ликвидности и собственных средств (капитала) участников финансового рынка не выявил системного риска и критических уязвимостей в их финансовом состоянии. Тем не менее Банк России реализовал меры поддержки кредитных организаций, связанные с возможностью временно не ухудшать оценку кредитного риска по данным требованиям.
- Банк России разработал проект изменений Положения Банка России от 3.12.2015 №511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска», который предусматривает изменения в части отказа от использования рейтингов кредитоспособности, присвоенных международными кредитными рейтинговыми агентствами для оценки рыночного риска по отдельным категориям ценных бумаг. Реклассификация ценных бумаг по группам риска приведет к изменению размера специального процентного риска по ним и, соответственно, окажет влияние на достаточность капитала. При этом для бумаг с рейтингом «BBB-» и выше эффект на достаточность капитала будет отрицательным (пересмотр группы риска в худшую сторону), тогда как для прочих бумаг юридических лиц (за исключением банков) эффект ожидается положительным (пересмотр группы риска в лучшую сторону). Общий эффект влияния этих изменений на достаточность капитала всего банковского сектора и большинства отдельных банков является слабopоложительным. Таким образом, вносимые изменения в порядок регулирования рыночного риска не окажут негативного влияния на ликвидность рынка корпоративных облигаций.

### *Рынок деривативов*

- Сворачивание ультрамягкой денежно-кредитной политики в развитых странах и рост процентных ставок в долларах США формируют процентный риск для российского финансового сектора. В I квартале рост долларовой ставки усилился на фоне реализации налоговой реформы и активизации выпуска краткосрочных ценных бумаг в США. В случае дальнейшего ускоренного повышения ставки ФРС США можно ожидать реализацию процентного риска российских банков по операциям в долларах США в части банковской и торговой книги. В этой связи было проведено стресс-тестирование портфелей участников российского финансового рынка на предмет получения отрицательной переоценки по инструментам «процентный своп» и «валютно-процентный своп», торгового портфеля еврооблигаций с учетом позиций по банковской книге. В качестве сценариев для стресс-тестирования выбраны повышения процентной ставки на 50 и 125 б.п. на горизонте шести месяцев (согласно стрессовым прогнозам экономистов, опрошенных Bloomberg). Результаты анализа показали, что большая часть потенциальных потерь приходится на сектор некредитных финансовых организаций, которые входят в финансовые группы с российскими банками. В целом участники рынка являются достаточно защищенными от возможного процентного шока.

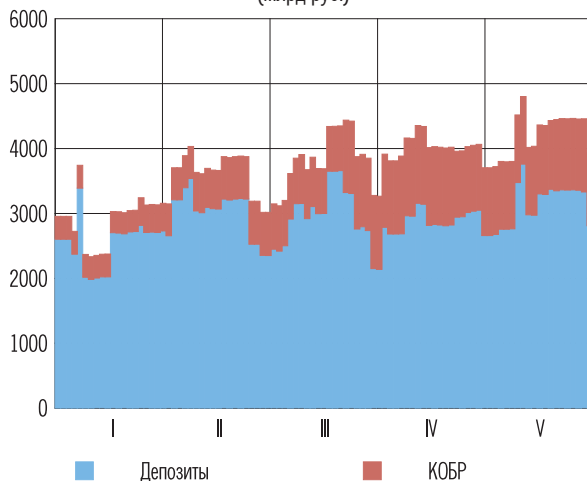
# 1. ВАЛЮТНЫЙ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Конъюнктура денежного рынка

Денежный рынок в I квартале 2018 г. функционировал в условиях продолжающегося повышения структурного профицита ликвидности. Объем размещения средств на депозитах кредитных организаций в Банке России возрос с 1,85 трлн руб. на начало года до 2,13 трлн руб. на конец мая 2018 года. В дополнение к депозитам Банка России кредитные организации предъявляли спрос на среднесрочные инструменты абсорбирования ликвидности – облигации Банка России, объем размещения которых за отчетный период увеличился с 352 млрд руб. до 1,13 трлн руб. (рис. 1).

В условиях сохранения тенденции роста структурного профицита ликвидности объем открытых позиций на денежном рынке имел тенденцию к снижению. Структура операций в разбивке по инструментам и срокам показывает, что снижение открытых позиций было характерно для сделок репо и своп на срок более 1 недели. Динамика позиций по краткосрочным инструментам денежного рынка не претерпела за отчетный период существенных изменений.

Рисунок 1  
Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам (млрд руб.)



Объем сделок репо снизился преимущественно во внебиржевом сегменте, для которого характерна высокая концентрация позиций отдельных крупных кредиторов и заемщиков. В частности, снизились позиции трех крупнейших кредиторов, а также двух крупнейших заемщиков, которые занимают около 75% рынка (рис. 3). Позиции остальных участников рынка в целом значимо не изменились. Таким образом, отмеченная динамика не связана с макро-

Рисунок 2

Динамика открытых позиций на денежном рынке (млрд руб.)

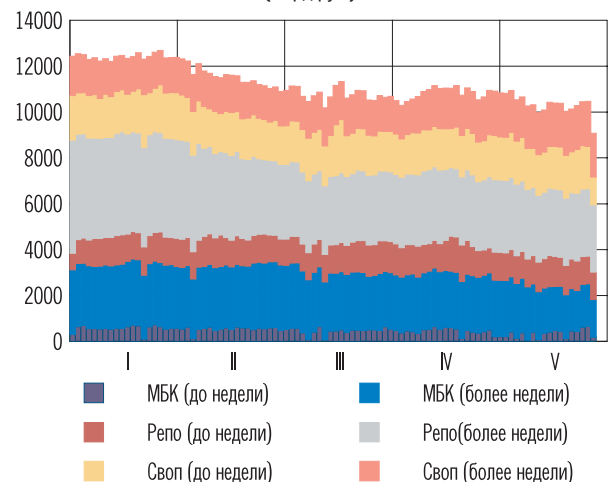
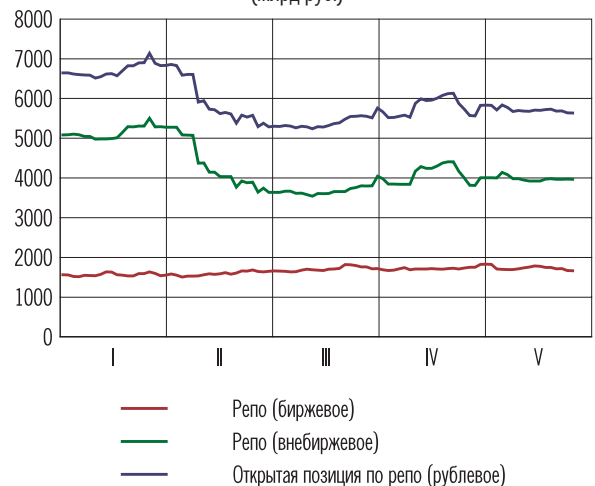


Рисунок 3

Динамика открытых позиций на рынке репо (млрд руб.)





**Динамика открытых позиций  
на рынке «валютный своп»**  
(млрд долл. США)

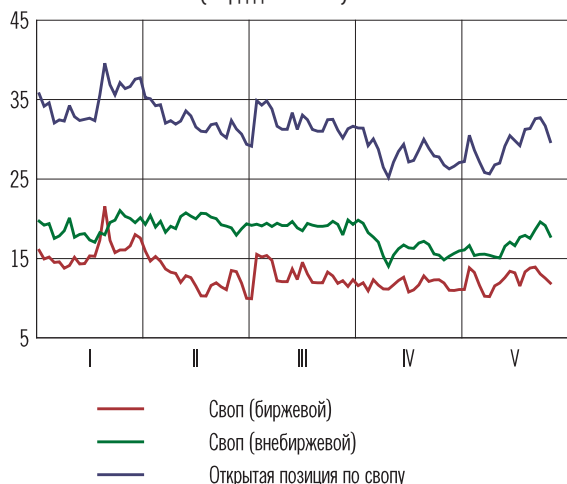


Рисунок 4

Designated Nationals) в отношении 15 российских организаций и 26 физических лиц.

Несмотря на ограниченный периметр действия введенных санкций, общая неопределенность относительно дальнейшего развития ситуации резко повысила волатильность российского финансового рынка. Пересмотр ожиданий участников рынка по поводу перспектив ослабления рубля отразился прежде всего в ценообразовании инструментов хеджирования валютного риска. Вмененные рублевые ставки на офшорном валютном рынке в первые дни реализации шока возросли практически в два раза. В частности, рублевые ставки на срок 1 неделя увеличились с 6,5% (6 апреля) до 12,7% (10 апреля) (рис. 5).

экономическими тенденциями, а затрагивает преимущественно деятельность отдельных организаций.

Вторым сегментом, показавшим отрицательную динамику в объеме позиций участников, стали операции «валютный своп». Снижение позиций было характерно как для биржевого, так и для внебиржевого сегмента и связано в основном с падением спроса на долларовую ликвидность со стороны банков, проходящих процедуру финансового оздоровления. Так, объем длинных позиций в рублях четырех банков на санации снизился с начала года на сумму около 3,5 млрд долл. США. Кроме того, длинные позиции в рублях снижали дочерние иностранные банки и нерезиденты в период повышения волатильности российского финансового рынка.

## Влияние санкций на валютный рынок

За период с начала 2018 г. наибольшее влияние на риски российского финансового рынка оказало усиление санкционных ограничений. Неблагоприятный информационный фон в отношении ужесточения санкций сохранялся с прошлого года и касался запрета на покупку российского суверенного долга, однако вышедший в начале 2018 г. доклад Министерства финансов США не содержал рекомендаций о введении таких санкций. В апреле 2018 г. США применили наиболее жесткий вариант санкций – блокирующие санкции SDN (Specially

Рисунок 5

**Динамика вмененных  
рублевых ставок по NDF**  
(%)

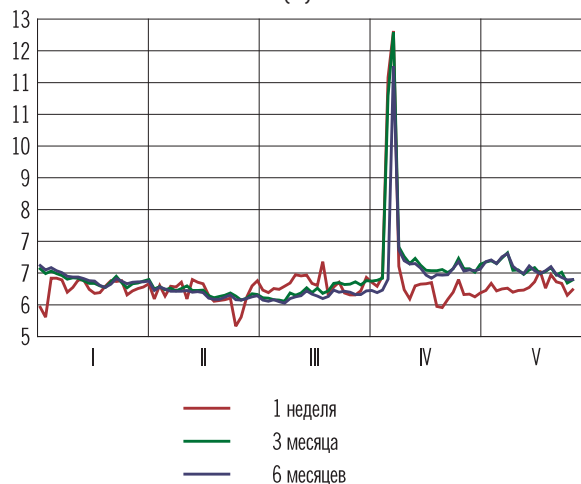
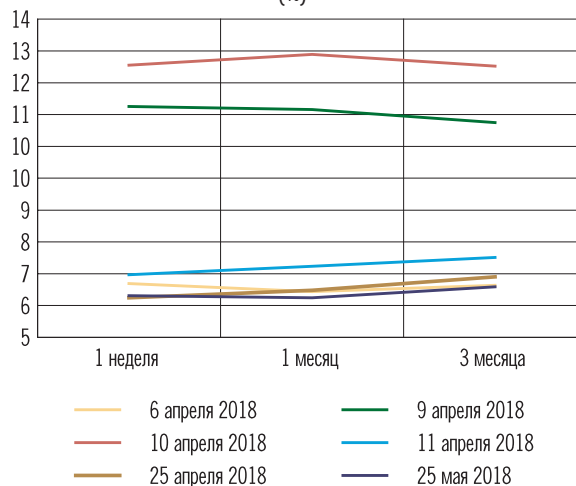


Рисунок 6

**Временная структура вмененных  
рублевых ставок по NDF**  
(%)



Первоначальная реакция участников российского финансового рынка включала не только коррекцию краткосрочных ожиданий, но и отразилась на пересмотре среднесрочной динамики курса рубля. В частности, наблюдался рост стоимости хеджирования валютного риска на протяжении всей среднесрочной части кривой (рис. 6). Однако эффект столь масштабной коррекции достаточно быстро был исчерпан, и уже 11 апреля 2018 г. кривая вмененных рублевых ставок практически вернулась на исходные уровни. Отмеченная динамика котировок рынка валютных форвардов отчетливо указывает на наличие избыточной реакции (overreaction) участников на произошедшее событие, которая оказалась намного сильнее фактического экономического эффекта принятых санкционных мер.

Тем не менее резко возросшая потребность в хеджировании валютного риска транслировалась в рост спроса на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке. Под воздействием шока спроса объем сделок на внутреннем валютном рынке возрос в 2,5 раза и произошла переоценка курса рубля, который за два рабочих дня после объявления санкций ослабился к доллару США на 7,9%, к евро – на 8,5%. Вмененная волатильность опционов на курс рубля к доллару США на срок 1 день возросла с 6 до 26% (рис. 7). В дальнейшем обороты рынка и волатильность курса рубля к доллару США на срок 1 день быстро восстановились до первоначальных уровней.

Рисунок 7

#### Оборот биржевого валютного рынка и волатильность курса рубля



Рисунок 8

#### Структура нетто-покупок/продаж на внутреннем валютном рынке (млрд руб.)\*



\* На горизонтальной шкале данные указаны по неделям (числа недели через тире, через нижнее подчеркивание указан номер месяца).

Спрос на иностранную валюту на внутреннем валютном рынке формировался преимущественно нерезидентами, которые выступали клиентами дочерних иностранных банков. При этом практически весь спрос дочерних иностранных банков реализовался в первые два рабочих дня после объявления санкций. В совокупности они приобрели иностранную валюту в рублевом эквиваленте на сумму около 140 млрд руб. (рис. 8). Кроме того, часть спроса на иностранную валюту формировалась некоторыми российскими банками в связи с закрытием ими ранее открытых длинных позиций на рынке «валютный своп». Население не проявляло значимого интереса к покупке иностранной валюты, а наоборот, в указанный период выступало нетто-продавцом иностранной валюты.

Фактором ограничения роста спроса на иностранную валюту стала временная приостановка операций по покупке иностранной валюты в рамках «бюджетного правила». С 17 апреля 2018 г. операции по покупке иностранной валюты были возобновлены. В пиковые дни предложение иностранной валюты на рынке было достаточным для его бесперебойного функционирования. Продажу иностранной валюты осуществляли преимущественно российские системно значимые банки, обслуживающие крупнейших экспортеров.

В результате валютный рынок сохранял ликвидность, достаточную для непрерывного кур-

Рисунок 9  
Операции дочерних иностранных банков  
и нерезидентов на российском финансовом рынке  
(накопленным итогом, млрд руб.)



сообразования. Основные индикаторы емкости валютного рынка не показывали критической потери ликвидности. Объем заявок в 0,5%-ном спреде был несколько ниже своих средних значений, но тем не менее находился значительно выше тех уровней, что наблюдались в период шока 2014 года. Таким образом, коррекция курса рубля была связана в полной мере с переоценкой рисков со стороны иностранных инвесторов.

Спрос нерезидентов на иностранную валюту сопровождался продажей российских активов (подробнее см. в разделе 2). При этом объем чистых покупок иностранной валюты в первые дни реализации шока практически в два

раза превысил объем нетто-продаж ценных бумаг, что свидетельствует о хеджировании ими валютного риска с учетом планов по выходу с российского рынка в последующие периоды (рис. 9).

Хеджирование валютного риска нашло отражение в изменении позиций дочерних иностранных банков и нерезидентов на рынке «валютный своп». В первые дни реализации шока они сокращали длинные позиции в рублях, в результате чего их чистые позиции на рынке валютных свопов достигли своих минимальных значений за период с начала 2018 года. При этом дочерние иностранные банки стали на короткое время чистыми кредиторами в иностранной валюте (рис. 10).

### Влияние санкций на денежный рынок

Снижение длинных рублевых позиций дочерних иностранных банков и нерезидентов привело к повышению предложения и удешевлению валютной ликвидности. Удешевление стоимости долларовых заимствований на внутреннем рынке и рост вмененных рублевых ставок обеспечили кратковременное сужение кросс-валютного спреда на срок овернайт с 96 б.п. (6 апреля) до 36 б.п. (10 апреля) (рис. 11). На остальных сроках (до 1 года) кривая вмененных рублевых ставок на рынке «валютный своп» 10 апреля поднималась выше 7% (рис. 12).

Рисунок 10  
Нетто-позиция дочерних иностранных банков  
и нерезидентов на валютных свопах  
(млрд долл. США)

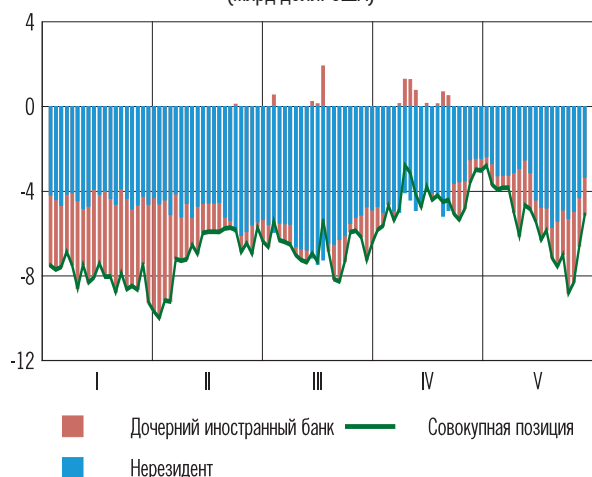


Рисунок 11  
Динамика процентных ставок овернайт  
на рынке «валютный своп» и МБК  
(%)

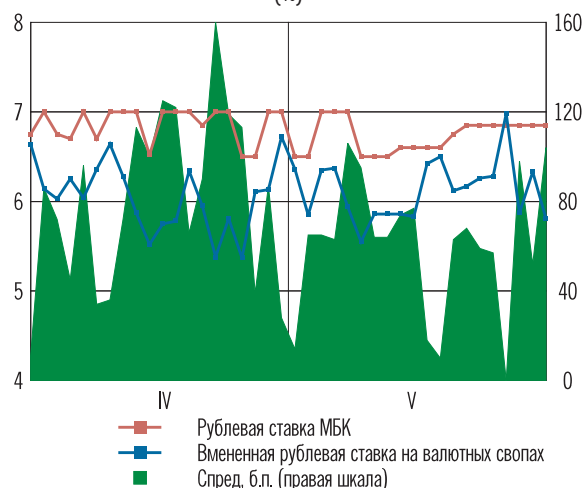
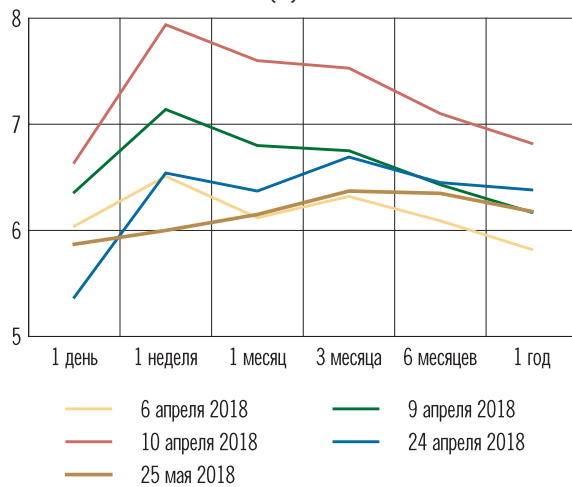


Рисунок 12

### Временная структура процентных ставок на рынке «валютный своп» (%)



В этих условиях ряд российских банков, которые традиционно привлекали рублевую ликвидность на рынке «валютный своп», закрыли позиции и переключились на заимствования в рублях на рынке МБК. С другой стороны, масштабные продажи иностранной валюты со стороны локальных банков в период повышенной волатильности привели к повышению ими объемов размещения полученной рублевой ликвидности. В результате сократились их нетто-привлечения на рынке МБК. При этом часть ликвидности размещалась ими на депозитах Банка России (рис. 13). Таким образом, изменение структуры операций участников не привело к нарушению баланса спроса и предложения

Рисунок 13

### Структура операций крупнейших продавцов иностранной валюты на рублевом рынке МБК (овернайт) (млрд руб.)

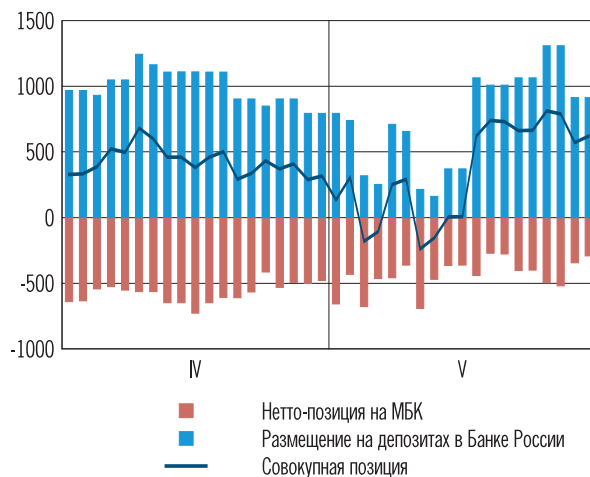


Рисунок 15

### Динамика индикатора процентных ставок по инструменту ROISfix на разные сроки (%)

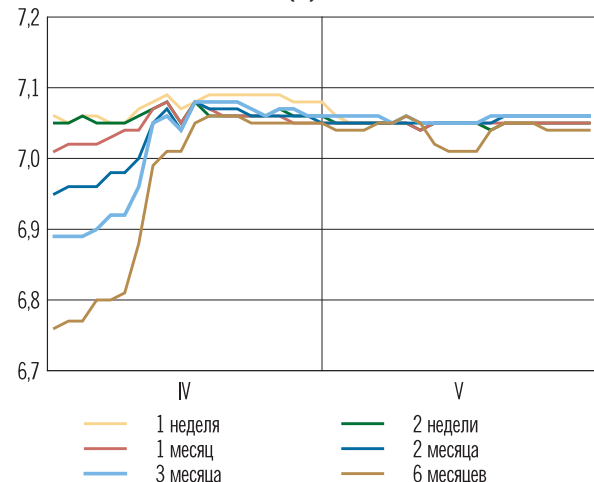


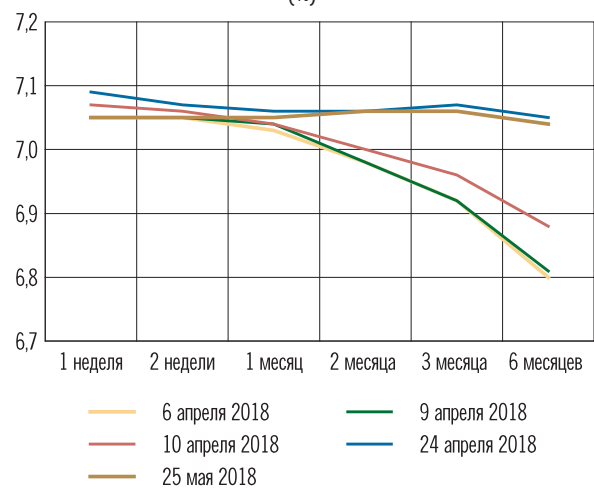
Рисунок 14

### Динамика процентных ставок овернайт на рублевом рынке МБК (%)



Рисунок 16

### Временная структура процентных ставок по индикатору ROISfix (%)



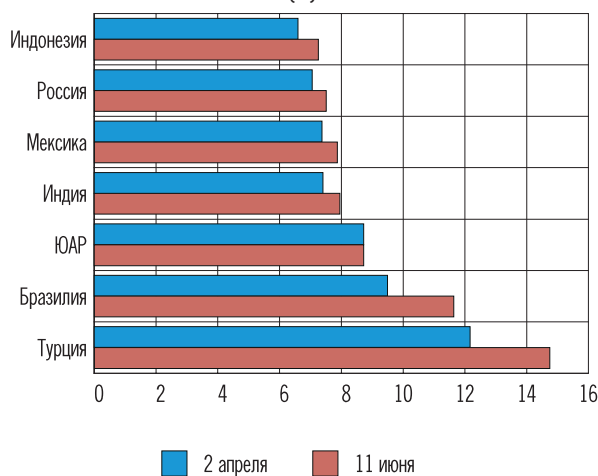
на рублевом денежном рынке и значимому изменению краткосрочных рублевых ставок. Процентные ставки на рублевом денежном рынке продолжали находиться на уровне около 7% (рис. 14).

Несмотря на сохранение баланса спроса и предложения на рублевом денежном рынке, переоценка рисков обусловила структурные изменения в ожиданиях динамики процентных ставок. Кривая краткосрочных индексных свопов (overnight index swap), отражающая ожидаемую рынком динамику ставки RUONIA, поменяла форму с инверсной на плоскую (рис. 15, 16).

Таким образом, если до периода повышенной волатильности участники рынка закладывали нисходящую траекторию ставок денежного рынка с учетом мягких сигналов Банка России, то после ужесточения санкционных мер рынок не ожидает снижения краткосрочных ставок на горизонте ближайших шести месяцев. С учетом изменения ожиданий рынка по динамике краткосрочных процентных ставок, а также на фоне оттока капитала с ЕМЕ с начала II квар-

Рисунок 17

**Доходности по 10-летним гособлигациям  
в национальной валюте ЕМЕs  
(%)**



тала наблюдается рост долгосрочных ставок на внутреннем рынке. Тем не менее, долгосрочные ставки в России остаются на низком уровне относительно других сопоставимых ЕМЕ, что обусловлено сохранением благоприятных фундаментальных факторов.

## 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

### Конъюнктура и риски на рынке ценных бумаг

В начале 2018 г. продолжился значительный приток капитала в российские ценные бумаги на фоне снижения кредитных рисков российских заемщиков. Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings 23 февраля 2018 г. повысило долгосрочный рейтинг дефолта России в иностранной и национальной валютах до уровня «BBB-» (табл. 1). Наличие двух рейтингов инвестиционного уровня от международных кредитных рейтинговых агентств означает, что российские бумаги могут быть включены в глобальные индексы облигаций стран EME<sup>1</sup>.

Помимо этого, рейтинговое агентство Moody's Investors Service 25 января 2018 г. повысило прогноз долгосрочного кредитного рейтинга России со «стабильного» на «положительный» на уровне «Ba1» (предынвестиционный рейтинг). Агентства отмечают, что экономический рост в России восстанавливается на фоне умеренного расширения внутреннего спроса, высоких цен на нефть и улучшения ситуации в мировой экономике. В совокупности отмеченные рейтинговые действия отражали укрепление фундаментальных факторов функционирования российского финансового рынка и способствовали сохранению привлекательности российских активов.

Рост инвестиций в российские ценные бумаги происходил на фоне общей тенденции увеличения притока капитала в EME. Основным объемом притока в EME произошел в январе 2018 г. и был направлен как в облигации, так и в акции (рис. 18, 19). Масштабный приток в январе происходил на фоне благоприятной конъюнктуры, связанной со стабилизацией глобальных рынков в конце 2017 года.

В этих условиях общий приток в фонды, инвестирующие в акции России, за I квартал

2018 г. достиг почти 2 млрд долл. США, в облигации – 700 млн долл. США (по данным EPFR). В результате в I квартале 2018 г. продолжился рост вложений иностранных инвесторов в ОФЗ, что стало благоприятным фактором для снижения стоимости государственных заимствований.

Ужесточение санкционной политики Министерства финансов США в апреле 2018 г. резко снизило интерес инвесторов к российскому рынку. Реакция участников рынка про-

Рисунок 18

Приток капитала в облигации стран с развивающимися рынками (млн долл. США)



Примечание: данные о притоке/оттоке капитала – с сайта Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Рисунок 19

Приток капитала в акции стран с развивающимися рынками (млн долл. США)



Примечание: данные о притоке/оттоке капитала – с сайта Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

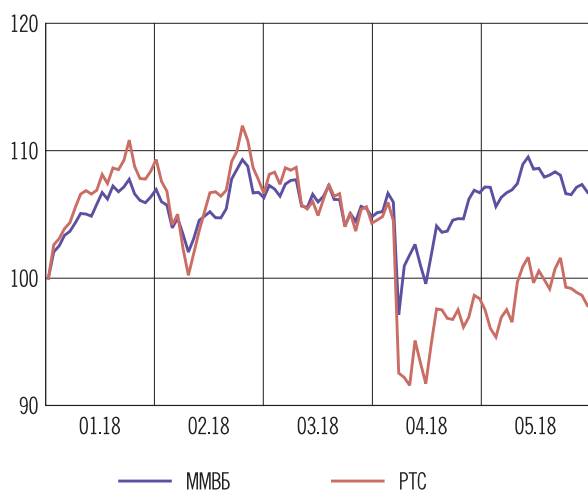
<sup>1</sup> Например, индексы Bloomberg Barclays EM USD Aggregate, JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) и так далее.

Таблица 1

## Последние два изменения кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств

Агентство	Шкала	Долгосрочный международный рейтинг в иностранной валюте		Долгосрочный международный рейтинг в национальной валюте	
		Дата	Рейтинг	Дата	Рейтинг
Fitch Ratings	Дата	22.09.2017	23.02.2018	22.09.2017	23.02.2018
	Рейтинг	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-
	Прогноз	Позитивный	Позитивный	Позитивный	Позитивный
Moody's Investors Service	Дата	17.02.2017	25.01.2018	17.02.2017	25.01.2018
	Рейтинг	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
	Прогноз	Стабильный	Позитивный	Стабильный	Позитивный
S&P Global Ratings	Дата	17.03.2017	23.02.2018	17.03.2017	23.02.2018
	Рейтинг	BB+	BBB-	BBB-	BBB
	Прогноз	Позитивный	Стабильный	Позитивный	Стабильный

Динамика фондовых индексов (%)



явилась в закрытии позиций и переоценке рисков, в результате чего наблюдались падение фондовых индексов и рост процентных ставок как по государственным, так и по корпоративным облигациям. Снижение индексов фондового рынка в первый день реализации риска было существенным и составило около 13% по индексу РТС и 8% по индексу Московской Биржи (рис. 20). В последующие периоды индекс Московской Биржи полностью восстановился и достиг максимальных исторических значений, индекс РТС отыграл большую часть понесенных потерь.

Выход нерезидентов с российского рынка сопровождался также ростом индикаторов процентных ставок. Индикаторы рынка государственных и корпоративных облигаций повысились в первые дни нетто-продаж в среднем на 32 и 19 б.п. соответственно (рис. 21). В дальнейшем стабилизация ситуации на рынках способствовала снижению доходностей. Спред индекса корпоративных облигаций к государственным облигациям после шока остался на уровне до введения новых санкций.

В разрезе сроков реакция рынка ОФЗ на санкции была смещена в сторону краткосрочной части (до 2 лет), где рост доходности доходил до 70 б.п. (рис. 22). Наибольший прирост произошел в дюрации от 1 до 2 лет. Движение долгосрочной части кривой было менее значительным и составило около 50 базисных пунктов. Впоследствии восстановление рынка вернуло доходности на сроки более 2 лет в состояние начала 2018 г. (рис. 23).

Динамика индексов процентных ставок на рынке облигаций (Bloomberg) (%)



Рисунок 22  
Динамика кривой доходности на рынке ОФЗ (%)

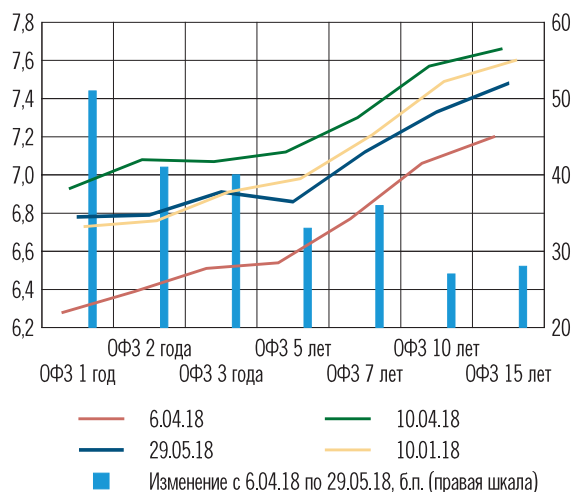


Рисунок 24  
Структура операций участников на рынке ОФЗ в разрезе дюрации (млрд руб.)

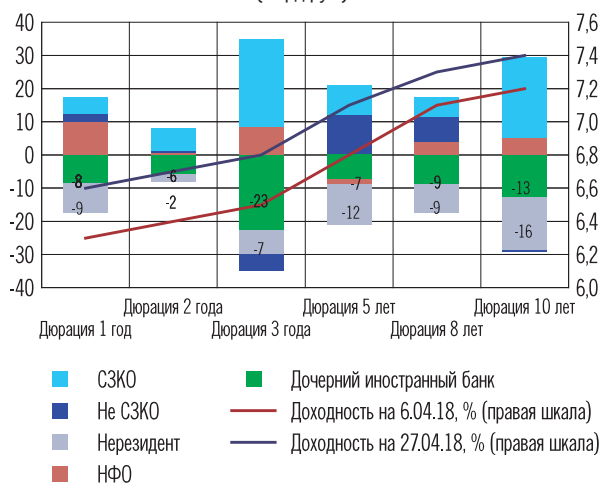


Рисунок 23  
Динамика ставок на рынке ОФЗ в разрезе сроков (%)

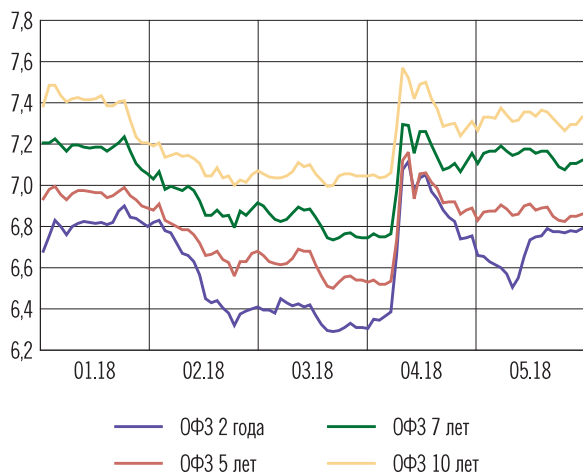
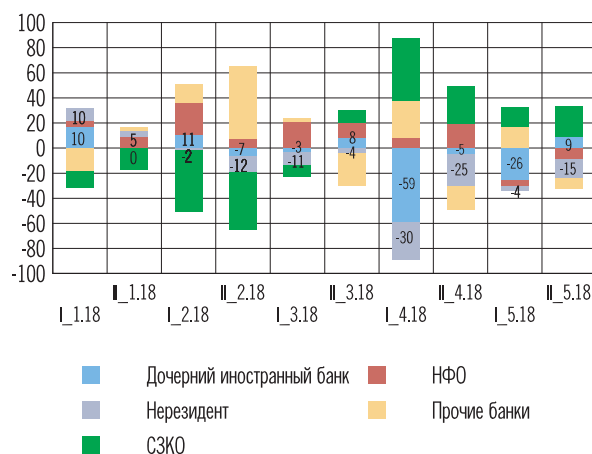


Рисунок 25  
Динамика структуры операций участников на рынке ОФЗ (данные за полмесяца, млрд руб.)



Основной объем продаж ОФЗ в первые дни после объявления санкций был сконцентрирован в бумагах с дюрацией более 2 лет. Наибольшие продажи произошли в ОФЗ с дюрацией 3 года (30 млрд руб.) и 10 лет (29 млрд руб.). При этом относительно большая устойчивость цен среднесрочных и долгосрочных выпусков связана с привлекательностью этого сегмента рынка для потенциальных покупателей (рис. 24). Кроме того, основной объем размещений Минфина России традиционно сосредоточен в среднесрочных и долгосрочных бумагах, что позволяет поддерживать относительно большую ликвидность этого сегмента рынка.

В структуре продавцов на биржевом рынке ОФЗ доминировали нерезиденты и дочерние

иностраные банки (рис. 25). В совокупности за апрель-май 2018 г. их нетто-продажи ОФЗ составили около 154 млрд руб., что сопоставимо с объемом нетто-покупок иностранной валюты в первые дни реализации шока (рис. 26). Динамика биржевых торгов нерезидентов и дочерних иностранных банков на рынке ОФЗ проявилась в снижении остатков на счетах иностранных депозитариев в НРД. В результате отношение указанных остатков к общему объему рынка ОФЗ снизилось с 33,6% на начало апреля 2018 г. до 29,7% на конец мая 2018 г. (рис. 27). Стоит отметить, что данный показатель не покрывает весь портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, так как часть бумаг у нерезидентов находится в других депозитари-



Рисунок 26

### Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов (данные за полмесяца, млрд руб.)

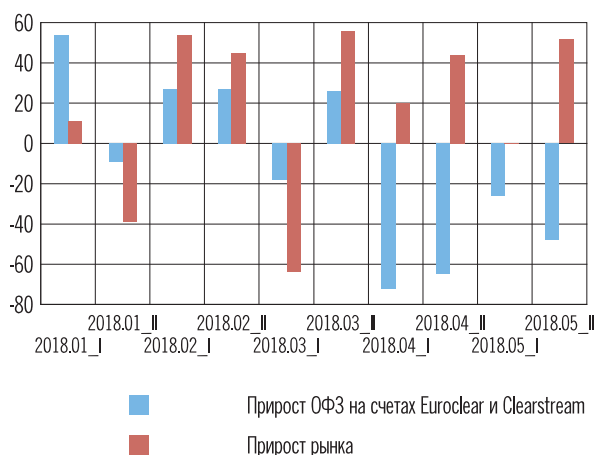


Рисунок 28

### Динамика нетто-покупок акций на биржевом рынке (данные за полмесяца, млрд руб.)

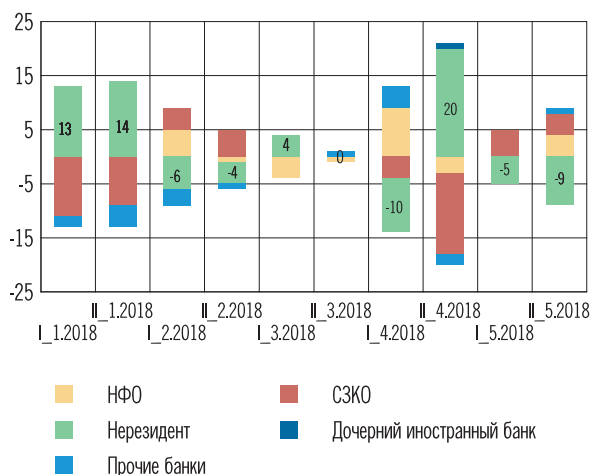


Рисунок 27

### Динамика объема вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля во вложениях

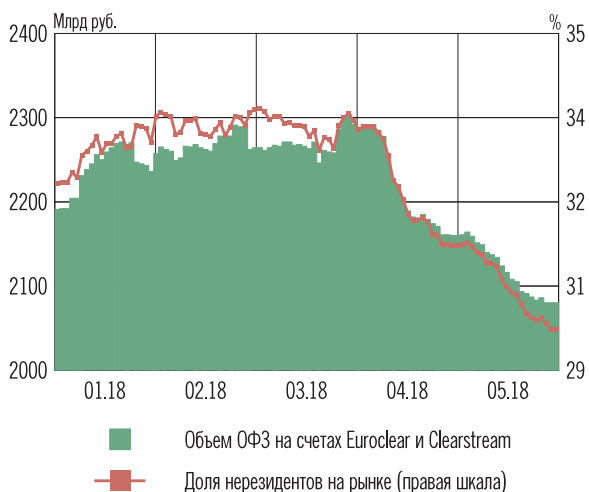
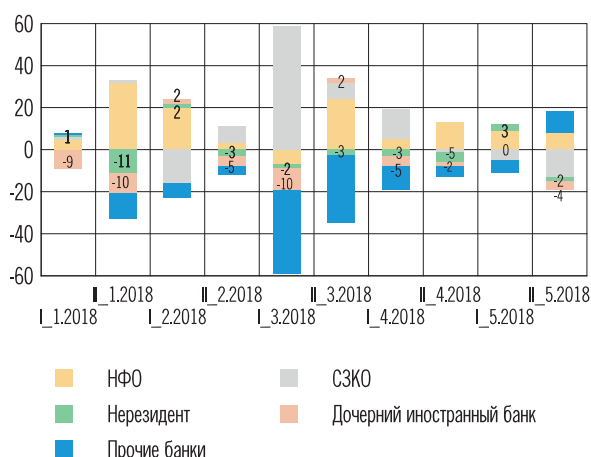


Рисунок 29

### Динамика нетто-покупок корпоративных облигаций на биржевом рынке (данные за полмесяца, млрд руб.)



ях или у других организаций, торгующих ОФЗ за счет клиентов. В среднем объем ОФЗ у нерезидентов, по данным официальной отчетности 0409711, за январь-май 2018 г. был больше на 46 млрд руб., что составляет всего 2% от среднего портфеля ОФЗ у нерезидентов в 2018 году.

Вторым по объему продаж нерезидентов сегментом российского финансового рынка стал рынок акций. На биржевом сегменте объем продаж в первые дни составил около 20 млрд руб. (рис. 28). Однако эффект санкций для рынка акций оказался непродолжительным, и уже в последующие дни иностранные инвесторы вернулись в качестве нетто-покупателей на рынок акций. Во вторую половину апреля они при-

обрили акции на сумму, превысившую объем ранее совершенных нетто-продаж, так что в итоге за апрель они являлись нетто-покупателями на рынке (объем нетто-покупок составил 10,3 млрд руб.). Влияние операций нерезидентов на рынок корпоративных облигаций было ограниченным, поскольку их доля на рынке традиционно являлась низкой (не более 10–15%). За апрель их нетто-продажи не превысили 15 млрд руб. (рис. 29).

В целом российский финансовый рынок в этот период продемонстрировал зрелость реакции и достаточную устойчивость к возникшему внешнему шоку. Несмотря на снижение аппетита к российскому риску у иностранных участников, локальные инвесторы проявляли

интерес к покупке российских активов, тем самым осуществляли поддержку рынка и способствовали его бесперебойному функционированию.

Более высокая доходность облигаций стала привлекательной для российских системно значимых кредитных организаций (СЗКО), которые выступали основными покупателями облигаций в этот период. Как и ожидал Банк России, риски выхода нерезидентов с рынка ограничены наличием потенциала внутреннего спроса. Изначально высокая доля иностранных инвесторов в ОФЗ не стала препятствием для достижения рыночного равновесия без вмешательства регулятора. СЗКО выступили также основными покупателями на рынке корпоративных облигаций. На рынке акций основной категорией нетто-покупателей в период повышенной волатильности были некредитные финансовые организации.

Обесценение ценных бумаг не оказало значимого влияния на устойчивость российского финансового сектора. Анализ влияния отрицательной переоценки портфеля ценных бумаг на достаточность ликвидности и собственных средств (капитала) участников финансового рынка не выявил системного риска и критических уязвимостей в их финансовом состоянии.

Вместе с тем участники финансового рынка столкнулись с препятствиями в обеспечении сервисов по обслуживанию обращения ценных бумаг компаний, эмитенты которых попали

в санкционный список. В частности, Европейский клиринговый центр (Euroclear) значительно замедлил расчеты по сделкам с ценными бумагами, которые находятся в санкционных списках, информационные системы прекратили транслировать их котировки. Скорее всего, компаниям находящимся под санкциями необходимо будет переориентироваться на заимствование на локальном рынке.

Отдельные финансовые организации столкнулись с необходимостью пересмотра финансового положения заемщиков (эмитентов ценных бумаг) из числа компаний, включенных в санкционный список. В связи с этим, а также в целях поддержания кредитования отраслей российской экономики Банк России 23 апреля 2018 г. письмом № ИН-016-41/22 ввел до конца 2018 г. меры, позволяющие кредитным организациям принимать решения о ухудшении оценки (финансового положения заемщика (контрагента), качества обслуживания долга по ссуде (например, при реструктуризации ссуды, возникновении просроченных платежей), категории качества ссуд, прочих активов, условных обязательств кредитного характера, категории качества обеспечения). Данные решения позволят кредитным организациям не увеличивать резервы на возможные потери по ссудам, прочим активам и условным обязательствам кредитного характера по сравнению с последней отчетной датой, предшествующей дате введения санкций.

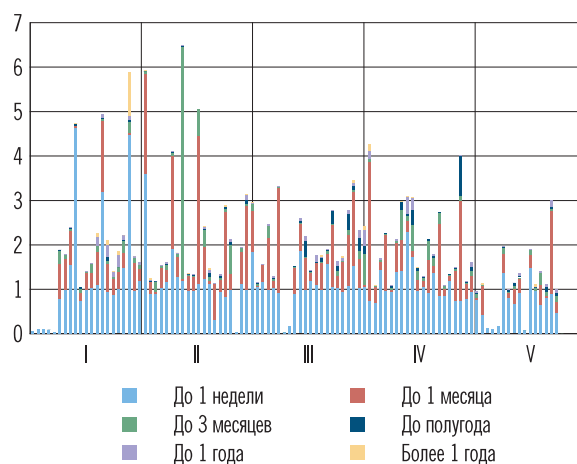
## 3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ

### 3.1. Рынок валютных форвардов и процентных свопов

В 2018 г. валютный форвард остается одним из самых ликвидных производных финансовых инструментов (ПФИ) на российском внебиржевом рынке. В 2018 г. рыночная открытая позиция менялась разнонаправленно: возрастая до 30 млрд долл. США в середине февраля и снижаясь до 10 млрд долл. США в середине мая. Основными поставщиками валютной ликвидности выступают НФО, а основными покупателями иностранной валюты – частные банки. Спрос на валютный форвард со срочностью до 1 недели был более высоким в январе (средний ежедневный объем заключения составил 1,4 млрд долл. США), после этого он стабилизировался (0,9 млрд долл. США начиная с февраля). Спрос на валютный форвард со срочностью до 1 месяца был более стабильным (0,7 млрд долл. США). Остальные срочности были значительно менее популярны.

Рынок внебиржевых валютных свопов, рассматриваемый в данном разделе, имеет важную характеристику с точки зрения срочности заключения – от 3 дней. Таким образом, дан-

Рисунок 31  
Динамика заключения валютных форвардов в распределении по срочности (млрд долл. США)



ный ПФИ отражает спрос на хеджирование валютного риска в краткосрочном периоде или потребность в долгосрочном валютном фондировании (например, в составе банковских групп), а не мгновенную потребность в валютной ликвидности, вызванную рыночным шоком.

На рынке внебиржевых валютных свопов отмечалась та же тенденция, что и на рынке форвардов, – рыночная открытая позиция по свопам планомерно снижалась. преимуще-

Рисунок 30  
Открытая позиция по валютным форвардам в распределении по участникам (млрд долл. США)

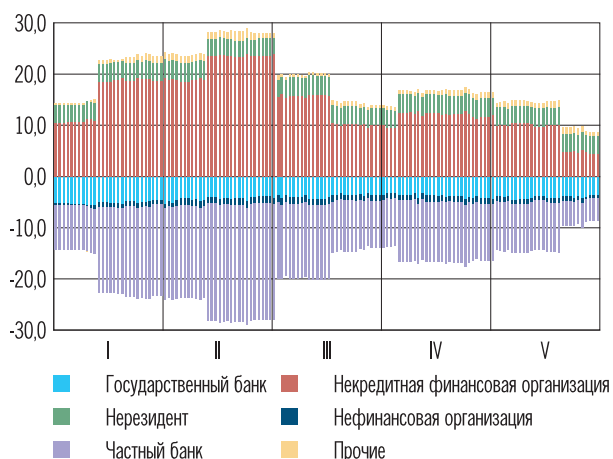


Рисунок 32  
Открытая позиция по валютным свопам в распределении по участникам (млрд долл. США)

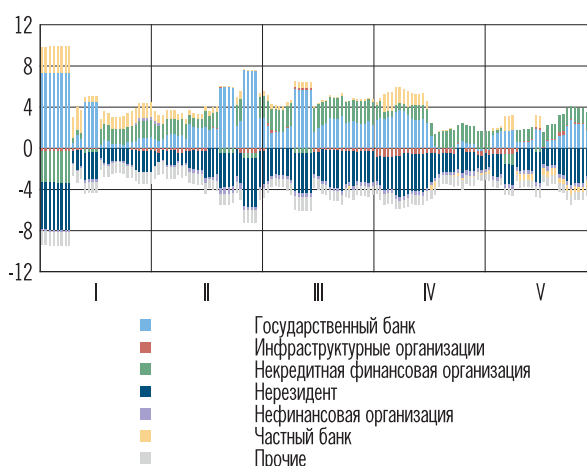


Рисунок 33

### Динамика заключения валютных свопов в распределении по срочности (млрд долл. США)

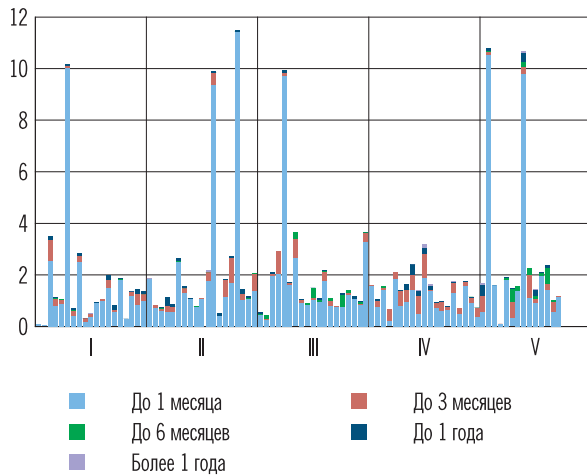


Рисунок 34

### Открытая позиция по процентным свопам в распределении по участникам (млрд долл. США)

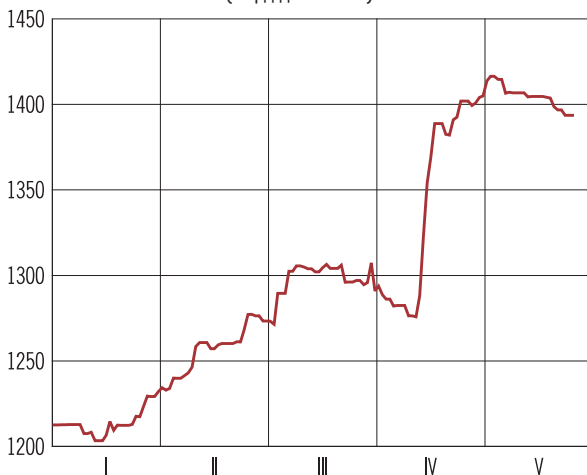


Рисунок 35

### Динамика заключения процентных свопов в распределении по срочности (млрд долл. США)

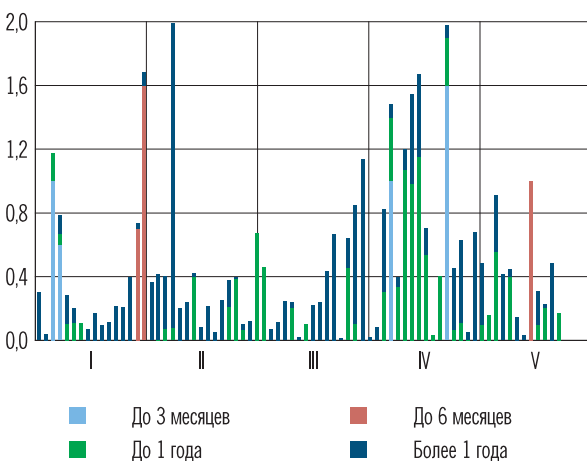
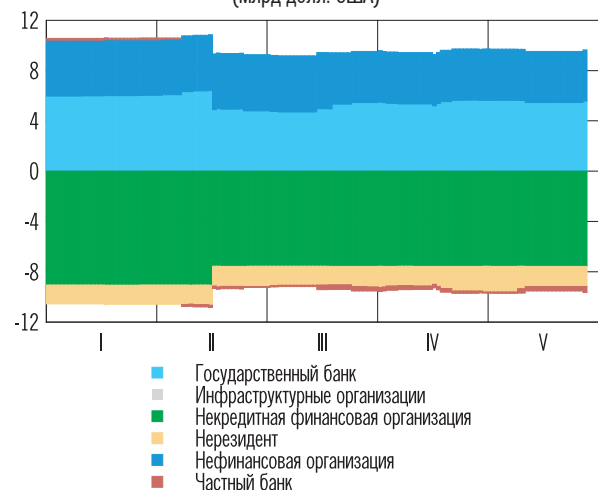


Рисунок 36

### Открытая позиция по валютно-процентным свопам в распределении по участникам (млрд долл. США)



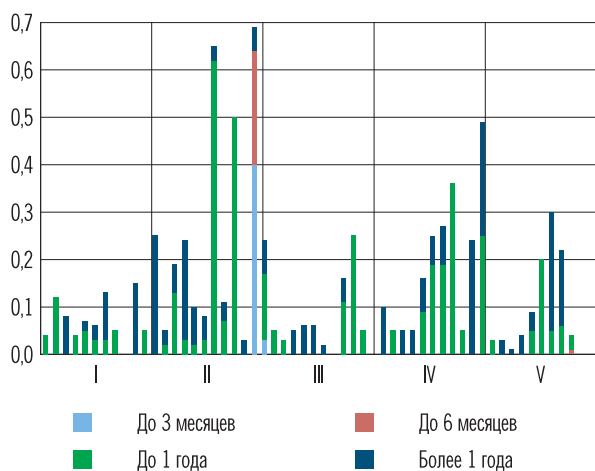
ственно валюту на свопах размещали банки с государственным участием в капитале, а занимали – нерезиденты.

Апрельское повышение волатильности не нашло существенного отражения на рынке внебиржевых валютных свопов – если очистить динамику торгов от заметных сделок внутри банковских групп, то среднечасовой объем заключаемых свопов составил 0,41 млрд долл. США.

На рынке процентных свопов наблюдался рост открытых позиций – по сравнению с 2017 г. данный сегмент рынка внебиржевых ПФИ рос активнее всего: с 81 млрд долл. США (начало 2018 г.) до 88 млрд долл. США (начало мая 2018 г.). Наиболее заметное увеличение открытой позиции произошло в стрессовый период в начале апреля, в основном заключались новые свопы внутри иностранных банковских групп. Начиная с 9 апреля 2018 г. на рынке наблюдался резкий рост вмененных рублевых ставок по валютным процентным инструментам, в результате чего наблюдалось сокращение базиса. В этих условиях банки частично сокращали позиции в валютно-процентных свопах и одновременно увеличивали позиции в процентных свопах, преимущественно с получением фиксированной рублевой ставки.

В целом на рынке валютно-процентных свопов ситуация была достаточно инертной, слабо меняясь на фоне некоторой турбулентности рынка в начале апреля. Основной целью заключения кросс-валютных свопов выступает более

Рисунок 37  
Динамика заключения валютно-процентных свопов  
в распределении по срочности  
(млрд долл. США)



дешевое фондирование российских дочерних подразделений иностранных банков, а не хеджирование валютного или процентного риска, поэтому ситуация на рынке оказывается мало-чувствительной к внешним шокам.

Таким образом, рынок внебиржевых деривативов слабо отреагировал на новые санкции, а динамика оставалась стабильной в течение 2018 г., не демонстрируя ярких всплесков инвестиционной активности.

### 3.2. Рынок кредитных дефолтных свопов

В России 31 июля 2013 г. ФСФР выпустила проект приказа, где было введено понятие «кредитно-дефолтный своп», а 16 февраля 2015 г. Банк России издал Указание № 3565-У «О видах производных финансовых инструментов», где содержатся положения о CDS. Сделки по CDS регулируются согласно стандартам ISDA, а российские контрагенты отчитываются

ся по ним перед торговым репозитарием, как и по другим внебиржевым деривативам.

Кредитно-дефолтный своп – производный финансовый инструмент, необходимый в первую очередь для хеджирования кредитного и рыночного рисков, поэтому далее в обзоре в качестве референтных сумм по открытым позициям будет использована величина покрытия в случае наступления кредитных событий.

Российский суверенный долг, а также связанный с ним рынок деривативов – одни из самых больших среди стран с развивающимися рынками (согласно статистике Банка международных расчетов).

Основным мотивом заключения кредитных дефолтных свопов выступает хеджирование рыночного риска, а именно компонента CVA (англ. Credit Value Adjustment), который является приведенной стоимостью ожидаемых потерь банка от реализации риска контрагента на деривативных сделках вне договоров маржирования. CDS на Минфин России – наиболее распространенный и достаточно ликвидный рыночный инструмент. Динамика стоимости CDS на эмитента, как правило, имеет высокую корреляцию с выпущенными им облигациями, что позволяет хеджировать изменение их стоимости.

Хеджирование рыночного риска – условие МСФО для внедрения банками с большой деривативной книгой, поэтому основные игроки на российском рынке CDS со стороны резидентов – это крупные банки, для которых рыночный риск является существенным. Большая часть сделок заключается на офшорном рынке. В связи с этим данные репозитария НРД позволяют проанализировать лишь часть сделок CDS, в которых одна из сторон – российское юридическое лицо.

#### Классификация кредитно-дефолтных свопов

На рынке деривативов выделяют расчетные и поставочные CDS. В соответствии с мировой практикой поставочные CDS были более популярны в прошлом, когда покупатель страховки являлся еще и держателем облигации, против дефолта которой он страхуется. При наступлении кредитного события покупатель страховки возвращал облигации продавцу страховки по номиналу, а сам получал сумму, на которую он застрахован.

С ростом популярности CDS инвесторы стали все больше спекулировать, делая ставки на дефолт определенных заемщиков и не имея самих облигаций в портфеле, а не хеджировать риски, как ранее. Так, объем CDS стал многократно превосходить объем эмиссий облигаций, и расчетные CDS стали более популярными.

Свопы также делятся по типу кредитного события – единственные, множественные и индексные. Единственные CDS заключается на дефолт одного единственного эмитента/заемщика. Множественные кредитные события подразумевают дефолт хотя бы одного из нескольких заемщиков, обусловленных договором свопа. Индексные CDS появились в 2004 году. Индекс iTraxx Europe состоит из 125 европейских компаний инвестиционного рейтинга. В случае наступления кредитного события одной из компаний, входящих в индекс, держатель страховки получает обычную выплату по CDS, но годовая страховая премия корректируется на выбытие компании-дефолтера из индекса.

Рисунок 38

### Величина открытой позиции по страховым премиям и по возмещениям (млн долл. США)

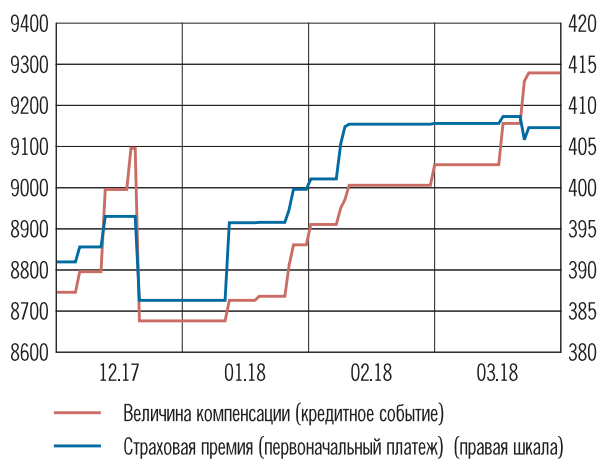


Рисунок 40

### Величина открытой позиции по страховым премиям и по возмещениям, связанным с суверенным долгом Российской Федерации (млн долл. США)



Рисунок 39

### Распределение CDS по торгующимся типам по компенсациям (млрд долл. США)

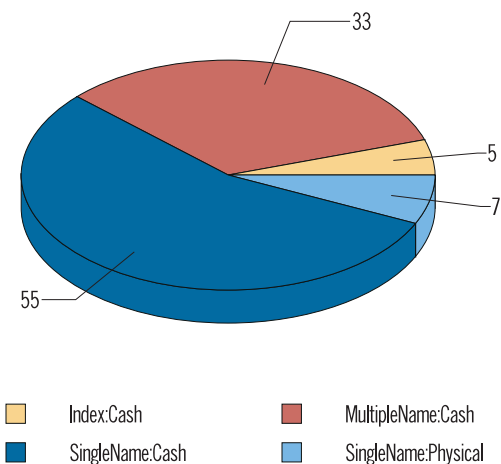
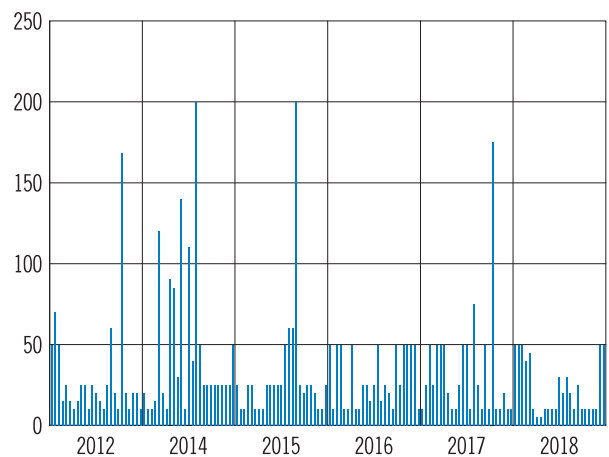


Рисунок 41

### Заклучение сделок «кредитный дефолтный своп» (млн долл. США)



Российский рынок кредитных дефолтных свопов является небольшим по количеству заключенных сделок и по открытым позициям. По состоянию на 30 марта 2018 г. величина уплаченных по CDS премий<sup>1</sup> составляла 407,3 млн

долл. США. При наступлении кредитных событий величина открытой позиции составляла 9,3 млрд долл. США.

Распределение рыночной позиции, открытой на 30 марта 2018 г., показывает, что самым популярным типом свопа является CDS с на-

<sup>1</sup> Сумма, уплаченная при заключении свопа.

Рисунок 42

**Распределение открытой позиции по участникам с кредитным событием суверенного долга Российской Федерации**  
(млн долл. США)

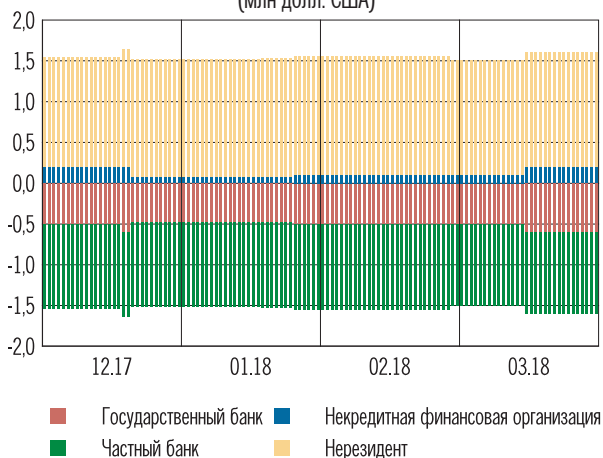


Рисунок 44

**Распределение открытой позиции по участникам с другими кредитными событиями**  
(млрд долл. США)

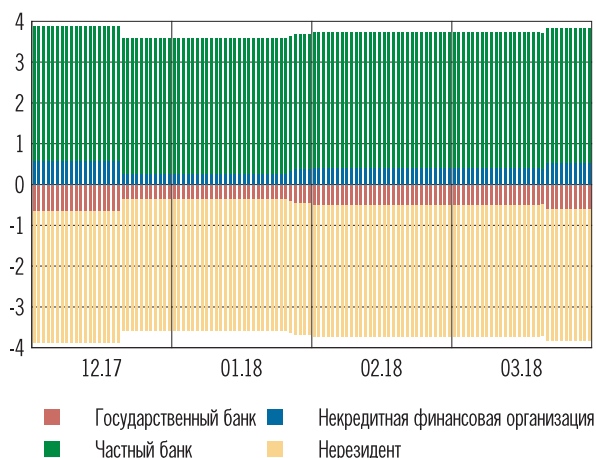


Рисунок 43

**Распределение позиции, открытой на 30.03.2018, с кредитным событием суверенного долга Российской Федерации**  
(млрд долл. США)

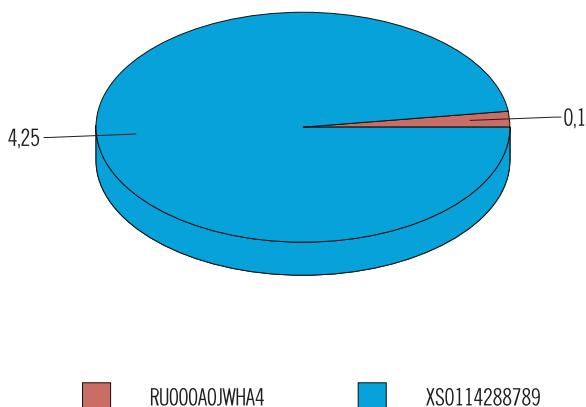
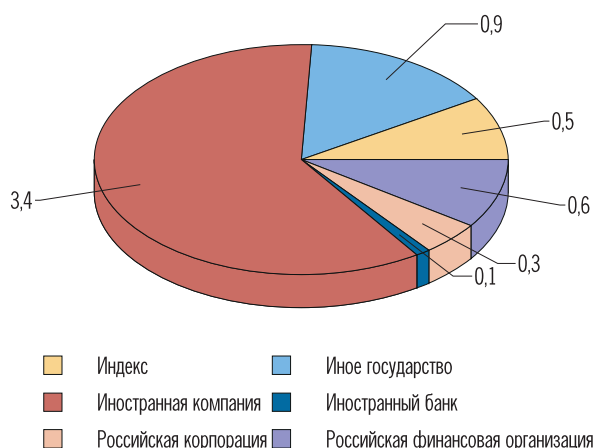


Рисунок 45

**Распределение позиции, открытой на 30.03.2018, по базовым активам**  
(млрд долл. США)



личным расчетом с одним кредитным событием – совокупная величина покрытия достигает 5,5 млрд долл. США. Вторым по популярности является CDS с наличным расчетом с множественными кредитными событиями – 3,3 млрд долл. США. Оставшиеся два типа (индексные и CDS с физической поставкой) в сумме составляют 1,19 млрд долл. США.

В России наиболее распространенное кредитное событие при заключении договора кредитного дефолтного свопа связано с суверенным долгом Российской Федерации – его доля по объему страховки составляет 47%.

На конец I квартала 2018 г. величина открытой позиции по таким кредитным дефолтным свопам достигла отметки в 4,35 млрд долл.

США: 4,02 млрд долл. США с расчетом и 0,33 млрд долл. США с реальной поставкой. Российский рынок CDS является низколиквидным – за I квартал 2018 г. заключено 23 сделки, из которых девять CDS по государственному долгу Российской Федерации.

Распределение открытых позиций по структуре участников демонстрирует, что страховку против дефолта Минфина России чаще предоставляют нерезиденты и НФО – в чистом выражении объем открытой позиции равен 1,6 млрд долл. США. Соответственно, покупателями страховки выступают частные и государственные российские банки – чистая открытая позиция составляет 0,6 и 1 млрд долл. США соответственно.

Конкретным кредитным событием для кредитных дефолтных свопов, ассоциированных с российским государственным долгом, являются две эмиссии долларовых еврооблигаций: Россия-26 со ставкой купона 4,75% (RU000A0JWHA4) и Россия-30 со ставкой купона 7,50% (XS0114288789). Открытая позиция на 30.03.2018 составила 4,25 млрд долл. США на дефолт России-30 против 0,1 млрд долл. США на дефолт России-26.

Как было упомянуто выше, доля CDS, ассоциированных с суверенным долгом Российской Федерации и заключенных на российском рынке, составляла 47%. Оставшиеся 53% приходятся на CDS, ассоциированные с дефолтом облигаций российских и иностранных финансовых и нефинансовых организаций, иных государств и компаний, входящих в индексы iTraxx Crossover, iTraxx Europe Series 22 Version 1, ECDT DJ iTraxx.

На эти кредитные события страховку чаще всего предоставляют российские частные банки, а ее ключевыми потребителями выступают нерезиденты – их объемы открытых позиций на конец I квартала составляли 3,3 и 3,2 млрд долл. США. Таким образом, российский рынок CDS является в значительной степени узким и низколиквидным, где активнее других заключают контракты нерезиденты.

### 3.3. Рыночный риск в условиях роста стоимости долларовых заимствований

Российский рынок внебиржевых деривативов примерно на 30% состоит из инструментов «процентный своп» и «валютно-процентный своп» (см. Обзор рисков финансовых рынков за IV квартал 2017 г.). Участники рынка имеют существенные открытые позиции по данным инструментам, суммарная величина которых на 29 декабря 2017 г. превосходила 44 млрд долл. США. Основные цели использования данных свопов российскими участниками – снижение стоимости валютного фондирования и хеджирование процентного риска.

На фоне реализации ультрамягкой политики и количественного смягчения в развитых странах процентные ставки по иностранным валютам находились на минимальных уровнях.

Процентный своп традиционно выступает инструментом хеджирования риска процентной ставки, открытая позиция по нему продолжила расти в I квартале 2018 года.

Процентный риск усиливается в связи с ужесточением политики ФРС США. В марте 2018 г. ФРС США повысила ставку на 25 б.п., сейчас она составляет 1,5–1,75% годовых, и на данный момент существует неопределенность ожиданий в отношении количества повышений ставки в 2018 году. Прямым следствием более жесткой риторики американского регулятора, а также реализации налоговой реформы является повышение стоимости долларового фондирования на мировых финансовых рынках. Ранее участники российского финансового рынка проявляли большой интерес к валютно-процентным свопам как к инструменту получения синтетического валютного финансирования. В случае дальнейшего повышения ставки ФРС США можно ожидать еще более активного использования свопов, выраженного в росте открытых позиций и оборотов, в качестве средства хеджирования риска роста стоимости валютного фондирования под плавающую ставку.

Ввиду неопределенности в отношении скорости и размеров повышения ставки ФРС США в будущем было проведено стресс-тестирование портфелей участников российского финансового рынка на предмет получения отрицательной переоценки инструментов «про-

Рисунок 46

Динамика ставок ФРС и LIBOR (%)

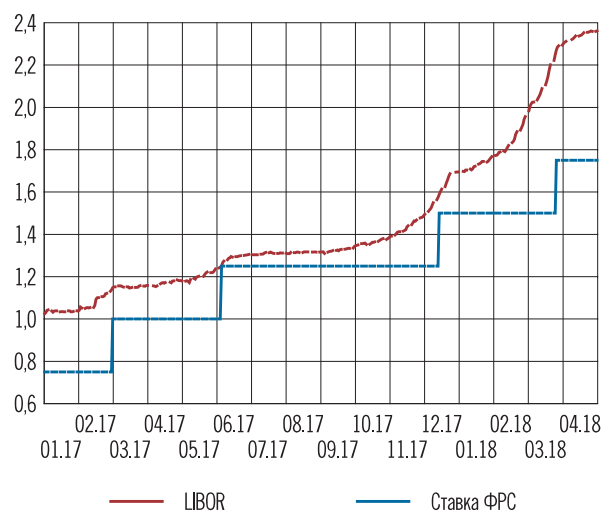
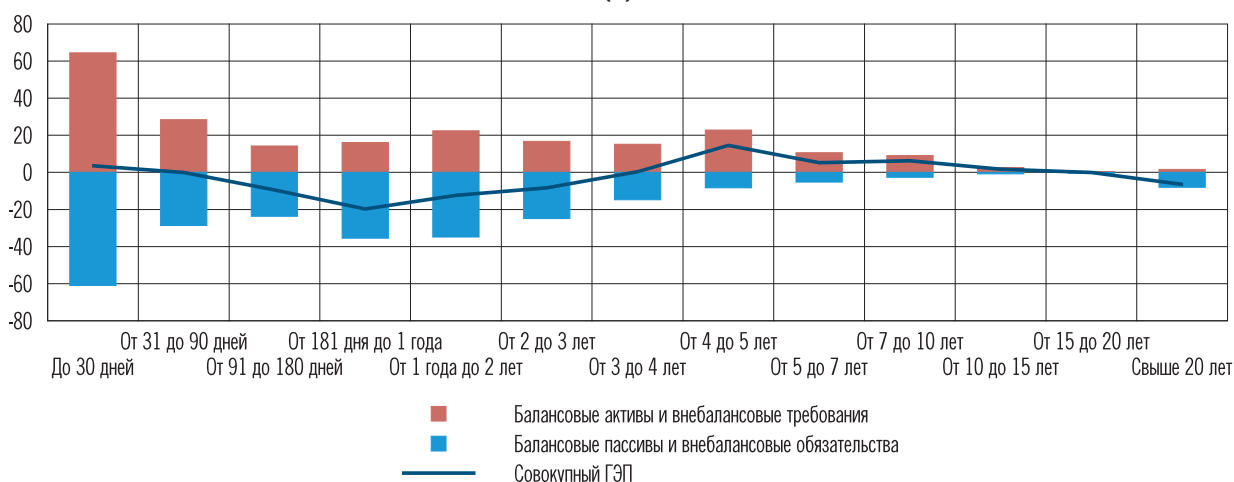




Рисунок 47

**Процентный гэп по инструментам  
в иностранной валюте банковской книги  
(%)**



центный своп» и «валютно-процентный своп», а также торгового портфеля еврооблигаций, находящихся на балансе у банков в соответствии с формой отчетности 0409711. Основной объем свопов имеет срочность от 1 месяца до 1 года, поэтому наиболее ощутимый эффект получают опорные заседания американского регулятора в течение II и III кварталов 2018 года.

В качестве сценариев для стресс-тестирования выбрано повышение процентной ставки на 50 и 125 б.п. для свопов разной срочности на горизонте полугода (согласно стрессовым прогнозам экономистов, опрошенных Bloomberg). Российские ставки оставались неизменными в рамках стресс-теста. Таким образом, параллельно сдвигаются все долларové кривые, в том числе OIS (как базовая для нахождения безрисковой ставки дисконтирования) и LIBOR (как базовая для большинства долларовых плавающих потоков). В соответствии с динамикой ставок ФРС и LIBOR предположение о параллельном сдвиге является допустимым.

Портфели участников были разбиты по типам свопов (процентный и валютно-процентный), а также по срочности: свопы с датой погашения до 13.06.2018 (первое опорное собрание ФРС США) были исключены из рассмотрения, свопы с датой погашения между 13.06.2018 и 1.08.2018 подлежат переоценке «+50 б.п.» и, наконец, свопы с датой погашения после 1.08.2018 подлежат переоценке «+125 б.п.».

На последнем этапе результаты агрегируются по типам участников и по инструментам.

Стресс-тестирование портфелей деривативов участников было проведено вместе со стресс-тестированием портфелей еврооблигаций, исходя из предположения, что ПФИ используются в основном для хеджирования процентного и валютного рисков евробондов. Кроме того, принимался во внимание процентный гэп по инструментам в иностранной валюте банковской книги, который на горизонте до 1 года преимущественно отрицательный, что также формирует риск для сценария роста ставок.

В результате реализации стрессовых сценариев основные потери приходятся на нерезидентов, а также на некредитные финансовые организации (брокеры, страховые компании и так далее). На рынке процентных свопов большая часть (более 90%) имеет дату погашения после 1.08.2018 (ориентировочно второе опорное собрание ФРС), а следовательно, подлежит более жесткой переоценке: +125 б.п. к долларовой кривой. Внутри групп поведение участников выглядит достаточно однородным: во множестве случаев нерезиденты предоставляют плавающую ставку на российский рынок и, соответственно, получают значительную отрицательную переоценку в случае ужесточения политики американского регулятора. Так, потери нерезидентов составят 9,8 млрд руб. от операций с процентными свопами, а потери не-

Таблица 2

**Убытки/выгоды от переоценки  
процентных свопов  
(руб.)**

Некредитная финансовая организация	-25 802 904 967
Нерезидент	-9 749 942 975
Нефинансовая организация	2 126 265 595
Частный банк	6 477 767 848
Государственный банк	26 948 814 499

Таблица 3

**Убытки/выгоды от переоценки  
валютно-процентных свопов  
(руб.)**

Некредитная финансовая организация	-3 591 347 561
Нерезидент	-2 103 614 941
Государственный банк	-227 108 213
Частный банк	1 878 648 537
Нефинансовая организация	4 043 422 178

кредитных финансовых организаций составят 25,8 млрд рублей. Примечательно, что среди НФО, которые несут потери, преобладают компании, относящиеся к крупным российским банковским группам, но находящиеся в иностранных юрисдикциях. Таким образом, фактически риски остаются внутри российских банковских групп.

На рынке кросс-валютных свопов внутри групп наблюдается более разнородное поведение, и чистые потери каждой группы становятся ниже. Тем не менее лидерами по потерям по-прежнему остаются нерезиденты и НФО – при переоценке они теряют 2,1 и 3,6 млрд руб. соответственно.

Основной объем потерь российских банков от повышения долларовых ставок возникает по позициям в еврооблигациях, а также по операциям банковской книги. Отрицательная переоценка еврооблигаций для государственных

Таблица 4

**Убытки/выгоды от переоценки  
еврооблигаций  
(руб.)**

Государственный банк	-32 886 576 783
Частный банк	-22 665 859 266
Нерезидент	-6 110 826 585
Инфраструктурная организация	1 088 759 471

банков составит около 33 млрд руб., для частных банков – около 23 млрд руб. (табл. 4). Снижение чистого процентного дохода банковского сектора в течение ближайшего года по операциям в иностранной валюте не превысит 10 млрд рублей.

В целом российские участники являются достаточно защищенными при реализации более жесткой монетарной политики ФРС США. Особенно следует отметить, что нефинансовые организации получают чистую выгоду по обоим инструментам суммарно в размере 6,17 млрд рублей. В 2014 г. нефинансовые компании – экспортеры активно пользовались деривативами: используя валютно-процентные свопы, они трансформировали рублевые кредиты в синтетические валютные кредиты. В IV квартале 2014 г. курс рубля значительно снизился, что привело к большим убыткам от операций с деривативами, отраженным в годовой отчетности компаний по МСФО.

По результатам проведенного стресс-теста не было выявлено системных рисков в связи с ускоренным повышением долларовых ставок. Заметные убытки, которые могут получить НФО, не являются критичными в силу принадлежности крупным российским банковским группам с государственным участием в капитале.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

### Регуляторные новации на финансовых рынках

#### *Регулирование бенчмарков*

13 марта 2018 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) начал второй этап консультаций с участниками рынка и прочими заинтересованными сторонами по разработке новой бенчмарки – необеспеченной ставки овернайт (new unsecured overnight interest rate). В частности, ЕЦБ остановился на методологии расчета бенчмарки с использованием средневзвешенных по объемам значений указанных ставок с 25%-ным отсечением выбросов (volume-weighted mean with trimming applied at the 25% level). Рассчитанная на основе данной методологии ставка оказалась лишь на 4 б.п. ниже ставки ЕЦБ по депозитам (deposit facility rate). ЕЦБ планирует опубликовать данные по бенчмарке ежедневно на основе данных за предыдущий деловой день. Сбор комментариев продлился до 20 апреля 2018 года.

3 апреля 2018 г. Федеральное резервное управление (ФРБ) Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York, FRBNY) и Управление финансовых исследований США (U.S. Office of Financial Research) начали публикацию трех новых бенчмарков – процентных ставок, основанных на однодневных репо, обеспеченных казначейскими ценными бумагами: Secured Overnight Financing Rate (SOFR), Broad General Collateral Rate (BGCR) и Tri-Party General Collateral Rate (TGCR). Также ФРБ Нью-Йорка опубликовал расчетные значения указанных ставок начиная с августа 2014 г. по октябрь 2017 года. Комитет по альтернативным справочным ставкам/бенчмаркам ФРБ Нью-Йорка (Alternative Reference Rates Committee) в 2017 г. рекомендовал бенчмарку Secured Overnight Financing Rate (SOFR) в качестве альтернативы долларовой ставке по деривативам в долларах США и другим финансовым контрактам. Новые ставки будут публиковаться ФРБ Нью-Йорка около 8:00 по рабочим дням.

### Регулирование рынка ценных бумаг

9 марта 2018 г. Комиссия по ценным бумагам Китая (China Securities Regulatory Commission, CSRC) опубликовала для консультаций документы, нацеленные на создание более благоприятных условий для привлечения иностранных инвестиций на рынок ценных бумаг Китая, а именно Указание по открытию рынков для иностранного капитала и Меры стимулирования иностранных инвестиций. В частности, предложено разрешить иностранным инвесторам приобретать контрольный пакет акций в совместной компании – инвестиционном фонде (joint-venture securities company), при этом совокупная доля иностранного капитала не может превышать установленного лимита иностранных инвестиций в рынок ценных бумаг Китая в целом. Предложено также увеличить до 30% допустимую долю одного иностранного инвестора в капитале китайского инвестиционного фонда, котируемого на бирже и осуществляющего вложения в ценные бумаги, и расширить перечень требований к репутации, кредитному рейтингу и эффективности иностранных инвесторов.

### Регулирование рынка производных финансовых инструментов

#### *Сделки с биржевыми деривативами*

9 января 2018 г. Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (European Securities and Markets Authority, ESMA) опубликовала документ об обязательной торговле деривативами на регулируемых рынках (trading obligation for derivatives) в рамках Положения по рынкам и финансовым инструментам (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR). В документе перечисляются классы деривативов, на которые распространяются требования, площадки ЕС и третьих стран

для торговли перечисленными классами деривативов (trading venues), а также даты вступления в силу требований в отношении той или иной категории финансовых посредников. **21 марта 2018 г.** были опубликованы разъяснения к Руководству по пакетным операциям с деривативами. В целях обеспечения согласованного регулирования торговых обязательств странами ЕС Служба выпустила указанные разъяснения, в которых перечислены категории пакетных операций с деривативами, которые должны торговаться только на торговых площадках. В их число входят процентные свопы, номинированные в евро, фунтах стерлингов, долларах США (Fixed-to-float interest rate swaps, IRS), и индексные кредитные свопы (CDS) на индексы iTraxx Europe Main, iTraxx Europe Crossover.

**26 февраля 2018 г. Резервный банк Индии (Reserve Bank of India) принял поправки к регулированию в области участия резидентов Индии и иностранных портфельных инвесторов (Foreign Portfolio Investor, FPI) на биржевом рынке валютных деривативов.** Для обеих категорий инвесторов был увеличен максимально допустимый объем по длинным (покупка) и коротким (продажа) позициям: с 15 до 100 млн долл. США по паре доллар США – индийская рупия (USD-INR) за операцию; с 5 до 100 млн долл. США по парам евро – рупия (EUR-INR), фунт стерлингов – рупия (GBP-INR) и японская иена – рупия (JPY-INR) за операцию.

**13 февраля 2018 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала консультативный доклад о мерах по снижению рисков в связи с продажей внебиржевых деривативов розничным клиентам.** В частности, предлагается внедрить требования о лицензировании для всех компаний, которые продают внебиржевые деривативы розничным инвесторам как внутри страны, так и на трансграничной основе; ограничения на использование заемных средств и минимальных маржинальных требований; меры по ограничению риска потери инвестором большей суммы, чем их первоначальные инвестиции; меры по совершенствованию раскрытия информации об издержках и сборах; меры по ограничению маркетинга внебиржевых деривативов с целью снижения риска некорректной продажи продукта.

**21 февраля 2018 г. Монетарное управление Сингапура опубликовало для публичных консультаций проект Положения об обязательной торговле деривативами на организованных торговых площадках.** Документ устанавливает виды внебиржевых деривативов, операции с которыми должны будут проводиться на организованных торговых площадках. Предусмотрено, что на текущем этапе режим обязательного осуществления операций на организованных торговых площадках будет распространяться на банки, объем операций которых по внебиржевым деривативам в Сингапуре превышает порог в 20 млрд сингапурских долларов в каждом из последних четырех кварталов. Указанный режим не будет распространяться на центральные банки, правительства и международные организации. Сбор комментариев продлился до 23 марта 2018 года.

**23 марта 2018 г. Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board, FSB) объявил о проведении опроса среди финансовых учреждений и других подотчетных структур о наличии возможных препятствий, с которыми они сталкиваются при предоставлении информации о транзакциях по внебиржевым деривативам (OTC derivatives).** Ответы на вопросы принимались до 25 апреля 2018 года. Барьеры могут быть связаны с конфиденциальностью клиентских данных и защитой информации, что вынуждает подотчетные организации скрывать некоторую информацию в отчетности. Решение о необходимости отслеживать транзакции с внебиржевыми деривативами было принято в 2009 году. Банк России направил информацию о проведении исследования в ряд банков, являющихся крупнейшими игроками на рынке внебиржевых деривативов.

**27 марта 2018 г. ESMA ввела ограничения на продажу контрактов на разницу (CFD) и полный запрет на продажу бинарных опционов розничным инвесторам в ЕС.** Ограничительные меры будут действовать на протяжении трех месяцев, по истечении которых ESMA может принять решение об их продлении. В сопроводительном сообщении также говорится, что указанные инструменты несут в себе большие риски для инвесторов. Проведенный совместно с национальными регуляторами

анализ свидетельствует о том, что 74–89% розничных европейских инвесторов несут потери при осуществлении вложений в указанные инструменты, при этом средние потери составляют от 1,6 до 29 тыс. евро.

**27 марта 2018 г. Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Securities & Futures Commission of Hong Kong, SFC) совместно с Монетарным управлением Гонконга (Hong Kong Monetary Authority, НКМА) опубликовали консультативный документ по дальнейшему совершенствованию регулятивных требований к операциям с внебиржевыми деривативами.** Документ содержит предложение об использовании идентификатора юридического лица (Legal Entity Identifier, LEI) при предоставлении регуляторам соответствующей отчетности. Предлагается также расширить обязательства по обязательному клирингу внебиржевых деривативов на стандартизированные процентные свопы в австралийских долларах и определить основные характеристики и типы деривативов, операции с которыми могут проводиться на торговых платформах (trading platform). Сбор комментариев продлился до 27 апреля 2018 года.

## Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

### Центральные контрагенты

**8 января 2018 г. ESMA опубликовала для консультаций Руководство об установлении контрциклических маржинальных требований (anti-procyclicality margin measures, далее – APC-меры) для центральных контрагентов.** Руководством предусматривается, что центральному контрагенту следует определить один или несколько количественных показателей для оценки эффективности APC-мер и применять APC-меры с учетом всех возможных факторов риска, оцениваемых при расчете маржинальных требований. Также необходимо раскрывать информацию о параметрах и моделях, используемых при расчете маржинальных требований. Консультативный период продлился до 28 февраля 2018 года.

**7 февраля 2018 г. ESMA опубликовала Руководство по управлению конфликтом интересов для центральных контрагентов.** В соответствии с Положением о регулировании инфраструктуры европейского рынка (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) центральные контрагенты должны создать организационные механизмы и ввести в действие меры, нацеленные на предотвращение потенциальных конфликтов интересов. Руководство затрагивает вопросы установления соответствующих правил поведения, оплаты труда и получения подарков, собственности на финансовые инструменты, проведения тренингов для персонала, контроля за сферой регулирования конфликтов интересов со стороны советов директоров, а также внутренних процедур, позволяющих сотрудникам информировать руководство о ненадлежащем поведении коллег (whistle-blowing).

### Торговые репозитории

**27 марта 2018 г. ESMA опубликовала Руководство по гармонизации данных торговых репозитариев.** Документ содержит принципы агрегирования данных по позициям, которые торговые репозитории должны представлять в надзорные органы. Таким образом, будет соблюдаться единый подход к отчетности всех торговых репозитариев, зарегистрированных в Европе (в настоящее время их восемь), в отношении времени расчета, охвата данных и методологии. Кроме того, Руководство обеспечивает единый подход к расчету обеспечения по операциям. Предполагается, что документ вступит в силу с 3 декабря 2018 года.

### Рейтинговые агентства

**11 января 2018 г. ESMA опубликовала тематический доклад о плате за услуги кредитных рейтинговых агентств (CRA) и торговых репозитариев (TR).** По итогам оценки ESMA выделила три направления, на которые следует обратить особое внимание. Во-первых, CRA и TR необходимо обеспечить эффективность и ясность информации, предоставляемой текущим и потенциальными клиентам, а также ESMA (клиенты должны обладать информацией о ключевых элементах порядка взимания

платы, причинах ее повышения/понижения). Во-вторых, определить порядок установления платы и осуществления мониторинга расходов. В-третьих, CRA необходимо удостовериться в том, что услуги, предоставляемые аффилированными институтами, не противоречат принципам взимания платы CRA (non-discriminatory и cost-based). Торговым репозитариям, входящим в состав групп, необходимо обеспечить осуществление внутригрупповых операций на адекватных условиях.

**27 марта 2018 г. ESMA опубликовала для консультаций Руководство по оценке эквивалентности требований третьих стран в отношении кредитных рейтинговых агентств европейским требованиям (CRAR).** В соответствии с ранее опубликованным Руководством для признания рейтинга, составленного CRA не из ЕС, последнее должно продемонстрировать свое соответствие требованиям CRAR или требованиям регулирования другой страны, которые должны быть «такими же строгими, как CRAR». В представленном консультативном докладе дается пояснение процедуры оценки степени соответствия регулирования третьих стран требованиям CRAR. Консультации продлятся до 25 мая 2018 года.

## Регулирование финансовых технологий

**8 марта 2018 г. Европейская комиссия (European Commission) опубликовала План действий, направленных на реализацию потенциала технологических инноваций в сфере финансовых услуг (Fintech Action Plan).** Разработка Плана входит в число мер, принимаемых Еврокомиссией с целью формирования Единого рынка капитала (Capital Markets Union, CMU) и Единого цифрового рынка (Digital Single Market). Представленный План предусматривает 23 шага, нацеленных на стимулирование внедрения новых технологий, повышение кибербезопасности, расширение использования механизмов краудфандинга и так далее. В частности, планируется учреждение Лаборатории финансовых технологий ЕС (EU FinTech Laboratory), призванной способствовать взаимодействию национальных властей и поставщиков технологий в некоммерческом пространстве; проведение консультаций, посвященных

вопросу оцифровки информации, публикуемой европейскими компаниями; подготовка рекомендаций, содержащих лучшие практики по внедрению правового режима так называемой «регуляторной песочницы» (regulatory sandbox).

**27 марта 2018 г. Банк Японии и Европейский центральный банк (ЕЦБ) выпустили совместный доклад «Стелла» о возможных способах использования технологии распределенного реестра (DLT) в инфраструктуре финансового рынка.** Исследование не касается юридических вопросов, а направлено на содействие широкой дискуссии о возможностях DLT.

## Регулирование операций с криптовалютами

**7 марта 2018 г. Комиссия по ценным бумагам США (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) выпустила специальное заявление по незаконным онлайн-платформам по торговле цифровыми активами.** Некоторые торговые онлайн-платформы имеют соответствующую регистрацию в SEC, а также все необходимые механизмы обеспечения безопасности, защиты данных и обеспечения реализации операций с цифровыми активами. Комиссия выражает озабоченность тем, что некоторые платформы заявляют себя как зарегистрированные участники рынка или биржи, не являясь таковыми и вводя в заблуждение инвесторов (в США биржи подпадают под регулирование федерального законодательства и нормативных актов по биржевой деятельности). 13 января 2018 г. Центральный банк Индонезии объявил, что в соответствии с действующим законодательством криптовалюты запрещено использовать для платежей на территории страны, а единственным законным средством платежа является рупия. Центральный банк также напомнил инвесторам о рисках, связанных с виртуальными валютами, и рекомендовал не продавать, не покупать и не торговать ими.

**18 января 2018 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) выразила обеспокоенность в части привлечения инвестиций через выпуск и продажу инвесторам цифровых токенов за фиатные**

**(бумажные) деньги или иные криптовалюты (Initial Coin Offering).** В пресс-релизе отмечается, что ICO являются спекулятивными инвестициями, в рамках которых инвесторы подвергают свои активы большому риску. Более того, ICO в основном предлагаются через онлайн-каналы лицами, которые достаточно часто базируются за пределами юрисдикции, в которой зарегистрирован инвестор (не подлежат национальному регулированию и могут нарушать имеющиеся нормативные акты).

**26 января 2017 г. крупная японская криптовалютная биржа Coincheck сообщила о похищении токенов NEM на сумму 58 млрд иен (около 530 млн долл. США).** В результате кражи пострадали порядка 260 000 пользователей. Агентство по финансовым услугам (Financial Services Agency, FCA) Японии опубликовало предупреждение о риске незаконного доступа к системе других биржевых операторов и поручило им проанализировать свои системы на предмет возможных уязвимостей. Дополнительно FSA повторно выпустила предупреждающее письмо о риске виртуальных валют, в том числе волатильности их цен и отсутствии статуса легального платежного средства. Представители сервиса заверили, что всем пострадавшим будет выплачена компенсация.

**28 января 2018 г. Национальная ассоциация интернет-финансов Китая** (создана в 2015 г. по инициативе Народного банка Китая) **предупредила граждан о рисках участия в зарубежных ICO и торговле криптовалютами.** Обеспокоенность национальной СРО вызвал растущий перевод инвесторами средств на зарубежные платформы после запрета ICO в Китае в сентябре 2017 года.

**12 февраля 2018 г. надзорные органы Евросоюза в финансовой сфере (ESA – ESMA, EBA, EIOPA) опубликовали совместное предупреждение о высоком риске инвестиций в криптовалюты.** Регуляторы предупреждают о высокой волатильности курсов криптовалют и риске полной или частичной потери инвестиций. Сообщается, что рынок криптовалют имеет все признаки финансового пузыря. Также в сообщении отмечается ненадежность криптовалют и соответствующих бирж по их реализации с точки зрения операционных рисков и функционирования вне правового поля ЕС.

**15 февраля 2018 г. Комиссия по срочной биржевой торговле США (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) опубликовала информационный бюллетень по защите прав потребителей финансовых услуг (Customer Protection Advisory),** предостерегающий о мошеннических схемах «накачки и сброса» (pump-and-dump schemes), применяемых в торговых операциях с криптовалютами, цифровыми деньгами или токенами. CFTC указывает, что данная схема мошенничества не является новой. Принцип ее работы заключается в следующем: в общедоступных чатах или приложениях для мобильных устройств мошенники симулируют повышенный спрос (the pump) на указанные криптовалюты, а затем быстро продают их через дилеров, не участвующих в схеме (the dump). В связи с этим CFTC предостерегает клиентов о принятии инвестиционных решений на основе советов из социальных сетей/мессенджеров или на фоне внезапного роста цены.

**16 февраля 2018 г. Служба по надзору за финансовыми рынками Швейцарии (FINMA) опубликовала Руководство по применению законодательства к процедуре первичного размещения токенов (ICO).** FINMA будет выделять три типа токенов: платежные (payment tokens, синоним криптовалюты), утилитарные (utility tokens, призваны предоставить доступ к приложению или услугам) и активные (asset tokens, представляющие финансовый актив – например, участие в компании или право на дивиденды или процентный доход). Таким образом, будут также различаться три типа ICO в соответствии с назначением выпускаемых токенов. К первому типу (платежные ICO) будет применяться законодательство в области противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма, ко второму и третьему типам – законодательство в области ценных бумаг. Также FINMA допускает возможность гибридного применения законодательства.

**22 февраля 2018 г. Служба финансовых рынков Франции (Autorité des marchés financiers, AMF) провела юридический анализ деривативов на криптовалюты** и вынесла решение о том, что предлагающие данный инструмент **торговые платформы подпадают под действие Европейской директивы о рынках финансовых инструментов (MiFID2)** и, соот-

ветственно, подлежат лицензированию и должны соблюдать правила делового поведения. В соответствии с европейскими регулятивными нормами EMIR поставщики такого рода деривативов должны сдавать отчетность в торговые репозитории.

**28 февраля 2018 г. в Малайзии вступил в силу Закон о противодействии отмыванию доходов и финансированию терроризма в области цифровых валют.** Теперь при проведении операций с криптовалютами необходимо указывать полное имя пользователя, его адрес и дату рождения, а также назначение операции. Правила обязательны для всех площадок, на которых осуществляется покупка/продажа криптовалют.

**9 марта 2018 г. Агентство по финансовым услугам Японии (FSA) объявило о закрытии на месяц двух криптовалютных бирж – FSHO и Bit Station,** еще пять криптовалютных бирж получили предупреждения.

**12 марта 2018 г. Комитет по платежам и рыночным инфраструктурам (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI) совместно с Комитетом БМР по рынкам (Markets Committee) выпустили доклад о виртуальных валютах,** эмитируемых центральными банками. В докладе рассматриваются два вида виртуальной валюты: частная виртуальная валюта, доступная только ограниченному числу финансовых институтов, а также публичная валюта (так называемая валюта «общего назначения»). В документе приведен анализ влияния данных типов виртуальной валюты в трех основных областях деятельности центральных банков: платежи, реализация денежно-кредитной политики и финансовая стабильность. Частная виртуальная валюта могла бы применяться для платежей, однако в настоящее время требуется дальнейшая проработка данного вопроса. Также отмечается, что виртуальная валюта может оказывать влияние на механизмы трансмиссии денежно-кредитной политики. Появление публичной виртуальной валюты может оказать негативное влияние на стабильность депозитной базы банков: вместо открытия банковских депозитов клиенты могут предпочесть инвестировать в виртуальную валюту центральных банков.

**16 марта 2018 г. Комитет по финансовой политике Банка Англии (Financial Policy Committee) опубликовал заявление по рискам для финансовой стабильности, сделав акцент на том, что в данный момент криптоактивы не представляют существенного риска для финансовой стабильности Великобритании.** В частности, Комитет признает потенциальные преимущества использования технологий, лежащих в основе криптоактивов, для создания распределенной и диверсифицированной платежной системы. В ситуации, когда один или несколько криптоактивов станут широко использоваться для совершения платежей или как средство сбережения или накопления (store value), Комитет намерен применять к соответствующим криптобиржам и платежным средствам в виде криптоактивов действующие стандарты поддержания финансовой стабильности (current financial stability standards).

**19 марта 2018 г. Президент США Дональд Трамп подписал Указ о запрете американцам (физическим и юридическим лицам на территории США) проводить операции в венесуэльской криптовалюте петро.** Данная мера призвана не позволить режиму президента Николаса Мадуро обойти санкции, которые ввели Соединенные Штаты Америки. Также в указе отмечается, что «любой сговор с целью нарушить данный запрет» будет преследоваться по закону. США ввели санкции против Венесуэлы летом 2017 г. и продлили их в марте 2018 года. Ограничения введены на операции с новыми долговыми обязательствами и ценными бумагами, выпущенными правительством Венесуэлы и государственной нефтяной компанией, а также на контракты с рядом существующих долговых обязательств.

**26 марта 2018 г. Австралийское налоговое управление (ATO) опубликовало для консультаций документ о налогообложении криптовалют.** Комментарии по документу принимались до 20 апреля 2018 года. Согласно документу, в случае, если у инвестора возникает прибыль при обмене одной криптовалюты (криптоактива) на другую (криптоактив), эта разница будет облагаться налогом на прирост капитала. Консультации должны помочь АТО в преодолении препятствий, которые могут по-



влиять на способность налогоплательщиков рассчитать доходы и убытки от прироста капитала для последующего расчета налога на прирост капитала.

**28 марта 2018 г. Федеральное управление по финансовому надзору Германии (BaFin) опубликовало рекомендации по классификации токенов в качестве финансовых инструментов.** В письме BaFin определяет свою позицию в отношении токенов и криптовалюты, выпускаемых в рамках ICO: в каждом конкретном случае будет определяться, являются ли выпускаемые токены финансовым инструментом в соответствии с MiFID II или Немецким законом о торговле ценными бумагами и другими нормативными актами. В зависимости от особенностей токена он может быть классифицирован как ценная бумага, пай инвестиционного фонда или капитальная инвестиция. Кроме того, токены могут выступать в качестве актива или ПФИ. Различная правовая классификация токенов будет налагать различную ответственность на организации, проводящие ICO, согласно соответствующему законодательству.

**30 марта 2018 г. Председатель Национального банка Республики Казахстан (НБРК) заявил, что НБРК подготовил поправки в законодательство, запрещающее продажу и покупку криптоактивов в стране, а также любой майнинг.** Председатель заявил, что использование криптоактивов сопряжено с множеством серьезных рисков, в числе которых возможность использования криптоактивов для совершения незаконных действий (отмывание денег, уклонение от уплаты налогов и прочие), а также угрозы, связанные с защитой прав потребителей финансовых услуг.

## Рыночные инициативы в области криптоактивов

**15 января 2018 г. компания Arabian Chain из Дубая объявила о запуске новой цифровой торговой платформы Palmex для тор-**

**говли криптовалютами.** Платформа позволит принимать депозиты и торговать основными криптовалютами (биткойном и Ethereum). Также предполагается, что компания запустит в платформе собственную криптовалюту DubaiCoin. Отмечается, что платформа Palmex будет базироваться на активах, которые позволят ее пользователям перечислять собственные активы и пользоваться ими в торговле.

**18 января 2018 г. Intercontinental Exchange (ICE) объявила о начале сотрудничества с финтех-компанией Blockstream,** в рамках которого будет создан инструмент для отслеживания колебаний цен на все основные криптовалюты, а также объема торгов с ними. Данные будут собираться более чем с 15 криптовалютных бирж по всему миру. Таким образом, ICE стала третьей крупной американской биржей, работающей с криптовалютами. Ранее Чикагская биржа опционов (CBOE) и CME Group запустили торговлю фьючерсами на биткойн.

**24 января 2018 г. американское независимое агентство Weiss Ratings,** присваивающее рейтинги финансовым институтам с 1971 г., объявило о начале **выпуска рейтинга криптовалют.** Биткойн и ряд других виртуальных валют получают буквенные оценки (letter grades) с учетом данных о технологии каждой из криптовалют, ее использовании и торговле. Как полагает основатель агентства Мартин Д. Вейсс, многие криптовалюты сомнительны, чрезмерно разрекламированы, а их рынки нестабильны. По его мнению, надежный рейтинг позволит внести ясность, в которой нуждается рынок.

**2 февраля 2018 г. ведущие финансовые корпорации США – JPMorgan Chase, Bank of America и Citigroup – ввели запрет на покупку криптовалют с использованием кредитных карт.** Такое решение было принято в связи с волатильностью на рынках криптовалют и высокими кредитными рисками, которые берут на себя клиенты банка.

## ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам .....	6
2. Динамика открытых позиций на денежном рынке .....	6
3. Динамика открытых позиций на рынке репо .....	6
4. Динамика открытых позиций на рынке «валютный своп» .....	7
5. Динамика вмененных рублевых ставок по NDF .....	7
6. Временная структура вмененных рублевых ставок по NDF .....	7
7. Оборот биржевого валютного рынка и волатильность курса рубля.....	8
8. Структура нетто-покупок/продаж на внутреннем валютном рынке .....	8
9. Операции дочерних иностранных банков и нерезидентов на российском финансовом рынке .....	9
10. Нетто-позиция дочерних иностранных банков и нерезидентов на валютных свопах.....	9
11. Динамика процентных ставок овернайт на рынке «валютный своп» и МБК.....	9
12. Временная структура процентных ставок на рынке «валютный своп» .....	10
13. Структура операций крупнейших продавцов иностранной валюты на рублевом рынке МБК (овернайт) .....	10
14. Динамика процентных ставок овернайт на рублевом рынке МБК .....	10
15. Динамика индикатора процентных ставок по инструменту ROISfix на разные сроки .....	10
16. Временная структура процентных ставок по индикатору ROISfix .....	10
17. Доходности по 10-летним гособлигациям в национальной валюте EMEs .....	11
18. Приток капитала в облигации стран с развивающимися рынками .....	12
19. Приток капитала в акции стран с развивающимися рынками.....	12
20. Динамика фондовых индексов.....	13
21. Динамика индексов процентных ставок на рынке облигаций (Bloomberg).....	13
22. Динамика кривой доходности на рынке ОФЗ .....	14
23. Динамика ставок на рынке ОФЗ в разрезе сроков .....	14
24. Структура операций участников на рынке ОФЗ в разрезе дюрации .....	14
25. Динамика структуры операций участников на рынке ОФЗ.....	14
26. Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов .....	15
27. Динамика объема вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля во вложениях.....	15
28. Динамика нетто-покупок акций на биржевом рынке .....	15
29. Динамика нетто-покупок корпоративных облигаций на биржевом рынке .....	15
30. Открытая позиция по валютным форвардам в распределении по участникам .....	17
31. Динамика заключения валютных форвардов в распределении по срочности.....	17
32. Открытая позиция по валютным свопам в распределении по участникам .....	17
33. Динамика заключения валютных свопов в распределении по срочности .....	18
34. Открытая позиция по процентным свопам в распределении по участникам .....	18
35. Динамика заключения процентных свопов в распределении по срочности .....	18
36. Открытая позиция по валютно-процентным свопам в распределении по участникам.....	18
37. Динамика заключения валютно-процентных свопов в распределении по срочности .....	19
38. Величина открытой позиции по страховым премиям и по возмещениям .....	20
39. Распределение CDS по торгующимся типам по компенсациям .....	20
40. Величина открытой позиции по страховым премиям и по возмещениям, связанным с суверенным долгом Российской Федерации .....	20

41. Заключение сделок «кредитный дефолтный своп» .....	20
42. Распределение открытой позиции по участникам с кредитным событием суверенного долга Российской Федерации .....	21
43. Распределение позиции, открытой на 30.03.2018, с кредитным событием суверенного долга Российской Федерации .....	21
44. Распределение открытой позиции по участникам с другими кредитными событиями .....	21
45. Распределение позиции, открытой на 30.03.2018, по базовым активам .....	21
46. Динамика ставок ФРС и LIBOR.....	22
47. Процентный гэп по инструментам в иностранной валюте банковской книги.....	23

## ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Последние два изменения кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств .....	13
2. Убытки/выгоды от переоценки процентных свопов .....	24
3. Убытки/выгоды от переоценки валютно-процентных свопов .....	24
4. Убытки/выгоды от переоценки еврооблигаций .....	24

## ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Классификация кредитно-дефолтных свопов .....	19
---	----

