



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 7

ОКТАБРЬ 2018

Информационно-
аналитические
материалы

**ОБЗОР РИСКОВ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

МОСКВА



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

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

Содержание

РЕЗЮМЕ	2
1. РИСКИ НА РЫНКАХ ЕМЕ	3
2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.....	7
3. СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	10
4. РАЗВИТИЕ РЫНКА РЕПО С КСУ	14
5. СТРУКТУРА ЕВРОПЕЙСКОГО И РОССИЙСКОГО РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ	16
ПРИЛОЖЕНИЕ. СТАТИСТИКА ПО РЫНКАМ	18

Облако тегов¹



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

РЕЗЮМЕ

Повышение доходностей государственных облигаций США в октябре 2018 г. привело к росту общего уровня риска на финансовых рынках стран ЕМЕ, что выразилось в росте доходностей их суверенных облигаций, номинированных в национальных валютах, и расширении спредов доходностей еврооблигаций ЕМЕ и казначейских бумаг США. В наибольшей степени рост спредов затронул страны с высоким уровнем краткосрочного внешнего долга.

Ситуация на российском финансовом рынке в октябре 2018 г. оставалась стабильной. Изменение рыночных показателей находилось в пределах значений для сопоставимых стран с формирующимися рынками. Существенное снижение нефтяных цен и рост их волатильности практически не оказали влияния на динамику вмененной волатильности курса рубля. Уровень вмененной волатильности по паре «доллар США/рубли» на срок 3 месяца восстановился до значений, предшествующих всплеску волатильности на рынках ЕМЕ в августе 2018 года.

На фондовом рынке в октябре произошла смена настроений иностранных инвесторов на рынке ОФЗ. Нерезиденты и дочерние иностранные банки в октябре сократили продажи ОФЗ на биржевом рынке и нарастили покупки на аукционах Минфина России. Несмотря на данную тенденцию, общие вложения нерезидентов в ОФЗ продолжали медленно сокращаться. На биржевом рынке акций в отчетный период происходили продажи со стороны нерезидентов. На рынке суверенных еврооблигаций наблюдается медленный рост вложений нерезидентов.

На денежном рынке в октябре наблюдался существенный рост сегмента репо с ЦК с КСУ. Доля открытых позиций по таким сделкам в октябре составила около 20% от всего рынка репо с ЦК, а объем открытой позиции стабильно превышал 400 млрд руб. в день. На развитых рынках в последнее время также просматривается тенденция расширения денежного рынка с использованием обеспечения. По мере развития рынка репо с КСУ индикаторы процентных ставок на этом рынке могут выступать репрезентативным показателем стоимости краткосрочных заимствований на российском рынке.

Российский рынок ПФИ по структуре инструментов близок к другим рынкам ЕМЕ, существенно отличаясь от европейского рынка. В отличие от стран с развитыми экономиками на ЕМЕ преобладают валютные, а не процентные деривативы. Наиболее используемыми на российском рынке являются валютные ПФИ. Их доля составила 79% за 2018 г., причем в 2017 г. она была еще выше – 88%. Процентные деривативы занимают лишь небольшую долю на внутреннем рынке (около 10%).

1. РИСКИ НА РЫНКАХ ЕМЕ

- **Ключевым риском для рынков ЕМЕ в октябре стал рост доходностей казначейских облигаций США на фоне позитивной статистики по американской экономике, что усилило ожидания повышения процентных ставок ФРС США и дальнейшего ужесточения торговых барьеров.**
- **Ситуация на российском финансовом рынке оставалась стабильной. Динамика индикаторов российского финансового рынка соответствовала тенденциям ЕМЕ в целом. Происходило снижение волатильности обменного курса рубля, несмотря на снижение нефтяных цен и рост волатильности глобального рынка энергоресурсов.**

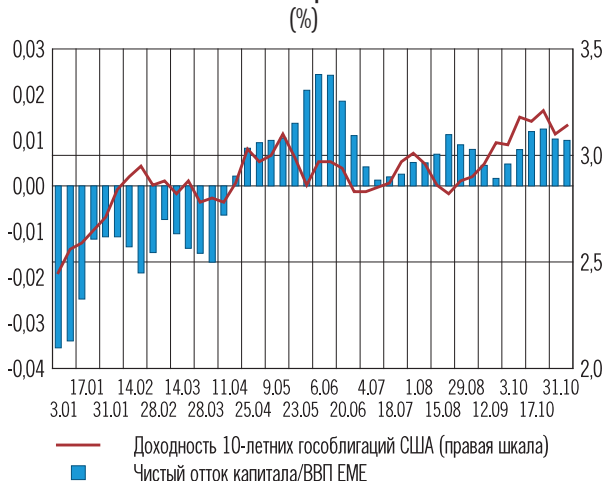
В октябре ситуация на рынках ЕМЕ характеризовалась некоторым усилением оттока капитала по сравнению с сентябрем 2018 года. Согласно данным Института международных финансов (IIF), отток капитала с развивающихся рынков в октябре составил 17,1 млрд долл. США. Наибольшая часть этого объема (12,3 млрд долл. США) приходилась на азиатские рынки и была связана с опасениями глобального протекционизма и замедлением роста

китайской экономики. Отток капитала с рынка акций Китая в месячном выражении являлся наибольшим с 2015 года. Это привело к снижению китайского фондового индекса Shanghai Composite на 7,7% в октябре, что стало третьим по величине значением среди ЕМЕ после Мексики и Турции. На рынках облигаций развивающихся стран также преобладала тенденция чистого оттока капитала, которая в начале октября сопровождалась всплеском волатильности на финансовых рынках ЕМЕ.

1. *Ключевым риском для рынков ЕМЕ в октябре стал рост доходностей казначейских облигаций США, что привело к оттоку капитала с развивающихся рынков.*

Повышение нестабильности на рынках ЕМЕ было связано с формированием ожиданий инвесторов о том, что намеченные ФРС США планы по ужесточению денежно-кредитной политики в действительности будут реализованы. Этому способствовали как словесные интервенции монетарных властей США, так и публикация благоприятной статистики. Данные об уровне деловой активности в непромышленном секторе экономики США в сентябре указали на устойчивость экономического ро-

Рисунок 1
Динамика потоков капитала и доходность 10-летних гособлигаций США (%)



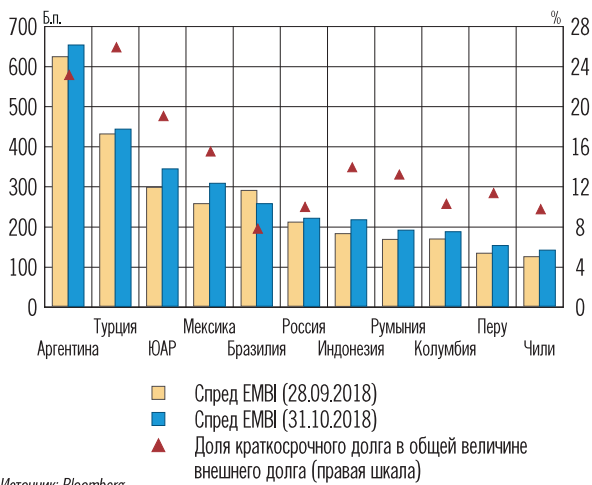
Источники: EPFR, Bloomberg.

Рисунок 2
Динамика доходности 10-летних гособлигаций США и стран ЕМЕ (%)



Источник: EPFR Global.

Рисунок 3
Динамика спредов EMBI и доли краткосрочного долга
в общей величине внешнего долга ЕМЕ



Источник: Bloomberg.

ста в стране, несмотря на риски глобального протекционизма. Индекс ISM Non-manufacturing в сентябре вырос на 3,1, до 61,6 пункта, превысив ожидания на уровне 58 пунктов. Публикация протоколов последнего заседания ФРС США также подтвердила сохранение планов относительно темпов повышения стоимости заимствований.

В результате в октябре произошла достаточно масштабная переоценка на рынке государственного долга США. Доходности 10-летних казначейских облигаций США 5 октября достигли 3,23%, что является максимальным уровнем с мая 2011 года. Рост доходностей американских суверенных долговых ценных бумаг сопровождался оттоком капитала с формирующихся рынков, что оказало давление на валюты и активы ЕМЕ.

Исторически увеличение доходностей финансовых инструментов в США приводило к бегству инвесторов с развивающихся рынков в условиях снижения общей склонности глобальных инвесторов к риску (рис. 1)¹. Это провоцирует рост напряженности на финансовых рынках ЕМЕ в целом, что выражается в росте доходностей суверенных облигаций ЕМЕ (рис. 2). В октябре средняя доходность 10-лет-

них государственных облигаций 13 ЕМЕ² выросла на 13 б.п., до 7,82% (для сравнения: доходность 10-летних казначейских облигаций США выросла на 8 б.п., до 3,14%).

Рост доходностей суверенных облигаций США приводит также к сокращению инвесторами вложений в еврооблигации ЕМЕ, что выражается в расширении спреда доходностей еврооблигаций ЕМЕ и казначейских облигаций США (по индексу J. P. Morgan EMBI Global Sovereign Spread). В октябре наблюдался рост этого показателя в большинстве ЕМЕ, за исключением Бразилии (рис. 3). Наибольший уровень спреда доходностей долларовых облигаций отдельных ЕМЕ и США наблюдается в странах с высоким уровнем внешнего долга и доли краткосрочного внешнего долга в общей структуре внешних заимствований.

Пессимизм на мировых финансовых площадках был также связан с понижением Международным валютным фондом (МВФ) прогноза глобального экономического роста на 0,2 п.п., до 3,7% на 2018 и 2019 годы. МВФ отметил риски, связанные с распространением мирового протекционизма, со слабостью восстановления отдельных развитых экономик и постепенной нормализацией монетарной политики центральными банками развитых стран.

Повышение доходностей государственных облигаций США привело к росту общего уровня риска на финансовых рынках ЕМЕ. Это выразилось в росте доходностей суверенных облигаций ЕМЕ, номинированных в национальных валютах, и расширении спредов доходностей еврооблигаций ЕМЕ и казначейских бумаг США.

2. Динамика рыночной конъюнктуры ЕМЕ в октябре соответствовала глобальным тенденциям. Существенное улучшение или ухудшение рыночных условий ЕМЕ было связано с локальными факторами на отдельных рынках.

Сводные данные о динамике рыночных индикаторов ЕМЕ указывают на то, что обесценение национальных валют, снижение фондовых индексов, рост доходностей суверенных облигаций и расширение спредов по CDS происходи-

¹ Показатель «Чистый отток капитала/ВВП ЕМЕ» посчитан как среднее из скользящих средних (на четыре недели вперед), взятых в долях от ВВП по отдельным ЕМЕ.

² Бразилия, Россия, Индия, Индонезия, Китай, ЮАР, Мексика, Турция, Колумбия, Чили, Филиппины, Малайзия, Таиланд.

Таблица 1

Изменение основных рыночных индикаторов на рынках ЕМЕ в октябре 2018 года

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты к доллару США	Основной фондовый индекс	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет	Ранг
	%		Базисные пункты		
Мексика	-8,0	-11,2	94	32	1
ЮАР	-4,4	-6,0	38	34	2
Колумбия	-7,9	-0,6	29	18	3
Индонезия	-2,0	-2,4	39	28	4
Чили	-5,7	-3,4	-1	9	5
Китай	-1,5	-7,7	-12	15	6
Филиппины	1,1	-1,9	74	20	7
Малайзия	-1,1	-4,7	5	19	8
Таиланд	-2,4	-5,0	9	4	9
Индия	-2,0	-4,9	-17	9	10
Россия	-0,5	-5,0	5	5	11
Турция	8,5	-9,8	42	12	12
Бразилия	8,8	10,2	-140	-54	13

Примечание.

1. Итоговый ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных значений в отрезке $[0, 1]$ каждого из рыночных финансовых индикаторов для каждой из стран. Линейная нормировка предполагает следующее преобразование: для валютных курсов и фондовых индексов – $x'_{ij} = (x_{ij} - x_{min}) / (x_{max} - x_{min})$; для доходностей государственных облигаций и спредов по суверенным CDS – $x'_{ij} = 1 - (x_{ij} - x_{min}) / (x_{max} - x_{min})$.

2. Регионы: Европа, Ближний Восток и Африка; Азиатско-Тихоокеанский регион; Латинская Америка.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

ло практически повсеместно (табл. 1). Исключение составила ситуация на рынках Бразилии и Турции. Частично это было связано с коррекционными настроениями инвесторов. Вместе с тем динамика рыночных индикаторов ЕМЕ соответствовала тенденциям, наблюдавшимся в развитых странах (снижение фондовых индексов и рост доходностей гособлигаций в октябре происходили повсеместно). На этом фоне центральные банки ЕМЕ в октябре приостановили ужесточение монетарной политики. Ключевая процентная ставка была сохранена на неизменном уровне в Индии, Индонезии, Мексике, Турции и Колумбии. Банк России также оставил ключевую процентную ставку неизменной на уровне 7,5%.

Интерес инвесторов к финансовым активам Бразилии был связан с победой ультраправого кандидата в президенты Ж. Болсонару, на которого инвесторы возлагали большие надежды по части проведения структурных экономических реформ в области государственных финансов, программы приватизации и реформирования системы социального страхования, что

обеспечит стабильность национальной валюты и ограничит инфляционные риски.

Восстановление индикаторов финансового рынка Турции связано с разрешением дипломатического конфликта с США и надеждами на смягчение американских санкций³. Публикация статистических данных показала, что в августе впервые с сентября 2015 г. было зафиксировано положительное сальдо текущего счета на уровне 2,59 млрд долл. США, что оказалось выше ожиданий на уровне 2,5 млрд долл. США. Министр финансов Турции также представил обширную программу борьбы с инфляцией, в рамках которой частные компании согласились снизить цены на ряд наименований продукции как минимум на 10%.

В октябре наиболее напряженной была ситуация на финансовом рынке Мексики на фоне усиления геополитической напряженности в связи с угрозами США использовать воен-

³ 2 ноября США сняли санкции с министра юстиции Турции Абдулхамита Гюля и министра внутренних дел Сулеймана Сойлу, введенные в связи с делом о задержании пастора Эндрю Брансона.

ные силы для борьбы с нелегальной миграцией. Также президент Мексики сообщил о приостановке строительства аэропорта общей стоимостью 13,3 млрд долл. США (из которых 6,5 млрд долл. США уже проинвестированы) по итогам референдума граждан.

3. Наибольшая обеспокоенность инвесторов в октябре была связана с замедлением экономического роста в Китае в связи с риском глобального протекционизма и ростом доходностей государственных облигаций США.

Публикация статистических данных Китая указала на замедление экономического роста: темп роста реального ВВП в III квартале 2018 г. снизился на 20 б.п., до 6,5% в годовом выражении против ожиданий на уровне 6,6% в годовом выражении. Индекс деловой активности PMI в сфере производства в октябре сохранил тенденцию на снижение, начавшуюся в мае 2018 года. В октябре значение индекса было зафиксировано на уровне 50,2 пункта, что является минимальным уровнем с августа 2016 года.

Ухудшение динамики китайской экономики на фоне успешного развития экономики США сделало необходимым проведение экономическими властями Китая ряда преобразований. Также в октябре продолжилось снижение золотовалютных резервов Китая. Показатель снизился на 33,9 млрд долл. США, до 3053,1 млрд долл. США, что является минимальным уровнем с мая 2017 года.

Народный банк Китая (НБК) принял решение о снижении нормы обязательного резервирования на 100 б.п., до 14,5 и 12,5% для крупных и малых коммерческих банков соответственно. Как полагают аналитики, эта мера позволит увеличить ликвидность в банковской системе Китая на 750 млрд юаней, что частично (450 млрд юаней) компенсирует расходы на кредиты, выданные при помощи механизма среднесрочного кредитования (medium-term lending facility – MLF). Регулятор также сообщил о намерении расширить перечень системно значимых финансовых институтов до 50 крупнейших кредитных организаций, страховых и брокерских компаний.

Правительство Китая также опубликовало план снижения налоговой нагрузки для физических лиц, предполагающий увеличение налоговых вычетов по ипотеке, расходам на образование и здравоохранение. Эти меры будут способствовать поддержанию потребительского спроса и экономической активности в стране.

Постепенное введение протекционистских мер со стороны США и ответные меры Китая оказали негативное воздействие на динамику китайской экономики. Повышение привлекательности вложений в долговые ценные бумаги США спровоцировало отток капитала с рынков ЕМЕ в октябре, что выразилось в росте напряженности на финансовых рынках ЕМЕ.

2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- **Ситуация на российском финансовом рынке в октябре являлась стабильной. Динамика рыночных индикаторов соответствовала тенденциям, характерным для ЕМЕ в целом. Риски являлись сбалансированными.**

Ситуация на российском финансовом рынке в октябре в целом оставалась стабильной, несмотря на существенное падение цен на нефть и рост волатильности нефтяного рынка. Риски более серьезного снижения нефтяных цен были связаны с сообщениями Саудовской Аравии о нежелании допустить формирование дефицита сырья на мировом рынке и своей возможности нарастить добычу нефти до 12 млн барр. в сутки. На этом фоне снижение мировых цен на нефть в октябре оказалось максимальным за два года: нефтяные цены марок Brent и Urals¹ в долларах США снизились на 8,8 и 9,8% соответственно.

Даже на фоне столь существенного падения цен на нефть в октябре продолжилось снижение ожидаемой волатильности рубля по от-

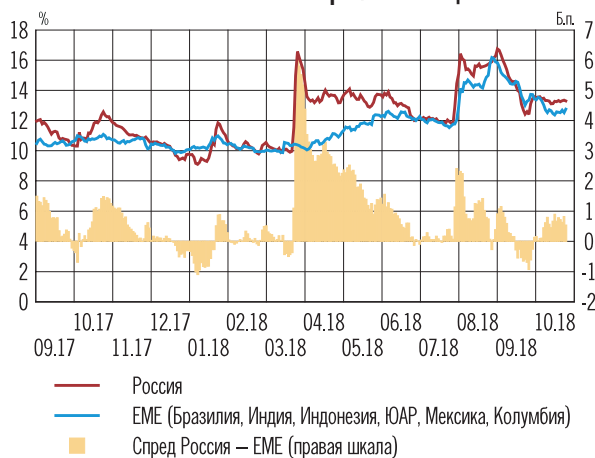
ношению к доллару США (рис. 4, 5). Уровень вмененной волатильности по паре «доллар США/рубль» на срок 3 месяца восстановился до значений, предшествующих всплеску волатильности на рынках ЕМЕ в августе. Приостановка покупок валюты в рамках бюджетного правила позволяла сдерживать волатильность рубля даже в условиях значительного снижения мировых цен на нефть. Этому способствовали и принятые Банком России решения по ключевой ставке.

Отношение между уровнем волатильности на валютном рынке и стоимостью заимствований на рынке государственного долга в России соответствует пропорциям, характерным для ЕМЕ в целом (вставка 1).

Текущая динамика обменного курса российского рубля была обусловлена общим характером движения потоков капитала на рынках ЕМЕ (рис. 7). Существенные отклонения вниз траектории движения обменного курса рубля от направления притока/оттока капитала на рынки ЕМЕ наблюдались в периоды повышенной во-

Рисунок 4

Динамика вмененной волатильности валютных пар доллара США к национальным валютам России и ЕМЕ на срок 3 месяца



Источник: Bloomberg.

Рисунок 5

Динамика волатильности обменного курса доллара США к рублю и нефтяных цен



Источник: Bloomberg.

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

Вставка 1**Результаты исследования связи волатильности валютного курса и доходности суверенных облигаций в странах ЕМЕ**

Наличие открытого доступа иностранных инвесторов на рынки суверенных заимствований в странах ЕМЕ формирует условия для установления прямой связи между уровнем волатильности валютного курса и доходностью суверенных облигаций в национальной валюте. Рост волатильности валютного курса формирует требования иностранных инвесторов по компенсации валютного риска, что проявляется в повышении премии за валютный риск в доходности суверенных ценных бумаг. Проводимые исследования подтверждают наличие такой связи в странах ЕМЕ.

Результаты исследования экспертов Банка международных расчетов (Gadanecz et al., 2018¹) на основе данных 20 стран ЕМЕ за период 2005–2013 гг. показывают, что изменение волатильности валютных курсов ЕМЕ положительно связано с доходностями государственных облигаций ЕМЕ, номинированных в национальных валютах. Эта взаимосвязь усилилась после сообщений о более быстром, чем ожидалось, сворачивании программы QE в США в мае 2013 г. («taper tantrum»). В базовой спецификации модели рост на 1 п.п. вмененной волатильности национальных валют ЕМЕ на срок 3 месяца приводит к увеличению доходностей безрисковых 5-летних долговых бумаг на 11 базисных пунктов. Прямая взаимосвязь между показателями волатильности валютных курсов и доходностей безрисковых долговых бумаг, номинированных в национальных валютах ЕМЕ, сохранялась в октябре (рис. 6).



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

Взаимосвязь между показателями волатильности валют и доходностей облигаций является двунаправленной. Рост неопределенности на валютном рынке вынуждает инвесторов отказываться от вложений в финансовые инструменты ЕМЕ с фиксированной доходностью. Распродажа долговых бумаг выражается в росте компенсации за риск. В свою очередь, инвесторы часто прибегают к операциям с валютами и валютными ПФИ для хеджирования рыночных рисков.

Авторы исследования также пришли к выводу, что в странах ЕМЕ с более открытыми рынками капитала наблюдается меньший эффект переноса валютных рисков на доходности государственных облигаций.

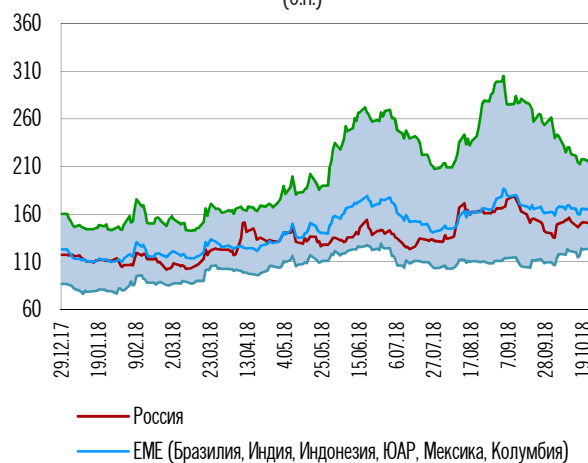
¹ Gadanecz B., Miyajima K., Shu C. (2018). Emerging market local currency sovereign bond yields: The role of exchange rate risk. *International Review of Economics and Finance*, 57, pp. 371–401.

Рисунок 7

Динамика индекса курса рубля и индекса потоков капитала на рынки EME

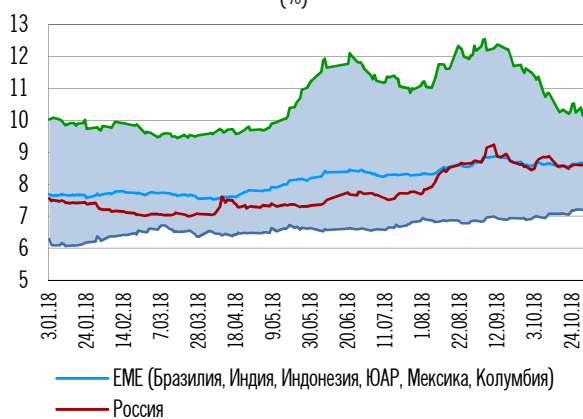
Источник: Bloomberg.

Рисунок 9

Динамика CDS России и EME в рамках диапазона значений для сопоставимых EME (б.п.)

Источник: Thomson Reuters.

Рисунок 8

Динамика доходностей 10-летних гособлигаций России и EME в рамках диапазона значений для сопоставимых EME (%)

Источник: Thomson Reuters.

латильности в апреле и августе, однако нивелировались в последующие периоды по мере нормализации рыночной конъюнктуры.

Динамика доходностей безрисковых долговых ценных бумаг и спредов по суверенным CDS на российском финансовом рынке соответствовала уровню EME в среднем и находилась в пределах значений сопоставимых EME (рис. 8, 9).

Несмотря на риски мирового рынка нефти, в октябре наблюдалось снижение волатильности валютного курса. Снижение волатильности валютного курса, согласно международным исследованиям, способствует сдерживанию доходностей государственных облигаций в национальных валютах.

3. СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

- После улучшения ситуации в сентябре рыночная конъюнктура в октябре на фондовом рынке оставалась стабильной.
- Нерезиденты и дочерние иностранные банки в октябре сократили продажи ОФЗ на биржевом рынке и нарастили покупки на аукционах Минфина России. Несмотря на данную тенденцию, общие вложения нерезидентов в ОФЗ продолжают медленно сокращаться. На биржевом рынке акций в отчетный период происходили продажи со стороны нерезидентов, а на вторичном корпоративном рынке продажи за месяц со стороны нерезидентов и дочерних банков впервые в 2018 г. сменились на покупки.
- На рынке суверенных еврооблигаций наблюдается медленный рост вложений нерезидентов.

В октябре произошла смена настроений иностранных инвесторов на рынке ОФЗ. В целом за месяц нерезиденты и дочерние иностранные банки значительно сократили объемы продаж на вторичном биржевом рынке: в октябре

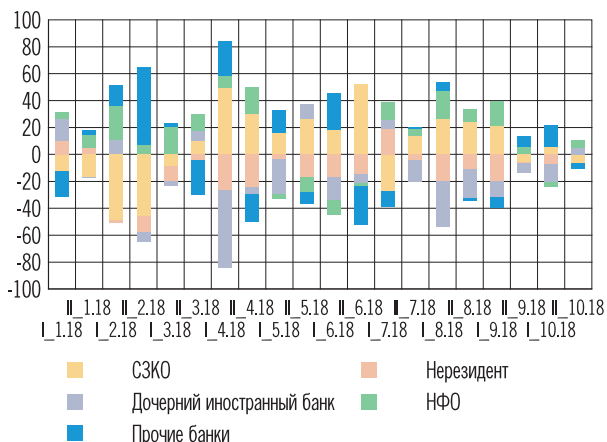
продажи составили 16,2 млрд руб. (в сентябре – 39,7 млрд руб., а в августе – 86,1 млрд руб.) (рис. 10). Важно отметить, что во второй половине октября дочерние иностранные банки впервые с первой половины июля стали нетто-покупателями¹ ОФЗ (4,7 млрд руб.). Кроме того, дочерние иностранные банки и нерезиденты стали активными покупателями ОФЗ на аукционах Минфина России – за месяц их покупки составили 26,3 млрд рублей.

Кривая доходностей ОФЗ за октябрь немного выросла, в основном на коротком участке (рис. 11). В среднем доходности ОФЗ по всем срокам до погашения сейчас выше уровня начала октября на 10 базисных пунктов.

В октябре началось восстановление спроса на аукционах ОФЗ (рис. 3). Минфин России увеличил объемы предлагаемых ОФЗ с 10 до 20 млрд руб., коэффициент активности на аукционах постепенно восстанавливался, достигнув уровней до апреля 2018 года. Однако фактически размещенный объем в октябре составил 66% от объема предложения на аукционах, что не позволяет говорить о полном восста-

Рисунок 10

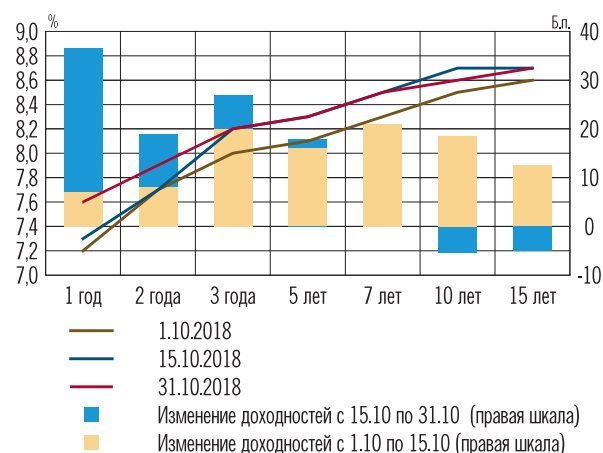
Динамика нетто-покупок по типам участников на вторичном биржевом рынке ОФЗ (млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 11

Изменение кривой доходности ОФЗ в сентябре



Источник: Bloomberg.

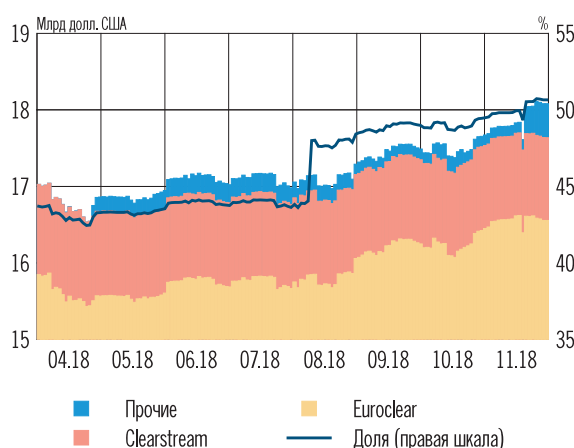
¹ Здесь и далее под продажами или покупками на торгах подразумеваются нетто-продажи и нетто-покупки.

Рисунок 12
Динамика аукционов ОФЗ и коэффициент активности участников на аукционах



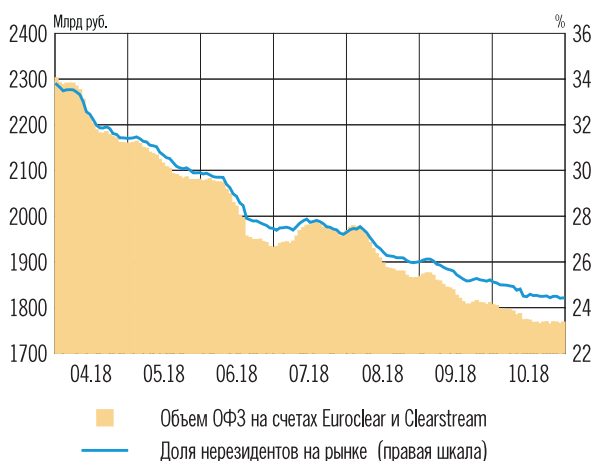
Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 14
Динамика вложений нерезидентов в российские еврооблигации



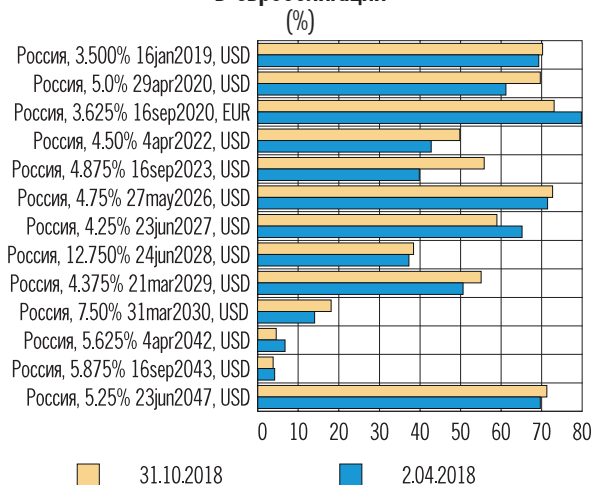
Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 13
Динамика объема остатков ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 15
Доли вложений нерезидентов в еврооблигации (%)



Источник: НКО АО НРД.

новлении спроса. Кроме того, к размещению предлагались преимущественно краткосрочные выпуски. В то же время с учетом текущего профицита бюджета Минфин России имеет возможность размещать ОФЗ, выбирая цены, максимально близкие к рыночным уровням.

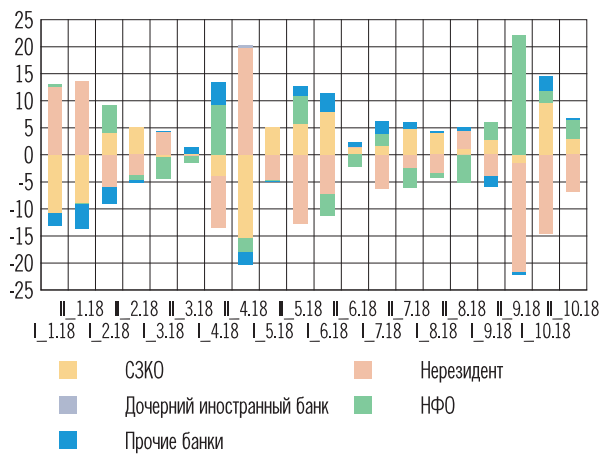
Доля остатков ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ продолжила снижаться²: за октябрь она уменьшилась с 25,2 до 24,4%, что в объемах вложений по номиналу соответствует снижению с 1810 до 1768 млрд руб., или на 42 млрд

руб., что превышает объем нетто-продаж нерезидентов на ПАО Московская Биржа (рис. 13). Таким образом, часть портфеля нерезиденты продавали на внебиржевом рынке. При этом с 19 октября 2018 г. и до конца месяца объем остатков ОФЗ на счетах иностранных депозитариев сохранялся на одном уровне (девять дней подряд).

На рынке суверенных еврооблигаций также преобладали позитивные настроения участников, что нашло отражение в росте вложений нерезидентов. Общий объем остатков еврооблигаций на счетах, принадлежащих нерезидентам, за октябрь вырос на 465 млн долл. США, или на 1,3% (рис. 14). Более 46% прироста указанного объема пришлось на еврооблигации

² Данный показатель не покрывает весь портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, так как часть бумаг у нерезидентов находится в других депозитариях или у других организаций, торгующих ОФЗ за счет клиента.

Рисунок 16

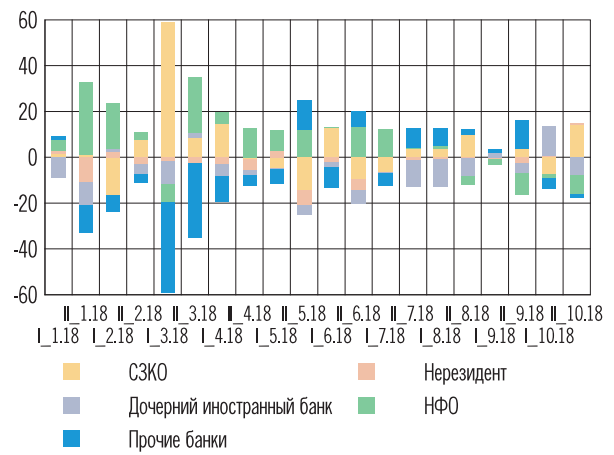
Динамика нетто-покупок по типам участников
на вторичном биржевом рынке акций

Источник: ПАО Московская Биржа.

нерезидентов в прочих депозитариях (помимо Euroclear и Clearstream).

В структуре вложений нерезидентов по отдельным еврооблигациям за последние несколько месяцев произошли структурные изменения (рис. 6). Нерезиденты с 1 апреля по 31 октября сократили вложения в еврооблигации Россия-20 в евро и Россия-27 (на 7 и 6% соответственно) и увеличили вложения в Россия-23 и Россия-20 в долларах (на 16 и 8% соответственно). Помимо этого, в сентябре происходил обмен еврооблигаций Россия-30 и Россия-18 на Россия-27 и Россия-47. Так как сумма объема вложений нерезидентов в Россия-27 и Россия-47 уменьшилась, можно сделать вывод,

Рисунок 17

Динамика нетто-покупок по типам участников
на вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций

Источник: ПАО Московская Биржа.

что нерезиденты практически не участвовали в процессе обмена.

На вторичном биржевом рынке акций второй месяц продолжают продажи со стороны нерезидентов, хотя и в меньшем объеме: в октябре чистые продажи составили 21 млрд руб., в сентябре – 24 млрд руб. (рис. 16).

Основными покупателями акций в сентябре были некредитные финансовые организации, а в октябре – системно значимые кредитные организации. В октябре на вторичном рынке корпоративных облигаций покупки составили 6,6 млрд руб. (в сентябре – продажи на 3,3 млрд руб.) (рис. 17).

Вставка 2

Операции участников с купонными облигациями Банка России в периоды повышенной рыночной волатильности

С августа 2017 г. Банк России начал выпуск купонных облигаций Банка России (далее – КОБР) для поддержания ставок денежного рынка вблизи ключевой ставки в условиях значительного структурного профицита ликвидности. КОБР включены в Ломбардный список Банка России и доступны для торговли участниками рынка.

В октябре 2018 г. впервые с момента запуска КОБР дочерние иностранные банки на биржевых торгах за месяц купили КОБР больше, чем продали (рис. 18). В целом за сентябрь, по данным отчетной формы 711¹, дочерние банки нарастили вложения в КОБР на 10,3 млрд руб.: из них 3 млрд руб. они купили на бирже и 7,3 млрд руб. на внебиржевых торгах.

Рисунок 18

Вторичные торги КОБР на биржевом рынке по типам участников (млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

По данным формы 711, «дочки» иностранных банков в среднем владеют около 5% от всего объема выпущенных КОБР за 2018 год. При этом объем вложений данных организаций в этот инструмент в августе вырос на 7,9 млрд руб., а в сентябре – на 10,3 млрд рублей. Однако с учетом доли вложений данное увеличение является незначительным.

На первичных размещениях КОБР покупки дочерних иностранных банков в среднем за 2018 г. составляли всего 4% (рис. 20). Тем не менее доля дочерних банков за последние два месяца немного возросла (на 1%), при этом на отдельных аукционах она доходила до 14–17% (последний раз – 11.09.2018).

Таким образом, в условиях повышенной рыночной волатильности и сокращения предложения ОФЗ наблюдалось увеличение вложений в КОБР дочерних иностранных банков.

Рисунок 19

Вложения кредитных организаций в КОБР (млрд руб.)



Источник: форма отчетности 0409711.

Рисунок 20

Первичные размещения КОБР по типам участников (млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

¹ Форма 0409711 «Отчет о ценных бумагах» (утверждена Банка России Указанием от 24 ноября 2016 г. № 4212-У «О перечне, формах и порядке составления и предоставления форм отчетности кредитных организаций в Центральный Банк Российской Федерации»).

4. РАЗВИТИЕ РЫНКА РЕПО С КСУ

- Рост открытых позиций по сделкам на 58% за октябрь 2018 г. и увеличение динамики оборотов по сделкам свидетельствуют о большей вовлеченности участников рынка в рынок репо с центральным контрагентом (ЦК) с клиринговым сертификатом участия (КСУ), чем в рынок межбанковского кредитования (МБК).
- На денежном рынке развитых стран наблюдается тенденция смещения предпочтений участников в выборе индикативной ставки от ставки МБК к ставке репо.

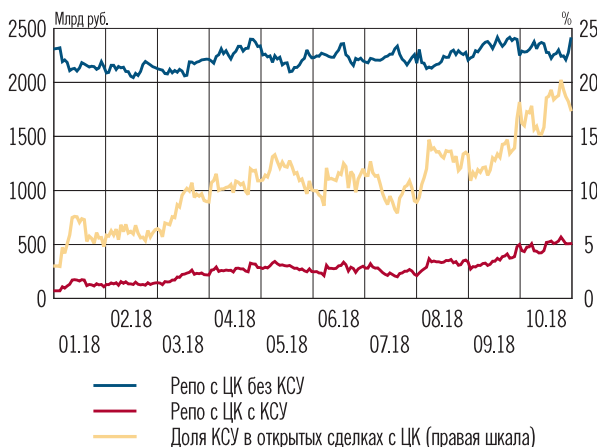
В октябре 2018 г. одним из наиболее растущих сегментов российского рынка стал рынок репо с КСУ. При этом открытая позиция участников на рынке рублевого репо с КСУ составила в среднем 421,5 млрд руб., увеличившись за месяц на 58%, обновив исторический максимум. С начала года объем открытой позиции по этому инструменту увеличился втрое (в январе этот показатель равнялся 139 млрд руб.). Несмотря на то, что такие сделки составляют не более 20% от всего рынка репо с ЦК, постепенное увеличение активности на этом сегменте отражает рост доверия участников к этому инструменту.

Начиная с II квартала 2018 г. обороты по сделкам репо с ЦК с КСУ среди 20 крупнейших участников значительно превышают объемы сделок, включенных в расчет ставки RUONIA. Среднедневной показатель на рынке репо с ЦК с КСУ в октябре составил 170 млрд руб., а на рынке МБК аналогичный показатель в тот же период равнялся 127 млрд руб. Стремительный рост оборотов и объемов открытых позиций на рынке репо с ЦК с КСУ говорит о большей вовлеченности участников в этот рынок, чем в рынок МБК. В целом рынок репо, как и во многих развитых странах, начинает играть ведущую роль в перераспределении ликвидности.

С апреля 2018 г. ФРС США начала публиковать ставку SOFR (The Secured Overnight Financing Rate). В ближайшие годы ожидается резкое увеличение фьючерсов и свопов, привязанных к SOFR, а не к LIBOR (большинство стран планируют отказаться от LIBOR к концу 2021 г.), или другим ставкам денежного рынка. Тем не менее сильных расхождений по этим ставкам в текущий момент не наблюдается, переход к новым индикативным ставкам будет

Рисунок 21

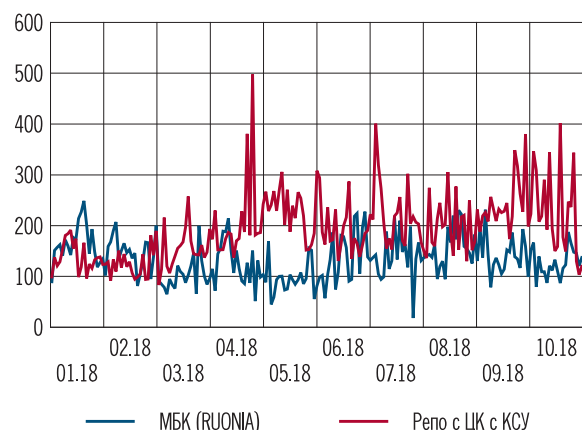
Объем открытой позиции на рублевом рынке репо с ЦК и доля открытых позиций с КСУ на рынке репо с ЦК



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 22

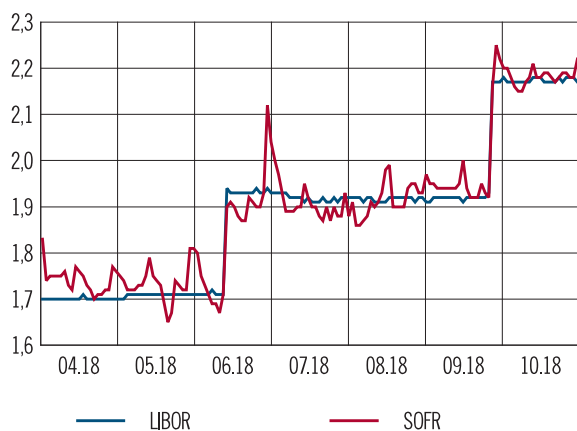
Обороты репо с КСУ и обороты сделок, включенных в расчет ставки RUONIA (млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 23

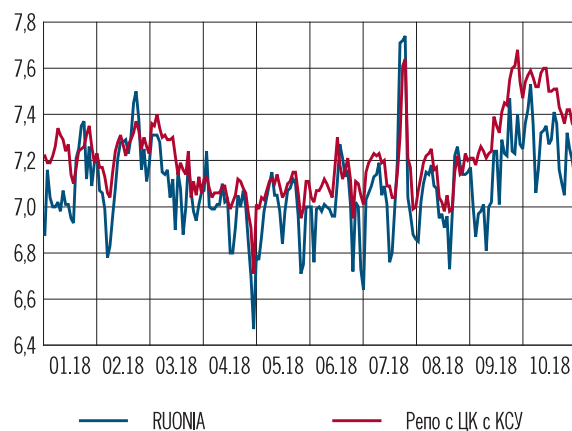
Динамика ставок SOFR и LIBOR (%)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 24

Динамика ставок RUONIA и ставки репо с ЦК с КСУ (%)



Источник: ПАО Московская Биржа.

происходить постепенно в течение нескольких лет.

В среднем ставка по репо с ЦК с КСУ выше ставки RUONIA. При этом ставка по репо с ЦК с КСУ имеет меньшее стандартное отклонение по сравнению с RUONIA, а число участников рынка значительно больше, чем число участников, по которым формируется RUONIA. Низкая волатильность цены заимствования на репо по-

казывает привлекательность этой ставки в качестве индикативной для рублевого рынка.

Банк России осуществляет постоянный мониторинг как рынка репо в целом, так и рынка репо с КСУ в частности. Стремительное развитие этого сегмента денежного рынка и увеличение вовлеченности участников в рынок обеспеченного кредитования соответствуют тенденциям, наблюдающимся в развитых странах.

5. СТРУКТУРА ЕВРОПЕЙСКОГО И РОССИЙСКОГО РЫНКА ДЕРИВАТИВОВ

- С 2018 г. ESMA публикует Ежегодный статистический отчет европейского рынка деривативов для улучшения мониторинга рынка производных финансовых инструментов (ПФИ) стран Евросоюза и своевременной идентификации рисков финансовой стабильности.
- Российский рынок ПФИ отличается от европейского в первую очередь по структуре используемых инструментов. На европейском рынке преобладают процентные деривативы, а на российском участники чаще всего заключают валютные деривативы.
- Структура российского рынка ПФИ схожа с той, что наблюдается на других ЕМЕ.

В октябре 2018 г. ESMA (European Securities and Markets Authority – Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг и финансовыми рынками) впервые опубликовало «Ежегодный статистический отчет европейского рынка деривативов», который нацелен на изучение конъюнктуры рынка и выявление потенциальных рисков финансовой стабильности стран Евросоюза. Обзор включает в себя три основных направления: описание рыночной структуры, выявление основных рыночных трендов и применение статистических методов для анализа рынка производных финансовых инструментов.

Наиболее популярными производными финансовыми инструментами на европейском рынке являются процентные деривативы, которые чаще всего используются для управления соотношением сроков по активам и пассивам кредитных организаций. По величине открытых позиций такие ПФИ составляли 69% от всего рынка ПФИ в 2017 году. Следующими по популярности являлись валютные ПФИ (12%), в то время как остальные группы ПФИ (фондовые, кредитные, товарные) составили менее 5% каждая. Основными участниками рынка (около 95%) являются кредитные организации и инвестиционные компании, которые часто также вы-

ступают в роли финансовых посредников для своих клиентов. Валютные и товарные ПФИ, которые в основном заключаются для хеджирования потенциальных рисков изменений курсов валют и рыночных цен на базовые активы, имеют самые короткие сроки по сравнению с другими типами деривативов (89 и 91% заключаются на срок до 1 года соответственно). В целом контракты со сроком до 1 года более популярны на рынке (61%), а самыми долгосрочными ПФИ являются процентные.

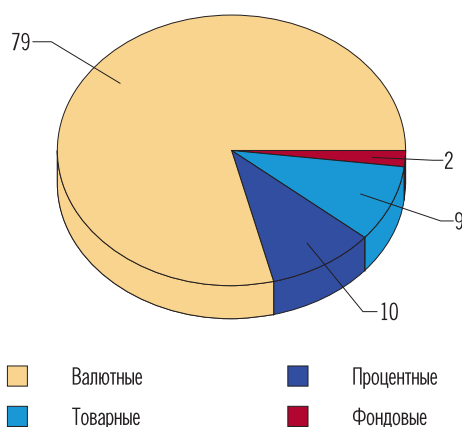
Наибольшая концентрация отмечается на рынках товарных, фондовых и кредитных деривативов, доли пяти крупнейших участников на этих рынках составили 67, 51 и 40% соответственно. По количеству участников валютный рынок являлся самым крупным (более 1 млн участников), а самым малочисленным – рынок кредитных деривативов (менее 10 000 различных участников). Это объясняется тем, что кредитные деривативы являются одними из самых сложных и используются в основном только профессиональными участниками рынка, в то время как валютные ПФИ часто используются не только кредитными организациями и инвестиционными компаниями, но и нефинансовыми организациями. На товарном и фондовом рынках ПФИ присутствует по 600 000 участников на каждом, а на процентном – около 230 000. Также для оценки концентрации на рынках был посчитан индекс Херфиндаля-Хиршмана, который учитывает количество участников на каждом рынке и дисперсию долей участников. В целом концентрация по указанному индексу оказалась умеренной на рынках процентных, валютных и товарных ПФИ, в то время как рынки кредитных и фондовых ПФИ оказались низкоконцентрированными ($HHI < 0,1$)¹.

Несмотря на гетерогенность по классам ПФИ, география заключения деривативов де-

¹ В соответствии с принятыми пороговыми значениями для HHI , которые широко используются для обоснования результатов, $HHI < 0,1$ демонстрирует низкую концентрацию участников на рынке, а HHI от 0,1 до 0,2 – среднюю концентрацию.

Рисунок 25

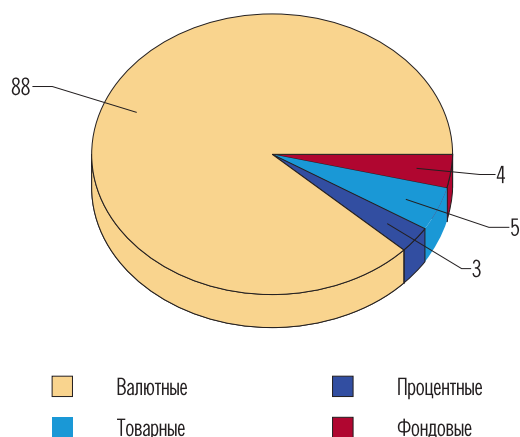
Структура открытых позиций по типам ПФИ в 2018 г. на российском рынке (%)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 26

Структура открытых позиций по типам ПФИ в 2017 г. на российском рынке (%)



Источник: НКО АО НРД.

монстрирует самую большую концентрацию в Великобритании. Большинство кредитных деривативов были заключены именно организациями, оперирующими в этой стране. Другие типы деривативов здесь также имеют высокую долю на этом рынке, тем не менее данные EMIR (European Market and Infrastructure Regulation), на которых основывается обзор, не позволяют идентифицировать конечных клиентов финансовых организаций, поэтому доля крупнейших участников, действующих в интересах клиентов, может быть переоценена.

На российском рынке ПФИ ситуация значительно отличается от европейской. Наиболее используемыми являются валютные ПФИ. Их доля составила 79% за 2018 г., причем

Таблица 2

Структура рынка ПФИ в ЕМЕ (%)

	Валютные ПФИ	Процентные ПФИ
Бразилия	94	6
ЮАР	70	30
Турция	99	1
Польша	85	15
Мексика	93	7

в 2017 г. она была еще выше – 88%. Процентные деривативы занимают лишь небольшую долю на внутреннем рынке (около 10%), как и инструменты с плавающими ставками в национальной валюте. Наименее развиты на российском рынке рынки товарных и фондовых ПФИ (9 и 2% соответственно).

Доля открытых позиций по процентным ПФИ является небольшой по сравнению с европейским рынком. Вместе с тем по отношению к прошлому году отмечается заметный рост доли процентных деривативов (с 3% в 2017 г. до 10% 2018 г.).

Структура российского рынка ПФИ схожа со структурой рынка ПФИ на других ЕМЕ. По данным Банка международных расчетов, в 2016 г. валютные ПФИ являлись доминирующими по объемам сделок на рынках ЕМЕ. В «Трехгодичном обзоре торговли иностранной валютой и внебиржевых деривативов»² приводятся данные по объемам заключенных сделок по валютным и процентным ПФИ. Наибольшая доля процентных деривативов (30%) среди ЕМЕ в 2016 г. была в ЮАР. В Бразилии, Турции и Мексике доля валютных ПФИ превысила 90%, что сопоставимо с российским рынком.

Сильная заинтересованность участников российского рынка в валютных деривативах связана со значимой ролью валютных операций и необходимостью хеджировать валютный риск в условиях действующего режима плавающего валютного курса и регулятивных ограничений на открытую валютную позицию банков. Хеджирование процентного риска менее распространено на текущий момент на внутреннем рынке, так как управление процентным риском только начинает развиваться.

² «Triennial Survey of foreign exchange and OTC derivatives trading», Bank of International Settlements.

ПРИЛОЖЕНИЕ. СТАТИСТИКА ПО РЫНКАМ

Таблица 3

Изменение рыночных индикаторов на рынках EME (по состоянию на 31.10.2018)

Обменные курсы национальных валют EME к доллару США, %														
	BRL	RUB	INR	IDR	CNY	ZAR	TRY	ARS	MXN	COP	CLP	THB	MYR	PHP
1 неделя	0,2	-0,4	-1,1	0,0	-0,5	-1,5	2,1	3,2	-3,6	-1,7	-1,1	-0,5	-0,4	0,6
1 месяц	8,8	-0,5	-2,0	-2,0	-1,5	-4,4	8,5	15,0	-8,0	-7,9	-5,7	-2,4	-1,1	1,1
3 месяца	0,9	-5,1	-7,3	-5,2	-2,3	-10,2	-12,0	-23,6	-8,3	-10,3	-8,6	0,3	-2,8	-0,6
1 год	-12,2	-11,4	-12,5	-10,8	-4,9	-4,5	-32,1	-50,8	-5,9	-5,5	-8,8	0,3	1,1	-3,5
Фондовые индексы EME, %														
	Бразилия	Россия	Индия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Аргентина	Мексика	Колумбия	Чили	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	5,2	0,7	1,2	2,1	0,0	3,0	-2,7	4,7	-4,4	1,0	-0,7	2,8	1,1	0,2
1 месяц	10,2	-5,0	-4,9	-2,4	-7,7	-6,0	-9,8	-11,9	-11,2	-0,6	-3,4	-5,0	-4,7	-1,9
3 месяца	10,4	1,4	-8,4	-1,8	-9,5	-8,8	-7,0	0,7	-11,6	2,1	-6,1	-1,9	-4,2	-6,9
1 год	17,6	14,0	3,7	-2,9	-23,3	-11,2	-18,1	5,6	-9,6	16,6	-8,7	-3,0	-2,2	-14,6
Доходности 10-летних гособлигаций EME в национальной валюте, б.п.														
	Бразилия	Россия	Индия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Мексика	Колумбия	Чили	Перу	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	-27	4	-2	0	-4	7	-59	50	-1	1	10	-2	-3	-5
1 месяц	-140	5	-17	39	-12	38	42	94	29	-1	28	9	5	74
3 месяца	-85	93	8	85	0	79	-21	111	32	28	46	18	5	141
1 год	34	100	99	180	-38	27	622	162	52	36	51	39	17	316
Спреды по суверенным CDS EME на срок 5 лет, б.п.														
	Бразилия	Россия	Индонезия	Китай	ЮАР	Турция	Аргентина	Мексика	Колумбия	Чили	Перу	Таиланд	Малайзия	Филиппины
1 неделя	-10	-2	6	2	13	-14	-20	9	2	3	2	1	4	4
1 месяц	-54	5	28	15	34	12	52	32	18	9	10	4	19	20
3 месяца	-9	15	45	13	54	66	189	31	22	5	6	1	28	24
1 год	32	18	63	19	51	199	360	38	17	2	12	-2	50	34

Примечание.

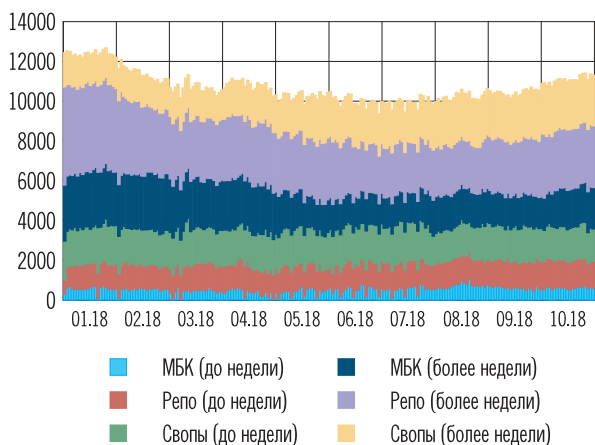
Цветовая палитра отражает ужесточение/смягчение рыночных индикаторов на формирующихся рынках для наблюдений, изменения которых по модулю превышают 1,5 стандартных отклонения.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

Денежный рынок

Рисунок 27

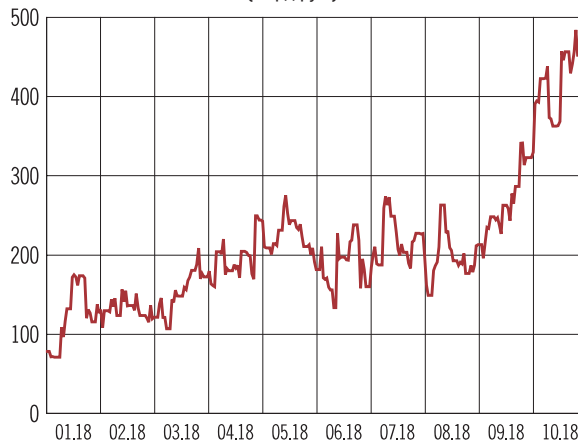
Динамика открытых позиций по инструментам
(млрд руб.)



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

Рисунок 29

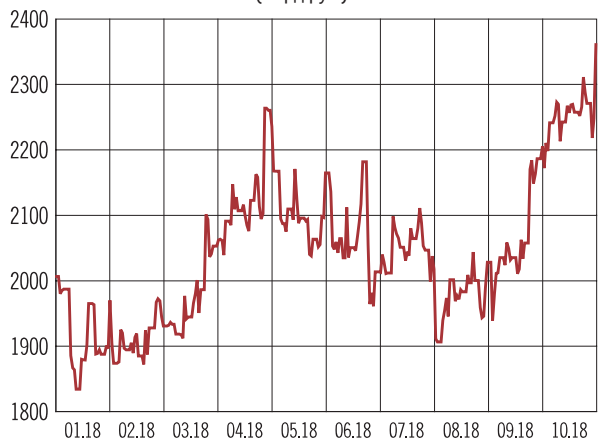
Динамика открытой позиции рынка репо с ЦК с КСУ
(млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 28

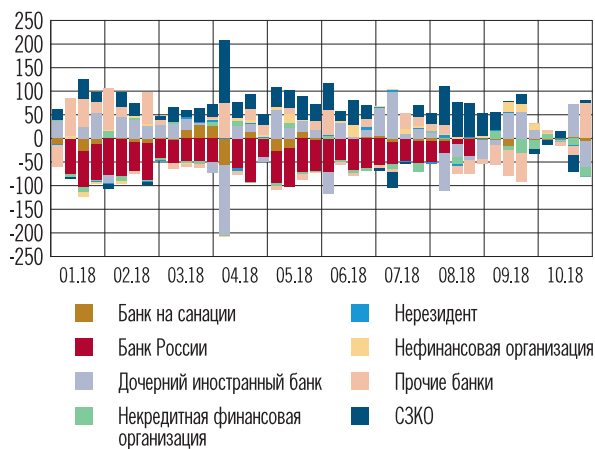
Динамика открытой позиции рынка репо с ЦК
(млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рисунок 30

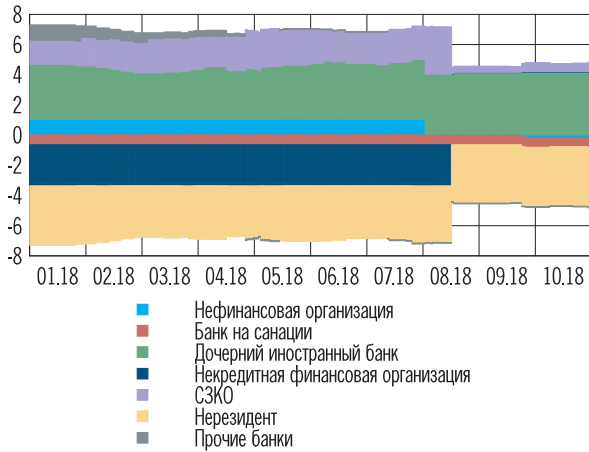
Покупки/продажи валюты на спотовом рынке
(млрд руб.)



Источник: ПАО Московская Биржа.

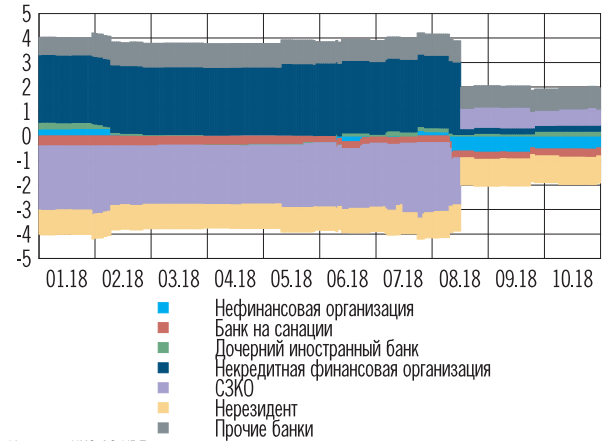
Рынок внебиржевых деривативов

Рисунок 31
Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на валютно-процентных свопах под плавающую ставку
(млрд долл. США)



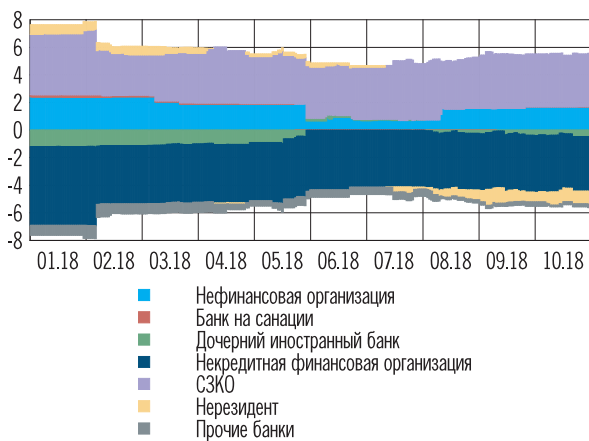
Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 34
Чистое размещение/заем валютной ликвидности на валютно-процентных свопах под фиксированную ставку
(млрд долл. США)



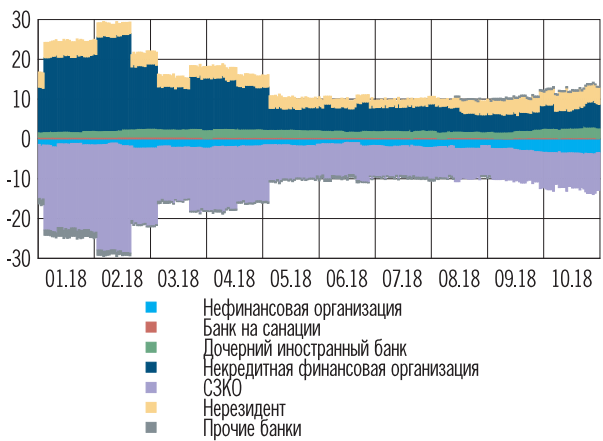
Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 32
Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на валютно-процентных свопах под фиксированную ставку
(млрд долл. США)



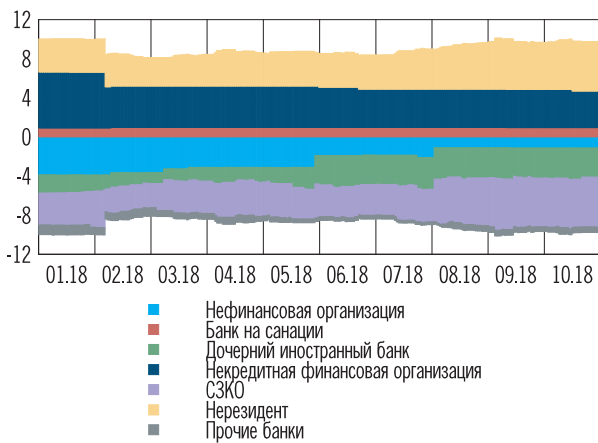
Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 35
Чистое представление/заимствование иностранной валюты на валютных форвардах
(млрд долл. США)



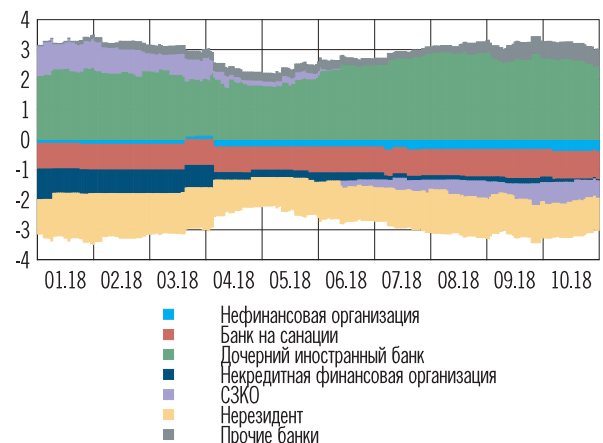
Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 33
Чистое размещение/заем валютной ликвидности на валютно-процентных свопах под плавающую ставку
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

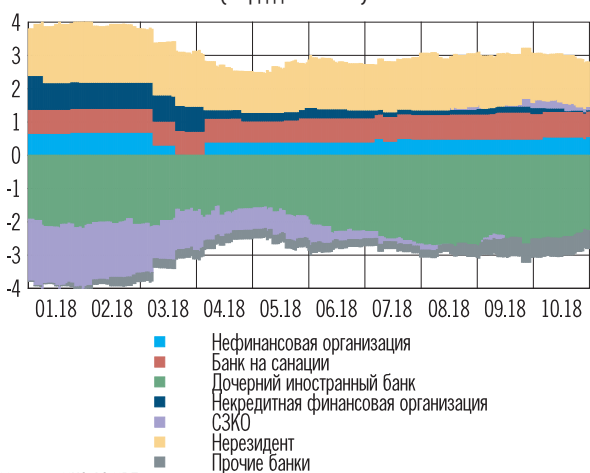
Рисунок 36
Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на процентных свопах под плавающую ставку
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 37

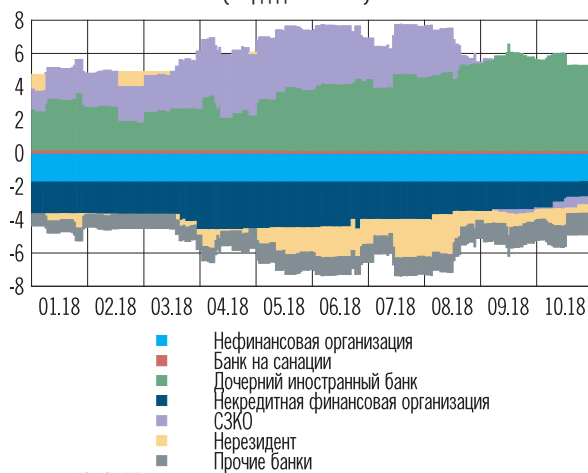
**Чистое размещение/заем рублевой ликвидности
на процентных свопах под фиксированную ставку**
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 39

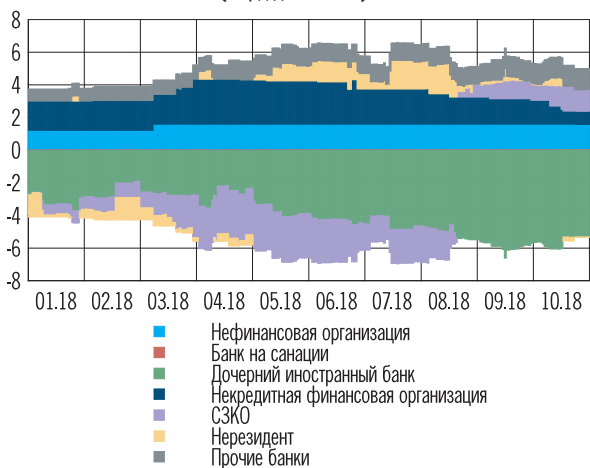
**Чистое размещение/заем валютной ликвидности
на процентных свопах под фиксированную ставку**
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 38

**Чистое размещение/заем валютной ликвидности
на процентных свопах под плавающую ставку**
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

