



Банк России



Октябрь 2021

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2021

ОГЛАВЛЕНИЕ

Резюме	2
1. Риски на финансовых рынках	3
1.1. Ситуация на внешних рынках	3
1.2. Ситуация на российском финансовом рынке	5
Рынок ОФЗ	6
Рынок акций.....	11
Рынок корпоративных облигаций.....	12
Валютный рынок.....	12
2. Актуальные вопросы анализа рисков финансовых рынков.....	15
2.1. Розничные инвесторы на рынке российских акций.....	15
2.2. Розничные инвесторы на срочном рынке.....	16

Облако тегов¹



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

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности.

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

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: А. Олейник, Банк России

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

РЕЗЮМЕ

Восстановление глобальной экономической активности в результате роста уровня вакцинации и постепенного смягчения ограничительных мер способствовало в октябре 2021 г. улучшению настроений инвесторов, росту мировых фондовых индексов и повышению нефтяных цен до максимальных значений за несколько лет. Сокращение чистого притока капитала на долговые рынки стран ЕМЕ было вызвано ростом доходности государственных облигаций США на фоне повышения ожиданий более быстрого сворачивания монетарных стимулов ФРС США. Локальное усиление напряженности в октябре 2021 г. происходило на финансовых рынках Китая (усиление признаков замедления восстановления экономики), Турции (повышение рисков ограничения независимости центрального банка) и Бразилии (рост опасений снижения фискальной устойчивости).

На российском рынке ОФЗ на фоне роста инфляции и увеличения доходностей государственных облигаций США наблюдался значительный рост доходностей¹. В основном увеличились доходности ОФЗ со сроком до погашения 2–5 лет, в результате чего кривая доходностей приняла инвертированный вид (на участке после двух лет). Совокупный объем вложений нерезидентов в ОФЗ, по данным НРД, за месяц сократился на 55,7 млрд рублей. Основной отток происходил именно в последнюю неделю октября (81 млрд руб.) на фоне роста рублевых ставок. Минфин России ограничил объемы размещения на первичном рынке для стабилизации ситуации на рынке госдолга.

Нерезиденты и дочерние иностранные банки нарастили покупку иностранной валюты на внутреннем биржевом рынке: в октябре ими в совокупности было куплено иностранной валюты (в рублевом эквиваленте) на 93 млрд рублей (18 млрд руб. в сентябре). В то же время на валютных свопах нерезиденты размещали рубли на рекордные суммы (в отдельные дни октября нетто-позиция достигала 30 млрд долл. США). Интересу иностранных участников к рынку валютных свопов способствуют рост дифференциала процентных ставок, а также готовность СЗКО (системно значимых кредитных организаций) размещать валютную ликвидность, накопленную благодаря высокой валютной выручке экспортеров.

Розничные инвесторы увеличили свое присутствие на российском фондовом и срочном рынках. За период с апреля по сентябрь 2021 г. доля населения в общих нетто-покупках на рынке российских акций превысила 85%. На рынке фьючерсов Московской Биржи с марта 2020 г. их открытые позиции выросли в 2,9 раза: с примерно 100 млрд руб. до 290 млрд рублей. На срочном рынке присутствует много состоятельных клиентов (с позицией более 10 млн руб.), хотя по количеству инвесторов преобладают клиенты с незначительной позицией. Таким образом, роль инвестиций российских граждан возросла, при этом их проциклическое поведение в случае неблагоприятной конъюнктуры может стать значимым фактором влияния на российский фондовый и срочный рынки.

¹ В среднем на 94 б.п. по наиболее ликвидным срокам.

1. РИСКИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

1.1. Ситуация на внешних рынках

- **Восстановление глобальной экономической активности, продолжившееся в октябре 2021 г.** на фоне роста вакцинации населения и постепенного смягчения ограничительных мер в различных регионах мира, поддержало оптимистичные настроения глобальных инвесторов, способствовало росту мировых фондовых индексов и увеличению спроса на энергоресурсы. Цены на нефть достигли максимальных значений за последние три года.
- **Ситуация на формирующихся рынках в октябре 2021 г.** оставалась стабильной, сохранился чистый приток капитала на фондовые рынки ЕМЕ. Однако на фоне роста доходности казначейских облигаций США, связанного с повышением ожиданий более быстрого сворачивания монетарных стимулов ФРС США, наблюдалось снижение интереса глобальных инвесторов к долговым инструментам ЕМЕ.
- **Локальное ухудшение ситуации** наблюдалось в Китае, а также на финансовых рынках Турции (рост опасений относительно независимости центрального банка) и Бразилии (повышение рисков снижения фискальной устойчивости).

В октябре 2021 г. продолжилось восстановление глобальной экономической активности по мере замедления распространения COVID-19, роста уровней вакцинации и постепенного смягчения ограничительных мер в некоторых странах, особенно в Азиатском регионе (Малайзия, Индонезия, Таиланд, Филиппины, Сингапур) (рис. 1). Это способствовало **дальнейшему росту глобального спроса на энергоресурсы и, в частности, на нефть**, особенно со стороны Китая и стран Европы в условиях ограниченных запасов угля и газа на мировых рынках. В октябре 2021 г. цены на нефть марки Brent выросли на 7,5%, до 84,4 долл. США за барр. (максимум с октября 2018 г.), марки Urals – на 8,2%, до 82,1 долл. США за баррель.

На мировых рынках акций инвесторы также сохраняли оптимистичные настроения, что привело к росту мировых фондовых индексов. В октябре 2021 г. американский индекс S&P 500 вырос на 6,9%, европейский Eurostoxx 50 – на 5%, индекс стоимости акций компаний стран ЕМЕ (MSCI) – на 0,9%.

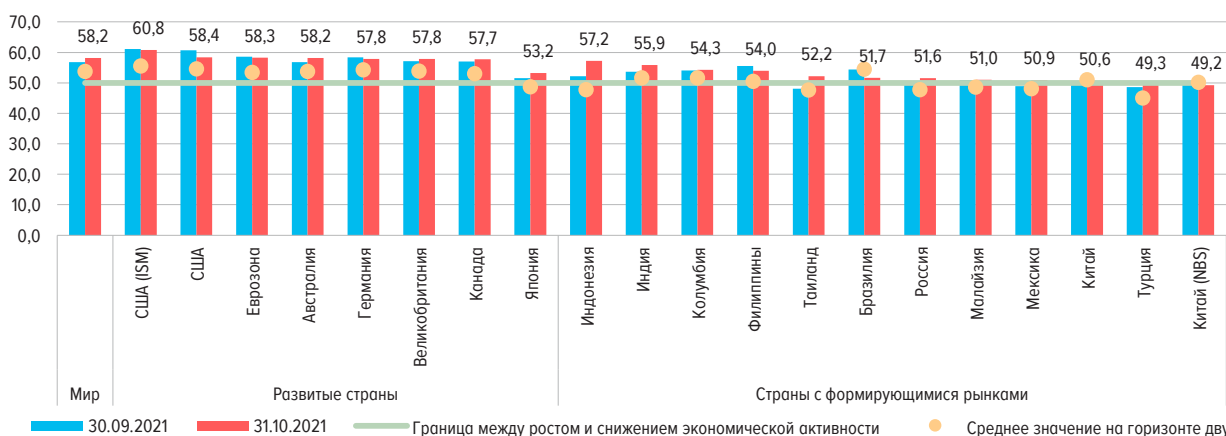
Повышение ожиданий, что ФРС США приступит к сворачиванию монетарных стимулов в ноябре 2021 г., привело к росту доходности государственных облигаций США в октябре 2021 года. Доходность казначейских облигаций США на срок 10 лет в отчетном периоде выросла на 6 б.п., до 1,55%. При этом высказывания председателя ФРС США Дж. Пауэлла о том, что ожидаемое повышение процентных ставок в США является преждевременным, а также постепенное ужесточение денежно-кредитной политики центральными банками в других странах сдерживали укрепление долл. США против основных мировых валют. В октябре 2021 г. индекс долл. США (DXY) незначительно снизился на 0,1%, до 94,1 пункта.

Динамика ключевых финансовых индикаторов ЕМЕ показывает, что ситуация на формирующихся рынках в октябре 2021 г. оставалась стабильной (табл. 1). Несмотря на разнонаправленную динамику между различными ЕМЕ, в октябре наблюдался преимущественный рост фондовых индексов по сравнению с предыдущим месяцем. Рост индексов наблюдался на фоне чистого притока средств глобальных инвесторов в октябре 2021 г.¹ в акции ЕМЕ на сумму 7,5 млрд долл. США (по данным EPFR). Однако постепенное ужесточение денежно-кредитной политики центральными банками как развитых стран, так и стран ЕМЕ привело к более существенному росту доходности государственных облигаций ЕМЕ, а также

¹ Период с 29.09.2021 по 27.10.2021.

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ИНДЕКСОВ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ МИРА В СЕНТЯБРЕ – ОКТЯБРЕ 2021 ГОДА, ПО ДАННЫМ MARKIT ECONOMICS (ПУНКТЫ)

Рис. 1



Примечание: дополнительно приведена статистика по производственному индексу PMI в США на основе данных Institute for Supply Management (ISM) и в Китае – на основе данных National Bureau of Statistics of China (NBS).

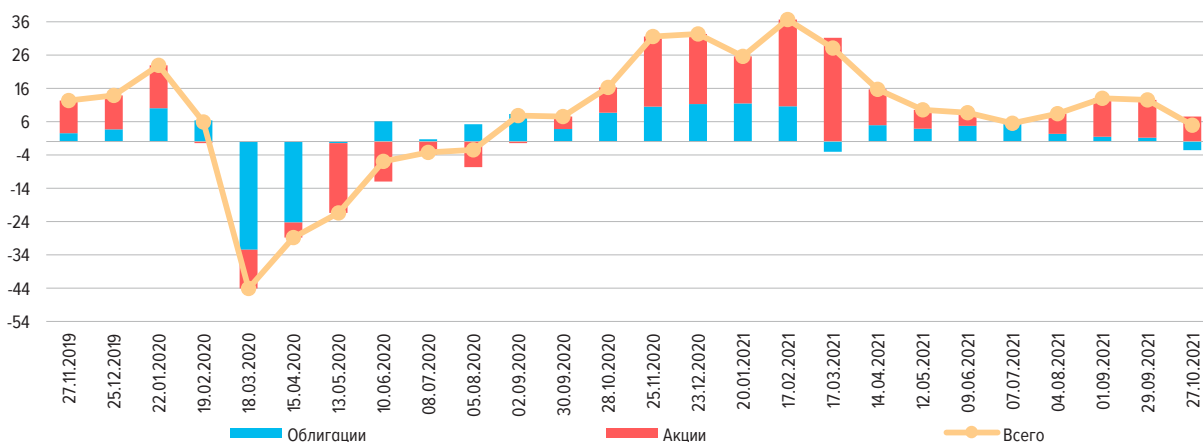
Источник: Bloomberg, Thomson Reuters.

оттоку средств глобальных инвесторов с долговых рынков ЕМЕ (чистый отток из облигаций ЕМЕ – 2,6 млрд долл. США). Общий чистый приток капитала на финансовые рынки ЕМЕ остался положительным и составил 4,9 млрд долл. США, сократившись по сравнению с предыдущим месяцем² (рис. 2).

Наиболее существенное ухудшение ситуации в октябре 2021 г. наблюдалось в Китае, Турции и Бразилии. В Китае годовой темп роста реального ВВП в III квартале 2021 г. снизился до 4,9% (хуже ожиданий на уровне 5,0% в годовом выражении), что является минимальным значением за год. Усиление напряженности на финансовом рынке Турции было связано с увеличением опасений инвесторов относительно независимости национального центрального банка. Рост беспокойства инвесторов в связи со снижением фискальной устойчивости Бразилии был вызван обсуждением властями страны вопроса об очередном увеличении финансовой помощи населению в условиях пандемии, что может привести к преодолению потолка государственных расходов и росту государственных заимствований³.

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

Рис. 2



Источник: EPFR Global.

² Период с 01.09.2021 по 29.09.2021.

³ Brazil eyes combining pandemic relief, «Bolsa Familia» welfare in 2022, says source. Thomson Reuters News. 19 October 2021. Brazil house speaker says spending ceiling cannot be put above welfare. Thomson Reuters News. 19 October 2021.


ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ В СЕНТЯБРЕ – ОКТЯБРЕ 2021 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты к доллару США		Фондовый индекс		Доходность государственных облигаций (10 лет)		Спред по суверенным CDS (5 лет)		Ранг 1 – наихудший 17 – наилучший	
	%				б.п.					
	сентябрь 2021 г.	октябрь 2021 г.	сентябрь 2021 г.	октябрь 2021 г.	сентябрь 2021 г.	октябрь 2021 г.	сентябрь 2021 г.	октябрь 2021 г.	сентябрь 2021 г.	октябрь 2021 г.
Бразилия	-5,4	-3,4	-6,6	-6,7	61	108	28	41	2	1
Турция	-6,5	-7,4	-4,5	8,2	126	135	66	17	1	2
Чили	-4,4	-0,5	-2,9	-6,2	77	55	24	2	3	3
Венгрия	-4,8	-0,4	1,7	2,5	29	70	4	1	8	4
Польша	-3,8	-0,2	-2,4	4,1	35	69	0	1	7	5
Индия	-1,7	-0,9	2,7	0,3	1	17	9	0	14	6
Румыния	-2,2	-0,2	3,8	-0,3	31	70	8	-21	12	7
Россия	1,0	2,7	4,7	1,1	35	90	9	-6	16	8
Мексика	-2,7	0,4	-3,6	-0,1	40	12	16	2	5	9
Китай	0,2	0,6	0,7	-0,6	2	10	13	-1	15	10
ЮАР	-3,6	-1,1	-4,7	5,0	45	42	26	-3	4	11
Малайзия	-0,7	1,1	-4,0	1,6	17	21	6	2	11	12
Филиппины	-2,5	1,2	1,4	1,5	54	13	7	3	10	13
Колумбия	-0,9	1,1	3,2	2,4	51	36	35	-5	9	14
Таиланд	-4,4	1,3	-2,0	1,1	29	11	5	-2	6	15
Индонезия	-0,3	1,0	2,2	4,8	28	-18	14	-1	13	16
Среднее ЕМЕ	-2,7	-0,3	-0,6	1,2	41	46	17	2		

 Латинская Америка

 Европа, Ближний Восток и Африка

 Азиатско-Тихоокеанский регион

Примечание: сводный ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных в отрезке [0, 1] значений рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ.
Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

1.2. Ситуация на российском финансовом рынке

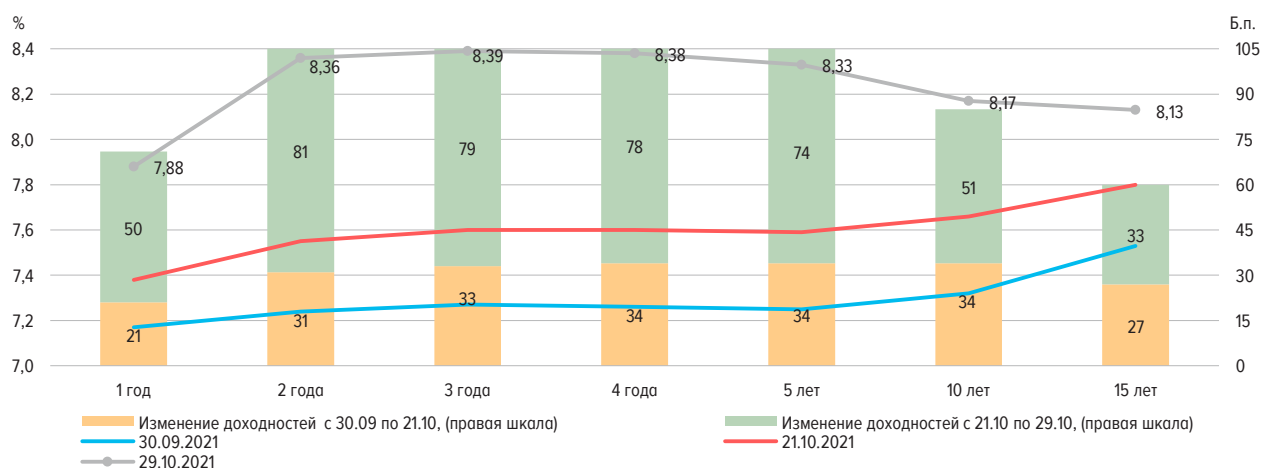
- В октябре наблюдался значительный рост доходностей ОФЗ (в среднем на 94 б.п. по наиболее ликвидным срокам) на фоне роста инфляции и ужесточения ДКП в России, а также внешнего фактора (роста доходностей государственных облигаций США). Основной рост доходностей пришелся на ОФЗ со сроком до погашения 2–5 лет, в результате чего кривая доходностей приняла инвертированный вид (на участке после двух лет). Совокупный объем вложений нерезидентов в ОФЗ, по данным НРД, сократился за месяц на 55,7 млрд рублей. При этом отток происходил именно в последнюю неделю октября на фоне роста рублевых ставок.
- Минфин России взял паузу для стабилизации ситуации на рынке госдолга, ограничив объемы размещения на первичном рынке. В целом за месяц на аукционах разместили ОФЗ на 57 млрд рублей (11% от планового объема на IV квартал в 520 млрд руб.). В среднем за один аукцион в октябре Минфин продавал ОФЗ на 14,2 млрд рублей (в сентябре – 45,6 млрд руб.).
- На фоне положительной динамики основных мировых индексов в октябре наблюдался рост индекса МосБиржи на 1,1% (индекс РТС вырос на 3,7%). Наиболее значительный рост показали индексы химической и металлургической отраслей (6,1 и 4,4% соответственно), чему способствовало повышение мировых цен на минеральные удобрения и отдельные металлы.

Рынок ОФЗ

В последние пару месяцев наблюдалось сужение спреда между доходностями на ближнем и дальнем концах кривой ОФЗ. В конце октября произошла инверсия кривой доходности. В среднем по наиболее ликвидным срокам кривая доходностей выросла на 94 б.п., основной рост наблюдался на сроках 2–5 лет до погашения (рис. 3).

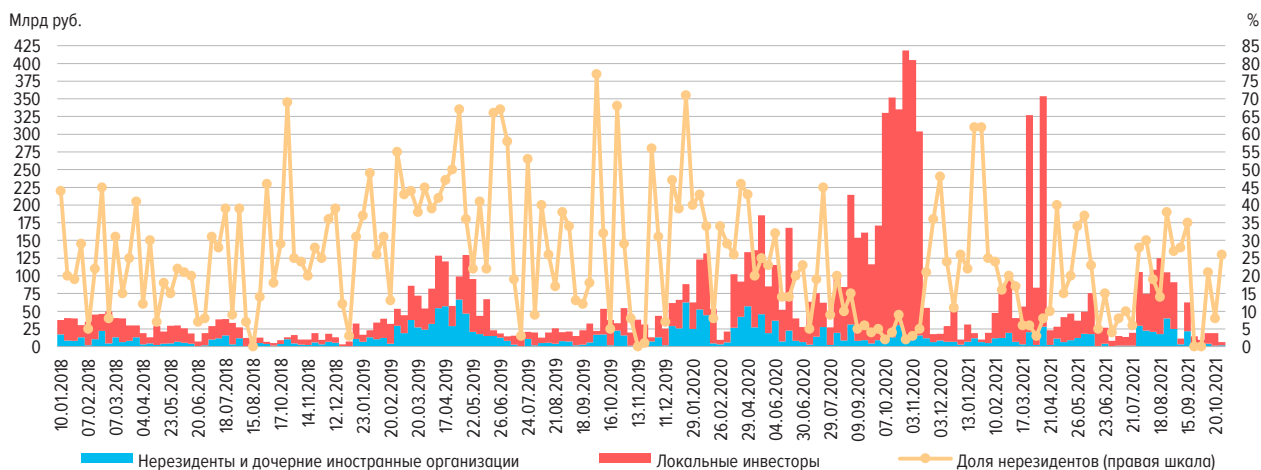
Основными факторами роста доходностей в отчетный период выступали внутренние причины: продолжающийся рост инфляции и ужесточение ДКП в России. Также влияние на общий рост доходностей оказала динамика доходностей государственных облигаций США. Большая часть месячного прироста доходностей реализовалась во второй половине октября, после решения Банка России о повышении ключевой ставки на 75 базисных пунктов (на заседании 22 октября). Причиной такой реакции рынка стало большее увеличение ставки, чем ожидалось большинством аналитиков. В рыночные индикаторы также было заложено более плавное ужесточение ДКП. В результате на участке после двух лет кривая приняла инвертированный вид, доходности ОФЗ со сроком до погашения 2–5 лет превысили доходности на дальнем конце кривой (рис. 3).

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД ПО СРОКАМ С НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОФЗ* Рис. 3



* Данные по доходностям представлены на конец дня.
Источник: Bloomberg.

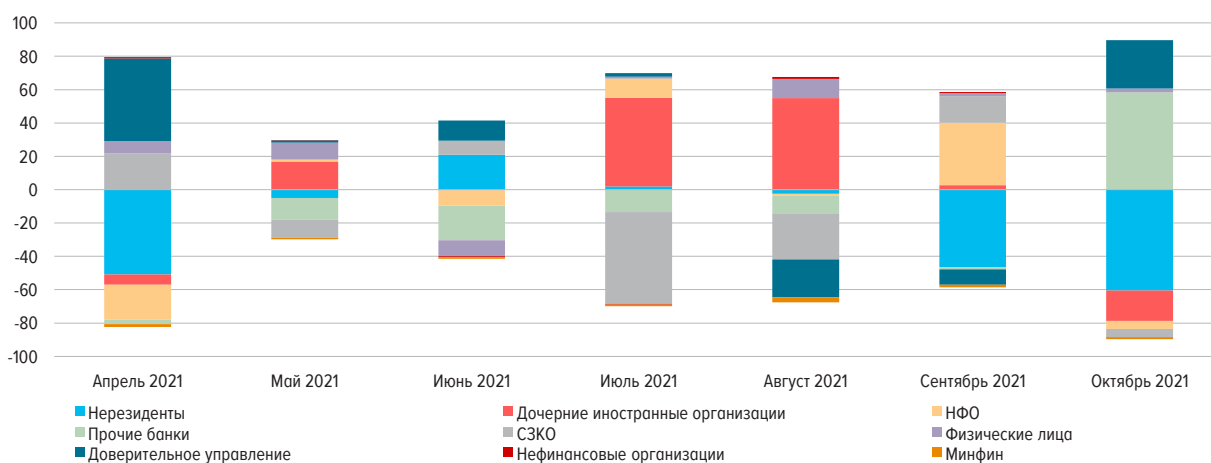
ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ Рис. 4



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

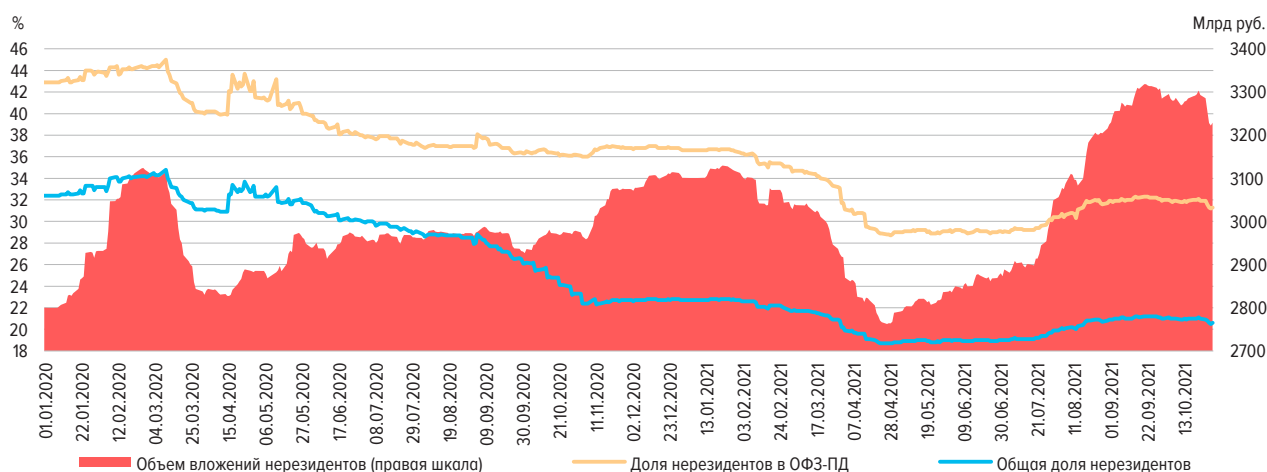
Рис. 5



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД

Рис. 6



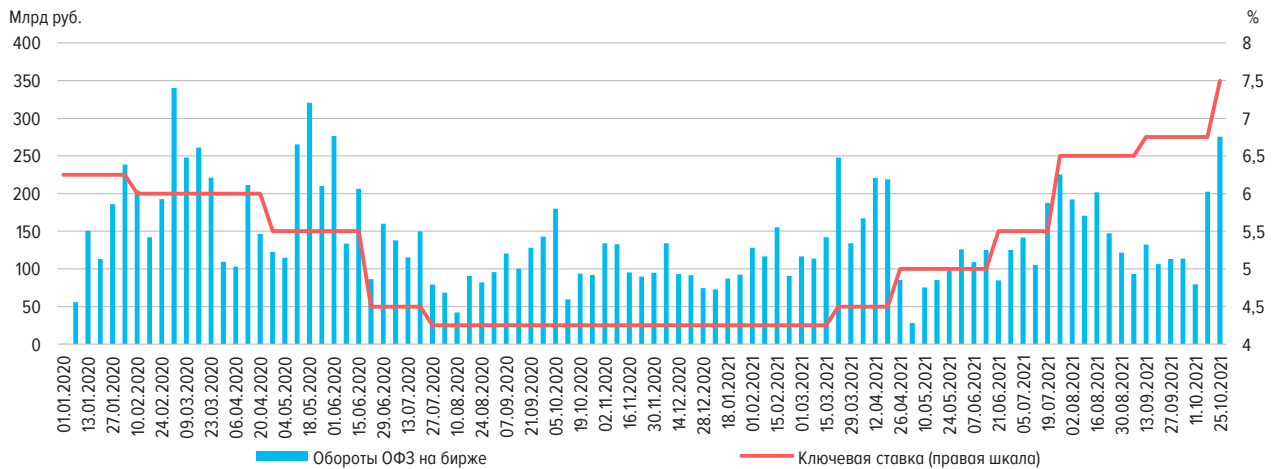
Источник: НКО АО НРД.

Успешное перевыполнение плана в III квартале 2021 г. и профицит бюджета позволили Минфину на фоне значительного роста доходностей ограничить объемы предложения новых бумаг на аукционах для снижения дополнительного давления на рынок. В целом за месяц объем размещений составил всего 57 млрд руб. (11,0% от планового объема размещения на IV квартал в размере 520 млрд руб.), в сентябре разместили ОФЗ на сумму 182,4 млрд рублей (рис. 4). В среднем за один аукцион в октябре Минфин продавал ОФЗ на сумму 14,2 млрд рублей. Основными покупателями на аукционах ОФЗ выступали СЗКО, их доля от объема составила 57,4%. Доля иностранных участников на аукционах сократилась на 14,4 п.п., с 27,8% в сентябре до 13,3% в октябре.

Снижение доли участия нерезидентов и дочерних иностранных организаций на аукционах сопровождалось нетто-продажами данных категорий участников на вторичных биржевых торгах на сумму 78,7 млрд руб. (рис. 5), что в значительной степени повлияло на рост доходностей ОФЗ. В целом портфель ОФЗ нерезидентов сократился на 55,7 млрд руб. за счет их оттока на последней неделе октября (-74,3 млрд руб.) после повышения ключевой ставки (рис. 6). Продажи нерезидентов в последнюю неделю октября стали максимальными за последние полтора года, когда наблюдался отток иностранных участников из ОФЗ на фоне начала пандемии в марте 2020 года.

ДИНАМИКА ОБОРОТОВ ТОРГОВ ОФЗ НА БИРЖЕ (НЕДЕЛЬНЫЕ ДАННЫЕ) И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА БАНКА РОССИИ

Рис. 7



Источник: ПАО Московская Биржа.

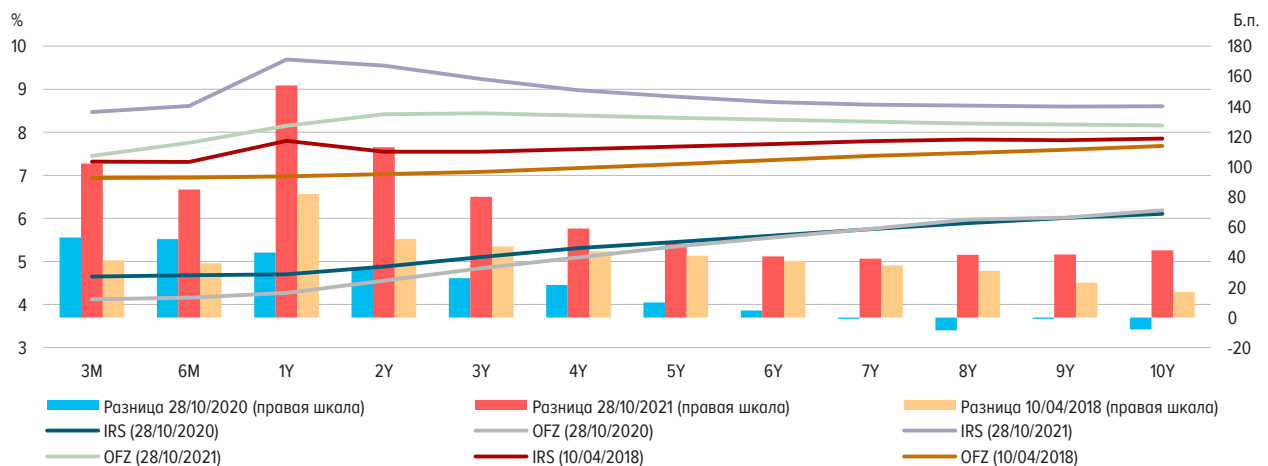
Отток иностранных инвесторов с рынка облигаций (государственных и корпоративных) больше в странах, в которых присутствуют в основном пассивные, а не активные фонды. Поскольку на российском рынке доля пассивных фондов составляет всего 18%, то это является дополнительным фактором устойчивости российского рынка государственного долга перед оттоком нерезидентов⁴.

Несмотря на повышение ключевой ставки, на рынке ОФЗ не наблюдалось заметного снижения ликвидности. Обороты торгов на Московской Бирже остаются стабильными с начала цикла ужесточения ДКП (первое повышение в этом году произошло в марте) (рис. 7). Ожидание различных траекторий движения ключевой ставки не приводит к потере ликвидности.

После повышения ключевой ставки рублевые кривые процентных ставок начали сдвигаться вверх, но неравномерно (рис. 8). Кривая процентных свопов (IRS) преодолела 9,5% на сроке один год, что более чем на 150 б.п. превышает аналогичный показатель кривой ОФЗ. При этом год назад, когда ключевая ставка находилась на минимуме, разница по однолетним IRS и ОФЗ была 40 базисных пунктов.

КРИВАЯ ОФЗ И КРИВАЯ IRS В РАЗЛИЧНЫЕ ПЕРИОДЫ И СПРЕД МЕЖДУ НИМИ

Рис. 8

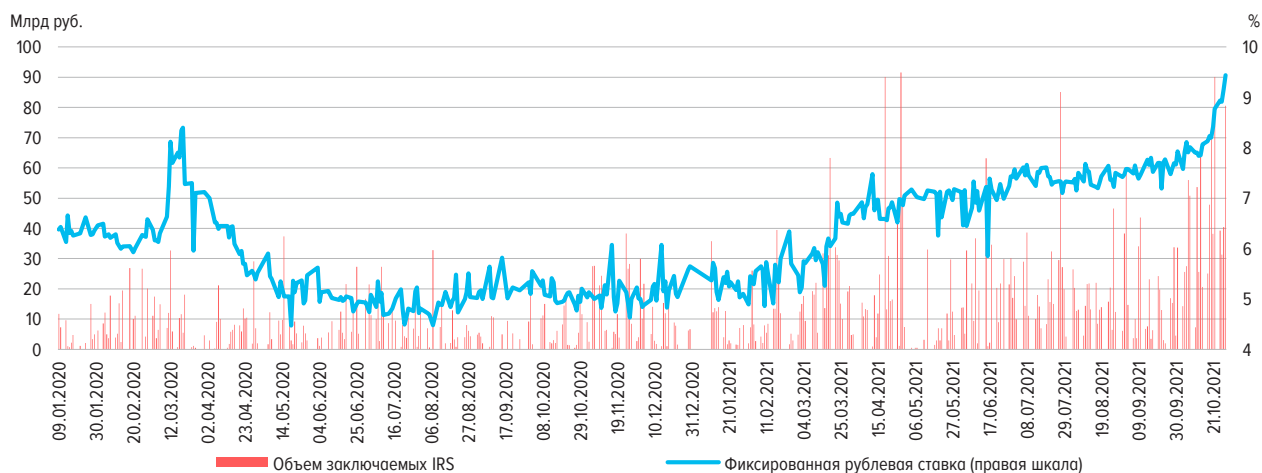


Источник: Bloomberg.

⁴ Данные EPFR, МВФ.

ОБЪЕМ ЗАКЛЮЧАЕМЫХ IRS И ФИКСИРОВАННАЯ РУБЛЕВАЯ СТАВКА

Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

Кривая IRS и до решения по ключевой ставке находилась выше кривой доходности ОФЗ, но после решения основной рост пришелся именно на срок один год, в то время как разница между кривыми осталась приблизительно на том же уровне. Рост спреда между ставками на срок один год возникал и ранее при резких изменениях на рынке. Например, в период волатильности в апреле 2018 г. спред на сроке один год составлял 80 базисных пунктов.

Значительный спред ставок по IRS и ОФЗ на срок один год не сопровождается снижением ликвидности рынка IRS, объем заключаемых сделок существенно вырос с момента начала цикла ужесточения ДКП (рис. 9). Спред между ставками по IRS и ОФЗ, вероятно, обусловлен тем, что в торгах ОФЗ задействован широкий круг участников, в том числе банки и НФО, которые обеспечивают спрос на длинные инструменты в моменты их продаж нерезидентами. Таким образом, для нерезидентов сложившаяся доходность ОФЗ является недостаточной для компенсации возникающего процентного риска, при этом она сохраняется на указанном уровне за счет покупок локальных участников. На рынке IRS нерезиденты являются доминирующими участниками и выступают получателями фиксированной ставки по заключенным сделкам, поэтому требуют по ним более высокого уровня доходности относительно ставок по ОФЗ. По мере стабилизации инфляции указанный спред снизится, и взаимная динамика кривых на рынках IRS и ОФЗ нормализуется.

Врезка 1. Влияние роста процентных ставок на банковский сектор

В 2020 г. в период развертывания кризиса COVID-19 большинство центральных банков в мире значительно смягчили денежно-кредитную политику. Проводилась масштабная антикризисная поддержка, в том числе за счет снижения процентных ставок. Многие регуляторы, в том числе Банк России¹, обращали внимание участников рынка на возросшую уязвимость к процентному риску, поскольку по мере восстановления экономики процентные ставки будут повышаться.

С конца 2020 г. ситуация характеризуется усилением инфляционных тенденций, что заставило центральные банки предпринимать усилия по сдерживанию инфляционных рисков. В результате в 2021 г. многие центральные банки перешли или готовятся перейти к завершению мягкой фазы денежно-кредитной политики, что уже находит отражение в рыночных ожиданиях и приводит к росту процентных ставок.

В России тенденция к росту процентных ставок на рынке ОФЗ началась в ноябре 2020 г. и усилилась в 2021 г. на фоне возрастающей инфляционной динамики. С точки зрения финансовой стабильности важно учитывать влияние роста процентных ставок на долговые обязательства с фиксированными платежами, поскольку в случае их отражения в торговой книге происходит снижение их справедливой стоимости, что негативно влияет на прибыль и капитал банков.

¹ Обзор финансовой стабильности за IV квартал 2020 г. – I квартал 2021 г., стр. 34.

Изменение стоимости портфелей долговых ценных бумаг у российских банков, по оценкам Банка России, за период с ноября 2020 г. до конца октября 2021 г. в среднем не превысило 10% (рис. 10). При этом ситуация сильно различается по отдельным банкам и группам банков. Наиболее устойчивая стоимость портфелей характерна для государственных банков из числа СЗКО в силу значительного объема ОФЗ с плавающим купоном, приобретенных в IV квартале 2020 года. По этой категории бумаг купонные платежи растут вслед за ростом рыночных ставок, так как привязаны к рыночному индикатору RUONIA, что позволяет сгладить влияние растущих процентных ставок на их стоимость. Как следствие, крупнейшие держатели указанных выпусков имеют наименьшее снижение стоимости их портфелей.

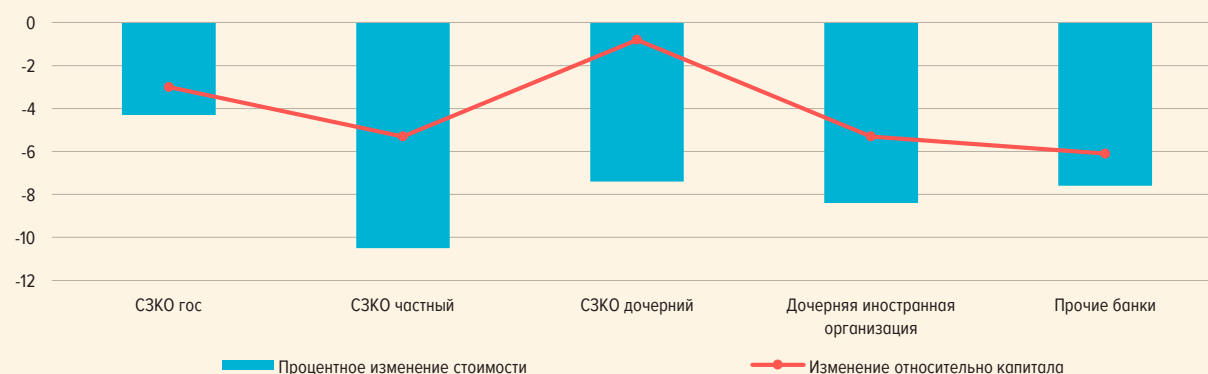
Наибольшие потери от переоценки портфелей долговых бумаг, более 10%, понесли частные банки из группы СЗКО. Эта категория участников рынка имеет существенные объемы портфелей на балансе, состоящие в основном из выпусков с фиксированным доходом. Поэтому переоценка по ним стала максимальной из всех рассмотренных групп банков. Остальные категории банков показали переоценку на уровне 7–9%. Вместе с тем объем переоценки относительно капитала наибольший у прочих банков (более 6%) и частных СЗКО (более 5%).

Дополнительные расчеты по влиянию указанной переоценки на норматив достаточности собственных средств (капитала) банка показали (Н1.0), что снижение норматива может достигать 1,1 п.п. для дочерних иностранных организаций и 1 п.п. для прочих банков (рис. 11). В то же время эти группы банков имеют относительно высокое значение норматива, поэтому для них этот эффект не является критичным.

Государственные и частные банки из группы СЗКО имеют меньший запас капитала, и эффект переоценки для них является ощутимым. В то же время на фоне общего роста прибыли банков в этом году, в том числе в связи со снижением кредитных рисков, эффект от реализации процентного риска остается ограниченным. В дальнейшем российским банкам следует использовать инструменты хеджирования в целях ограничения возможного процентного риска.

ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В ПОРТФЕЛЯХ БАНКОВ ЗА ПЕРИОД С 16.11.2020 ПО 29.10.2021 И ВЛИЯНИЕ НА КАПИТАЛ БАНКОВ

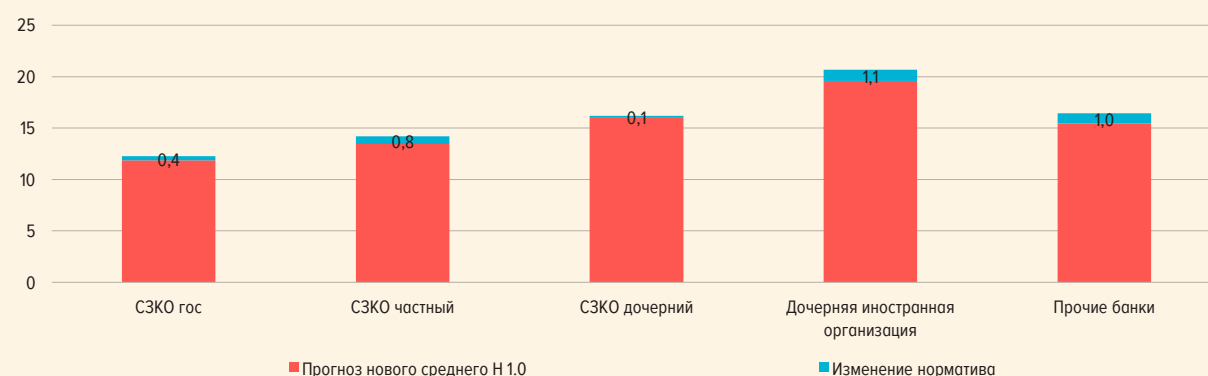
Рис. 10



Примечание: из переоценки исключались долговые ценные бумаги, оцениваемые по амортизированной стоимости.
Источник: форма 0409711, 0409123, Bloomberg.

РАСЧЕТНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ НОРМАТИВА Н1.0 ИЗ-ЗА РОСТА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК (%)

Рис. 11



Источник: форма 0409135, 0409123, 0409711, Bloomberg.

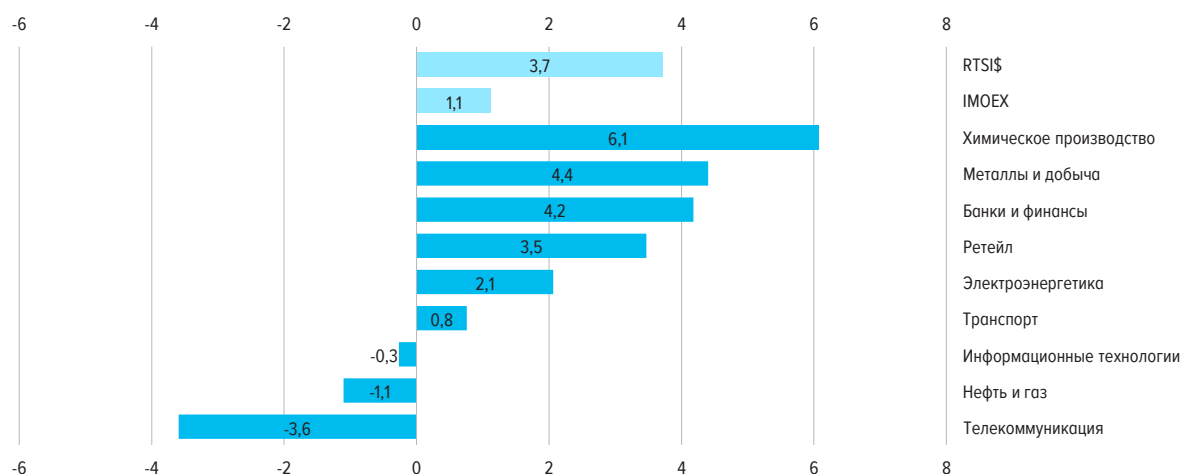
Рынок акций

Положительная динамика основных мировых индексов в октябре (после сентябрьской коррекции), а также продолжившийся рост нефтяных котировок способствовали росту большинства российских отраслевых индексов. Наиболее значительный рост показали индексы химической и металлургической отраслей (6,1 и 4,4% соответственно) на фоне повышения мировых цен на минеральные удобрения и отдельные металлы. Индекс МосБиржи за период вырос на 1,1%, при этом индекс РТС показал более существенный рост (на 3,7%) за счет укрепления курса рубля к доллару США на 2,5% (рис. 12). Наибольшее снижение показал индекс телекоммуникаций (-3,6%), основной причиной послужила выплата дивидендов отдельных компаний данной отрасли в октябре.

Основными нетто-продавцами на вторичных биржевых торгах акций в октябре оставались нерезиденты и дочерние иностранные банки, нарастившие объемы продаж с 20,7 млрд руб. в сентябре до 78,6 млрд рублей. Также нетто-продавцами выступали НФО (собственные денежные средства), продавшие акций на сумму 13,3 млрд рублей (рис. 13). Основной объем покупок осуществили физические лица на сумму 82,1 млрд руб., также покупки совершали НФО в рамках доверительного управления (12,6 млрд руб.). Покупки физических лиц оказались максимальными с начала года, немного превысив апрельский показатель (80 млрд руб.).

ДИНАМИКА ОТРАСЛЕВЫХ ИНДЕКСОВ МОСБИРЖИ В ОКТЯБРЕ 2021 ГОДА (%)

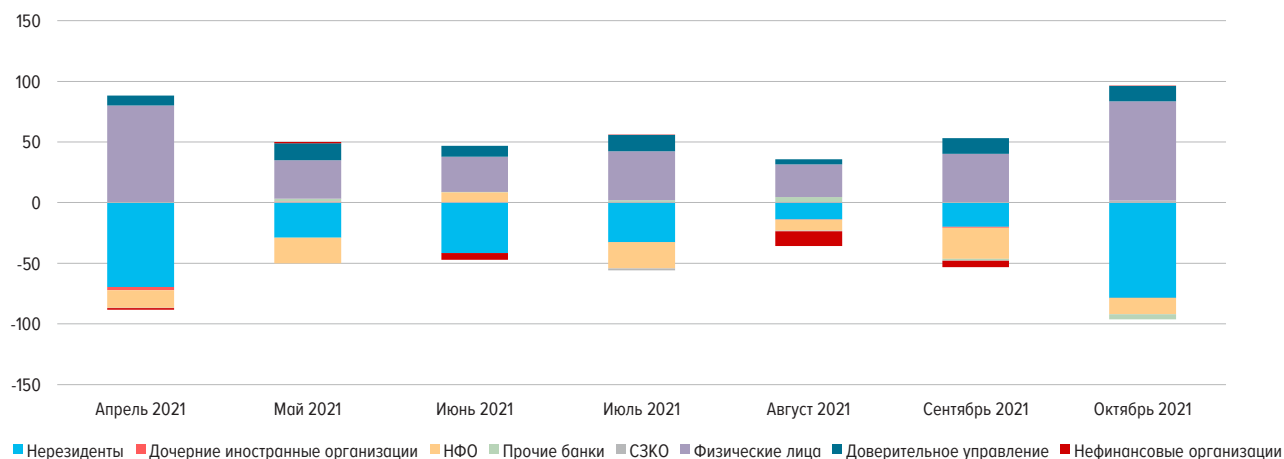
Рис. 12



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

Рис. 13



Источник: ПАО Московская Биржа.

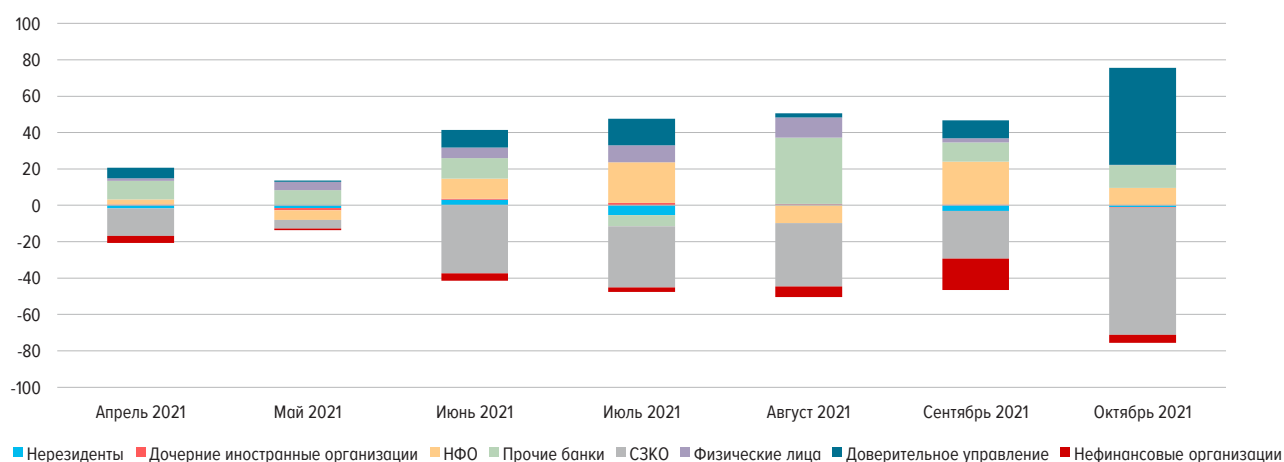
Рынок корпоративных облигаций

На вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций в октябре 2021 г. основными нетто-продавцами выступали СЗКО, продавшие ценных бумаг на сумму 69,8 млрд руб., покупателями – НФО в рамках доверительного управления (53,3 млрд руб.), а также за счет собственных средств (9,5 млрд руб.) Основную долю покупок/продаж данных категорий составили внутригрупповые сделки (рис. 14).

Спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ на вторичном рынке сузился с 65 б.п. на начало октября до 53 б.п. на конец месяца. Сужение спреда наблюдалось на фоне более значительной реакции доходностей ОФЗ на ужесточение ДКП.

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

Рис. 14



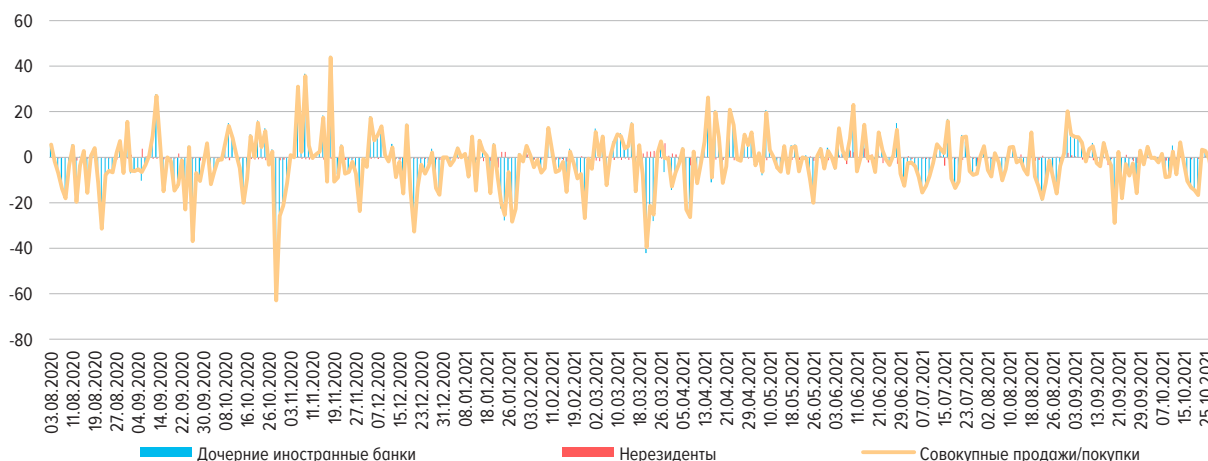
Источники: ПАО Московская Биржа.

Валютный рынок

По сравнению с прошлым месяцем нерезиденты и дочерние иностранные банки нарастили покупку иностранной валюты на внутреннем биржевом рынке (рис. 15). В октябре ими в совокупности было куплено иностранной валюты на бирже (в рублевом эквиваленте) на 93 млрд рублей (18 млрд руб. в сентябре). Частично это объясняется конвертацией рублей, полученных после продаж российских акций.

ДИНАМИКА ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НЕРЕЗИДЕНТАМИ И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ (МЛРД РУБ.)

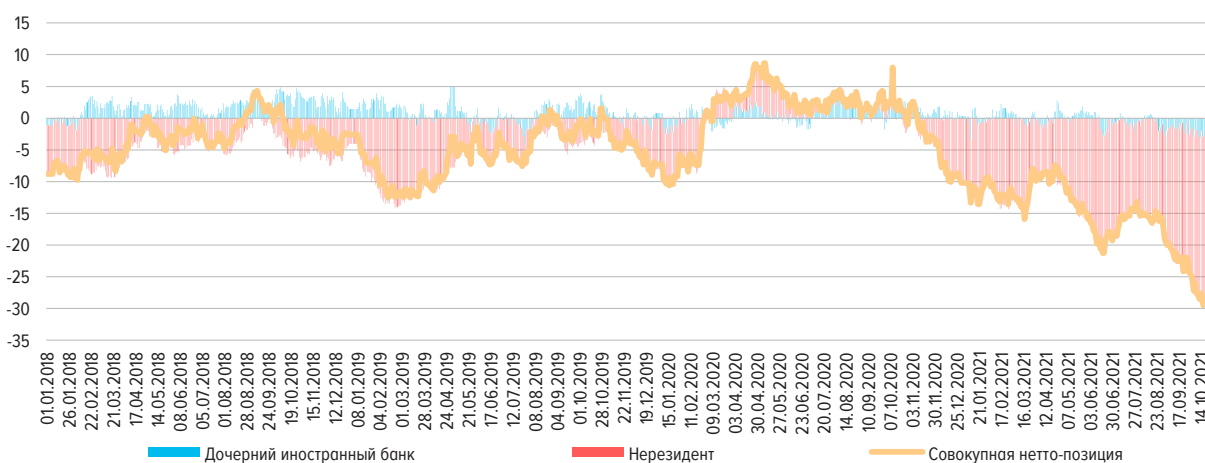
Рис. 15



Источники: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОЗИЦИИ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ
(МЛРД ДОЛЛ.)

Рис. 16



Источник: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

Тем не менее это не оказало значительного влияния на внутренний валютный рынок. Временная волатильность по опционам «при деньгах» по коротким инструментам оставалась в пределах 6,5%. Кроме того, на валютных свопах нерезиденты, напротив, размещали рубли. В отдельные дни октября нетто-позиция достигала 30 млрд долл. США (короткая позиция по иностранной валюте), что является очередным историческим максимумом (рис. 16).

Значительный приток нерезидентов на рынок валютных свопов в последнее время свидетельствует о том, что этот инструмент становится наиболее популярным способом участия в российском финансовом рынке для иностранцев. Для сравнения выход иностранных участников из российских акций с начала 2021 г. составил около 4,5 млрд долл. США, а приток в валютные свопы за этот же период – 23 млрд долл. США.

С одной стороны, активное участие нерезидентов создает риски их резкого оттока, поскольку более 90% сделок заключаются на короткие сроки – «овернайт» и «неделя». С другой стороны, российские СЗКО размещают нерезидентам накопленную на своих счетах валютную ликвидность, полученную преимущественно от экспортеров. Одновременно СЗКО получают рубли для управления ликвидностью. Если бы нерезиденты не были активно заинтересованы в сделках с валютными свопами, то российские банки могли бы испытывать проблемы с размещением валютной ликвидности и привлечением рублевой.

ОСНОВНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ (В РАЗРЕЗЕ КОНЕЧНЫХ УЧАСТНИКОВ ТОРГОВ)
(МЛРД РУБ.)

Табл. 2

Октябрь 2021	Валюта_спот ("+" – продажа валюты за рубли)	Валюта_своп _биржа ("+" – продажа валюты за рубли)	Валюта_своп_внебиржа ("+" – продажа валюты за рубли)	ОФЗ_первичный ("+" – покупка, "-" – продажа)	ОФЗ_вторичный_МБ ("+" – покупка, "-" – продажа)	Российские акции_МБ ("+" – покупка, "-" – продажа)	Российские_облигации_МБ ("+" – покупка, "-" – продажа)
Нерезиденты	-3,4	-4,4	-186,2	7,0	-60,4	-78,5	-1,0
Дочерние иностранные организации	-96,1	-57,5	24,1	0,2	-18,3	-0,2	-0,4
НФО	14,9	-9,2	59,6	8,8	-4,8	-13,3	9,5
Не СЗКО	16,9	3,6	-32,4	7,2	58,3	-4,3	12,6
СЗКО	150,1	66,8	169,3	31,2	-5,0	1,6	-69,8
Физические лица	-58,0	0,0	0,0	0,0	2,5	82,1	0,1
Доверительное управление	-6,6	0,0	0,0	0,0	29,0	12,6	53,3
Нефинансовые организации	298,9	0,8	-24,4	0,0	-0,1	0,0	-4,4
Минфин России	0,0	0,0	0,0	-54,4	-1,1	0,0	0,0
Банк России	-315,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

В целом в октябре иностранные участники продолжили выход из российских ценных бумаг, в том числе за счет существенного объема продаж на последней неделе. Тем не менее выход из ценных бумаг сопровождался притоком на рынок валютных свопов, который сейчас становится все более интересным для нерезидентов (табл. 2). Этому способствуют рост дифференциала процентных ставок, а также желание СЗКО размещать валютную ликвидность, накопленную благодаря высокой валютной выручке экспортеров.

2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ АНАЛИЗА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. Розничные инвесторы на рынке российских акций

- Покупателями российских акций в основном выступают розничные инвесторы. Тем не менее совокупный портфель акций в структуре денежных накоплений физических лиц на 1 сентября 2021 г. составляет всего 12%, что меньше, чем в большинстве стран.
- Основной объем продаж российских акций формируют нерезиденты. Однако они по-прежнему владеют практически третью капитализации внутреннего фондового рынка (19,7 трлн руб. по состоянию на 1 июля 2021 года).

Розничные инвесторы являются в настоящее время крупнейшими нетто-покупателями российских акций. За период с апреля по сентябрь 2021 г. доля населения в общих нетто-покупках на рынке российских акций превысила 85%. Таким образом, российские граждане стали доминирующей силой на рынке и могут существенно влиять на тенденции в рыночной динамике.

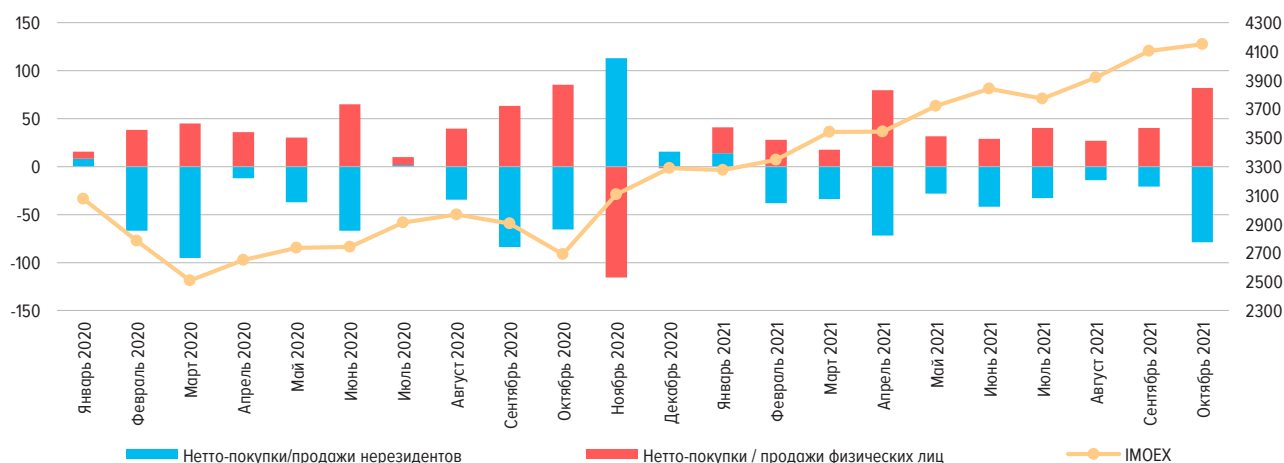
В качестве продавцов выступают в основном нерезиденты. Их нетто-операции практически зеркальны и противоположны по знаку со сделками физических лиц (рис. 17). Именно нерезиденты являются ключевым «поставщиком» российских акций на фондовый рынок. При этом у них имеются достаточно большие «запасы» российских акций. По состоянию на 1 июля 2021 г. их объем (включая депозитарные расписки) во владении у нерезидентов составляет 19,7 трлн руб., что равно примерно 1/3 капитализации российского фондового рынка.

Доля акций в структуре денежных накоплений населения составляет около 12%, что ниже, чем у большинства стран мира (рис. 18). Таким образом, население имеет возможности и дальше наращивать портфель акций и повышать его долю в общей структуре сбережений, в том числе за счет ценных бумаг, сейчас принадлежащих нерезидентам.

Следует отметить, что поведение розничных инвесторов на рынке акций с начала периода восстановления экономики после шока весны 2020 г. происходило в условиях мощного ралли на фоне низких процентных ставок по депозитам. Вместе с тем в случае значительной коррекции на финансовых рынках указанный тренд может измениться. Население, как и иностранные инвесторы, может быть склонно резко закрывать позиции в случае отрицательной динамики индексов. По этой причине Банк России не исключает проявления процикличности в поведении частных инвесторов в дальнейшие периоды коррекции рынка.

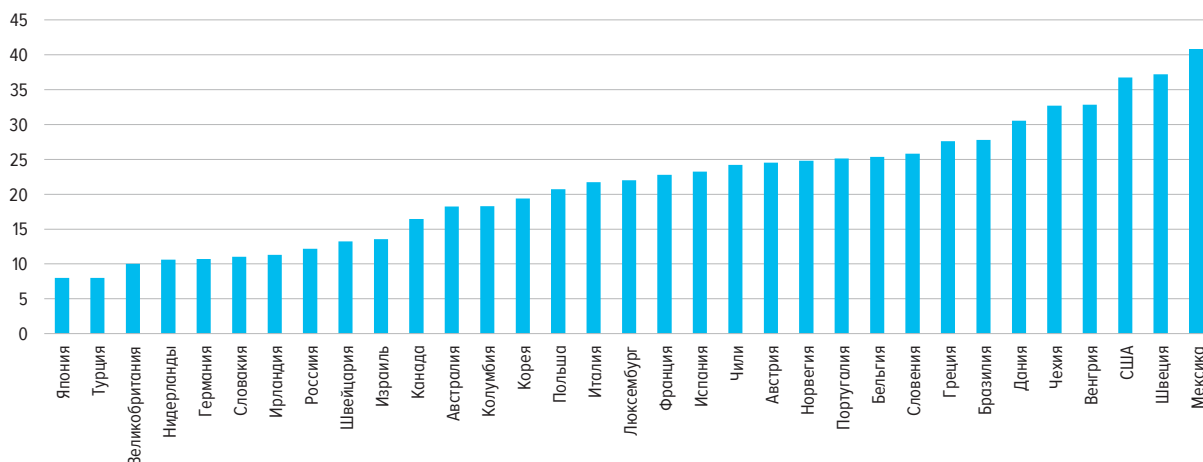
НЕТТО-ПОКУПКИ АКЦИЙ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ И НЕРЕЗИДЕНТАМИ

Рис. 17



ДОЛЯ АКЦИЙ В СТРУКТУРЕ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ НАСЕЛЕНИЯ (%)

Рис. 18



Источник: ОЭСР.

На текущий момент существенная часть физических лиц покупает и в последующем не продает акции. На рынке преобладает стратегия buy and hold. Из всех нетто-покупок примерно 18% совершают инвесторы, которые на протяжении последних полутора лет вообще не продавали купленные акции. Инвесторы, которые продали менее 35% купленного портфеля, занимают 60% в нетто-покупках. Средний срок удержания проданной части позиции такими инвесторами на рынке акций составляет около 220 торговых дней.

В целом можно сказать, что склонность населения инвестировать на длительный срок формировала в последние два года устойчивый спрос на фондовом рынке и способствовала его росту. Тем не менее высокая доля неквалифицированных инвесторов на фондовом рынке может способствовать реализации рисков финансовой стабильности при формировании тренда на снижение котировок акций на российском и мировом фондовых рынках.

В этом случае поведение физических лиц как инвесторов может быть более волатильным и сложно прогнозируемым, выступая в том числе и проциклическим фактором рыночной динамики. В целях снижения потенциала таких рисков Банк России осуществляет мероприятия по повышению квалификации частных инвесторов, ограничению количества сложных продуктов, доступных неквалифицированным инвесторам, а также выступает за развитие институтов коллективных инвестиций, что позволит профессионально управлять портфелями частных лиц, в том числе в периоды повышенной волатильности.

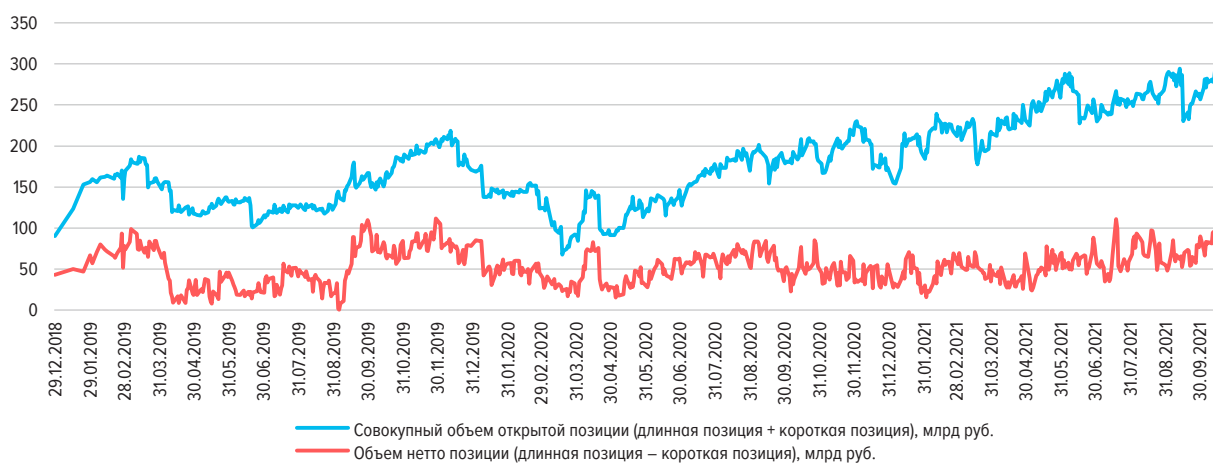
2.2. Розничные инвесторы на срочном рынке

- **Доступность финансовых продуктов для физических лиц способствовала их притоку не только на фондовый, но и на срочный рынок. Розничные инвесторы предпочитают фьючерсы с такими базовыми активами, как доллар США (33%), индекс РТС (15%), нефть марки Brent (15%) и золото (8%).**
- **Большая часть совокупной позиции сформирована состоятельными инвесторами. Около 70% длинных позиций и 80% коротких позиций открывают физические лица с позицией, превышающей 10 млн рублей. Вместе с тем более 75% инвесторов имеют позицию не более 1 млн рублей.**

За последние полтора года произошли структурные изменения в модели поведения населения на финансовом рынке. Наряду с повышением вложений населения в ценные бумаги наблюдается рост активности физических лиц на срочном рынке Московской Биржи. С марта 2020 г. открытые позиции физических лиц на рынке фьючерсов Московской Биржи возросли

ОБЪЕМЫ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА РЫНКЕ ФЬЮЧЕРСОВ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ

Рис. 19



Источник: ПАО Московская Биржа.

с примерно 100 млрд руб. до 290 млрд руб., то есть в 2,9 раза (рис. 19). Также значительно увеличилось количество физических лиц, имеющих открытые позиции: с 40 тыс. в начале 2019 г. до 90 тыс. в конце октября 2021 года.

Основными базовыми активами преимущественно являются доллар США (33%), индекс РТС (15%), нефть марки Brent (15%), золото (8%). Стоит отметить, что за последние полтора года значительно выросла доля открытых позиций на золото – с 3,4% в начале 2020 г. до 6,8% в октябре 2021 года.

Среди инструментов срочного рынка наибольшей популярностью у населения пользуются фьючерсы, в меньшей степени опционы. Совокупный объем открытых позиций физических лиц по фьючерсным контрактам по состоянию на 20 октября 2021 г. составил 287 млрд руб., по опционам – 2,8 млрд рублей (объемы базовых активов в открытых позициях – 157 млрд руб.). Таким образом, население больше предпочитает использовать инструменты без ограничений на размер потерь, что при повышении ценовой волатильности может нести риски для розничных инвесторов.

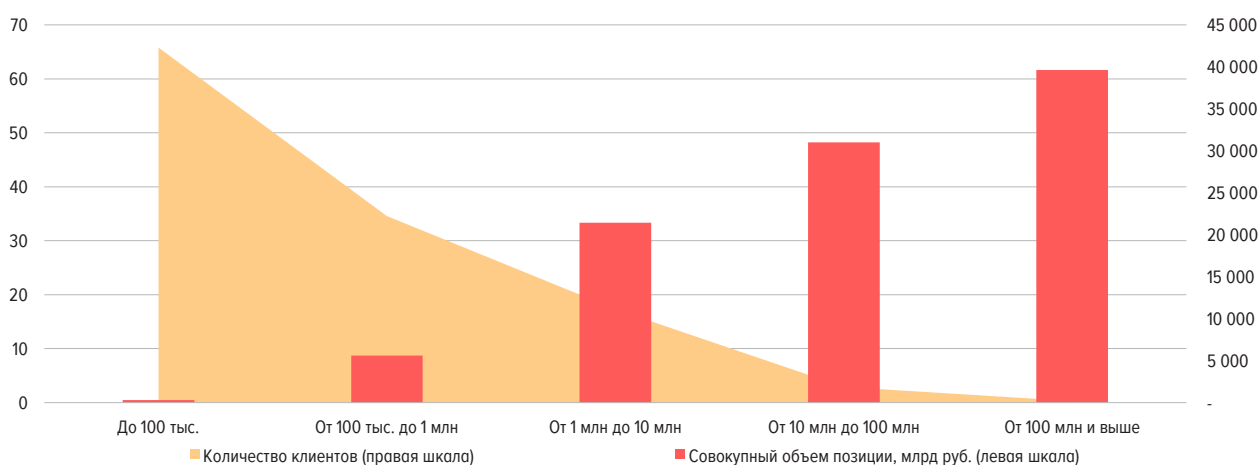
Реализация рисков происходит при значительных изменениях в цене биржевого инструмента, при которых биржа повышает требования к гарантийному обеспечению. В ходе дневной торговой сессии при существенном изменении цены биржевого инструмента ценовые границы торгового диапазона двигаются автоматически с минимальной задержкой. Поэтому инвесторам следует внимательно следить за движением рынка, своевременно вносить вариационную маржу и при необходимости вовремя закрывать позицию.

Ценовая волатильность может возрастать настолько стремительно, что розничные инвесторы не успевают вовремя закрыть позиции и терпят убытки. Подобный случай произошел на срочном рынке Московской Биржи в апреле 2020 года. Из-за резкого снижения цены нефти марки WTI на иностранных площадках расчетные фьючерсы на WTI на Московской Бирже стали зеркально снижаться в цене. Во избежание нарастания потерь инвесторов Московской Бирже пришлось оставить торги. Те инвесторы, которые ранее открыли длинные позиции и не успели их закрыть, потеряли деньги.

В случае значительного роста биржевых цен убытки могут понести инвесторы, которые открыли короткие позиции. Например, в январе 2021 г. вслед за манипуляцией с акциями Gamestop на американском рынке от инвесторов-активистов шли призывы сделать аналогичный short-squeeze на рынке серебра. В случае реализации массовой покупки фьючерсов на серебро цены на него могли бы взлететь с той же скоростью, с какой падала фьючерсная цена на WTI. Тем не менее, в отличие от акций Gamestop, на рынке фьючерсов на серебро нет существенных коротких позиций, поэтому риски такого развития событий были ограничены.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДЛИННЫХ ПОЗИЦИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

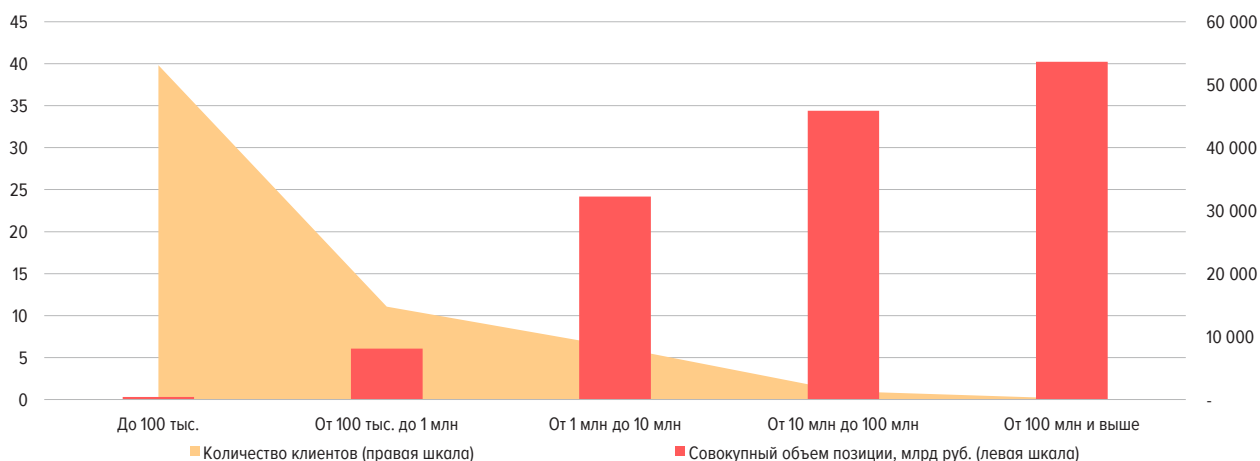
Рис. 20



Источник: ПАО Московская Биржа.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ КОРОТКИХ ПОЗИЦИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ

Рис. 21



Источник: ПАО Московская Биржа.

В целом по всем инструментам на срочном рынке Московской Биржи физические лица открыли преимущественно длинные позиции. По состоянию на 20 октября 2021 г. на длинные позиции приходилось 187 млрд руб., на короткие – 101 млрд рублей. Короткие позиции преобладают во фьючерсных контрактах на индексы РТС (28 млрд руб.) и МосБиржи (1 млрд руб.), однако их размеры несопоставимо ниже объема купленных физическими лицами акций российских эмитентов (252,7 млрд руб. за апрель – сентябрь 2021 г.)¹. По фьючерсам на остальные базовые активы физические лица занимают в основном длинную позицию, поэтому для населения ключевыми остаются downside risks, особенно в классе товарных производных инструментов.

Важно отметить, что подавляющая часть как длинной (около 70%), так и короткой (около 80%) открытых позиций (по объему) на срочном рынке формируется состоятельными инвесторами. Размер открытой позиции по каждому инвестору превышает 10 млн рублей (рис. 20). Существенный размер совокупной длинной (около 20%) и короткой позиций (около 15%) занимают обеспеченные физические лица (рис. 21), у которых размер позиции превышает 1 млн рублей. И, наконец, оставшийся небольшой объем рынка (5–10%) приходится на инвесторов с разме-

¹ См. раздел 2.1. «Розничные инвесторы на рынке акций».

ром вложений не более 1 млн рублей. По количеству инвесторов эта часть рынка наиболее массовая и охватывает более 60 тыс. человек.

Таким образом, в отличие от рынка акций на срочном рынке присутствует много состоятельных клиентов. Наиболее уязвимыми к рискам ценовой волатильности срочного рынка Московской Биржи остаются инвесторы массового сегмента, в первую очередь, в силу ограниченных финансовых ресурсов, а также, вероятно, более низкого уровня квалификации для совершения операций с производными инструментами. В этой связи важным направлением развития рынка должно стать расширение практики тестирования неквалифицированных инвесторов и общего повышения уровня их финансовой грамотности.