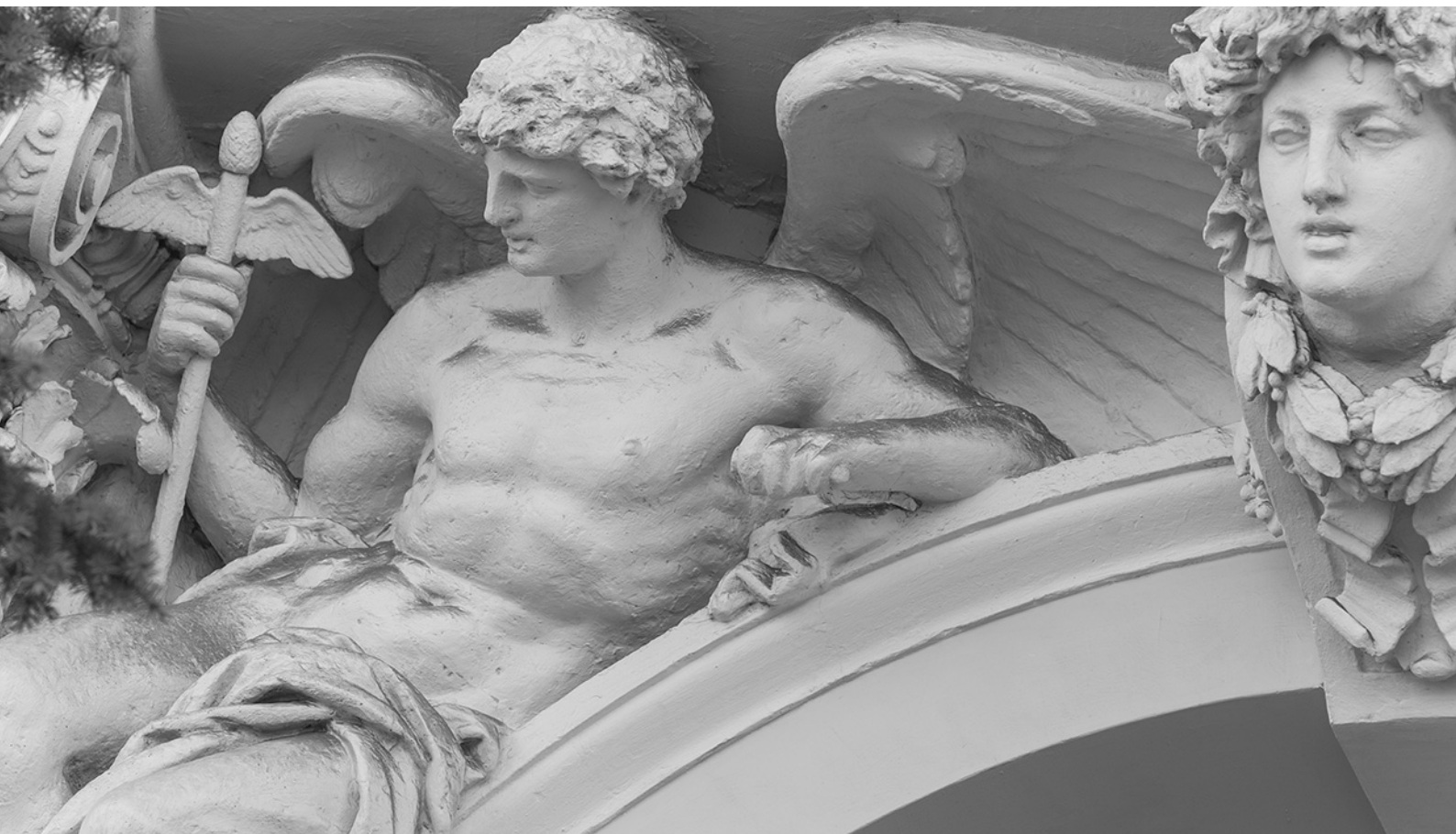




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1

IV КВАРТАЛ 2016

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).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу reports@cbr.ru.

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

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	6
1.1. Риски сегментации и трансмиссии ликвидности в банковском секторе	6
1.2. Риски дефицита валютной ликвидности	9
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	13
2.1. Эмиссионная активность, рейтинговая структура и риски облигационного рынка.....	13
3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ.....	17
3.1. Риски заражения на рынке внебиржевых деривативов	17
4. СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ.....	22
4.1. Комплексное стресс-тестирование финансового рынка.....	22
4.2. Стресс-тестирование рынка внебиржевых валютных свопов и валютных форвардов.....	24
ПРИЛОЖЕНИЯ	28
1. Методология стресс-тестирования центральных контрагентов, используемая CFTC.....	28
2. Регуляторные новации на финансовых рынках	31
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	38
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ	39
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	40

РЕЗЮМЕ

Риски сегментации денежного рынка

Продолжающийся переход банковского сектора к структурному профициту ликвидности в IV квартале 2016 года сопровождался ростом активности на денежном рынке, что выражалось в увеличении объема среднесрочных открытых позиций до 4,6 трлн рублей (в III квартале – 3,9 трлн руб.). Профицит ликвидности сосредотачивался преимущественно у банков за пределами топ-50, о чем свидетельствовал рост объемов средств, размещаемых ими на денежном рынке и в Банке России. При этом в структуре операций банков за пределами топ-50 возросла доля обеспеченных операций по предоставлению ликвидности (репо, своп), что способствовало повышению устойчивости указанной группы банков к потенциальным шокам на денежном рынке. Сочетание существенных объемов задолженности отдельных кредитных организаций по операциям рефинансирования Банка России и роста объема депозитов, размещаемых в Банке России прочими кредитными организациями, свидетельствует о сохраняющейся сегментации денежного рынка. В то же время с учетом высокого уровня кредитоспособности нетто-заемщиков на денежном рынке и роста объемов свободного обеспечения участников рынка сложившаяся структура распределения ликвидности не несет системных рисков.

Риски дефицита валютной ликвидности

В отдельные периоды IV квартала 2016 г. отмечался повышенный спрос на валютную ликвидность, преимущественно обусловленный ситуацией на глобальных рынках. В 2016 г. в Европе, Японии и ряде других стран происходило повышение кросс-валютных спредов. В конце каждого квартала на европейском рынке наблюдалось повышение стоимости долларовой фондирования, вызванное необходимостью соблюдения базельских нормативов банками. Внутренним фактором, способствовавшим несколько повышенному спросу на долларовую ликвидность, стал рост величины чистого оттока капитала из России в декабре. На этом фоне в декабре 2016 г. наблюдалось расширение спреда между рублевой процентной ставкой межбанковского кредитования и вмененной ставкой по операциям «валютный своп». С целью сглаживания повышенного спроса на валютную ликвидность Банк России увеличил лимиты на аукционах валютного репо 26 и 27 декабря 2016 г., что привело к росту задолженности кредитных организаций по данным операциям по итогам IV квартала 2016 года. Уже в январе 2017 г. объем лимитов был сокращен, а задолженность кредитных организаций по операциям валютного репо продолжила снижаться.

Риски рынка ценных бумаг

В IV квартале 2016 г. объем облигационного рынка продолжал расти. С точки зрения кредитного качества профиль эмиссий корпоративных облигаций в IV квартале в целом соответствовал профилю рынка: 70% эмиссий приходилось на бумаги, имеющие кредитный рейтинг на уровне «BB-» и выше.

В декабре 2016 г. отмечалось некоторое увеличение объема дефолтов по облигациям относительно других месяцев 2016 г. (8 млрд руб. в декабре против 3 млрд руб. ежемесячно в среднем за 2016 г.). Во многом повышенный объем дефолтов был связан с введением моратория на погашение обязательств отдельными проблемными кредитными организациями.

В связи с этим особого внимания заслуживает вопрос так называемого перекрестного владения облигациями¹ банками, учитывая, что указанная структура владения может быть сопряжена с повышенными рисками ликвидности и концентрации на эмитента. По оценке на начало IV квартала 2016 г., объем облигаций под перекрестным владением составлял менее 1% портфеля долговых ценных бумаг (72 млрд рублей), и при этом более половины облигаций под перекрестным владением были выпущены эмитентами с низким кредитным риском, имевшими кредитный рейтинг на уровне ВВ-/Ва3 и выше.

Риски рынка внебиржевых деривативов

Российский рынок внебиржевых валютных и процентных инструментов обладает сложной, разнородной структурой участников. Разветвленная система взаимоотношений на данных рынках теоретически может являться потенциальным источником системного риска в тех случаях, когда участник, имеющий широкий круг контрагентов, не может выполнить свои обязательства по сделкам. Для оценки потенциала реализации так называемого «эффекта заражения» Банк России провел анализ рынка валютных форвардов, валютных свопов, а также процентных и валютно-процентных свопов, используя инструментарий сетевого анализа.

В целом по рассматриваемым рынкам ключевыми участниками являются СЗКО, характеризующиеся высоким кредитным рейтингом, что позволяет говорить о сравнительно низком потенциале реализации «риска заражения». На рынке процентных и валютно-процентных свопов велика значимость широкого круга некредитных организаций – резидентов. В большинстве случаев указанные участники являются крупными российскими государственными и частными компаниями.

Комплексное стресс-тестирование финансового рынка

Крупнейшие участники российского финансового рынка проводят значительный объем сделок одновременно на биржевом и внебиржевом рынках, используя широкий круг финансовых инструментов. Все большая часть сделок осуществляется при посредничестве центрального контрагента (ЦК), однако объем внебиржевого рынка остается значительным. Таким образом, различные сегменты финансового рынка связаны за счет сложной системы контрагентских отношений участников. Для оценки масштабов потенциального «эффекта заражения» Банк России провел комплексное стресс-тестирование финансового рынка, призванное оценить риски ликвидности участников рынка и устойчивость ЦК при реализации существенного шока на финансовом рынке. В отличие от традиционного стресс-тестирования банковского сектора на предмет риска ликвидности и «эффекта домино»² данный стресс-тест, во-первых, рассматривает снижение стоимости финансовых инструментов в качестве стрессового фактора реализации рыночного риска (а не отток депозитов), во-вторых, охватывает различные сегменты финансового рынка, включая рынок с центральным контрагентом и, в-третьих, ориентирован на охват всех участников финансового рынка, в том числе небанковских финансовых организаций³. Использованный стрессовый сценарий предполагал рост курсов валют и снижение стоимости ценных бумаг на основе показателя CVaR за 10 лет.

Результаты стресс-теста по состоянию на 1 декабря 2016 г. показали, что наибольшая потребность в ликвидности может возникнуть за счет маржин-коллов на рынке междилерского репо. Вместе с тем практически все кредитные организации, испытывающие дополнительную потребность

¹ Под перекрестным владением облигациями понимается случай владения кредитной организацией (КО1) облигациями, которые выпущены другой кредитной организацией (КО2), притом что КО2 также является владельцем облигаций со сходными параметрами, которые выпущены КО1.

² Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2015 г., с. 64.

³ В настоящем выпуске Обзора последствия стрессового изменения конъюнктуры финансового рынка оцениваются только для кредитных организаций. В последующем после перехода профучастников на новый план счетов и отраслевые стандарты бухгалтерского учета стресс-тестирование будет распространяться также на некредитные финансовые организации.

в ликвидности, имеют достаточное обеспечение, чтобы привлечь средства от Банка России. С точки зрения устойчивости ЦК потенциальные совокупные потери от дефолта кредитных организаций, у которых наблюдался недостаток ликвидности, полностью покрывались индивидуальным и коллективным клиринговым обеспечением указанных участников.

В рамках задачи по проведению комплексного стресс-тестирования финансового рынка Банк России провел стресс-тестирование рынка внебиржевых валютных свопов и валютных форвардов. Проведенное Банком России стресс-тестирование позиций участников внебиржевых валютных рынков позволяет сделать вывод об относительно невысоком уровне переоценки стоимости портфелей участников. Наиболее чувствительными являются позиции российских кредитных организаций по инструменту «валютный своп» на валютную пару рубль/доллар США, которые потеряют в стоимости 28 млрд руб. (1% от объема позиций кредитных организаций) при реализации наиболее жесткого стресс-сценария.

Таким образом, сложившаяся структура рынка была устойчива к реализации стрессового сценария с точки зрения рисков ликвидности кредитных организаций и устойчивости ЦК. Вместе с тем следует учитывать, что результаты стресс-теста в значительной степени определяются структурой взаимосвязей между участниками и их позициями на биржевом рынке, которые, в свою очередь, могут существенно измениться за непродолжительный период времени. В связи с этим Банк России намерен осуществлять комплексное стресс-тестирование на регулярной основе, используя результаты стресс-теста в качестве одной из риск-метрик, характеризующих ситуацию на финансовых рынках.

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

1.1. Риски сегментации и трансмиссии ликвидности в банковском секторе

В IV квартале 2016 г. наблюдалась тенденция увеличения объемов денежного рынка (рис. 1). Среднемесячный объем открытых позиций на денежном рынке в III квартале составил 3,9 трлн руб., в то время как в IV квартале объем позиций превысил 4,6 трлн рублей. Значительный рост объемов денежного рынка был обеспечен за счет увеличения оборотов по операциям «валютный своп» (рис. 2). Наибольший объем привлечения на денежном рынке сохра-

нялся среди крупных банков с государственным участием (табл. 1). Положительная нетто-позиция по предоставлению рублевой ликвидности преобладала в сегменте банков за пределами топ-50 банков.

Структура нетто-размещения рублевой ликвидности претерпела изменения по сравнению с предыдущим кварталом, отражая тенденцию к усилению сегментации банковского сектора. В IV квартале 2016 г. профицит ликвидности сосредотачивался у банков за пределами топ-50, в то время как наибольший объем привлечения ликвидности осуществляли банки с государственным участием, что

Рисунок 1
Динамика открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней (млрд руб.)

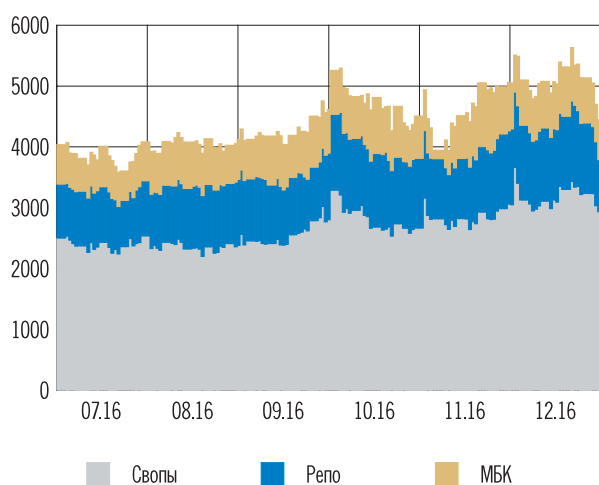


Рисунок 2
Структура среднемесячных открытых позиций на денежном рынке (%)

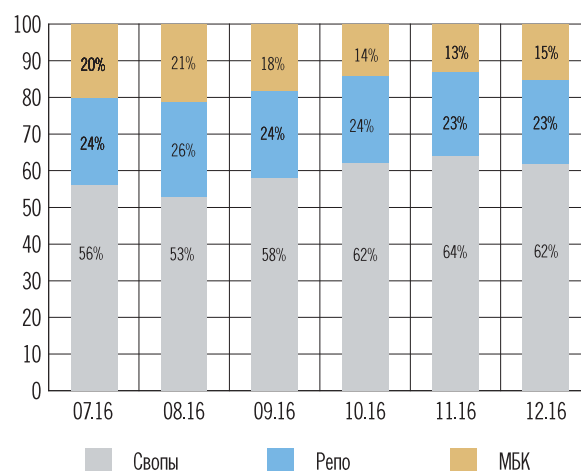


Таблица 1
Нетто-размещение банками рублевой ликвидности на 1.01.2017
(млрд руб.)

Группы банков	Чистое размещение на денежном рынке (с учетом сделок с Банком России)	Чистое размещение в Банке России	Чистое размещение на рынке МБК	Чистое размещение на рынке репо	Чистое размещение на рынке СВОП	Привлечение средств из ФК
Банки с государственным участием	-705	-88	-337	-10	-270	16
СЗКО (включая Банки с государственным участием)	-679	-54	-408	18	-235	16
Топ-30 без банков с государственным участием	180	44	-32	12	156	22
Топ-30-50	-2	-7	26	12	-34	8
Топ-50-100	329	146	65	52	65	7
За пределами топ-100	644	323	148	73	100	2
Нерезиденты	200	0	75	0	125	0
НФО	-113	0	6	-109	-10	0

Рисунок 3

Нетто-размещение рублевой ликвидности банками с государственным участием (млрд руб.)

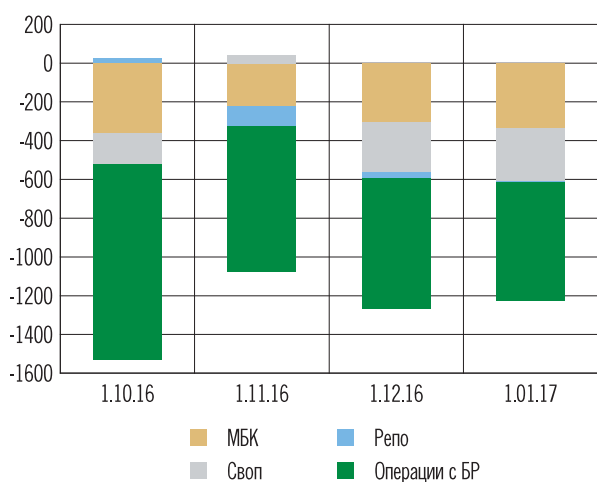


Рисунок 5

Депозиты кредитных организаций в Банке России (млрд руб.)

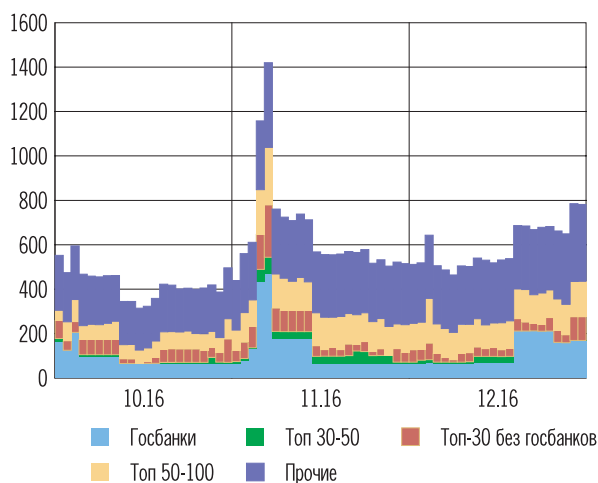


Рисунок 4

Нетто-размещение рублевой ликвидности банками за пределами топ-50 (млрд руб.)

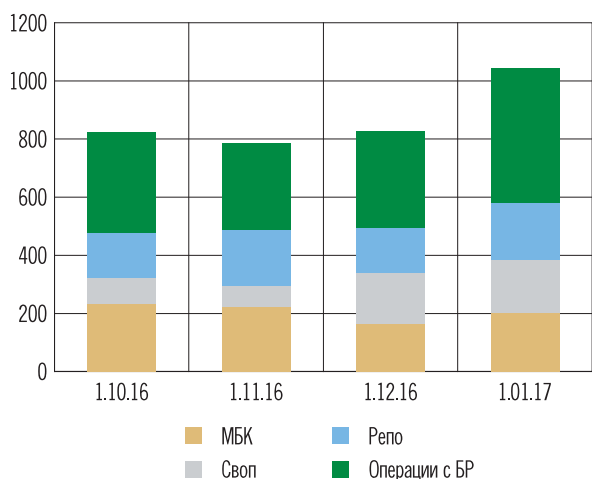
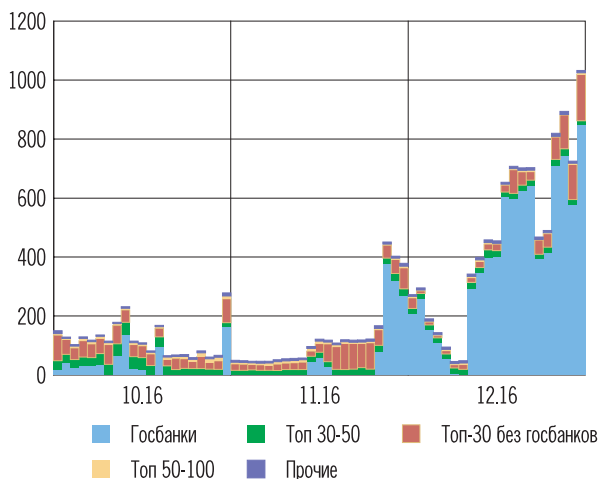


Рисунок 6

Объем задолженности по операциям репо кредитных организаций в Банке России (млрд руб.)



свидетельствовало об устойчивой тенденции к сегментации участников рынка с точки зрения ликвидной позиции. На протяжении всего квартала банки с государственным участием продолжали снижать задолженность перед Банком России по операциям репо и кредитам под залог нерыночного обеспечения (рис. 3). Однако снижение задолженности банков с государственным участием перед Банком России в значительной степени было компенсировано привлечением ими рублевой ликвидности на операциях «валютный своп» в конце квартала. Банки за пределами топ-50 в течение всего квартала оставались нетто-поставщиками рублевой ликвидности (рис. 4).

Сегментация денежного рынка потенциально повышает кредитный риск участников в необеспеченном сегменте за счет усиления зависимости участников рынка от кредитного состояния отдельных банков. Вместе с этим в структуре операций банков за пределами топ-50 возросла доля обеспеченных операций по предоставлению ликвидности (преимущественно – валютный своп), что способствовало повышению устойчивости указанной группы банков к потенциальным шокам на денежном рынке.

В первой половине IV квартала 2016 г. в динамике структуры потребителей и поставщиков рублевой ликвидности в операциях с Банком

Рисунок 7

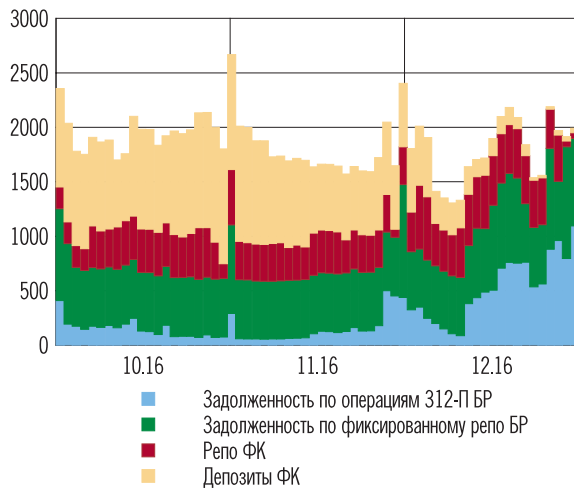
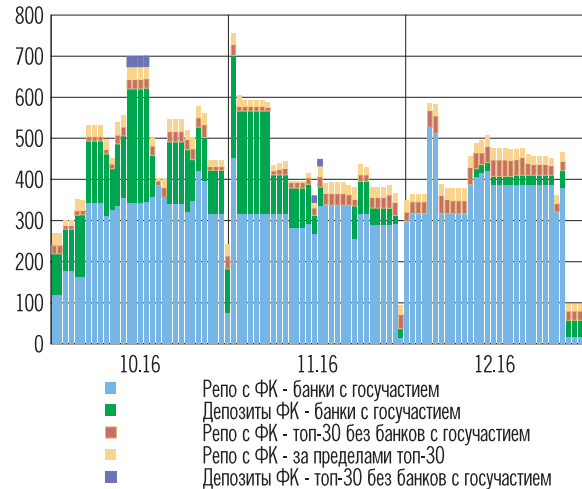
Соотношение задолженности перед Федеральным
Казначейством и Банком России (млрд руб.)

Рисунок 8

Оборот операций с Федеральным Казначейством
по группам банков (млрд руб.)

России сохранились тенденции, сформировавшиеся еще в первой половине 2016 г.: основными поставщиками ликвидности являлись банки за пределами топ-100, основными потребителями – крупные банки с государственным участием (рис. 5, 6). В целом структура депозитов и операций репо в Банке России по группам участников не претерпела существенных изменений: вследствие сегментации денежного рынка банки за пределами топ-50 продолжают активно использовать депозитные операции Банка России, в то время как банки с государственным участием активно используют денежный рынок для привлечения ликвидности.

За IV квартал 2016 г. объем задолженности кредитных организаций перед Федеральным казначейством (ФК) снизился с 1105 до 670 млрд рублей. Приток бюджетной ликвидности посредством операций репо и депозитов ФК превышал задолженность перед Банком России в первой половине квартала (рис. 7). Однако к концу декабря 2016 г. объем репо с ФК снизился до минимальных значений (рис. 8)

вследствие сезонного роста бюджетных расходов. Таким образом, под конец года Банк России в значительной мере заместил ФК в предоставлении ликвидности.

В целом анализ ключевых тенденций денежного рынка в IV квартале 2016 г. показал, что основные риски денежного рынка были связаны с его сегментацией, которая проявлялась в значительных объемах заимствований отдельных групп участников денежного рынка при ограниченных масштабах операций другой группы участников. Сегментация рынка повышает чувствительность системы к экзогенным шокам, снижая степень адаптивности банковского сектора. Фактором, способствовавшим повышению устойчивости к связанным с сегментацией рискам, стал рост доли обеспеченных операций. В целом, учитывая высокий уровень кредитоспособности нетто-заемщиков на денежном рынке и рост объемов свободного обеспечения участников рынка, сложившаяся структура распределения ликвидности сама по себе не несет системных рисков.

Врезка 1. Структура трансмиссии ликвидности на рынке МБК

На сайте Банка России в разделе «Экономические исследования» размещена аналитическая записка на тему «Анализ структуры трансмиссии ликвидности на рынке межбанковских кредитов». В ней методами сетевого и кластерного анализа участники рынка МБК разбиты на группы (ярусы) таким образом, что ликвидность переходит от ярусов с меньшими номерами к ярусам с большими номерами. На начало декабря 2016 г. первый ярус (175 банков) составляли малые кредитные организации с большой долей региональных банков.

Эти банки, являясь чистыми кредиторами, передавали банкам других групп ликвидность, полученную в основном в результате обслуживания частных и корпоративных клиентов.

Второй ярус был представлен 36 крупными универсальными банками, 32 из которых являлись московскими и Санкт-Петербургскими, а 6 банков – системно значимыми. 14 банков третьего яруса значительно крупнее банков первого яруса, но несколько меньше банков второго яруса. В четвертый ярус попали два средних банка, являющихся чистыми заемщиками.

В настоящий момент основной риск рынка МБК – риск каскада дефолтов («риск заражения») – не представляется высоким, поскольку поступление ликвидности на рынок существенно диверсифицировано большим числом банков-кредиторов первого яруса, а банки-заемщики в подавляющем большинстве являются достаточно надежными, при этом часть из них – системно значимые банки.

Различие ставок на рынке МБК может быть обусловлено не только кредитным качеством, но и посредническими услугами. В таблице 2 представлены ставки привлечения ликвидности по ярусам и объемы сделок и объемы сделок (млрд. руб.) в декабре 2016 г.

Ставки заимствования банков каждого следующего яруса в среднем оказались на 14 б.п. выше, чем у банков предыдущего яруса. Для оценки значимости данного различия использовались методы дисперсионного анализа. Рассчитанное значение F-статистики для трех групп (2, 3, 4 ярусы) и 442 сделок существенно превысило критическое значение статистики для уровня значимости 0,001.

Таблица 2

Средневзвешенные ставки заимствования (% годовых) по ярусам и объемы сделок (млрд. руб.) в декабре 2016 г.

№ яруса кредитора	№ яруса заемщика			
	1	2	3	4
1		9,67 (141)	10,02 (54)	10,10 (0,3)
2		10,13 (34)	10,18 (78)	
3		10,07 (21)	10,26 (24)	10,27 (2,6)

1.2. Риски дефицита валютной ликвидности

В IV квартале 2016 г. объемы валютного денежного рынка увеличивались (рис. 9). Задолженность по операциям валютного междилерского репо возросла с 12,3 до 12,5 млрд долл. США. Задолженность по операциям валютный

своп во второй половине IV квартала продемонстрировала рост, достигнув максимальных значений в середине декабря 2016 года. В отдельные дни декабря 2016 г. общий объем рынка валютного междилерского репо и рынка свопов превышал 29 млрд долл. США. Основными заемщиками на биржевых рынках свопов и репо являлись не относящиеся к СЗКО кредитные

Рисунок 9

Динамика рынков междилерского репо в иностранной валюте и валютный своп (млрд долл. США)

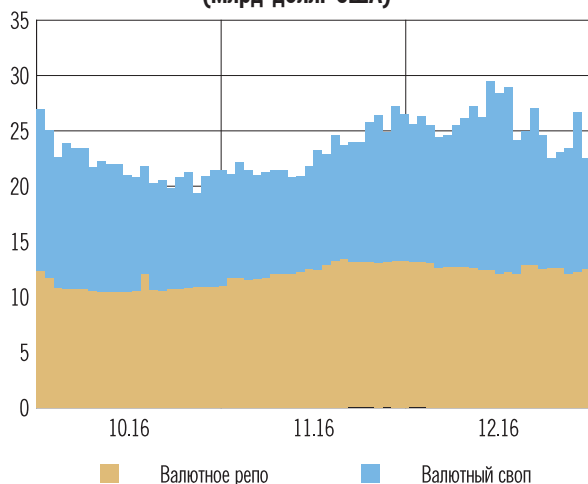


Рисунок 10

Основные покупатели («-» продавцы) валюты на рынках междилерского репо в иностранной валюте и валютный своп (млрд долл. США)

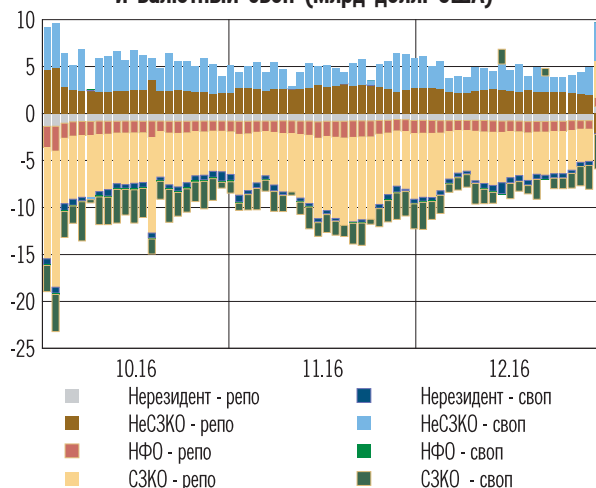
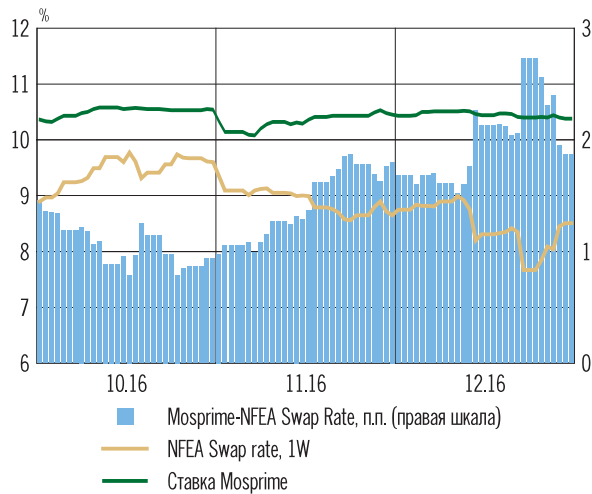


Рисунок 11
Ставки валютного и денежного рынка

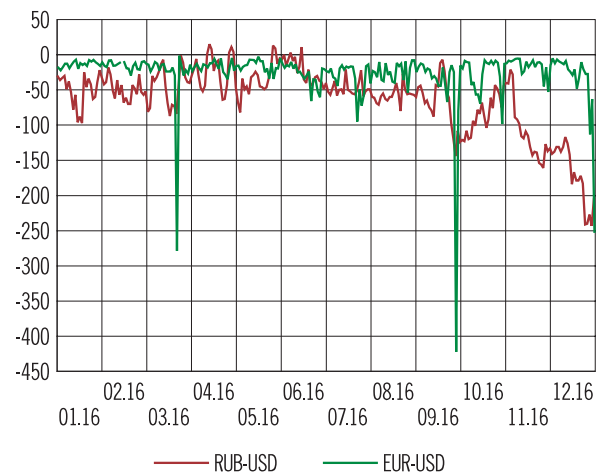


организации, которые привлекали валютную ликвидность от нефинансовых организаций и СЗКО (рис. 10).

В отдельные периоды декабря 2016 г. на валютном рынке наблюдался повышенный спрос на валютную ликвидность, что выразалось в заметном повышении ее стоимости на денежном рынке (рис. 11). Наибольшую чувствительность к изменениям ситуации с валютной ликвидностью показали вмененные ставки по свопам на срок 1–2 месяца.

Среди внешних факторов, способствовавших увеличению стоимости валютной ликвидности, стало повышение 14 декабря 2016 г. Комитетом по операциям на открытом рынке (FOMC) ФРС США ставки по федераль-

Рисунок 13
Динамика кросс-валютных спредов RUB-USD, EUR-USD (овернайт) (п.п.)



ным фондам на 25 б.п., до 0,5–0,75%. На этом фоне наблюдался повышенный спрос на валютную ликвидность среди развивающихся стран, что способствовало краткосрочному расширению кросс-валютного базиса (рис. 12).

Динамика кросс-валютных спредов для пары «евро-доллар» показывает устойчивую сезонность колебаний в еврозоне (рис. 13): в конце кварталов на европейском рынке отмечается традиционное повышение стоимости долларового фондирования, вызванное необходимостью соблюдения базельских нормативов банками. В 2016 г. на российском рынке наблюдалось аналогичное повышение валютных спредов в конце кварталов.

Рисунок 12
Кросс-валютный базис отдельных развивающихся стран (п.п.)

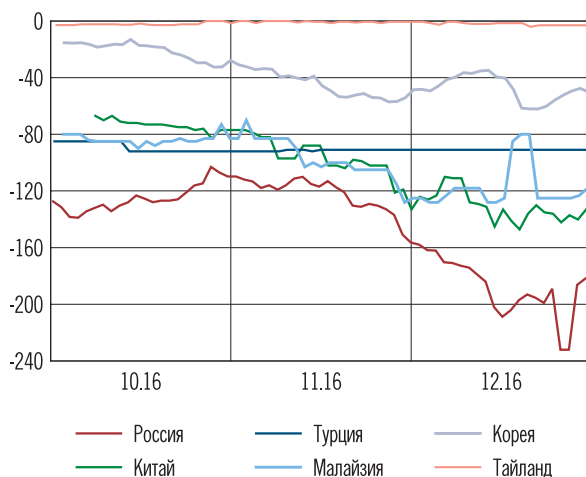
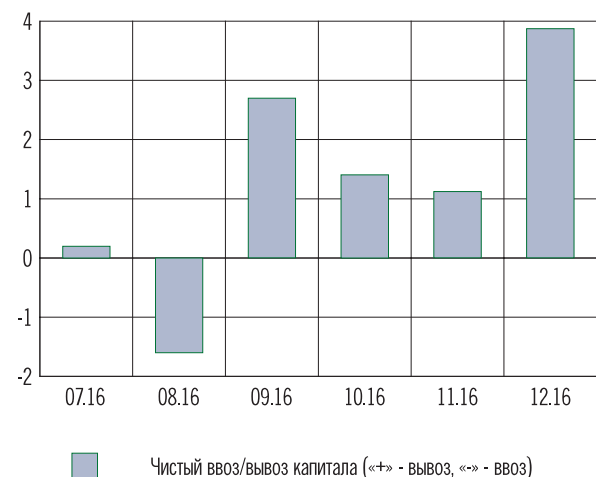


Рисунок 14
Чистый вывоз капитала частным сектором (млрд долл. США)

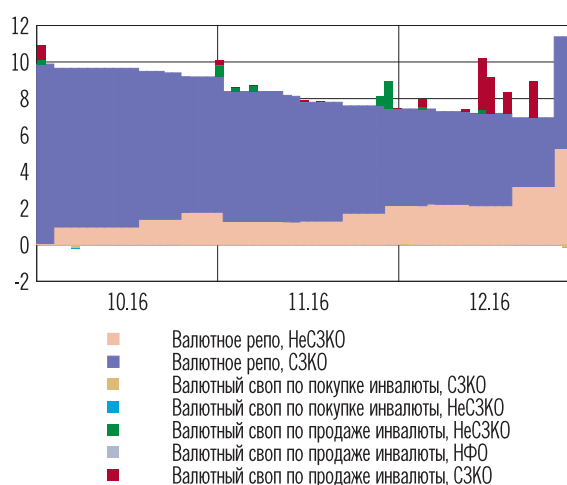


Вместе с повышением стоимости фондирования одним из факторов роста спроса на валютную ликвидность на российском рынке стал рост величины чистого оттока капитала в декабре 2016 г. (рис. 14).

С 23 декабря 2016 г. Банк России скорректировал параметры валютных операций. Процентные ставки по операциям «валютный своп» были увеличены на величину ставки LIBOR по кредитам на срок 1 день в долларах и евро, что позволило приблизить ставки Банка России к рыночным, исключив, тем самым, возможность использования операций Банка России участниками рынка в арбитражных целях (рис. 15). В то же время с целью снижения рисков дефицита валютной ликвидности Банк России увеличил лимиты на предпраздничных аукционах валютного репо 26 и 27 декабря 2016 г. до 5 и 3 млрд долл. США на 28 и 14 дней соответственно. Высокий спрос на двухнедельном аукционе был связан с накоплением запасов валютной ликвидности на предпраздничный период, в то время как невысокий спрос

Рисунок 15

Задолженность КО перед Банком России по операциям «валютный своп» и валютное репо (млрд долл. США)



на месячном аукционе свидетельствует об отсутствии значимых рисков ликвидности на валютном рынке. Операции Банка России по предоставлению валютной ликвидности позволяют стабилизировать ситуацию и минимизировать валютные риски.

Врезка 2. Риски на валютном рынке и ключевые факторы курсообразования

Как правило, в конце года курс рубля имеет тенденцию к ослаблению под действием сезонных факторов (в частности, роста спроса на импорт). Однако в конце IV квартала 2016 г. наблюдалось нехарактерное для этого периода времени укрепление курса рубля (рис. 16).

Решающим фактором курсообразования в декабре стали события на нефтяном рынке. В декабре 2016 г. ОПЕК и ряд стран достигли соглашения касательно сокращения объемов добычи нефти, что незамедлительно повлияло на ожидания участников рынка и способствовало поддержанию нефтяных цен и укреплению рубля.

Рисунок 16
Валютный курс рубля к доллару США
(руб./долл. США)



но повлияло на ожидания участников рынка и способствовало поддержанию нефтяных цен и укреплению рубля.

Рост цен на нефть в декабре 2016 г. способствовал увеличению объемов нетто-продаж валюты отдельными категориями участников валютного рынка (рис.17). Так, основными продавцами валюты являлись банки, обслуживающие операции компаний-экспортеров. При этом операции нерезидентов изменили направление: во второй половине декабря отмечались устойчивые нетто-покупки со стороны нерезидентов. Подобная динамика операций свидетельствует о том, что укрепление рубля было обусловлено преимущественно фундаментальными факторами.

Рисунок 17
Нетто продажа иностранной валюты
(сумма за скользящую неделю) (млрд долл. США)

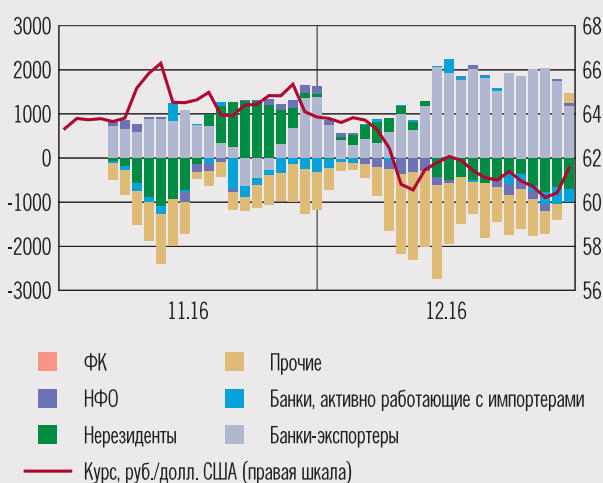


Рисунок 18
Динамика продажи валюты нефинансовыми компаниями
(млн долл. США)



2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Эмиссионная активность, рейтинговая структура и риски облигационного рынка

В 2016 г. новые размещения облигаций были распределены между основными классами бумаг практически поровну: на государственные ценные бумаги пришлось 33% объема новых эмиссий, на корпоративные облигации – 31%, на еврооблигации – 31% (рис. 19). Размещения муниципальных облигаций были незначительны (5%), основной объем их размещений пришелся на ноябрь и декабрь 2016 г. (62%). В целом по облигационному рынку наибольшие объемы заимствований имели место в апреле и сентябре 2016 г. в основном из-за увеличения объемов размещений еврооблигаций и корпоративных облигаций.

Рейтинговые структуры внутреннего облигационного рынка¹ и рынка еврооблигаций в 2016 г. изменились разнонаправленно. В целом объем рынка облигаций вырос на 2,2 трлн руб., при этом основное увеличение происходило в облигациях с рейтингом выше «BB-» (83% от всего увеличения объема бумаг); противоположная динамика наблюдалась на рынке еврооблигаций: объем еврооблигаций сократился на 2,5 трлн руб., и 88% падения пришлось на облигации с рейтингом выше «BB-» (табл. 3).

В целом рейтинговая структура внутреннего рынка облигаций и рынка еврооблигаций не претерпела существенных изменений. Облигации с рейтингом «BB+», «BB», «BB-» и облигации с рейтингом выше «BBB-» составляют 26,1 и 57,1% от объема внутреннего рынка соответственно, еврооблигации с аналогичными рейтингами составляют 33 и 61,9%. С точки зрения рейтинговой структуры главное отличие рынка облигаций от рынка еврооблигаций состоит в том, что доля ценных бумаг без рей-

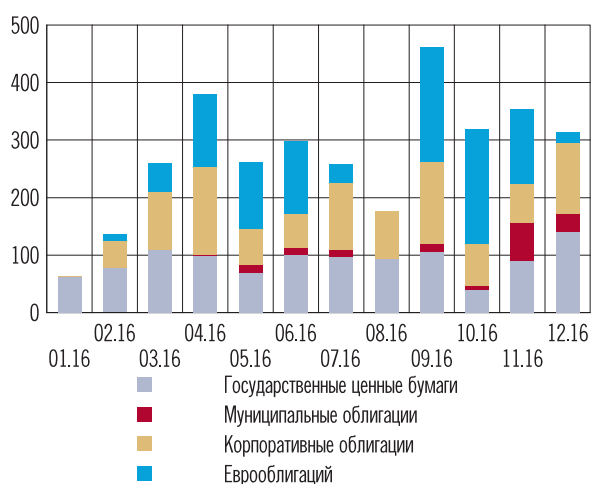
тинга международных рейтинговых агентств для внутреннего рынка облигаций значительно больше (11,4 и 1,1%). Основной объем облигаций без рейтинга международных рейтинговых агентств составляют бумаги крупных компаний, часть из которых перестали получать рейтинг у международных рейтинговых агентств. В целом наблюдается тенденция к замещению рейтингов международных рейтинговых агентств рейтингами национальных рейтинговых агентств.

В III и IV кварталах 2016 г. произошло улучшение качества новых размещений облигаций на рынке. Доля бумаг с рейтингом «BB-», «BB», «BB+» выросла с 34% в первых двух кварталах 2016 г. до 48% в III и IV кварталах; произошло уменьшение доли бумаг с рейтингом ниже «BB-» с 40 до 28% по итогам тех же кварталов. Доля бумаг с высоким рейтингом «BBB-» оставалась стабильной и изменялась от 23 до 28%.

Объем дефолтов по облигациям в целом за 2016 г. снизился на 22% по сравнению с 2015 г., объем неисполнения оферт сократился на 49% (рис. 22). В IV квартале 2016 г. основной объем неисполнения обязательств по облигациям пришелся на дефолт по погашениям и неисполнения оферт.

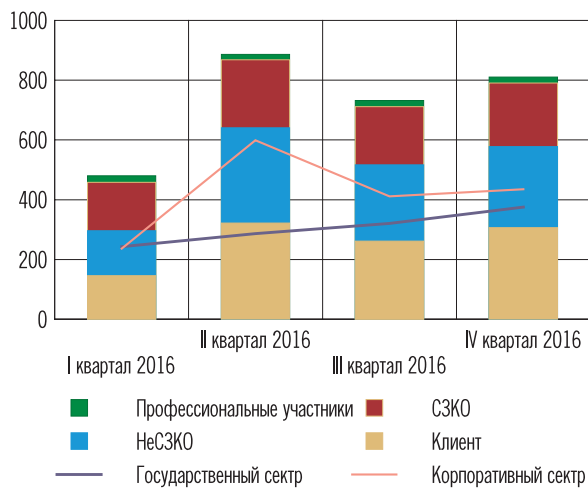
Рисунок 19

Динамика размещений облигаций
(млрд руб.)



¹ Используется международная рейтинговая шкала.

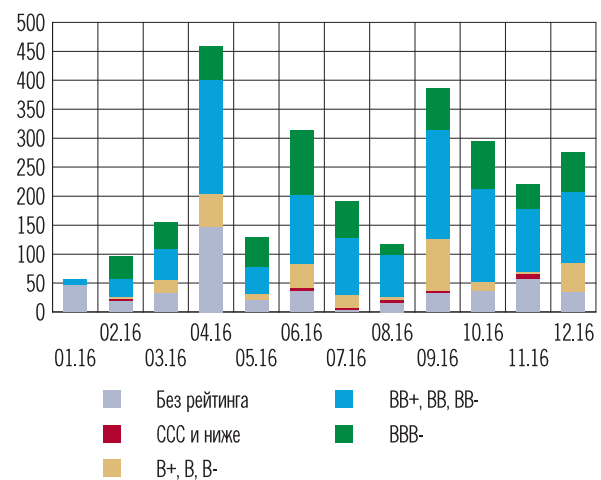
Рисунок 20

Структура покупателей облигаций
на первичном рынке (млрд руб.)

В декабре 2016 г. отмечался сравнительно высокий объем дефолтов по облигациям относительно других месяцев 2016 г. (8 млрд руб. в декабре против 3 млрд руб. ежемесячно в среднем за 2016 г.). Во многом повышенный объем дефолтов был связан с введением моратория на погашение обязательств отдельными проблемными кредитными организациями в IV квартале 2016 года.

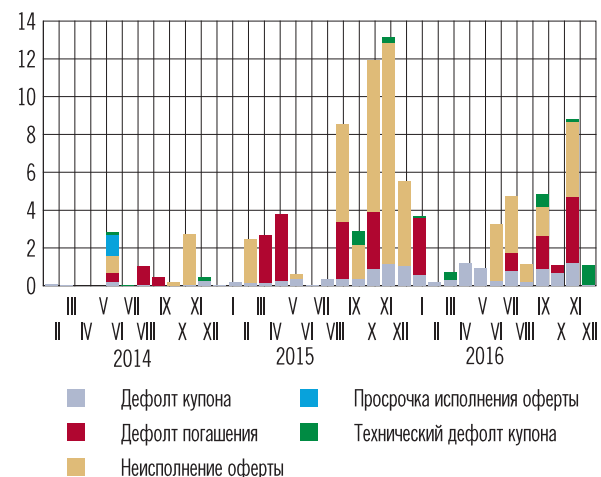
В отдельных случаях облигации, по которым в IV квартале были допущены дефолты, находились в перекрестном владении (ситуация, при которой облигации одной кредитной организации приобретаются другой кредитной организацией, которая, в свою очередь, является владельцем облигаций первой организации). Взаимное приобретение кредитными организациями облигаций друг друга в сопоставимых масштабах и условиях часто используется для

Рисунок 21

Динамика новых размещений корпоративных облигаций
относительно рейтинга (млрд руб.)

Примечание: использовался максимальный рейтинг эмиссии или эмитента для каждой ценной бумаги.

Рисунок 22

Динамика дефолтов на рынке облигаций и их виды
(млрд)

Примечание: одна ценная бумага может учитываться в разных объемах по типу дефолта несколько раз.

Таблица 3

Рейтинговая структура облигационного рынка России

Рейтинг/Вид облигации	Еврооблигации			Облигации		
	Доля в объеме, %		Изменение в объеме, трлн руб.	Доля в объеме, %		Изменение в объеме, трлн руб.
	2016	2017		2016	2017	
Без рейтинга	1,4	1,1	-0,07	11,3	11,4	0,27
Отозван	1,0	0,6	-0,07	0,9	0,9	0,02
Ниже «В-»	1,0	1,4	0,02	0,2	0,4	0,04
«В+», «В,В-»	2,9	2,0	-0,18	4,0	4,1	0,10
«ВВ+», «ВВ», «ВВ-»	34,1	33,0	-0,98	24,1	26,1	0,89
Выше «ВВВ-»	59,6	61,9	-1,21	59,5	57,1	0,88
Сумма объемов, трлн руб.	14,4	11,9	-2,48	16,3	18,5	2,20

привлечения средств по операциям репо. Такие операции могут увеличивать величину привлеченных и размещенных средств и валюту баланса банка, а дальнейшее обслуживание выпущенных облигаций будет уже зависеть от взаимного финансового состояния банков.

На начало IV квартала 2016 г. суммарный объем облигаций под перекрестным владением оценивался в 72 млрд руб., из них 25 млрд руб. использованы в репо с Банком России. Доля бумаг под перекрестным владением не превышает

1% портфеля долговых ценных бумаг, принадлежащих кредитным организациям. Более половины облигаций под перекрестным владением имели рейтинг на уровне «BB-» и выше по версии международных агентств. Указанное обстоятельство, наряду с переходом банковского сектора к структурному профициту ликвидности, сопровождающееся ростом объема ликвидных активов, ограничивает потенциал реализации системного риска, обусловленного перекрестным владением.

Врезка 3. Использование акций в операциях репо

С начала 2016 г. по февраль 2017 г. на рынке репо с акциями можно выделить три периода в динамике доли акций в репо (рис. 23):

- с января по ноябрь 2016 г. происходил постепенный рост доли акций в репо; доля увеличилась с 8,6 до 14,6% и в среднем составляла 11%;
- с ноября 2016 г. по конец декабря 2016 г. происходило падение доли с 14,6 до 8,4%, в среднем доля составляла 12,2%;
- с начала января 2017 г. происходил рост доли операций нерезидентов с 8,4 до 13,9%, в среднем доля составляла 11,7%.

Объемы задолженности по операциям репо с акциями, совершенными на Московской Бирже, в среднем составляли 334,3 млрд руб. (11% от общего объема), средний объем рынка репо – 3041,0 млрд рублей. Привилегированные акции и депозитарные расписки почти не использовались в операциях репо, в среднем их доля составляет 0,3 и 0,7%, соответственно.

В начале 2016 г. в репо Банка России перестали приниматься акции, что привело к перераспределению объемов акций на другие рынки (рис. 24). Больше всего акций использовалось в репо с Центральным контрагентом (ЦК), доля таких операций с начала 2016 г. выросла с 46 до 68%. Доля акций на рынке междилерского репо немного увеличилась (на 3 п.п.). Это означает, что основной объем акций из репо с Банком России перешел на рынок репо с ЦК.

Рисунок 23

Динамика объемов операций репо с акциями и их доля

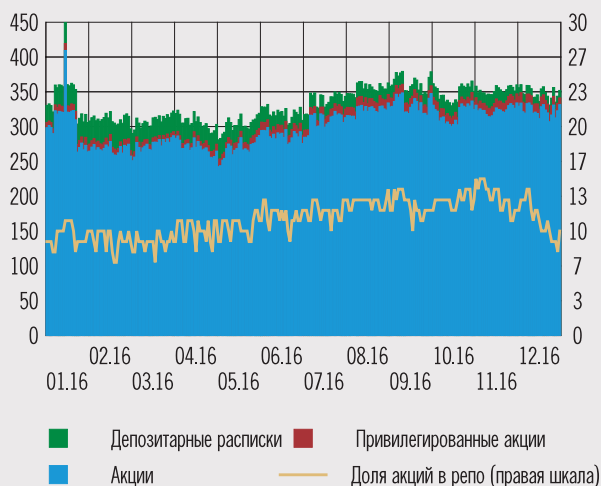


Рисунок 24

Динамика объемов задолженности по видам репо (млрд)

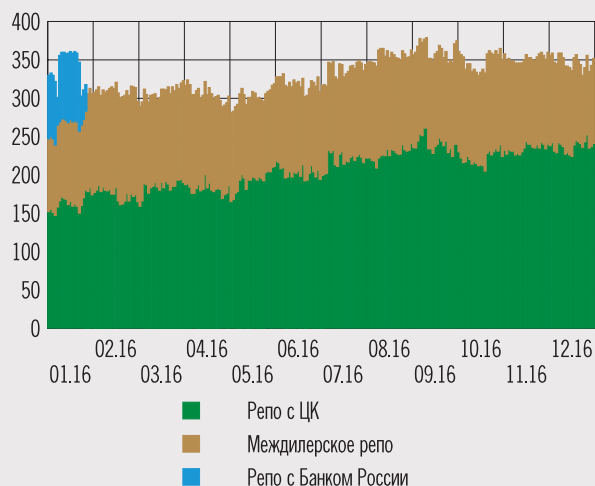
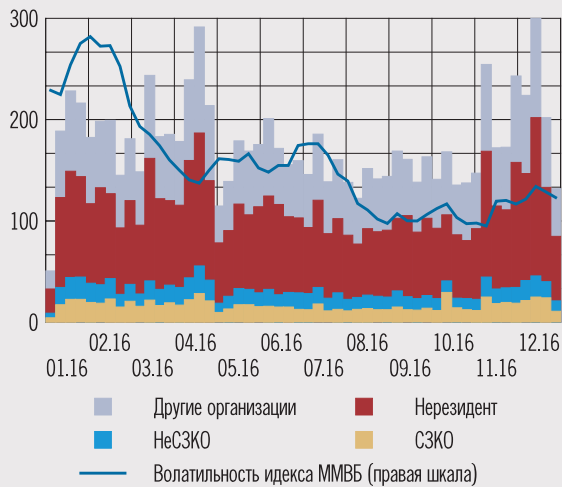


Рисунок 25

Объем торгов акциями по типам организаций (млрд руб.)



Доля операций кредитования ценными акциями (репо с отрицательной процентной ставкой) в среднем составила 0,6% и была относительно неизменной за рассматриваемый период.

Доли акций в объеме торгов по типам организаций были достаточно стабильными, основной объем торгов составляют нерезиденты и другие организации (47 и 35% соответственно), доля системно значимых кредитных организаций и других банковских организаций были одинаковыми и составили 8% (рис. 25).

В динамике волатильности индекса РТС в 2016 г. наблюдалось локальное повышение в конце февраля (рис. 26). Затем на протяжении всего года волатильность РТС и разница в волатильности РТС и волатильности стоимости акций развивающихся рынков преимущественно снижалась, достигнув своего минимума в начале ноября на фоне завершения выборного цикла в США. Индекс волатильности оставался на локальных минимумах до конца года, что способствовало снижению рисков возникновения требований о внесении дополнительного обеспечения (margin call) по операциям репо с акциями.

Наибольшее количество требований о внесении дополнительного обеспечения по операциям репо с акциями пришлось на третий квартал 2016 г. (43% от всех средств за год) (рис. 27). Во втором и четвертом квартале объемы дополнительных средств для внесения были относительно небольшими (13 и 19%, соответственно), а в четвертом квартале они составили 25%. Почти весь объем требований о внесении дополнительного обеспечения (82%) составили две депозитарные расписки, номинированные в иностранной валюте. Требования о внесении дополнительного обеспечения носили несистемный характер и в значительной мере были связаны с изменением валютного курса.

Дисконты по операциям репо с акциями в качестве обеспечения были стабильными, в среднем они составляли 9,7% за период с января 2016 г. по февраль 2017 года. На основании этого можно сделать вывод, что восприятие рисков участниками рынка акций за рассматриваемый период существенно не изменялось.

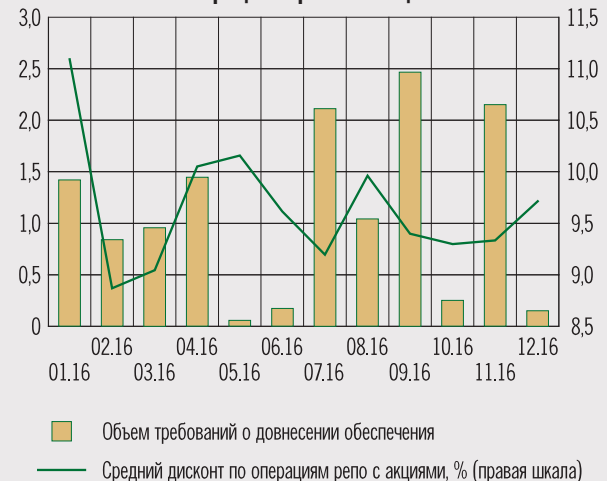
Рисунок 26

Динамика волатильности рынка акций России и стран с развивающимися рынками (%)



Рисунок 27

Динамика объемов требований о внесении дополнительного обеспечения и дисконт по операциям репо с акциями



3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ

3.1. Риски заражения на рынке внебиржевых деривативов

Российский рынок внебиржевых валютных и процентных инструментов характеризуется сложной разнородной структурой участников. Разветвленная система взаимоотношений участников на данных рынках может являться

потенциальным источником системного риска в случае, если какая-либо организация, имеющая широкий круг контрагентов, не сможет выполнить свои обязательства. Для оценки устойчивости системы Банк России провел анализ участников рынка валютных форвардов, валютных свопов, а также процентных и валютно-процентных свопов.

На всех рынках наблюдается разная структура участников с точки зрения типов организаций и резиденства участников. Рынок валютных форвардов характеризуется наибольшим количеством участников-резидентов, значительная часть которых не являются кредитными организациями (рис. 28). Общий размер данного рынка значительно ниже остальных рынков (1732 млрд руб. на конец IV квартала 2016 г., рис. 29). На рынке валютных свопов присутствуют 289 участников, основную часть которых составляют нерезиденты. На рынке процентных и валютно-процентных свопов участвуют 146 организаций, причем общий объем данного рынка является самым значительным среди остальных рынков (6598 млрд руб. на конец IV квартала 2016 г., рис. 29).

В среднем объем каждой сделки на рынке валютных форвардов ниже, чем на остальных рынках. Наибольший объем сделки наблюдается на рынке процентных свопов и валютно-процентных свопов.

С начала по конец IV квартала 2016 г. динамика объема открытых позиций оставалась устойчивой, как и структура участников на данном рынке. Кредитный рейтинг российских кредитных организаций с наибольшим объемом открытых позиций в среднем характеризуется уровнем «BBB»¹. Наиболее высокий кредитный рейтинг наблюдается у дочерних иностран-

Рисунок 28

Количество участников на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по типам организаций на конец IV квартала 2016 г. (шт.)

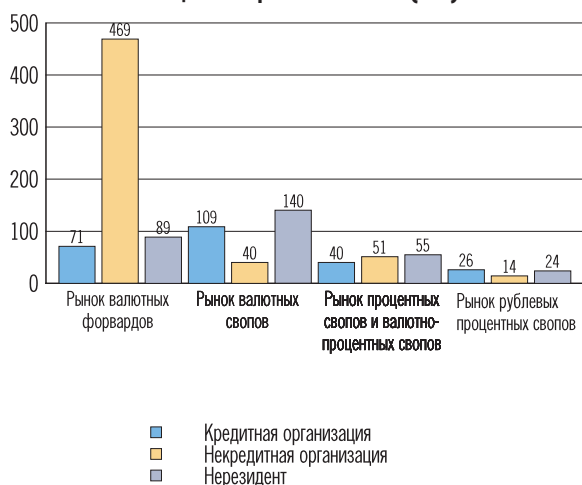
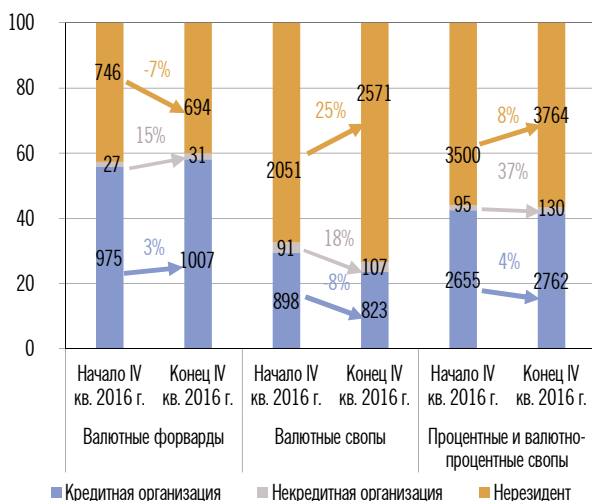


Рисунок 29

Структура открытых позиций на начало и конец IV квартала 2016 г. (млрд руб.)



¹ Здесь и далее используются кредитные рейтинги международных агентств по состоянию на IV квартал 2016 года, из которых для целей дальнейшего анализа выбирается минимальный. Данная методика используется в отношении кредитных организаций (резидентов) и банков (нерезидентов).

Рисунок 30

Количество кредитных организаций на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по величине активов на конец IV квартала 2016 г. (шт.)

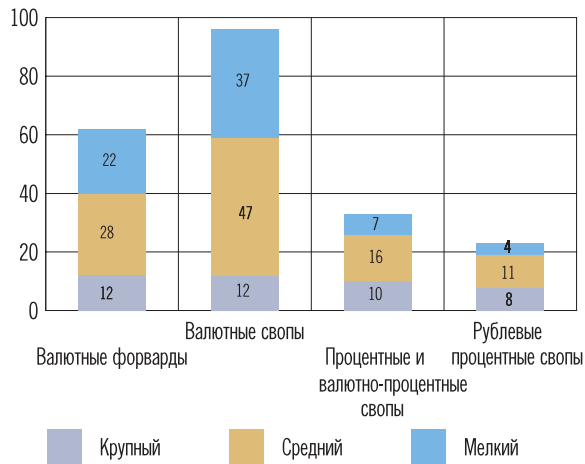
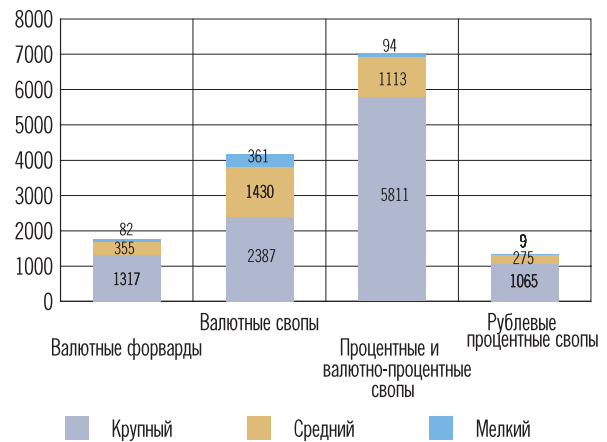


Рисунок 31

Объем открытых позиций кредитных организаций на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по величине активов на конец IV квартала 2016 г. (млрд руб.)



ных банков. Рейтингом на уровне «В+» и ниже характеризуются 20% кредитных организаций. На всех рассматриваемых рынках основное количество кредитных организаций относится к группе средних² по величине их активов (рис. 30).

С точки зрения распределения кредитных организаций по объему сделок большая часть открытых позиций приходится на ограниченное число крупнейших банков (рис. 31). Данная ситуация характерна для всех рассматриваемых рынков, но более явно проявляется на рынке валютных форвардов и процентных и валютно-процентных свопов. Подавляющее число кредитных организаций, активно участвующих на рынке ПФИ, представлено банками, зарегистрированными в Москве и Санкт-Петербурге. На каждом рынке представлены все системно значимые кредитные организации (СЗКО)³.

Анализ участников российского внебиржевого рынка валютных и процентных инструментов указывает на большую разнородность степени их участия на данных рынках с точки зрения объема открытых позиций и количества контр-

агентов. В связи с этим для оценки возможности распространения «риска заражения» в случае реализации системного риска Банк России провел сетевой анализ рассматриваемых рынков⁴ (рис. 32).

Отличительной чертой всех рассматриваемых рынков является широкий круг контрагентов у кредитных организаций. Это особенно заметно на рынке валютных форвардов, где отдельные крупные кредитные организации выступают контрагентами у большого числа организаций, в основном некредитных. На рынке валютных свопов отмечается значительно большее присутствие нерезидентов, в то время как на рынке валютных форвардов доминируют некредитные организации.

Основным фактором, определяющим потенциал реализации «рисков заражения», является устойчивость ключевых организаций, которые имеют наибольшую взаимосвязанность с остальными и фактически являются ядром рынка. Одним из показателей, позволяющих количественно оценить значимость участников, является показатель центральности по собственным векторам. Показатель характеризует значимость участников на рынке и рассчитыва-

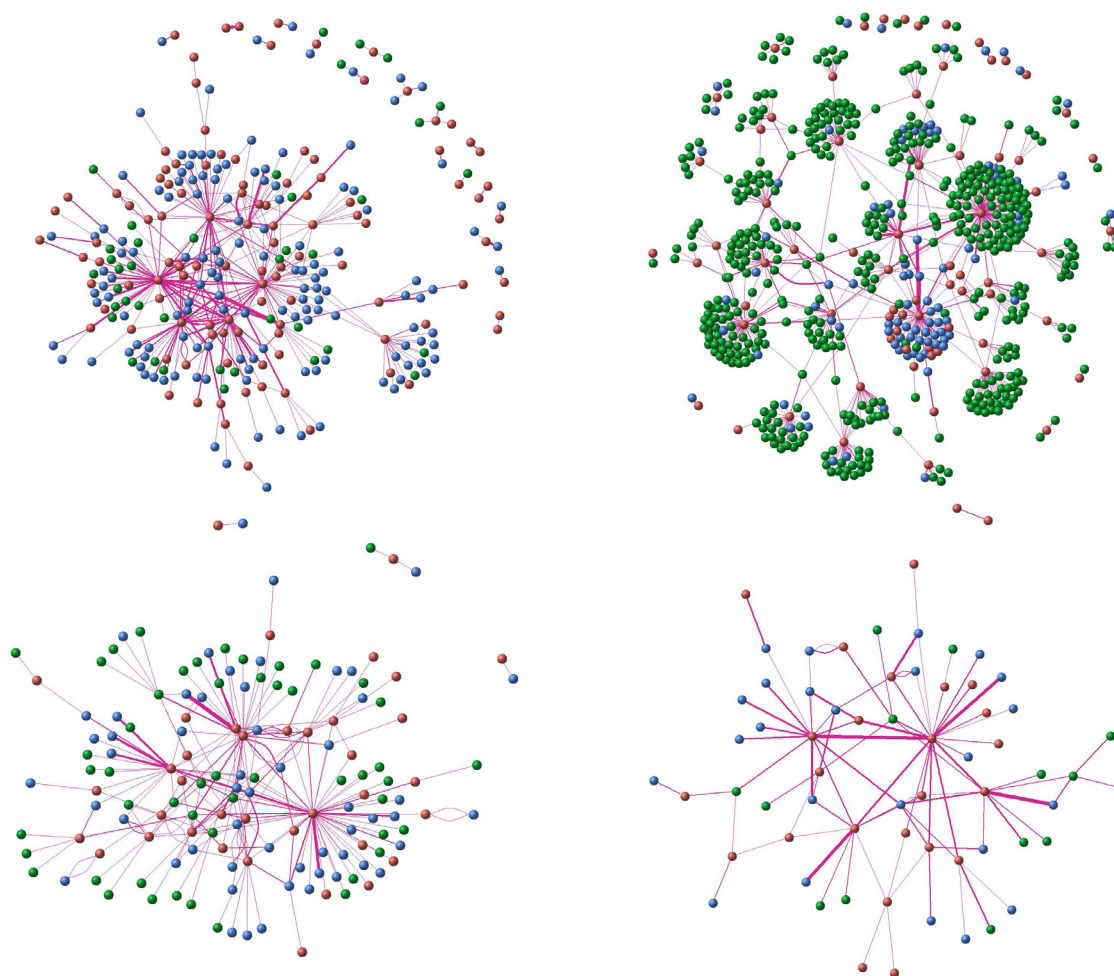
² К группе крупных кредитных организаций относятся участники с активами выше 1 трлн руб., к средней группе по размерам активов относятся кредитные организации, у которых соответствующий показатель превышает 50 млрд руб.; к малым относятся оставшиеся остальные кредитные организации. Данная разбивка кредитных организаций по типам будет применяться и для остальных рассматриваемых рынков ПФИ.

³ На данный момент к числу СЗКО относятся 10 кредитных организаций.

⁴ Подробная информация о методах сетевого анализа, в том числе показателях центральности, применительно к российскому рынку ПФИ содержится в докладе об экономических исследованиях Банка России «Сетевая структура и системный риск рынка внебиржевых деривативов» (В. Закатов, 2017).

Рисунок 32

Графы рынков валютных и процентных деривативов, построенных по открытым позициям на 30 декабря 2016 г.



Примечание. Вершины красного цвета отражают кредитные организации, зеленого цвета – некредитные организации, синего – нерезидентов. Толщина ребер отображает объем открытой позиции.

ется как взвешенная сумма центральностей соседних вершин⁵.

Распределение коэффициента центральности по собственным векторам имеет достаточно равномерный характер для рынков по инструментам «валютный своп», «процентный и валютно-процентный своп» и «рублевый процентный своп» (рис. 33). Однако на рынке валютных форвардов присутствует ярко выраженное ядро с показателем центральности по собственным векторам, в пять раз превышающим коэффи-

циент следующего по значимости участника. Такая структура рынка может быть потенциальным источником реализации «рисков заражения» в случае нарушения финансовой устойчивости «узловых» участников. Тем не менее, как было отмечено в докладе об экономических исследованиях Банка России «Сетевая структура и системный риск рынка внебиржевых деривативов» (В. Закатов, 2017), данный эффект нивелируется тем, что российский внебиржевой валютный рынок имеет переплетенную структуру взаимоотношений между участниками, и «узловые» участники имеют множество открытых позиций на смежных рынках валютных деривативов, в частности, на рынке валютных свопов и валютно-процентных свопов, что предоставляет им возможность перераспределять риск между другими участниками. Вследствие

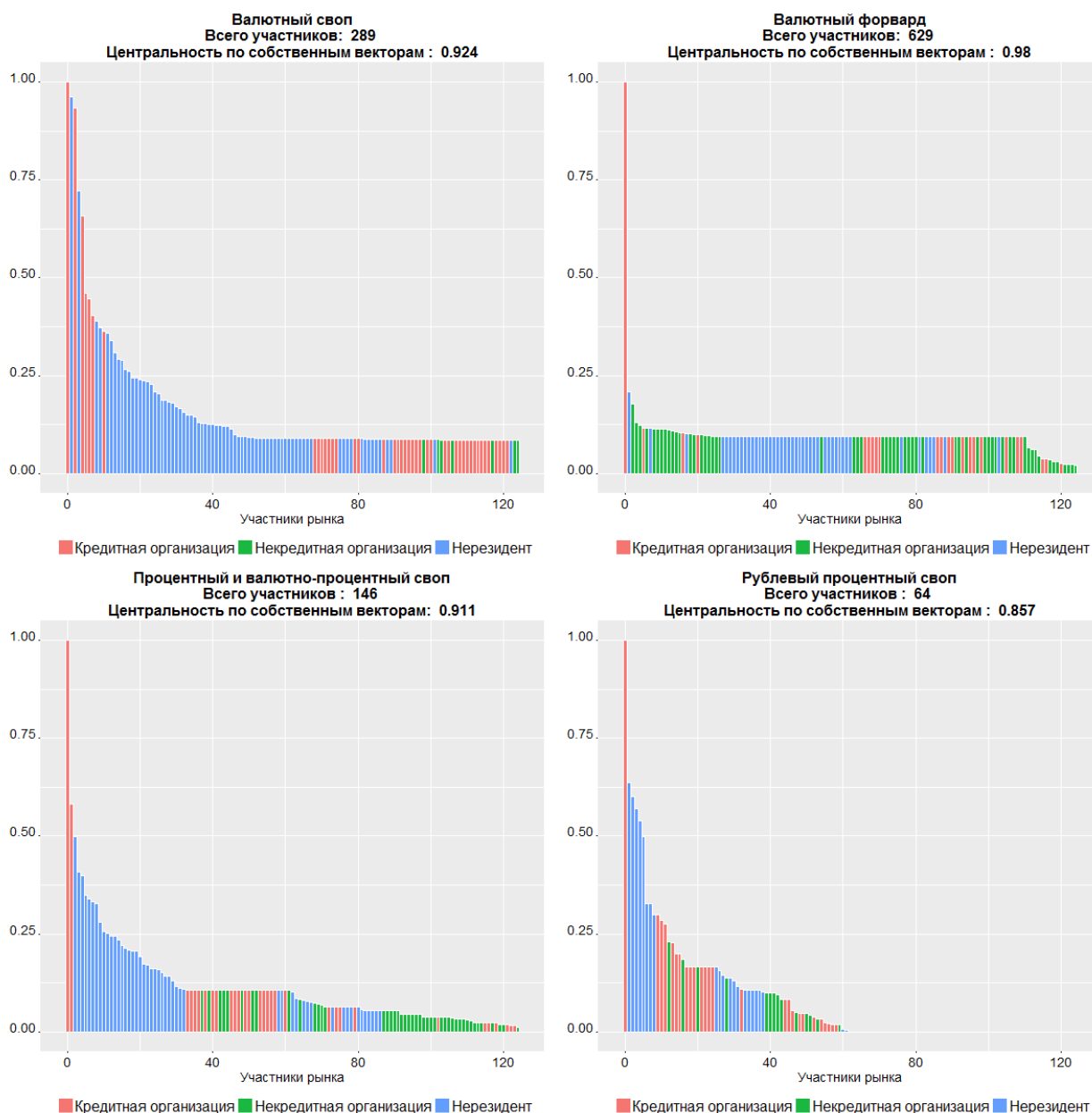
⁵ Центральность по собственным векторам рассчитывается по формуле:

$$C_B(v) = x_v = \frac{1}{\lambda} \sum_{t \in M(v)} x_t = \frac{1}{\lambda} \sum_{t \in G} a_{vt} x_t,$$

где M_v – множество вершин, соседних с вершиной v ;
 λ – константа;
 $a_{vt} = 1$, если вершина v соединена с вершиной t ,
 $a_{vt} = 0$ – иначе.

Рисунок 33

Распределение участников рынков валютных и процентных деривативов по величине их центральности по собственным векторам



этого вероятность распространения «риска заражения» и реализации системного риска значительно ниже.

Важно также отметить, что на каждом из рассматриваемых рынков участники, характеризующиеся наибольшим значением показателя центральности, являются российскими кредитными организациями из числа СЗКО. В число участников, отличающихся наибольшими показателями центральности на каждом из рынков, входят, как правило, три круп-

ные кредитные организации и две некредитные организации, либо два нерезидента. Кредитный рейтинг данных участников варьируется от «BBB-» до «BBB+».

На рынке валютных форвардов нерезиденты имеют относительно меньшую значимость на рынке, так как в основном имеют небольшое количество связей с крупными российскими кредитными организациями. Присутствие нерезидентов на рынках по инструментам «валютный своп», «процентный и валютно-процентный

своп» и «рублевый процентный своп» более значительно в силу большей степени их связанности с российскими организациями.

Таким образом, проведенный Банком России анализ участников российских внебиржевых рынков валютных и процентных деривативов показал, что наиболее значимыми участниками на рассматриваемых рынках являются кредитные организации из списка СЗКО, характеризующиеся высоким кредитным рейтингом, что позволяет говорить о сравнительно низком потенциале реализации «риска заражения». Основными контрагентами этих организаций

на рынке валютных форвардов являются крупные некредитные организации, заключающие множество средних по размеру сделок. Основной объем открытых позиций на рынке процентных и валютно-процентных свопов сконцентрирован на групповых сделках российских кредитных организаций со своими иностранными дочерними компаниями. Обозначенные факторы позволяют сделать вывод о незначительной вероятности материализации системного риска на российском внебиржевом рынке валютных и процентных деривативов вследствие реализации «риска заражения».

4. СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ

4.1. Комплексное стресс-тестирование финансового рынка

Крупнейшие участники российского финансового рынка, как правило, проводят значительный объем сделок одновременно на биржевом и внебиржевом рынках, используя широкий круг финансовых инструментов. Некоторые инструменты (например, репо) распространены как на биржевом, так и на внебиржевом рынке, в то время как другие инструменты имеют исключительно внебиржевую природу (например, рынок межбанковских кредитов). Таким образом, различные сегменты финансового рынка оказываются связаны за счет сложной системы контрагентских отношений между участниками, присутствующими на различных сегментах рынка.

Резкое изменение цен финансовых активов может иметь ряд негативных последствий для участников. Помимо возможности получения убытков по заключенным сделкам, которые найдут отражение в финансовом результате организации, участники в пределах короткого промежутка времени могут столкнуться с резко возросшей потребностью в ликвидных активах, необходимых для поддержания текущих позиций. На биржевом рынке указанная ситуация возникнет немедленно в связи с необходимостью внесения вариационной маржи по заключенным сделкам. В случае неисполнения участниками маржинальных требований риски ложатся также и на центрального контрагента (ЦК), гарантирующего исполнение обязательств по сделкам. На внебиржевом рынке ситуация будет зависеть от специфики каждого конкретного сегмента рынка и срочности сделок.

Для оценки масштабов указанных рисков Банк России провел комплексное стресс-тестирование финансового рынка (последовательность реализации стрессового сценария

схематично изображена на рис. 34). В текущей реализации комплексный стресс-тест призван оценить устойчивость ЦК и риски ликвидности участников рынка при реализации существенного шока на финансовом рынке. Использованный стрессовый сценарий предполагал рост курсов валют и снижение стоимости ценных бумаг на основе показателя CVaR за 10 лет (на уровне 99%)¹. Стресс-тест охватывал сегменты рынка, изменение конъюнктуры которых может вызвать срочную потребность в дополнительной ликвидности у кредитных организаций: биржевой рынок (фондовая, валютная и срочная секции Московской Биржи) и внебиржевой рынок (рынок междилерского репо и репо с Банком России, рынок МБК, рынок валютных свопов). На данный момент стресс-тест охватывает только кредитные организации.

По оценке на 1 декабря 2016 г. участники финансового рынка оказались достаточно устойчивы к риску ликвидности в рамках рассмотренного сценария. С учетом уже имеющегося у участников рынка индивидуального клирингового обеспечения (ИКО) отрицательная переоценка позиций на биржевом рынке не создает значимой дополнительной потребности в ликвидности.

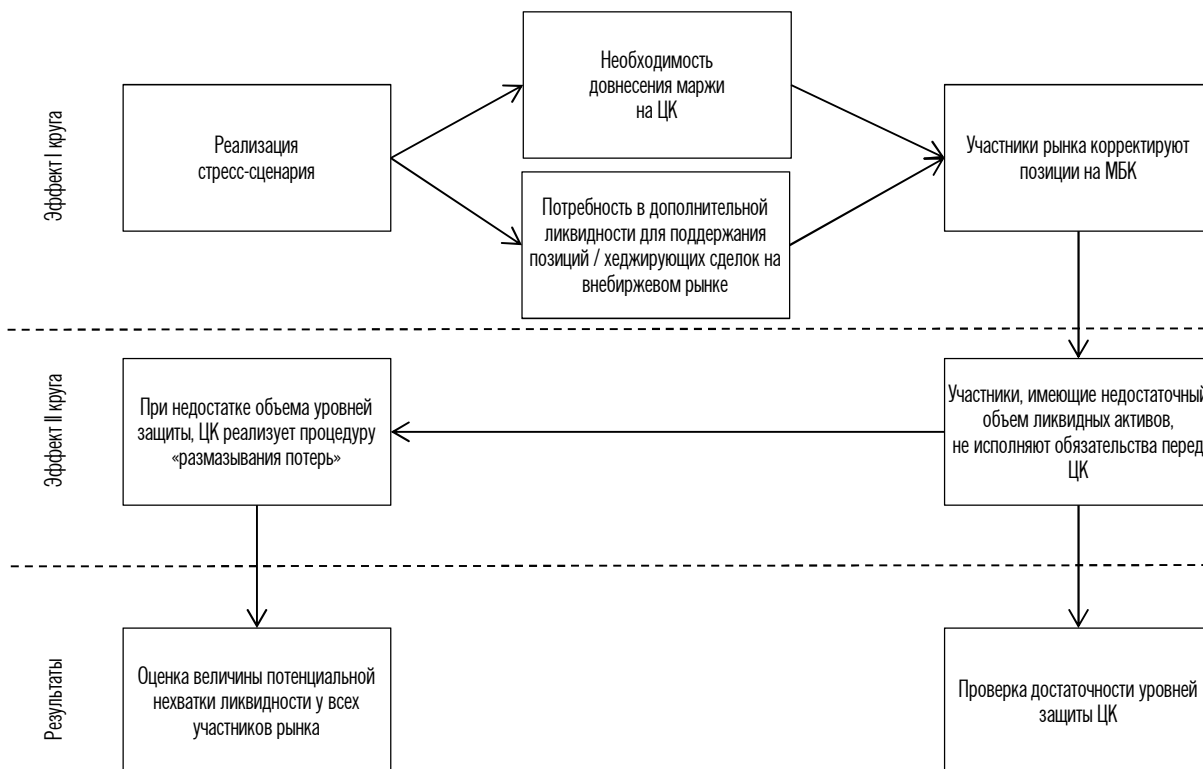
Наибольшая потребность в ликвидности (83 млрд рублей) формируется за счет сокращения стоимости обеспечения на рынке внебиржевого репо: падение стоимости ценных бумаг на основе показателя CVaR за 10 лет, как правило, оказывается ниже границы дисконтов по сделкам репо, в связи с чем заемщику может потребоваться погасить часть задолженности по сделке.

Стресс-сценарий предполагает, что кредитные организации, являющиеся кредиторами на МБК и испытывающие дополнительную потребность в ликвидности, могут снизить дефицит ликвидности за счет сокращения объемов раз-

¹ Параметры указанного стрессового сценария приведены в таблице 4 подраздела 4.2.

Рисунок 34

Последовательность реализации стрессового сценария в рамках комплексного стресс-теста



мещения на МБК, однако в связи с этим дополнительную потребность в ликвидности станут испытывать их заемщики. По оценке на 1 декабря 2016 г., указанный эффект мог бы составить 14 млрд рублей.

Вместе с тем практически все кредитные организации, испытывающие дополнительную потребность в ликвидности, имеют возможность привлечь средства от Банка России, используя имеющееся у них свободное рыночное обеспечение. Недостаток ликвидности, который не мог быть покрыт свободным рыночным обеспечением, в совокупном объеме 2 млрд руб. испытывали шесть кредитных организаций. Ключевые результаты стресс-теста обобщены на рис. 35.

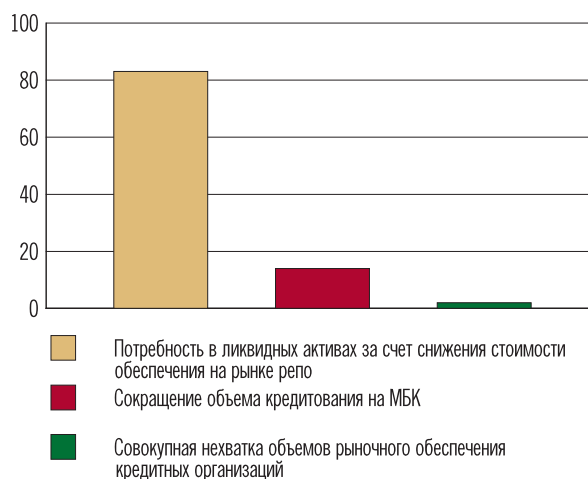
С точки зрения устойчивости ЦК потенциальные совокупные потери от дефолта указанных участников полностью покрываются индивидуальным и коллективным клиринговым обеспечением указанных участников (то есть выделенный капитал ЦК не был бы задействован в случае реализации рассматриваемого сценария).

Таким образом, сложившаяся на 1 декабря 2016 г. структура рынка была устойчива к ре-

ализации стрессового сценария с точки зрения рисков ликвидности кредитных организаций и устойчивости ЦК. Во многом указанный результат был обусловлен процессом перехода к структурному профициту ликвидности, за счет которого у кредитных организаций высвобождается значительный объем ликвидных активов.

Рисунок 35

Ключевые результаты комплексного стресс-теста (млрд руб.)



Вместе с тем следует учитывать, что результаты стресс-теста в значительной степени определяются структурой взаимосвязей между участниками и их позициями на биржевом рынке, которые, в свою очередь, могут существенно измениться за непродолжительный период времени. В связи с этим Банк России намерен осуществлять комплексное стресс-тестирование на регулярной основе, используя результаты стресс-теста в качестве одной из риск-метрик, характеризующей ситуацию на финансовых рынках. Кроме того, планируется расширить число сегментов рынка, включаемых в сценарий стресс-теста, а также расширить само количество рассматриваемых сценариев.

4.2. Стресс-тестирование рынка внебиржевых валютных свопов и валютных форвардов

В рамках задачи по проведению комплексного стресс-тестирования финансового рынка Банк России провел стресс-тестирование рын-

ка внебиржевых валютных свопов и валютных форвардов.

На основании полученных справедливых стоимостей открытых сделок по инструментам «валютный форвард» и «валютный своп» Банк России провел стресс-тестирование позиций участников по трем сценариям, характеризующим изменения курсов валютных пар доллар США/рубли, евро/рубли, евро/доллар США за 10 лет, кризис 2008 г. и кризис 2014 г. (табл. 4). Уровни стресс-сценариев устанавливались на основе расчетных однодневных и двухдневных значений $CVaR_{99\%}$ для роста и падения обменных курсов валютных пар.

Стресс-тестирование проводилось путем пересчета справедливой стоимости всех открытых сделок на 1 декабря 2016 г. по инструментам «валютный форвард» и «валютный своп» с учетом изменения спотового курса согласно стресс-сценариям.

Проведенный стресс-тест указывает на то, что портфель валютных форвардов на пару доллар США/рубли будет иметь положительную переоценку для резидентов в случае укре-

Таблица 4

Сценарии стресс-тестирования внебиржевого рынка валютных форвардов и валютных свопов (%)

Валютная пара	Направление изменения базовой валюты	Сценарий 1 (за 10 лет)		Сценарий 2 (кризис 2008 г.)		Сценарий 3 (кризис 2014 г.)	
		$CVaR_{99\%}^{1\text{ день}}$	$CVaR_{99\%}^{2\text{ дня}}$	$CVaR_{99\%}^{1\text{ день}}$	$CVaR_{99\%}^{2\text{ дня}}$	$CVaR_{99\%}^{1\text{ день}}$	$CVaR_{99\%}^{2\text{ дня}}$
Доллар США/рубли	Рост	4,47	7,05	4,57	6,13	9,09	14,71
	Падение	-3,63	-4,88	-2,08	-3,34	-6,53	-9,06
Евро/рубли	Рост	4,65	7,24	5,73	5,73	8,65	14,92
	Падение	-4,04	-5,40	-5,70	-5,70	-6,95	-9,41
Евро/доллар США	Рост	2,82	4,24	2,95	5,04	1,27	1,21
	Падение	-2,32	-3,52	-2,40	-3,66	-1,57	-1,80

Таблица 5

Чистые открытые позиции и справедливые стоимости по инструментам «валютный форвард» и «валютный своп» в разбивке по типам организаций и валютным парам

Тип организации	Валютная пара	Валютный форвард		Валютный своп	
		Чистая открытая позиция, млн руб.	Чистая справедливая стоимость, млн руб.	Чистая открытая позиция, млн руб.	Чистая справедливая стоимость, млн руб.
Кредитная организация	Доллар США/рубли	32 865	14 205	-18 932	-195 613
	Евро/рубли	119 120	8 330	-16 650	-113
	Евро/доллар США	28 516	2 111	-398 077	-1 333
Некредитная организация	Доллар США/рубли	23 154	-14 920	-43 544	2 057
	Евро/рубли	-106 635	-7 542	2 584	111
	Евро/доллар США	-28 556	-2 113	1 025	-4
Нерезидент	Доллар США/рубли	-56 019	715	62 476	193 556
	Евро/рубли	-12 485	-788	14 066	2
	Евро/доллар США	41	2	397 052	1 337

пления рубля. Например, согласно Сценарию 1 при падении курса доллара за 1 день на -3,63%, совокупное увеличение стоимости портфеля резидентов составит 2,16 млрд руб., тогда как нерезиденты понесут потери по данному инструменту на эту же сумму (рис. 36). Это оз-

начает, что российские кредитные и некредитные организации являются нетто-покупателями рубля за доллары США у нерезидентов. Рынок валютных свопов на валютную пару доллар США/рубли характеризуется низкой активностью некредитных организаций, справедливая

Врезка 4. Оценка справедливой стоимости валютных форвардов и валютных свопов

Банком России был проведен расчет справедливой стоимости открытых позиций «валютный форвард» и «валютный своп», зарегистрированных в репозитории НКО АО «Национальный расчетный депозитарий» на 1 декабря 2016 года.

Согласно принципу паритета процентных ставок инвестор должен быть индифферентен к процентным ставкам по банковским депозитам в разных валютах. Таким образом, он должен заработать одну и ту же сумму, если он одолжит средства по безрисковой ставке в домашней валюте или если он купит одну единицу иностранной валюты по текущей спотовой ставке, инвестирует ее по процентной ставке в иностранной валюте и заключит форвардный контракт на поставку полученных средств в обмен на средства в домашней валюте по форвардной цене. Паритет процентных ставок позволяет получить форвардную цену единицы иностранной валюты в единицах домашней валюты:

$$F_T = S_0 \left[\frac{1 + R_{DC}(0, T)}{1 + R_{FC}(0, T)} \right]^T,$$

где F и S – цены единицы иностранной валюты в домашней валюте,

$R_{DC}(0, T)$ – процентная ставка в домашней валюте,

$R_{FC}(0, T)$ – процентная ставка в иностранной валюте.

В любой момент времени до истечения форвардного контракта стоимость валютного форварда будет зависеть от величины процентных ставок и спотового обменного курса S_t в момент времени t :

$$V_t = \left(\frac{S_t}{[1 + R_{FC}(t, T)]^{T-t}} \right) - \left(\frac{F_T}{[1 + R_{DC}(t, T)]^{T-t}} \right).$$

Величина V_t является справедливой стоимостью контракта «валютный форвард» в момент времени.

Валютный своп – это комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами валютирования. Стандартным валютным свопом считается такой контракт, у которого ближайшая дата валютирования – спот, а дальняя обговорена на условиях валютного форварда. Ценой валютного свопа называется разница между курсами конверсионных сделок:

$$F_{T,0} - S_0 = S_0 \left(\left[\frac{1 + R_{DC}(0, T)}{1 + R_{FC}(0, T)} \right]^T - 1 \right).$$

В момент времени справедливая стоимость валютного свопа определяется как сумма приведенных стоимостей всех денежных потоков, которые возникнут при закрытии контракта по текущим рыночным ставкам в момент времени:

$$V_t = \left[\frac{F_{T,t}}{[1 + R_{DC}(t, T)]^{T-t}} - S_t \right] - \left[\frac{F_{T,0}}{[1 + R_{DC}(t, T)]^{T-t}} - S_0 \right] = \frac{F_{T,t} - F_{T,0}}{[1 + R_{DC}(t, T)]^{T-t}} - [S_t - S_0] \left[\frac{S_t}{[1 + R_{FC}(t, T)]^{T-t}} - F_{T,0} \right] - [S_t - S_0].$$

Рисунок 36

Стресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары доллар США/рубли, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников

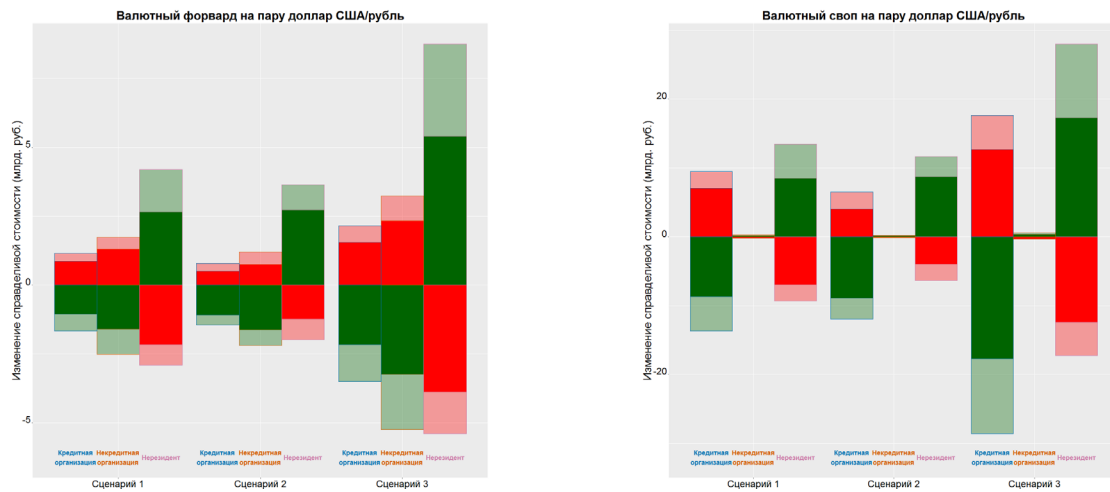
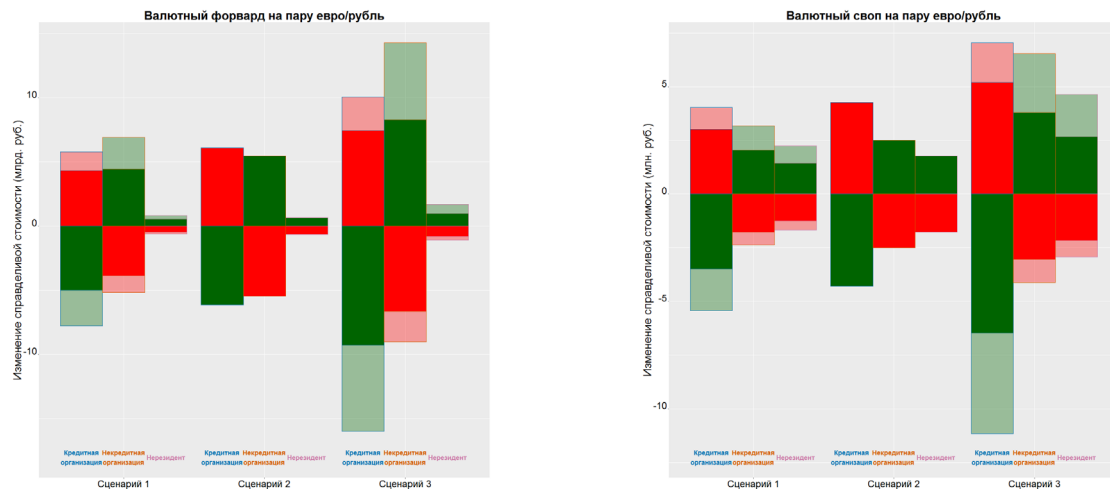


Рисунок 37

Стресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары евро/рубли, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников



стоимость портфеля которых остается практически неизменной при трех стресс-сценариях (рис. 36). Основными нетто-покупателями рублей за доллары США по второй части сделки «валютный своп» являются кредитные организации, справедливая стоимость портфеля которых упадет на 8,87 млрд руб. при укреплении доллара США на 4,47% за один день.

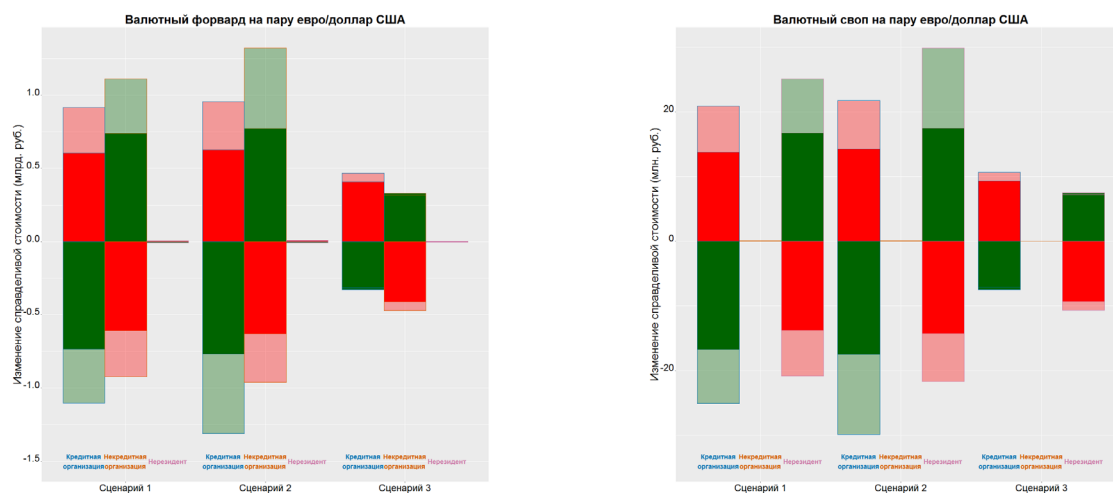
Валютный форвард на пару евро/рубли также является активно торгуемым инструментом среди российских кредитных и некредитных организаций, чистая открытая позиция которых составляет 119,12 и -106,64 млрд руб., соответственно (табл. 5). Нерезиденты на данном рынке занимают незначительную чистую позицию

в -12,48 млрд руб. общей текущей стоимостью -788,48 млн рублей. Основными нетто-покупателями рублей за евро на данном рынке выступают российские кредитные организации, а нетто-продавцами – некредитные организации. Однодневный рост евро относительно рубля на 8,65% приведет к снижению стоимости портфеля кредитных организаций на 9,27 млрд руб. и к увеличению стоимости портфеля по данному инструменту некредитных организаций на 8,28 млрд руб. (рис. 37).

Чистые открытые позиции по инструменту «валютный своп» на пару евро/рубли значительно ниже по сравнению с позициями на рынке валютных форвардов и составляют 2,58 и

Рисунок 38

Стресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары евро/доллар США, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников



-16,65 млрд руб. у некредитных и кредитных организаций соответственно (табл. 5). Основными нетто-покупателями евро за рубли по второй части сделки «валютный своп» являются кредитные организации, однако снижение стоимости их портфеля при укреплении евро незначительно (рис. 37).

Рынок внебиржевых валютных инструментов на пару евро/доллар США является наименее востребованным среди рассматриваемых валютных пар. Чистая открытая позиция российских кредитных и некредитных организаций на рынке валютных форвардов на пару евро/доллар США составляет 28,52 и -28,56 млрд руб. соответственно (табл. 5). Переоценка портфеля российских организаций на данную пару не превышает 1,33 млрд руб. (рис. 38).

На рынке валютных свопов на пару евро/доллар США некредитные организации практически не участвуют, их чистая открытая позиция составляет 1,02 млрд руб. общей стоимостью -3,66 млн руб. (табл. 5). Нетто-покупателями

евро за доллары США по второй части сделки «валютный своп» выступают кредитные организации, нетто-продавцами – нерезиденты (рис. 38).

Проведенное Банком России стресс-тестирование позиций участников внебиржевых валютных рынков позволяет сделать вывод о невысоком уровне рисков на этом рынке. Наиболее чувствительными являются позиции российских организаций по инструментам «валютный форвард» и «валютный своп» на валютную пару рубль/доллар США, которые потеряют в стоимости 8,75 и 28 млрд руб. соответственно при реализации самого строгого стресс-сценария, учитывающего двухдневное падение рубля относительно доллара на 14,71%. Однако данная переоценка представляется небольшой относительно общей величины всех открытых позиций на данную валютную пару, которая составляет 1,35 трлн руб. по инструменту «валютный форвард» и 1,98 трлн руб. по инструменту «валютный своп».

ПРИЛОЖЕНИЯ

1. Методология стресс-тестирования центральных контрагентов, используемая CFTC

Комиссия по торговле товарными фьючерсами (CFTC) опубликовала доклад о стресс-тестировании в сфере надзора за крупными клиринговыми организациями. Целью анализа было оценить влияние гипотетического множества экстремальных, но правдоподобных рыночных сценариев на несколько клиринговых центров и их участников.

Стресс-тестирование проверяло, достаточно ли объема маржинального депозита и других финансовых ресурсов, внесенных клиринговыми участниками, для покрытия убытков по ряду экстремальных стрессовых сценариев, применяемых к их фактическим позициям и финансовым ресурсам.

Тестирование проводилось в отношении пяти зарегистрированных в Комиссии по фьючерсам клиринговых организаций (CME Clearing, ICE Clear Credit, ICE Clear Europe, ICE Clear U. S. и LCH Clearnet Ltd) по фьючерсам, опционам на фьючерсы и своп-сделкам с состоявшимися расчетами. В рамках тестирования учитывались договоры, касающиеся финансовых продуктов и реальных товаров.

Были протестированы 15 крупнейших членов каждой клиринговой организации. Поскольку многие члены входили в число 15 крупнейших членов в нескольких клиринговых организациях (но не во всех), всего в тестировании участвовали 23 клиринговые компании. В рамках тестирования анализировались собственные и клиентские счета данных членов каждой клиринговой организации. Поскольку у двух клиринговых организаций есть отдельные гарантийные фонды для определенных классов активов, в рамках тестирования рассматривались восемь различных гарантийных фондов.

Всего было разработано 11 различных стресс-сценариев. Все тесты были проведены в отношении всех пяти клиринговых организа-

ций и всех восьми гарантийных фондов. Специалисты Комиссии по фьючерсам клиринговых организаций разработали и провели стресс-тестирование самостоятельно.

В рамках тестирования использовалась информация, регулярно предоставляемая клиринговыми организациями в соответствии с положениями CFTC, а также инструменты, которые используются CFTC при проведении ежедневного надзора за уровнем рисков. Перед проведением тестирования специалисты CFTC предоставили клиринговым организациям возможность ознакомиться с методологией тестирования и направить свои комментарии к ней. После проведения тестирования и до составления настоящего отчета специалисты также предоставили клиринговым организациям возможность ознакомиться с исходными данными и результатами тестирования и направить свои комментарии. В рамках оценки определялась способность каждого клирингового центра продемонстрировать определенный уровень устойчивости в данных условиях. В рамках тестирования внимание уделялось кредитному риску, но не учитывались риск снижения ликвидности, операционный риск и риск нарушения информационной безопасности.

При разработке сценариев учитывался ряд событий и факторов:

- определялись наибольшие исторические изменения цен за один день для каждого из инструментов;

- рассматривался внутренний каталог стресс-тестов, который был разработан клиринговыми организациями для ежедневного наблюдения за риском участников клиринга, крупных клиентов и всех участников в целом;

- производился расчет изменения цен, используемых клиринговыми организациями во внутреннем стресс-тестировании;

– рассматривались изменения цен, используемых в отчете Европейской службы надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA¹);

– рассчитывались изменения цен и корреляции между рынками в определенные даты, когда была высокая волатильность;

– подсчитывалась историческая корреляция между девятью секторами рынка (IRS, CDS, Rate Futures, Equity Futures, Energy, Metals, Agriculture, Softs, Currency) для определения направления движения секторов рынка при реализации сценариев.

Существенная разница между описанными в исследовании стресс-тестами и стресс-тестами, предусмотренными требованиями органов пруденциального надзора в отношении банковских учреждений, заключается в разных сроках анализируемого периода. Как правило, пруденциальные стресс-тесты для банковских учреждений предусматривают более продолжительные периоды для более постепенного отражения ухудшений в экономических условиях и деловой конъюнктуре. Но пруденциальные стресс-тесты, проводимые для системно значимых финансовых институтов с большим объемом торговых операций, также должны включать шоковые воздействия на торговый портфель, при этом предполагается, что данные воздействия происходят одновременно.

Клиринговая организация ежедневно корректирует по рынку каждый продукт, расчеты по которому она проводит. При этом по ее требованиям все члены клиринговой организации должны платить дополнительную вариационную маржу, а также при необходимости – дополнительную исходную маржу. Если член организации не оплачивает данную маржу незамедлительно, данная клиринговая организация принимает меры по урегулированию случая невыполнения обязательств с использованием средств нарушителя и вышеупомянутых общих средств. Накопление убытков запрещено. Следовательно, для определения необходимых уровней маржи и гарантийного фонда в рамках стресс-тестов анализируются отдельные критические колебания за день, а не постепенное снижение цен.

В ходе тестирования были получены следующие основные результаты:

1. У клиринговых организаций имеются необходимые финансовые ресурсы для обеспечения своей устойчивости при различных критических изменениях рыночных цен на широкий круг продуктов и инструментов. Они продемонстрировали свою способность соответствовать или превосходить требуемые уровни устойчивости.

- В рамках всех стресс-тестов все клиринговые организации обладали достаточными финансовыми ресурсами для покрытия убытков в случае невыполнения обязательств со стороны не менее двух своих членов (включая аффилированные лица) с крупнейшими дефицитами маржи (так называемый стандарт «покрытие для двух»). Это требование действует в США и по всему миру в отношении отдельных системообразующих клиринговых организаций. Более того, в 23 из 36 тестов их показатели соответствовали стандарту «покрытие для всех», то есть в этих случаях клиринговые организации обладали достаточными средствами для покрытия всех убытков каждого своего члена, который несет убытки по конкретному сценарию.

Уровень покрытия	Кол-во тестов	% тестов
Не менее «покрытия для 2»	36	100
Не менее «покрытия для 3»	30	83
Не менее «покрытия для 4»	25	69
«Покрытие для всех»	23	64

- Практически в двух третьих из всех стресс-тестов клиринговые организации продемонстрировали наличие достаточных финансовых ресурсов для покрытия убытков в случае невыполнения обязательств со стороны всех своих членов в сценарии, предусматривающем убытки («покрытие для всех»).

2. Риск невыполнения обязательств со стороны членов клиринговой организации был диверсифицирован для разных сценариев и клиринговых организаций. В рамках тестирования анализировались собственные и клиентские счета 23 групп компаний, которые являются членами пяти клиринговых организаций. Данные членов клиринговых организаций, являющихся аффилированными лицами, были объе-

¹ ESMA, Report on EU-wide Stress Test (April 29, 2016).

динены на уровне группы с целью определения эффекта на клиринговые организации. Специалисты проанализировали, какие сценарии привели к наихудшим результатам для каждого из 43 собственных и клиентских счетов, открытых в 23 членах клиринговых организаций.

- По всем сценариям риск был диверсифицирован. В целом ни один из сценариев не привел к наихудшим результатам сразу для нескольких членов клиринговых организаций.

- Ни один из сценариев не привел к наихудшим результатам более чем для восьми членов клиринговых организаций, то есть на долю одного сценария приходилось не более 19% наихудших результатов.

- Десять сценариев привели к наихудшим результатам для нескольких членов клиринговых организаций.

- Только один сценарий не привел к наихудшим результатам ни для кого из членов клиринговых организаций.

- Концентрации риска в небольшой группе компаний не наблюдалось. 18 из 23 групп компаний (приблизительно 78%) были в составе двух членов клиринговых организаций, показавших наихудшие результаты, по крайней мере, по одному сценарию.

- Риск был диверсифицирован по клиринговым организациям. В целом ни один

из сценариев не привел к убыткам компаний во всех клиринговых организациях.

- 28 из 43 членов клиринговых организаций (приблизительно 65%) не испытали дефицита чистой маржи (убыток в размере, превышающем требуемый уровень маржи) во всех клиринговых организациях ни по одному из сценариев.

- Ни один из 11 сценариев стресс-тестов, проведенных для 23 членов клиринговых организаций, не привел к тому, что одни и те же два члена клиринговых организаций показали крупнейшие дефициты маржи по нескольким гарантийным фондам.

- Если член клиринговой организации показывал наихудшие результаты по конкретному сценарию в определенной клиринговой организации, то, как правило, он не испытывал дефицита маржи во всех клиринговых организациях.

- Если член клиринговой организации нес крупные убытки по конкретному сценарию в какой-либо клиринговой организации, то, как правило, он не нес убытки во всех клиринговых организациях и во многих случаях у него оставалась маржа во всех клиринговых организациях в рамках данного сценария.

2. Регуляторные новации на финансовых рынках

Регулирование бенчмарков

- Банк Англии 20 октября 2016 г. опубликовал для сбора комментариев документ, посвященный расчету индикативной ставки SONIA. Предложения банка Англии по реформе индикативной ставки SONIA включают следующее.

1. Рассчитывать SONIA как медиану взвешенных по объему процентных ставок (volume-weighted median rate) по однодневным необеспеченным операциям, а не как средневзвешенную ставку (volume-weighted mean).

2. Расширить базу для расчетов SONIA, включив в нее договорные двусторонние сделки (bilateral trades), отвечающие ранее утвержденным требованиям:

- с расчетами в тот же день;
- срочностью овернайт;
- минимальным размером 25 млн фунтов стерлингов;
- проводимые между 0:00 и 18:00 операционного дня.

3. Изменить географию сделок: ограничить ее операциями внутри европейского экономического сообщества (ранее – по всему миру).

В феврале 2017 г. были открыты дополнительные консультации в рамках реформы индикативной ставки SONIA. Переход на обновленную индикативную ставку SONIA ожидается в марте-апреле 2018 года.

- Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 10 ноября 2016 г. опубликовала технические рекомендации для Еврокомиссии по некоторым аспектам регулирования бенчмарков. В частности, были рассмотрены следующие вопросы.

1. Расчет референсных значений бенчмарков. ESMA рекомендует использовать существующие системы сбора информации в рамках EMIR, MiFID II, UCITS и AIFMD для расчета референсных значений бенчмарков. При этом бенчмарки разделяются на три категории: критические (объемы контрактов, привязанные к бенчмарке составляют 400–500 млрд евро),

существенные (больше 50 млрд евро) и несущественные (меньше 50 млрд евро).

2. Критерии признания в ЕС бенчмарков третьих стран. Представлен исчерпывающий перечень критериев, которые регуляторы должны учитывать при вынесении решения о возможности использования бенчмарки в ЕС, – например, географическая привязка к конкретному рынку в другой стране, невозможность расчета аналогичной бенчмарки в ЕС и тому подобное.

3. Публичное раскрытие значений бенчмарков.

Еврокомиссия подготовит итоговые правила регулирования бенчмарков к 1 января 2018 года.

Регулирование рынка ценных бумаг

Суверенные облигации

- Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) 3 октября 2016 г. опубликовала информацию о разработке шаблона условий выпуска суверенных облигаций с «привязкой» к ВВП («London Term Sheet»). Шаблон подготовлен группой экспертов Банка Англии при поддержке ICMA и других ассоциаций трейдеров.

Базовая концепция суверенных (правительственных) облигаций с «привязкой» к ВВП состоит в том, что выплаты по их купонам и основному долгу будут индексироваться по номинальному ВВП. Соответственно, обслуживание процентных платежей и выплаты по основному долгу будут корректироваться в зависимости от платежеспособности государства. Такие облигации могут быть инструментом снижения риска кризисов суверенной задолженности и предотвращения разрушительных дефолтов в периоды рецессии и спада экономики.

В настоящее время шаблон обсуждается с членами Совета управляющих активами и инвесторов ICMA. Шаблон будет опубликован для публичных консультаций.

Прочее

- Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) 28 октября 2016 г. опубликовала доклад о внедрении рекомендаций «Группы двадцати» и Совета по финансовой стабильности по повышению устойчивости рынка ценных бумаг. Исследование проводилось на базе самооценки юрисдикций, осуществлен анализ ответов по пяти областям:

- хедж-фонды (все юрисдикции, в которых разрешена деятельность хедж-фондов, сообщили о внедрении рекомендаций «Группы двадцати» и IOSCO в части регистрации, раскрытия информации и наблюдения за хедж-фондами, включая рекомендации по повышению эффективности управления риском контрагента);
- структурированные продукты и секьюритизация (большинство юрисдикций заявили о повышении требований к надзору или о наличии наилучших практик по инвестированию в структурированные продукты);
- наблюдение за кредитными рейтинговыми агентствами (все юрисдикции внедрили рекомендации в части регистрации и наблюдения за кредитными рейтинговыми агентствами);
- меры по поддержанию эффективности и целостности рынков (ряд юрисдикций продвинулись в части внедрения рекомендаций в этой области);
- надзор и регулирование рынка деривативов с сырьевыми товарами (ряд юрисдикций продвинулись в части внедрения рекомендаций в этой области).

- ФРС США 9 декабря 2016 г. опубликовала Доклад по вопросам использования технологии распределенного реестра в платежах, клиринге и расчетах по ценным бумагам (Distributed ledger technology in payments, clearing, and settlement). В документе исследуется вопрос, как технология распределенного реестра (DLT) может быть использована при проведении платежей, клиринге и расчетах по ценным бумагам, какие возможности и проблемы возникают при ее применении на практике. Среди проблем авторы доклада отмечают вопросы практического применения в рамках сложившейся бизнес-практики (Business issues), технологи-

ческие аспекты применения DLT, дизайн финансовых инструментов, юридические аспекты и риск-менеджмент. Доклад был подготовлен по результатам серии обсуждений с 30 заинтересованными организациями (участниками, разработчиками и текущими/потенциальными пользователями технологии DLT).

- Европейское банковское управление (European Banking Authority – EBA) 20 декабря 2016 г. опубликовало доклад с рекомендациями по гармонизации стандартов в отношении облигаций с покрытием (EBA REPORT ON COVERED BONDS RECOMMENDATIONS ON HARMONISATION OF COVERED BOND FRAMEWORKS IN THE EU).

Предлагается реализовать «трехступенчатый подход».

1. Выпуск специальной директивы, которая будет применяться к различным финансовым секторам в странах ЕС. Облигации с покрытием будут определены как финансовый инструмент, признаваемый европейским финансовым законодательством; будут сформулированы минимальные стандарты, которым должны соответствовать облигации с покрытием.

2. Внесение изменений в Положение ЕС о требованиях к капиталу (Capital Requirement Regulation – CRR) с целью уточнения условий преференциального регулирования взвешивания активов по риску применительно к облигациям с покрытием.

3. «Сближение» на добровольной основе регулирования отдельных стран ЕС (например, путем выпуска рекомендательных актов) в части отдельных вопросов, касающихся облигаций с покрытием (состав пула активов; рекомендации в отношении пулов активов, базовые активы которых либо эмитенты обязательств находятся за пределами Европейского экономического пространства; расчет LTV и частота проведения оценки; стресс-тестирование эмитентов облигаций с покрытием).

- Международная ассоциация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) 20 декабря 2016 г. опубликовала консультативный документ по защите инвесторов при выполнении заявок посредниками на рынке. Данный доклад касается конфликта интересов брокеров и клиентов (front running – выставление заявки брокером

до клиента в целях получения прибыли от изменения цен), искажающих условие получения лучшей цены заявки для клиента.

Выделяются следующие мотивы по ухудшению брокером условий исполнения заявки:

- размер комиссионных от исполнения заявки по большей цене;
- использование сторонних площадок для арбитража.

Регулирование рынка производных финансовых инструментов

Сделки с деривативами вне централизованного клиринга

- Европейская Комиссия 4 октября 2016 г. опубликовала нормативный акт (технические стандарты) об управлении рисками при проведении сделок с деривативами вне централизованного клиринга.

Действующее в ЕС Положение о регулировании инфраструктуры европейского рынка (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) предусматривает для сделок с деривативами, которые проводятся не через центрального контрагента, двусторонний обмен обеспечением в целях снижения рисков. В связи с этим Европейская комиссия устанавливает новые правила, касающиеся размера и видов такого обеспечения.

- Служба пруденциального регулирования Австралии (APRA) 17 октября 2016 г. опубликовала окончательный пруденциальный стандарт (CPS 226) о маржинальных требованиях и снижении рисков по сделкам с внебиржевыми деривативами вне централизованного клиринга (будет применяться в отношении финансовых институтов или на уровне группы, которые совершают подобные сделки на сумму свыше 3 млрд австралийских долларов). Документ содержит пруденциальный стандарт, доработанный с учетом полученных комментариев. Основная цель документа – проинформировать участников рынка относительно новых требований, которые будут введены. Точная дата вступления в силу стандарта пока не определена. Из стандарта были исключены форвард-

ные контракты и сделки со свопами с валютой на условиях поставки (physically settled FX forwards and swaps).

Стандарт по-прежнему будет применяться в отношении всех юридических лиц на уровне первой группы. В отношении юридических лиц на уровне второй группы внесен ряд изменений с целью уменьшения нагрузки на них – требования будут применяться ограниченно к тем юридическим лицам, которые попадают в категории «контрагент, входящий в консолидированную группу» (covered counterparty) и «финансовый институт» (financial institution). В отношении юридических лиц на уровне третьей группы подразумевается финансовый конгломерат. Требования к вариационной марже по-прежнему будут применяться ко всем финансовым институтам, регулируемым APRA. В отношении юридических лиц на уровне второй группы, которые зарегистрированы за пределами Австралии и к которым применяются маржинальные требования в другой юрисдикции, стандарт применяться не будет.

Прочее

- Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) 11 октября 2016 г. выпустила проект поправок к Закону о ценных бумагах, которые уточняют его применение для трансграничных сделок с деривативами. Поправки определяют трансграничные сделки с деривативами, вводят пороговые значения оборотов своп-дилеров и основных участников рынка деривативов для обязательной регистрации в CFTC, а также стандарты поведения на рынке (External business conduct). В частности, для своп-дилеров резидентов США применяется весь спектр стандартов – по транзакциям, противодействию мошенничеству, манипулированию рынком и недобросовестным практикам, в то время как для нерезидентов стандарты распространяются только на транзакции с резидентами США. Аффилированность трансграничных транзакций ПФИ с США определяется исходя из принципа ANE (arranged, negotiated or executed transactions) – участия работников из США при заключении, согласовании или исполнении сделок.

- Резервный банк Индии (РБИ) 4 ноября 2016 г. опубликовал консультационный документ по вопросам хеджирования валютного риска иностранными транснациональными компаниями (ТНК), имеющими филиал в Индии (Centralized Hedging Facility for Indian subsidiaries of Non-resident Companies). Филиалы ТНК:

- получают доступ к внебиржевому рынку валютных деривативов через авторизованные банки-дилеры (Authorized Dealers), которые, в свою очередь, будут обязаны отслеживать все операции по хеджированию валютных позиций;
- должны будут отражать прибыль/убыток от операций с валютными деривативами на балансе индийского подразделения.

- Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 14 ноября 2016 г. опубликовала финальную версию доклада, адресованного малым участникам внебиржевого рынка производных финансовых инструментов, который подготовлен с целью приведения их деятельности в соответствие с требованиями EMIR. В документе ESMA предлагает по ряду причин отсрочить примерно на два года запуск централизованного клиринга для участников внебиржевого рынка деривативов с небольшим (ограниченным) объемом сделок (третья категория участников финансового рынка согласно нормам EMIR) и внести соответствующие изменения в EMIR в части обязательств по клирингу. Новая предложенная дата – 21 июня 2019 года. ESMA также предлагает установить конкретные даты запуска централизованного клиринга для таких инструментов, как «процентный своп» и «кредитный дефолтный своп».

Финальный доклад ESMA с проектом изменений в соответствующие технические стандарты был передан Европейской комиссии. В течение трех месяцев Европейской комиссии предстоит принять решение об одобрении либо отклонении этих изменений.

- Европейское банковское управление (European Banking Authority – EBA) 21 декабря 2016 г. объявило о запуске сбора данных по операциям с сырьевыми деривативами, проводимым инвестиционными компаниями, в ответ на документ Европейской комиссии о разработке пруденциального режима для инвестиционных компаний.

Процесс сбора данных будет состоять из пяти частей: сбор общей и финансовой информации, данных о регулятивном капитале, ликвидности и крупных рисках, причем число запрашиваемых переменных будет ограничено. Шаблоны направления данных учитывают специфику отдельных инвестиционных фирм.

Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

Рейтинговые агентства

- Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) 7 ноября 2016 г. опубликовала консультативный доклад о применении участниками рынка нетрадиционных продуктов и услуг кредитных рейтинговых агентств (КРА). К таким продуктам в докладе относят в том числе частные, конфиденциальные, индикативные, предварительные рейтинги, спреды по кредитным дефолтным свопам, инструменты оценки портфелей. Важность данного исследования обоснована тем, что нетрадиционные продукты КРА применяются при принятии инвестиционных и прочих связанных с кредитованием решений. Документ составлен по итогам двух опросов, проведенных в 2015 г., и панельных дискуссий с данными агентствами. Он обобщает собранную информацию и задает дополнительные вопросы к КРА. Также в документе приведена составленная IOSCO классификация нетрадиционных продуктов.

- Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 15 ноября 2016 г. опубликовала обзор ответов, полученных в результате публичных консультаций по докладу о валидации и методологии кредитных рейтинговых агентств, прошедших в III квартале 2016 года. ESMA опубликовала руководство по проверке и пересмотру методологий кредитных рейтинговых агентств на основе своего опыта в части применения регулирования деятельности кредитных рейтинговых агентств, а также регулирования в отношении рейтинговой методологии.

Документ будет способствовать обеспечению единого подхода к валидации и пересмотру

методологий кредитных рейтинговых агентств с учетом их дискриминационной способности, прогнозной точности и исторической устойчивости. Согласно документу под дискриминационной способностью понимается возможность методологий ранжировать объекты рейтингования в соответствии с их будущим статусом на заранее определенном временном горизонте. Прогнозная точность отражает сравнение ожидаемого поведения кредитных рейтингов с наблюдаемыми результатами. Историческая устойчивость определяется посредством оценки стабильности кредитных рейтингов, присвоенных с применением методологии, стабильности характеристик эмитентов и других критериев. Опубликованное руководство будет способствовать повышению качества количественных показателей, используемых кредитными рейтинговыми агентствами при пересмотре и валидации своих методологий с учетом указанных трех критериев.

ESMA признает, что существуют проблемы в валидации методологий при ограниченности количественных данных. В таких случаях регулятор требует, чтобы кредитные рейтинговые агентства рассмотрели способы улучшения сбора данных, а также возможности, которые позволят им использовать количественные методы для демонстрации дискриминационной силы своих методологий. По мнению ESMA, даже в тех случаях, когда имеет место ограниченный объем количественных данных, кредитные рейтинговые агентства должны продемонстрировать надежность своих методик.

Хотя руководство в большей степени концентрируется на количественных показателях, ESMA считает, что высокое качество валидации методологий устанавливает баланс между применением количественных и качественных методов. Таким образом, проверка должна включать в себя оба метода.

Руководство призвано повысить общий уровень достоверности валидации методологий кредитными рейтинговыми агентствами, предоставляя им при этом достаточную гибкость в выборе подходов, которые являются наиболее актуальными для их бизнеса, размера и сферы деятельности.

Центральные контрагенты

- Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) 16 ноября 2016 г. опубликовала результаты стресс-тестирования по пяти основным центральным контрагентам (ЦК), зарегистрированным в США и Великобритании. Список участников: CME Clearing, ICE Clear Credit, ICE Clear Europe, ICE Clear U. S. и LCH Clearnet.

В стресс-тестировании по семи сценариям использовались данные по самым крупным участникам клиринга – 23 крупным финансовым холдингам, которые покрывают 88% совокупных маржинальных требований.

Результаты показали устойчивость ЦК к изменению цен на активы по разным типам продуктов, а также продемонстрировали высокую степень диверсификации участников клиринга, что подтверждает слабый «эффект заражения» от распространения дефолта одного участника. Использовались семь стрессовых сценариев, негативные события по ним диверсифицированы – негативное событие по каждому из сценариев не превосходит 19% совокупных потерь по всем сценариям. Максимальные потери каждого ЦК присутствуют в менее чем 16,6% случаев.

- Еврокомиссия 28 ноября 2016 г. опубликовала пакет документов с Предложениями по проведению финансового оздоровления центральных контрагентов (REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on a framework for the recovery and resolution of central counterparties and amending Regulations (EU) No 1095/2010, (EU) No 648/2012, and (EU) 2015/2365).

В документе предусматривается:

- определение органов урегулирования несостоятельности, их полномочий;
- порядок подготовки, обновления, оценки планов самооздоровления (recovery plans), требования к его содержанию;
- порядок подготовки плана урегулирования несостоятельности (resolution plans), информация, которую органы урегулирования несостоятельности могут потребовать от ЦК;

- порядок оценки возможности урегулирования несостоятельности (resolvability assessment);
- меры раннего вмешательства (early intervention);
- инструменты урегулирования несостоятельности (продажа бизнеса, создание бридж-института, списание и конвертация капитала и долговых инструментов, распределение убытка, частичное или полное прекращение контрактов);
- взаимодействие с третьими странами.

Планы будут направляться супервизорам, у которых будут полномочия вмешиваться в деятельность ЦК, до того как их деятельность окажется под угрозой или приведет к реализации рисков финансовой стабильности. Проект нормативного документа направлен на рассмотрение Европарламента и Европейского совета.

Торговые репозитории

- Комиссия по ценным бумагам США (SEC) 15 ноября 2016 г. опубликовала планы по созданию единого ресурса по консолидированному доступу к информации, необходимой для надзора за торговой активностью на финансовых рынках (CAT, consolidated audit trail).

План подразумевает следующие элементы:

- создание центрального репозитория для агрегирования данных по сделкам на разных площадках и разным типам инструментов;
 - ведение реестра транзакций по дериватам, входящим в национальную систему квотирования, включая рыночные опционы и внебиржевые деривативы, в том числе разработку идентификаторов;
 - синхронизация ведения времени для брокер-дилеров;
 - введение идентификаторов брокеров, а не клиентов;
 - предоставление информации по опционам о котируемых маркет-мейкерами ценах;
 - упрощение предоставляемых брокерами-дилерами данных о транзакциях, аллокациях и исполнении заявок.
- Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 15 декабря 2016 г.

опубликовала консультативный доклад по расширению публичных данных торговых репозитариев (TP). В ответ на жалобы многих пользователей на затруднения при агрегировании данных из различных торговых репозитариев ESMA предлагает некоторые поправки в правила публичного раскрытия данных TP, направленные на большую прозрачность рынка ПФИ. Кроме того, предлагается публикация некоторых новых аналитических данных, необходимых в рамках регулирования ЕС, например для MiFID II.

Регулирование участников финансового рынка

- Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 10 октября 2016 г. опубликовала Руководство о внедрении отчетности по сделкам (далее – Руководство) в соответствии с Директивой и Положением ЕС по рынкам и финансовым инструментам (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID II and Regulation – MiFIR). Цель выпуска Руководства – создать условия для подготовки инвестиционными компаниями, торговыми платформами и авторизованными отчетными механизмами (ARMs, approved reporting mechanisms) своих бухгалтерских систем к вступлению в силу новых требований в 2018 году. Руководство предусматривает единый подход к их выполнению во всех государствах – членах ЕС, особое внимание уделено отчетности по операциям с деривативами.

- Европейское банковское управление (EBA) 4 ноября 2016 г. опубликовало для консультаций документ, посвященный структуре пруденциальных требований для инвестиционных фирм (Designing a new prudential regime for investment firms), не являющихся системно значимыми и не «схожих с банками» (bank-like).

EBA предлагает рассмотреть возможность установления требований к капиталу на основе «факторов капитала» (capital factors, или K-factors) с учетом типа риска инвестиционной фирмы. В документе описаны типы рисков, специфичных для инвестиционных фирм: риски клиентов (risk to customers – 'RtC'), риски для рынка (Risk to Market – RtM), риски для самой фирмы (Risk to Firm – RtF). В результате требо-

вания к капиталу будут различаться для разных инвестиционных компаний.

В документе пока не устанавливаются минимальные значения необходимого уровня капитала. ЕВА предлагает использовать определение капитала и капитальных инструментов,

данные в Положении и Директиве о требованиях к капиталу банков (CRR и CRD IV). Помимо этого, документ содержит предложения по рискам концентрации и консолидированному надзору.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Динамика открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней	6
2. Структура среднемесячных открытых позиций на денежном рынке	6
3. Нетто-размещение рублевой ликвидности банками с государственным участием	7
4. Нетто-размещение рублевой ликвидности банками за пределами топ-50	7
5. Депозиты кредитных организаций в Банке России.....	7
6. Объем задолженности по операциям репо кредитных организаций в Банке России	7
7. Соотношение задолженности перед Федеральным Казначейством и Банком России.....	8
8. Оборот операций с Федеральным Казначейством по группам банков.....	8
9. Динамика рынков междилерского репо в иностранной валюте и валютный своп.....	9
10. Основные покупатели («-» продавцы) валюты на рынках междилерского репо в иностранной валюте и валютный своп.....	9
11. Ставки валютного и денежного рынка	10
12. Кросс-валютный базис отдельных развивающихся стран	10
13. Динамика кросс-валютных спредов RUB-USD, EUR-USD (овернайт)	10
14. Чистый вывоз капитала частным сектором.....	10
15. Задолженность КО перед Банком России по операциям «валютный своп» и валютное репо	11
16. Валютный курс рубля к доллару США.....	12
17. Нетто продажа иностранной валюты (сумма за скользящую неделю)	12
18. Динамика продажи валюты нефинансовыми компаниями	12
19. Динамика размещений облигаций	13
20. Структура покупателей облигаций на первичном рынке	14
21. Динамика новых размещений корпоративных облигаций относительно рейтинга	14
22. Динамика дефолтов на рынке облигаций и их виды	14
23. Динамика объемов операций репо с акциями и их доля	15
24. Динамика объемов задолженности по видам репо.....	15
25. Объем торгов акциями по типам организаций	16
26. Динамика волатильности рынка акций России и стран с развивающимися рынками.....	16
27. Динамика объемов требований о внесении дополнительного обеспечения и дисконт по операциям репо с акциями	16
28. Количество участников на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по типам организаций на конец IV квартала 2016 г.	17
29. Структура открытых позиций на начало и конец IV квартала 2016 г.	17
30. Количество кредитных организаций на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по величине активов на конец IV квартала 2016 г.	18
31. Объем открытых позиций кредитных организаций на внебиржевых валютных и процентных рынках в разбивке по величине активов на конец IV квартала 2016 г.	18

32. Графы рынков валютных и процентных деривативов, построенных по открытым позициям на 30 декабря 2016 г.	19
33. Распределение участников рынков валютных и процентных деривативов по величине их центральности по собственным векторам	20
34. Последовательность реализации стрессового сценария в рамках комплексного стресс-теста.....	23
35. Ключевые результаты комплексного стресс-теста	23
36. Разбивка открыСтресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары доллар США/рубль, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников	26
37. Стресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары евро/рубль, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников.....	26
38. Стресс-тест портфеля валютных форвардов и валютных свопов на изменение обменного курса пары евро/доллар США, открытых на 1 декабря 2016 г., в разбивке по типам участников.....	27

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Нетто-размещение банками рублевой ликвидности на 1.01.2017	6
2. Рейтинговая структура облигационного рынка России.....	14
3. Сценарии стресс-тестирования внебиржевого рынка валютных форвардов и валютных свопов	24
4. Чистые открытые позиции и справедливые стоимости по инструментам «валютный форвард» и «валютный своп» в разбивке по типам организаций и валютным парам	24

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. Структура трансмиссии ликвидности на рынке МБК.....	8
Врезка 2. Риски на валютном рынке и ключевые факторы курсообразования.....	12
Врезка 3. Использование акций в операциях репо.....	15
Врезка 4. Оценка справедливой стоимости валютных форвардов и валютных свопов	25

