



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 3

ИЮНЬ 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](mailto:reports@cbr.ru).

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



## РЕЗЮМЕ

В настоящем обзоре рассматриваются тенденции на российском финансовом рынке за июнь 2018 г., анализируются факторы, которые могут оказывать влияние на оценку рыночных рисков.

### *Риски оттока средств нерезидентов с формирующихся рынков (ЕМЕ)*

В условиях пересмотра рыночных ожиданий в сторону более быстрой нормализации денежно-кредитной политики ФРС США и обострения рисков глобального протекционизма отток средств нерезидентов является одним из ключевых потенциальных факторов риска для многих ЕМЕ. В последние месяцы снижение аппетита к риску среди глобальных инвесторов привело к достаточно существенным распродажам на финансовых рынках ЕМЕ. В отдельных странах масштаб распродаж сопоставим с распродажами в период роста рыночной волатильности в мае-июне 2013 г. (в преддверии начала выхода ФРС США из программы количественного смягчения). Выход нерезидентов с рынка государственного долга России был умеренным и не оказал заметного влияния на устойчивость ключевых показателей финансового рынка, что обусловлено стабильной макроэкономической ситуацией в России и сохранением высокого уровня цен на нефть.

### *Меры Банка России по девальютации активов и обязательств банковского сектора*

Нормализация политики ФРС США будет вести к дальнейшему росту стоимости валютного финансирования и удорожанию доллара США. В этих условиях актуальным является вопрос ограничения валютных рисков для финансовой системы и экономики, особенно для ЕМЕ с высокой долей валютной составляющей в активах и пассивах банковского сектора. Банк России на фоне возобновления роста валютного кредитования в отдельных отраслях повысил коэффициенты риска по кредитам в иностранной валюте для юридических лиц, выданным с 1 июля 2018 года. Кроме того, Банк России проводит регулярный мониторинг уровня валютизации обязательств и при необходимости может использовать изменение нормативов обязательных резервов (НОР) по обязательствам в иностранной валюте.

## 1. ОТТОК СРЕДСТВ НЕРЕЗИДЕНТОВ С ФОРМИРУЮЩИХСЯ РЫНКОВ

Пересмотр ожиданий по нормализации денежно-кредитной политики ФРС США и обострение рисков глобального протекционизма привели в июне 2018 г. к усилению рыночной напряженности в ЕМЕ, в том числе в России. Повышение диапазона базовой процентной ставки ФРС США на 25 б.п., до 1,75–2%, на заседании 12–13 июня, а также сигналы о четырех повышениях базовой процентной ставки по итогам 2018 г. обусловили дальнейшее снижение склонности глобальных инвесторов к риску и отток капитала из ЕМЕ. Дополнительным негативным фактором стало обострение торговых споров – введение взаимных пошлин в несколько этапов США и Китаем, введение пошлин со стороны США на импорт стали и алюминия из ЕС, Канады и Мексики начиная с 1 июня и последовавшая за этим разработка ответных мер в отношении США. Торговые споры усилили беспокойство инвесторов по поводу замедления роста глобальной экономики и способствовали дальнейшим распродажам на фондовых и долговых рынках ЕМЕ.

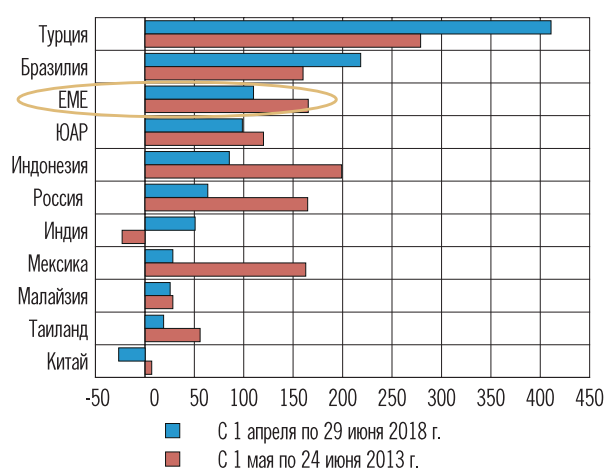
В июне продолжился рост доходностей государственных облигаций ЕМЕ и расши-

рение премии за риск по суверенным CDS. Доходности 10-летних государственных облигаций в 10 крупнейших ЕМЕ в среднем выросли на 40 б.п. (в России – на 36 б.п.), премия по CDS на срок 5 лет – в среднем на 16 б.п., до 147 б.п. (в России – на 4 б.п., до 140 б.п.). Однако рост данных показателей на текущем этапе цикла ужесточения политики ФРС США в среднем для основных ЕМЕ пока меньше по сравнению с периодом мая-июня 2013 г., когда руководитель ФРС Б. Бернанке сделал заявление о начале сворачивания программы количественного смягчения (taper tantrum) (рис. 1, 2). В России рост указанных показателей меньше, чем во многих ЕМЕ, и меньше, чем в 2013 году.

Отмечалось расширение спреда между доходностями ЕМЕ и казначейскими облигациями США (UST), в том числе в России (рис. 3). Расширение спреда доходностей в России началось в апреле и было связано с ужесточением санкционной политики США. Затем произошло некоторое сужение спреда, связанное с переоценкой эффекта санкций, но уже в начале июня рост возобновился на фоне общей тенденции оттока средств из стран ЕМЕ. Анало-

Рисунок 1

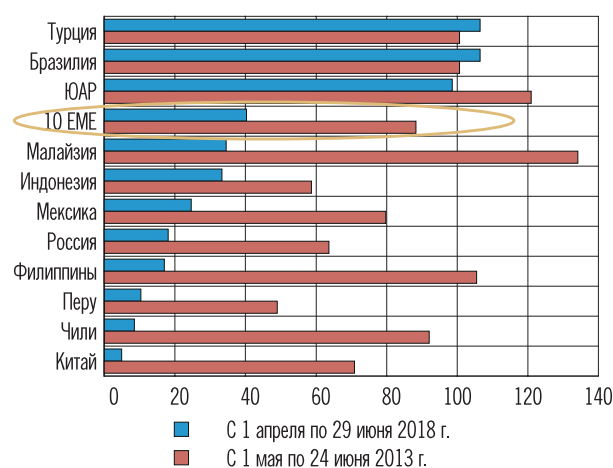
Изменение доходностей гособлигаций в ЕМЕ  
(б.п.)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 2

Изменение премий по CDS в ЕМЕ  
(б.п.)



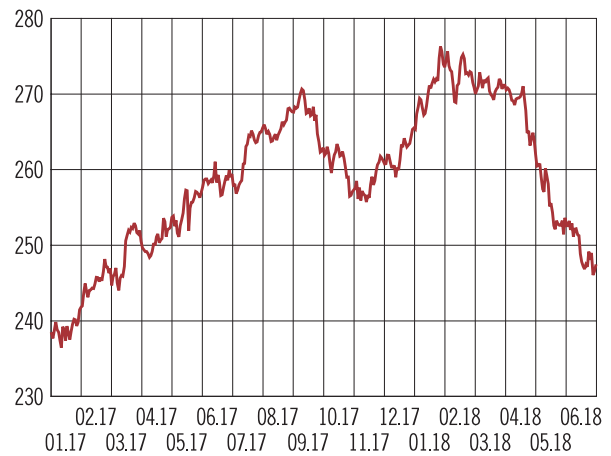
Источник: Bloomberg.

Рисунок 3  
Спреды между доходностями суверенных бумаг ЕМЕ\*  
и доходностями UST  
(б.п.)



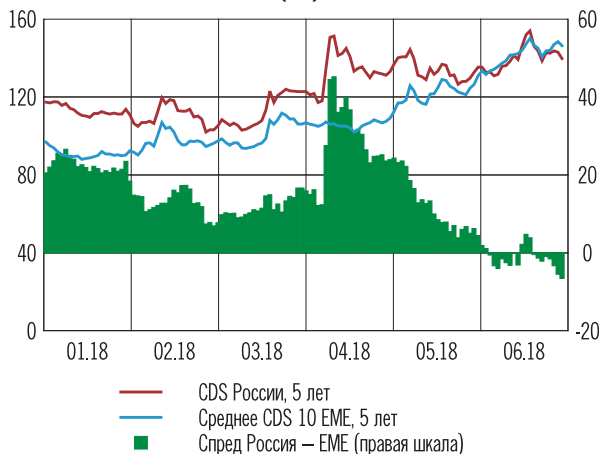
\* J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index, который рассчитывается как взвешенный индекс по рыночной капитализации для облигаций, номинированных в иностранной валюте по 31 инструменту из 21 ЕМЕ.  
Источник: Bloomberg.

Рисунок 5  
Индекс привлекательности стратегии керри-трейд  
для восьми ЕМЕ



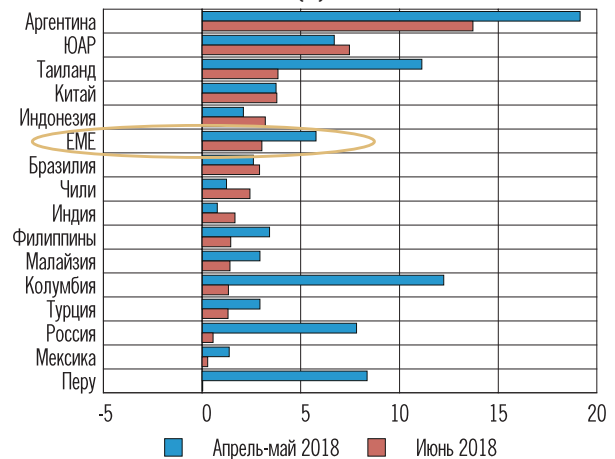
Источник: Bloomberg.

Рисунок 4  
Динамика премий по CDS  
России и ЕМЕ  
(б.п.)



Источник: Bloomberg.

Рисунок 6  
Ослабление национальных валют стран ЕМЕ  
к доллару США  
(%)



Источник: Bloomberg.

гичную динамику демонстрировал показатель премии за риск по суверенным CDS России. При этом в июне рост премии по CDS России достиг максимума за 2018 г. (рис. 4). Вместе с тем благодаря повышению цен на нефть рост CDS России в апреле-июне 2018 г. был менее значительным по сравнению с другими ЕМЕ.

Повышение доходности долларовых финансовых инструментов привело к снижению привлекательности стратегии керри-трейд с финансовыми активами ЕМЕ, которая подразумевает привлечение средств в валюте с низкой процентной ставкой (евро или доллар) и инвестирование в валюту с высокой процентной ставкой (валюта ЕМЕ). Сводный

индекс Bloomberg<sup>1</sup>, показывающий, насколько прибыльна стратегия керри-трейд для восьми ЕМЕ (Бразилия, Мексика, Индия, Индонезия, ЮАР, Турция, Венгрия, Польша), в июне 2018 г. достиг минимума с марта 2017 г. на фоне ослабления национальных валют ЕМЕ относительно доллара США (рис. 5, 6).

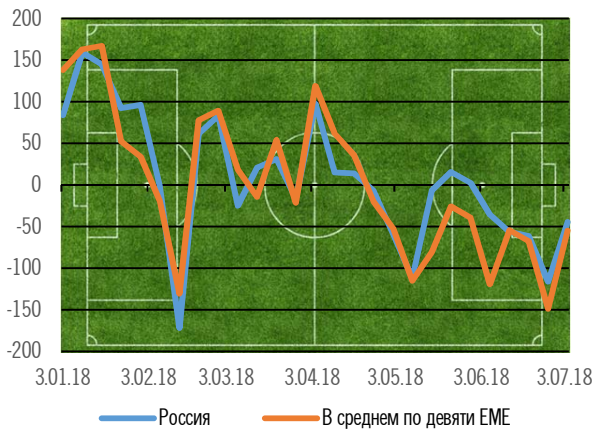
Снижение склонности к риску среди инвесторов вызвало оттоки капитала из ЕМЕ (по данным EPFR<sup>2</sup>). Динамика нетто-оттоков капитала из России близка к динамике нет-

<sup>1</sup> Bloomberg Cumulative FX Carry Trade Index for 8 Emerging Market Currencies, который измеряет накопленный общий доход от стратегии «купи и держи» по керри-трейд для восьми ЕМЕ.

<sup>2</sup> Emerging Portfolio Fund Research, epfr.com.

Рисунок 7

### Динамика чистого притока/оттока капитала в облигации / из облигаций ЕМЕ\* и России (данные за неделю, млн долл. США)



\* Бразилия, Индия, Индонезия, Малайзия, Мексика, Филиппины, ЮАР, Таиланд, Турция.  
Источник: EPFR Global.

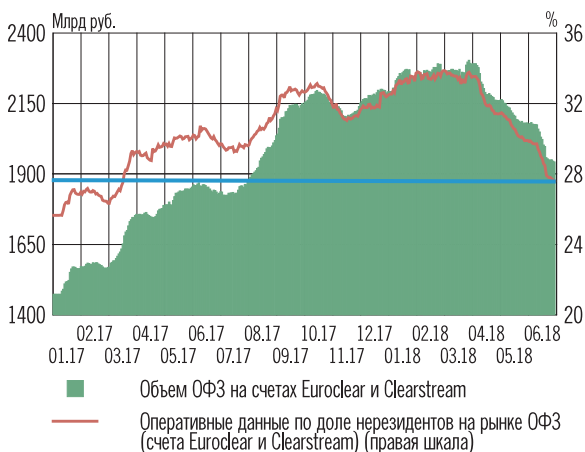
то-оттоков капитала из ЕМЕ (рис. 7). В июне 2018 г. чистый отток капитала из фондов, инвестирующих в облигации России, составил 270 млн долл. США (в среднем по девяти ЕМЕ показатель составил 390 млн долл. США).

**На российском финансовом рынке стратегия керри-трейд реализовывалась двумя способами:**

- покупка и удерживание ОФЗ в портфеле с целью получения относительно высокого процента купонной доходности и положительной переоценки ценной бумаги при общем снижении процентных ставок в экономике;
- заключение валютного свопа с целью размещения рублевой ликвидности и одновременная продажа валюты на рынке спот.

Рисунок 8

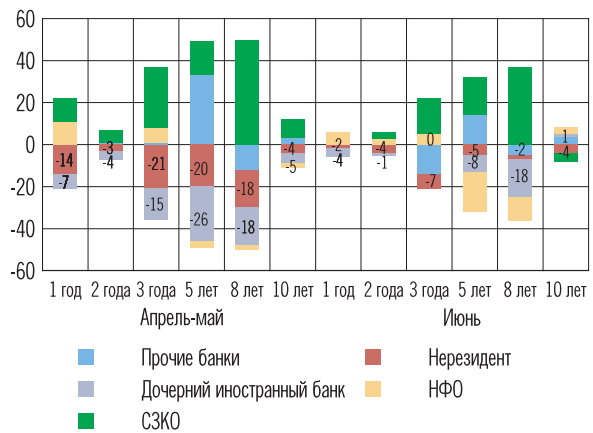
### Динамика объема ОФЗ на счетах Euroclear и Clearstream и доля по отношению ко всему рынку



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 9

### Динамика биржевых торгов ОФЗ в разбивке по типу участников и дюрациям (млрд руб.)



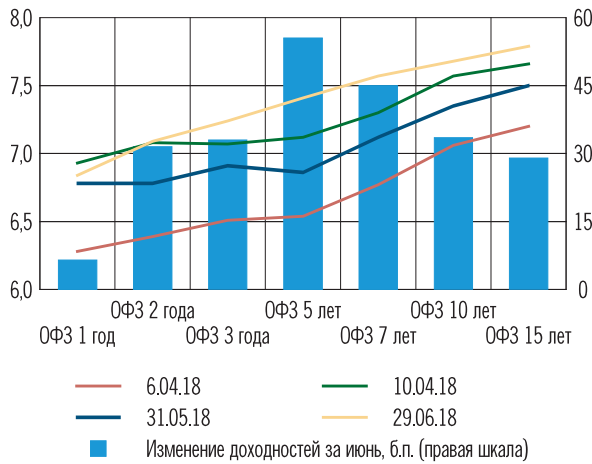
Источник: Московская Биржа.

**На рынке ОФЗ в июне 2018 г. сохранялась тенденция к сокращению объема вложений в ОФЗ со стороны нерезидентов.** По оперативным данным, отношение остатков на счетах иностранных депозитариев (Euroclear и Clearstream) в НРД к общему объему рынка ОФЗ снизилось с 29,9% на начало июня до 27,6% по состоянию на 29 июня (рис. 8). Стоит отметить, что данная оперативная информация не покрывает весь портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, так как часть бумаг у нерезидентов учитывается в других депозитариях или у других организаций, торгующих ОФЗ за счет клиента<sup>3</sup> (соответствующий показатель будет опубликован Банком России в начале августа 2018 г.). При этом в июне 2018 г. нерезиденты и дочерние организации продали ОФЗ на 56 млрд руб. (рис. 9). Поддержку рынку ОФЗ оказывали локальные инвесторы (в основном системно значимые кредитные организации), которые выкупали ОФЗ у нерезидентов. Основные продажи происходили по бумагам с дюрацией 5–8 лет.

**На фоне выхода нерезидентов из ОФЗ кривая доходности сдвинулась вверх.** Наиболее существенно выросли доходности в сроках 5–7 лет до погашения (рис. 10), за июнь сдвиг

<sup>3</sup> В среднем объем ОФЗ у нерезидентов, по данным официальной отчетности 0409711 ([http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/debt/table\\_ofz.xlsx](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/debt/table_ofz.xlsx)), в 2018 г. был больше на 46 млрд руб., что составляет 2% от среднего портфеля ОФЗ у нерезидентов в 2018 году.

Рисунок 10  
Сдвиги кривой доходностей ОФЗ  
(б.п.)



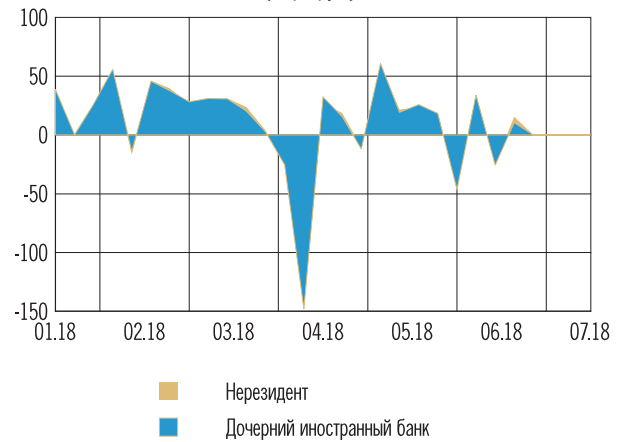
Источник: Bloomberg.

по всем срокам в среднем составил 33 базисных пункта.

**Сворачивание стратегии керри-трейд прослеживалось и на валютном рынке.** В июне 2018 г. нерезиденты и дочерние банки иностранных банков, работающие в России, сократили объемы рублевой ликвидности (на 220 млн. долл. США по сравнению со средним значением за январь-май 2018 г.), которую они размещали на валютных свопах, и одновременно купили валюту на российском рынке на 12 млрд руб. (рис. 11, 12). При этом большую часть 2018 г. нерезиденты и дочерние иностранные банки являлись чистыми нетто-продавцами валюты на рынке спот (за исключением начала апреля), а на рынке своп их нетто-позиция за январь-май в среднем была больше на 0,4 млрд долл. США по сравнению с июнем.

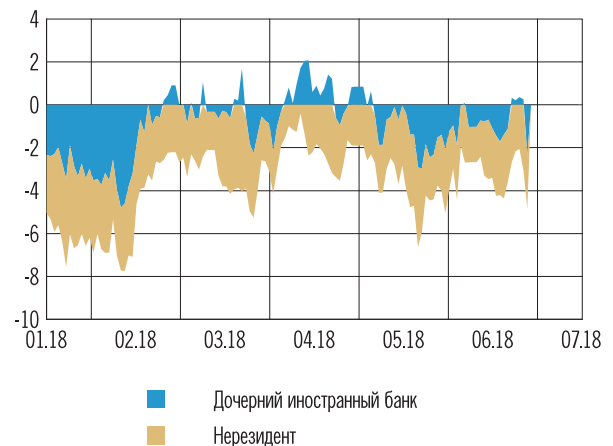
**В целом выход нерезидентов с рынка государственного долга России в июне был умеренным и не оказал заметного влияния на устойчивость ключевых показателей фи-**

Рисунок 11  
Покупка/продажа валюты нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютном рынке спот  
(млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 12  
Динамика открытых позиций нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютных свопах (до недели)  
(млрд долл. США)



Источники: Московская Биржа, НКО АО НРД.

**нансового рынка:** снижение курса рубля к доллару США было незначительным, рост доходностей суверенных облигаций и CDS был ниже, чем в основных EME.



## 2. МЕРЫ БАНКА РОССИИ ПО ДЕВАЛЮТИЗАЦИИ АКТИВОВ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА

Нормализация политики ФРС США будет вести к дальнейшему росту стоимости валютного финансирования и удорожанию доллара США. В этих условиях актуальным является вопрос ограничения валютных рисков для финансовой системы и экономики, особенно для ЕМЕ с высокой долей валютной составляющей в активах и пассивах банковского сектора.

В России в последнее время отмечается замедление процесса девальютации банковского сектора. Уровень валютизации обязательств банковского сектора сократился с 35,6% на 1.05.2016 до 28,2% на 1.06.2018, активов – с 28,6 до 21,7% соответственно<sup>1</sup>. С начала 2018 г. годовые темпы снижения валютных активов и пассивов замедлились по сравнению с 2016 г. (рис. 13). Годовые темпы снижения валютных активов на 1 июня 2018 г. составили 7%, годовые темпы снижения валютных обязательств – 5%.

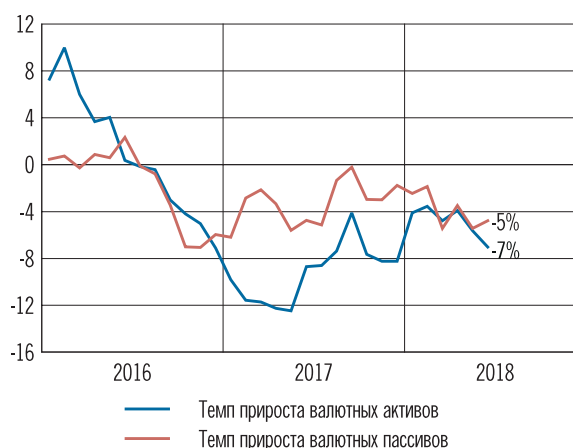
В целях дестимулирования валютизации банковских операций Банк России использует макропруденциальные инструменты. Весной 2016 г. Банк России ввел повышенные коэффициенты риска по валютным требованиям к заемщикам, не имеющим достаточного объема экспортной выручки для погашения долгов, и по вложениям в долговые ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте. На фоне возобновления роста валютного кредитования в отдельных отраслях (рис. 14) Банк России повысил коэффициенты риска по кредитам в иностранной валюте для юридических лиц, выданным с 1 июля 2018 года. По кредитам на цели приобретения недвижимости коэффициенты риска повышаются с 130 до 150%, по требованиям к экспортерам – с 100 до 110%, по про-

чим требованиям в иностранной валюте – с 110 до 130%.

В 2016 г. Банк России также использовал инструмент, оказывающий воздействие на пассивную сторону баланса банков, – норматив обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте. В 2016 г. в целях дестимулирования роста валютных обязательств в структуре пассивов кредитных организаций Банк России повысил НОР на 1,75 п.п.

Рисунок 13

Годовые темпы прироста валютизации активов и пассивов банковского сектора (с устранением фактора валютной переоценки, %)



Источник: Банк России.

Рисунок 14

Изменение ссудной задолженности по кредитам юридическим лицам в иностранной валюте с 1 мая 2017 г. по 1 мая 2018 г. (млрд долл. США)



Источник: Банк России.

<sup>1</sup> В состав активов в иностранной валюте включены кредиты и прочие размещенные средства, предоставленные нефинансовым организациям и физическим лицам, а также вложения в долговые обязательства, в состав пассивов в иностранной валюте – вклады физических и юридических лиц, средства клиентов на счетах. Устранено влияние изменения курса рубля (курс на 1.06.2018).

Рисунок 15



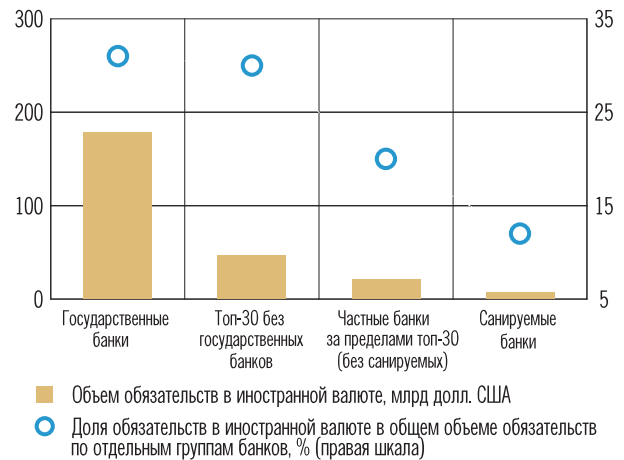
Источник: Банк России.

по валютным обязательствам перед физическими лицами и на 2,75 п.п. по иным обязательствам в иностранной валюте.

При этом в настоящее время сохраняется отставание темпов девальютизации обязательств банковского сектора от темпов девальютизации активов (рис. 13). Гэп между обязательствами и активами банков в иностранной валюте увеличивается: с начала 2017 г. он вырос с 26,2 до 44,5 млрд долл. США (рис. 15). Максимальный уровень валютизации

Рисунок 16

**Объем и доля валютных обязательств кредитных организаций в распределении по участникам на 1 июля 2018 г.**



Источник: Банк России.

обязательств в разрезе групп участников финансового рынка наблюдается в государственных банках и частных банках из топ-30 (30%). Однако и в прочих частных банках (за исключением saniруемых) он находится на высоком уровне (20%). Банк России проводит регулярный мониторинг уровня валютизации обязательств и при необходимости может вновь использовать изменение НОР по обязательствам в иностранной валюте.

## Ситуация с валютной ликвидностью

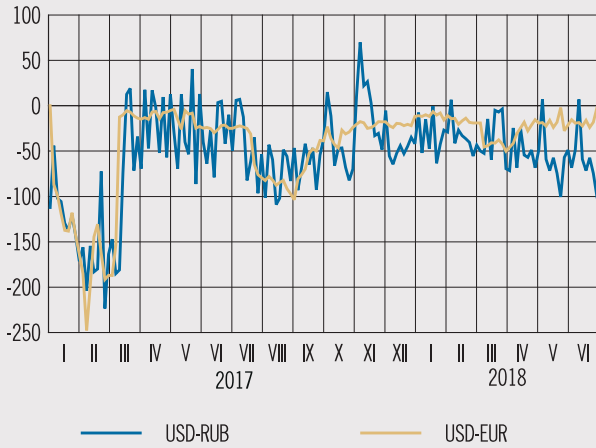
В июне 2018 г. ситуация с валютной ликвидностью оставалась стабильной, несмотря на некоторое расширение спредов вмененных ставок на валютных свопах и ставок МБК (однако расширение спредов было меньше, чем в конце 2017 г.). Соответствующие спреды на срок 1 месяц в конце месяца достигли 100 б.п., тогда как на внешних рынках расширения базисных спредов в июне не происходило (рис. 17). Однако расширение базисных спредов на валютных свопах было умеренным по сравнению со всплесками, наблюдавшимися в периоды конца кварталов в 2016–2017 гг. на внешних рынках и на российском рынке. В июне 2018 г. также происходил некоторый рост спроса на заимствование валюты у Банка России посредством свопов со стороны нескольких участников рынка. Однако объем предоставления валютной ликвидности Банком России был незначительным, что указывает на возможные действия случайных факторов.

Некоторое расширение базисных спредов на валютных свопах происходило на фоне сезонно низкого притока валюты по текущему счету и роста объемов покупки валюты Минфином России в рамках бюджетного правила в соответствии с ростом цен на нефть в мае. Вместе с тем ситуация с текущим

счетом была более благоприятной по сравнению с прошлыми периодами, что способствовало сохранению стабильности на валютном рынке в целом. По предварительной оценке Банка России, профицит текущего счета в II квартале 2018 г. составил 22,3 млрд долл. США против 1,9 млрд долл. США за аналогичный период 2017 года.

Рисунок 17

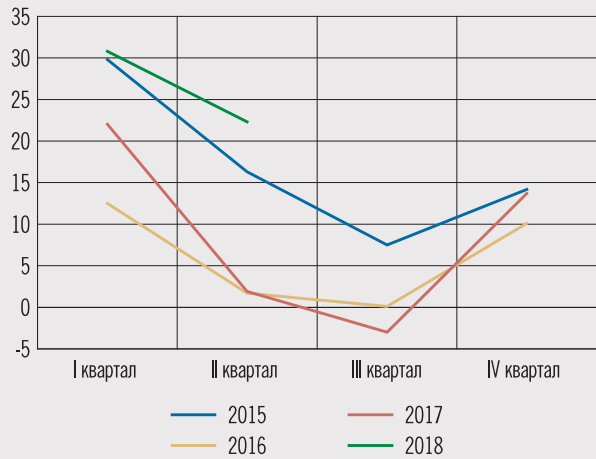
**Динамика спредов вмененных ставок на валютных свопах и ставок МБК на внутреннем и внешних рынках (1 месяц, б.п.)**



Источник: Банк России.

Рисунок 18

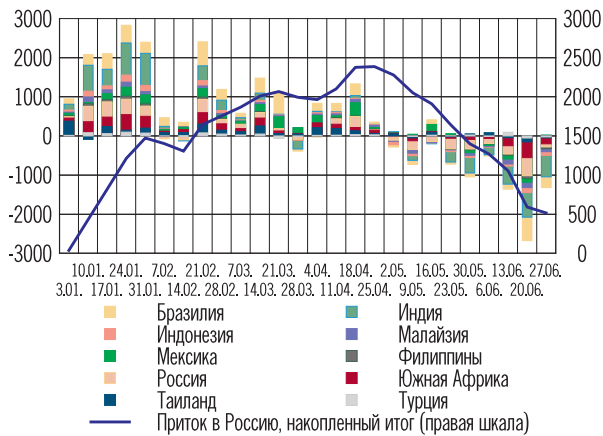
**Сальдо текущего счета платежного баланса Российской Федерации (млрд долл. США)**



# ПРИЛОЖЕНИЕ 1. СТАТИСТИКА ПО РЫНКАМ

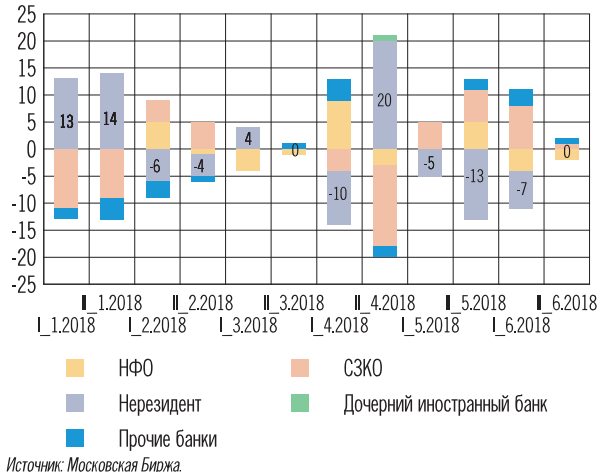
## Рынок ценных бумаг

**Рисунок 19**  
Приток капитала в фонды, инвестирующие в акции стран с развивающимися рынками (млн долл. США)



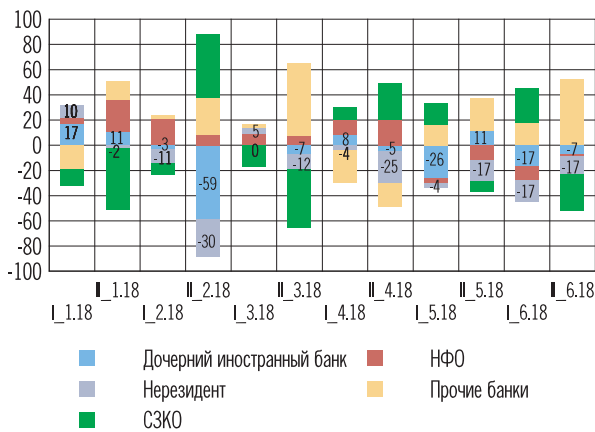
Источник: EPFR Global.

**Рисунок 21**  
Динамика нетто-покупок акций на биржевом рынке (данные за полмесяца, млрд руб.)



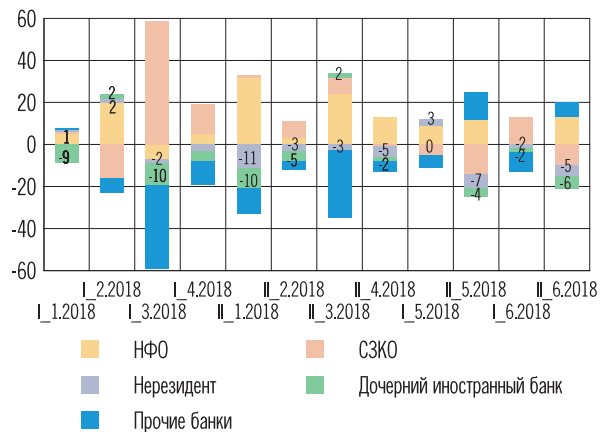
Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 20**  
Динамика структуры операций участников на рынке ОФЗ (данные за полмесяца, млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 22**  
Динамика нетто-покупок корпоративных облигаций на биржевом рынке (данные за полмесяца, млрд руб.)



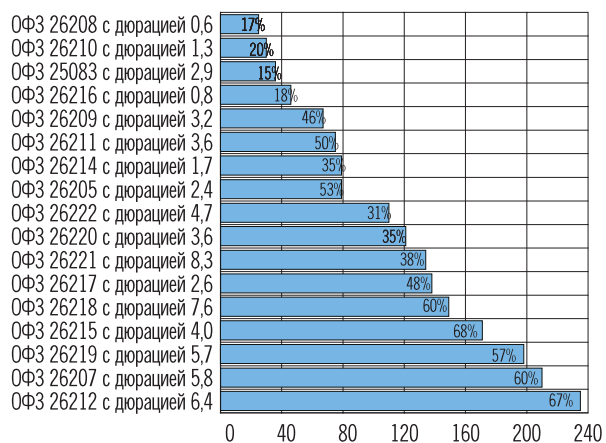
Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 23**  
**Динамика размещений ОФЗ на аукционах в 2018 г.**  
(млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

**Рисунок 24**  
**Объем вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля по бумагам, на 29 июня, млрд руб.**  
(бумаги с объемом вложений более 20 млрд руб.)

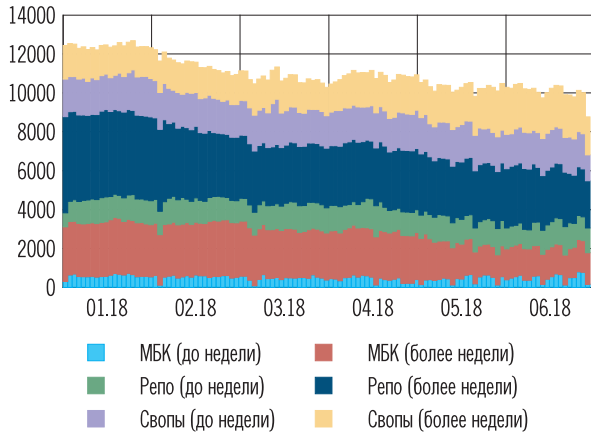


Источник: НК ОА НРД.

## Денежный рынок

**Динамика открытых позиций по инструментам**  
(млрд руб.)

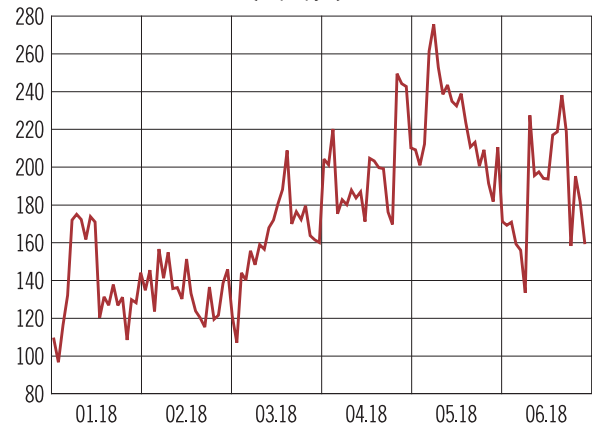
Рисунок 25



Источники: Банк России, Московская Биржа, НКО АО НРД.

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

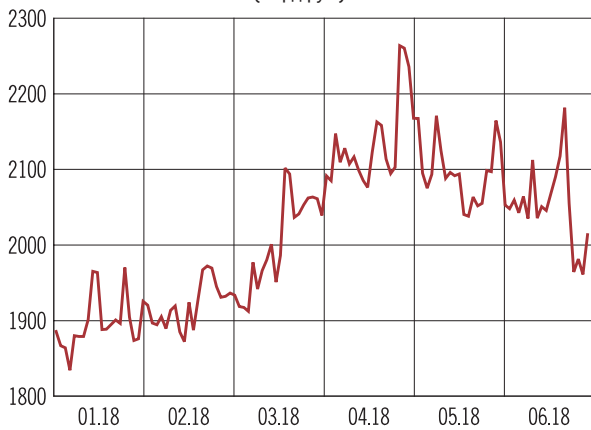
Рисунок 27



Источники: Банк России, Московская Биржа.

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

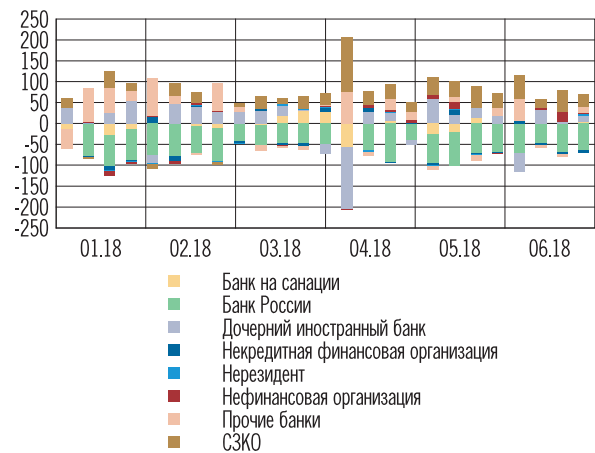
Рисунок 26



Источники: Банк России, Московская Биржа.

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

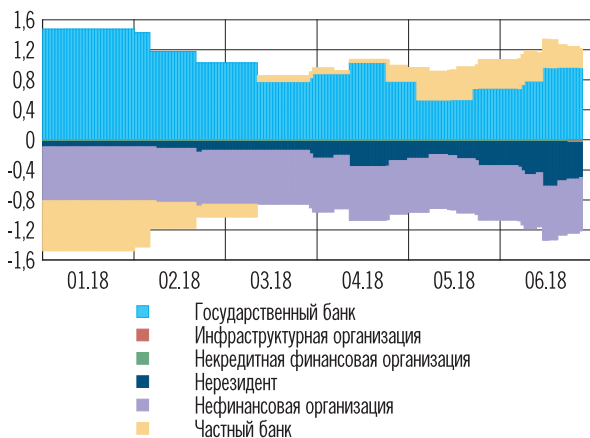
Рисунок 28



Источники: Банк России, Московская Биржа.

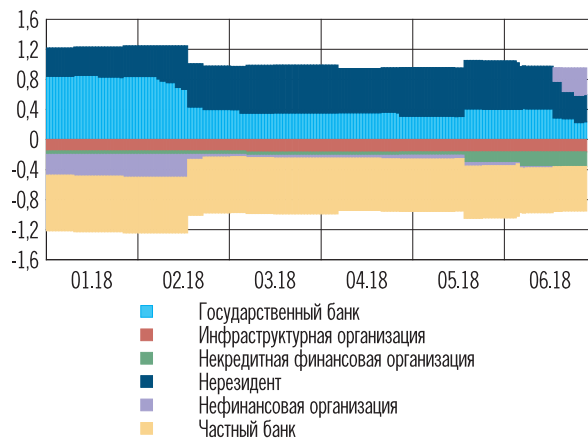
## Рынок деривативов

**Рисунок 29**  
**Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на валютно-процентных свопах под плавающую ставку**  
(млрд долл. США)



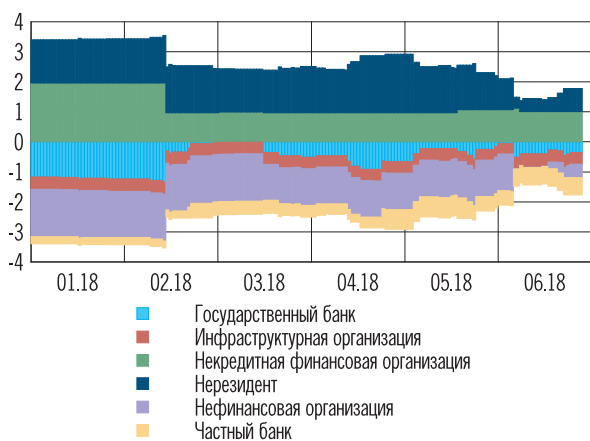
Источник: НКО АО НРД.

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



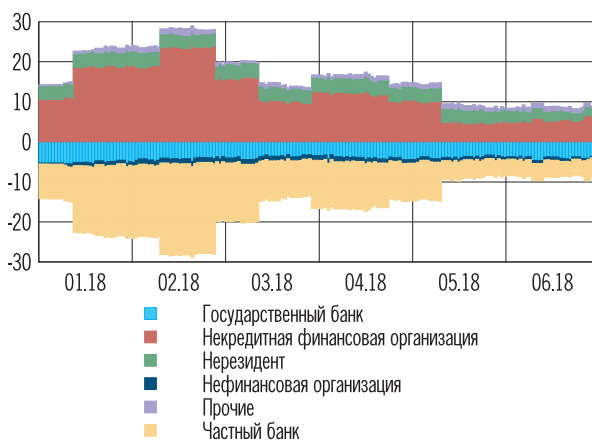
Источник: НКО АО НРД.

**Рисунок 30**  
**Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на валютно-процентных свопах под фиксированную ставку**  
(млрд долл. США)



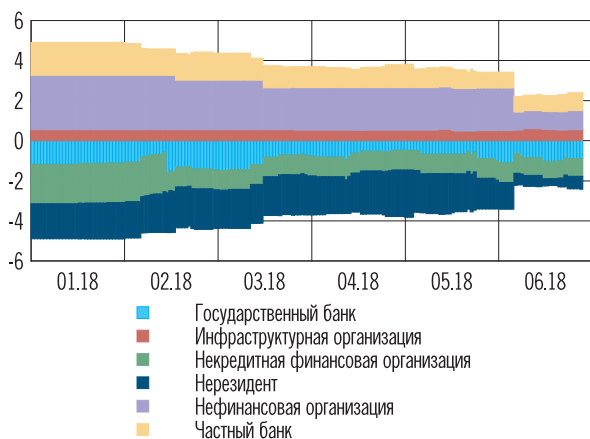
Источники: Банк России, НКО АО НРД.

**Рисунок 33**  
**Чистое предоставление/заимствование иностранной валюты на валютных форвардах**  
(млрд долл. США)



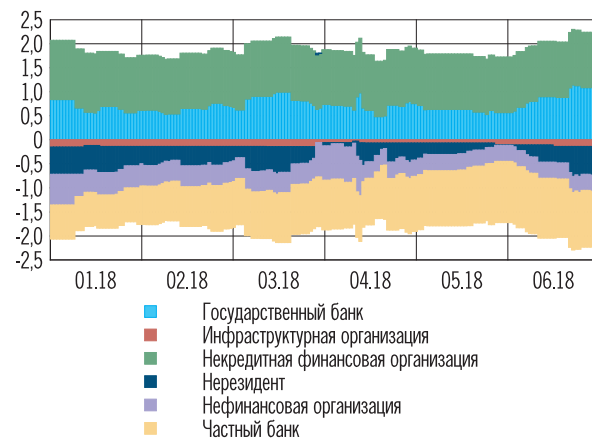
Источник: НКО АО НРД.

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



Источник: НКО АО НРД.

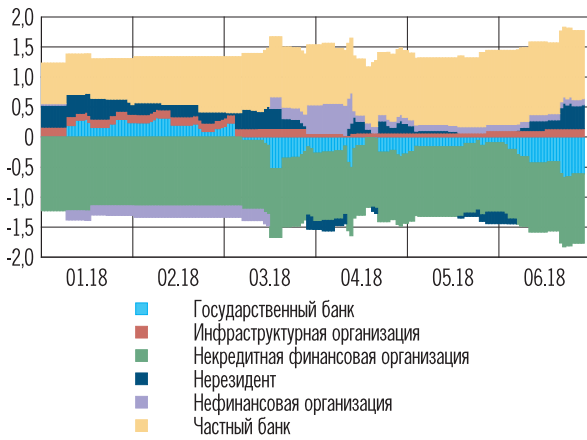
**Рисунок 34**  
**Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на процентных свопах под плавающую ставку**  
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 35

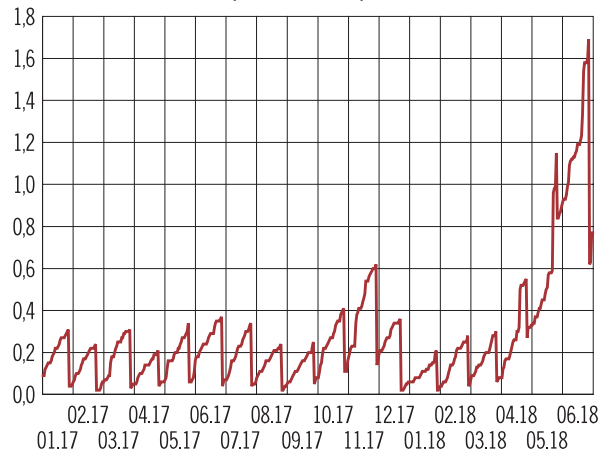
**Чистое размещение/заем рублевой ликвидности на процентных свопах под фиксированную ставку**  
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 38

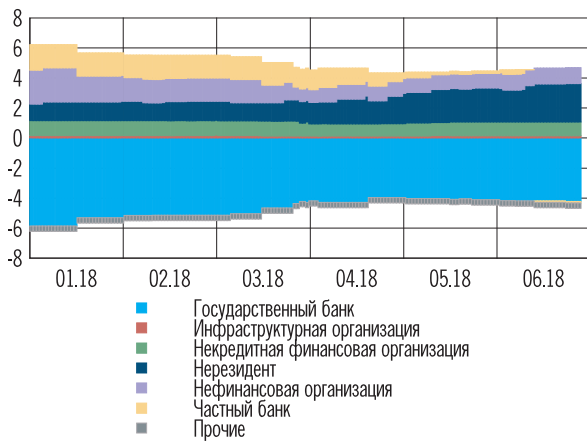
**Открытая позиция по биржевым опционам на нефть в 2018 г. в распределении по базовым активам**  
(млн долл. США)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 36

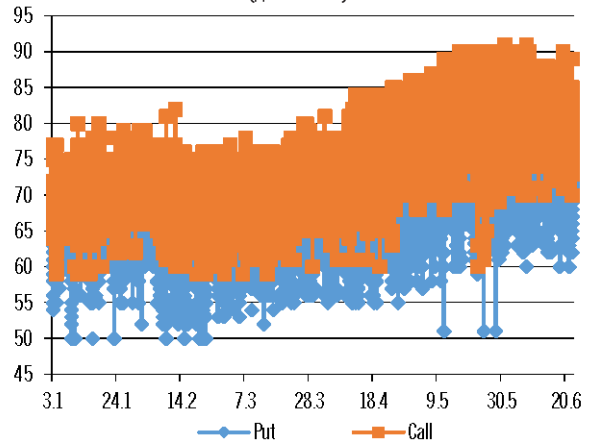
**Чистое размещение/заем валютной ликвидности на процентных свопах под плавающую ставку**  
(млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 39

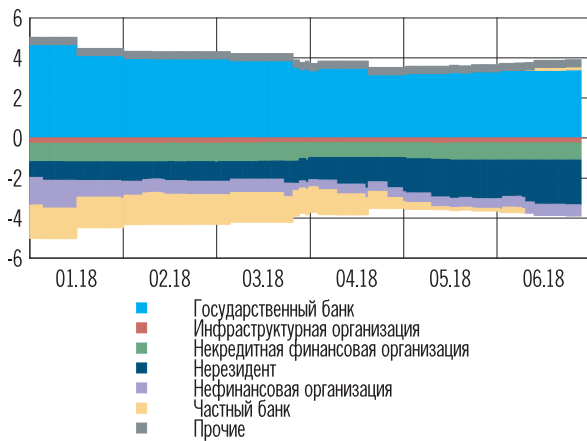
**Страйк-цены по биржевым опционам на нефть в распределении по типу (put, call)**  
(долл. США)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 37

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



Источник: НКО АО НРД.



## ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ДАННЫЕ ПО СДЕЛКАМ С НЕБИРЖЕВЫМИ ТОВАРНО-СЫРЬЕВЫМИ ДЕРИВАТИВАМИ

В соответствии с требованиями Федерального закона «О рынке ценных бумаг» и Указанием Банка России от 22.12.2017 № 4660-У «Об объеме и порядке раскрытия информации репозитарием» Приказом по НКО АО НРД 25.05.2018 утвержден Порядок расчета обобщенных показателей репозитарием НКО АО НРД.

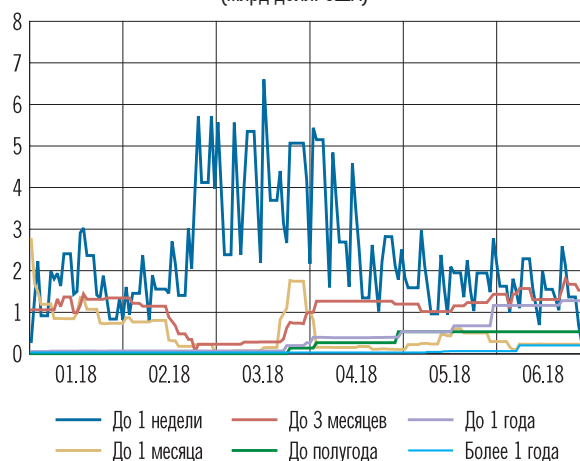
### Товарно-сырьевые форварды

Согласно статистике торгового репозитария НРД, за первую половину 2018 г. было заключено более двух тысяч поставочных и расчетных форвардных контрактов на товары и сырье, среднестатистический объем заключения сделок форвард и своп составляет 2305 млн долл. США, товарный опцион – 87 млн долл. США. Основными товарами для заключения форвардов являются золото (94%), серебро (1,4%), платина (0,4%), палладий (0,5%) и другие ценные металлы. Ценные металлы являются защитными активами, поэтому в периоды повышенной ры-

ночной волатильности участники рынка могут проявлять повышенный спрос на эти активы. Товарный форвард со срочностью до 1 недели являлся самым ликвидным, одновременно и самым волатильным.

Рисунок 41

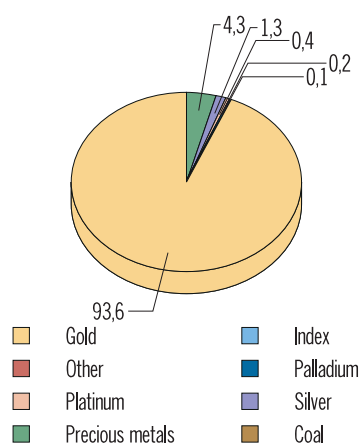
Открытая позиция по форвардам на золото в 2018 г. в распределении по срочностям (млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 40

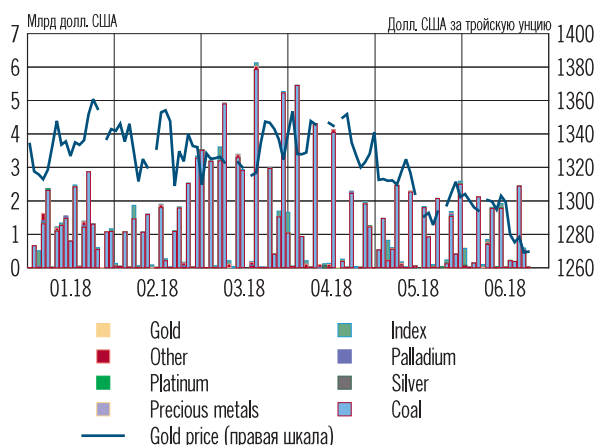
Заключенные товарные форварды в 2018 г. в распределении по базовым активам (%)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 42

Динамика заключения товарных форвардов в 2018 г. в распределении по базовым активам



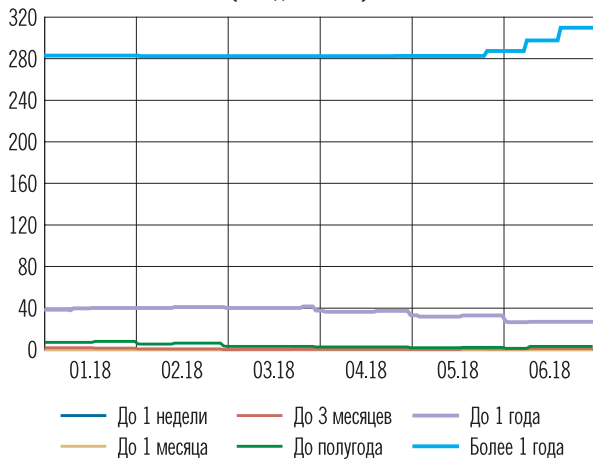
Источник: НКО АО НРД.

## Товарно-сырьевые внебиржевые опционы

Внебиржевые опционы не являются распространенным инструментом. В первой половине

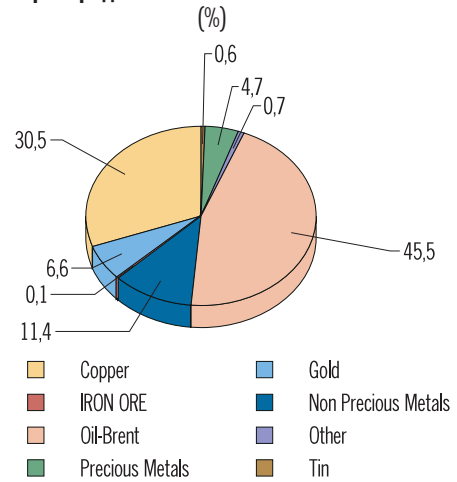
2018 г. заключено более 250 контрактов, из которых 46% – опционы на нефть, 30% – на уголь из расчета по опционным премиям.

Рисунок 43  
Открытая позиция по внебиржевым опционам на нефть в 2018 г. в распределении по сроностям (млн долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 44  
Заключенные внебиржевые товарные опционы в 2018 г. в распределении по базовым активам (%)



Источник: НКО АО НРД.

