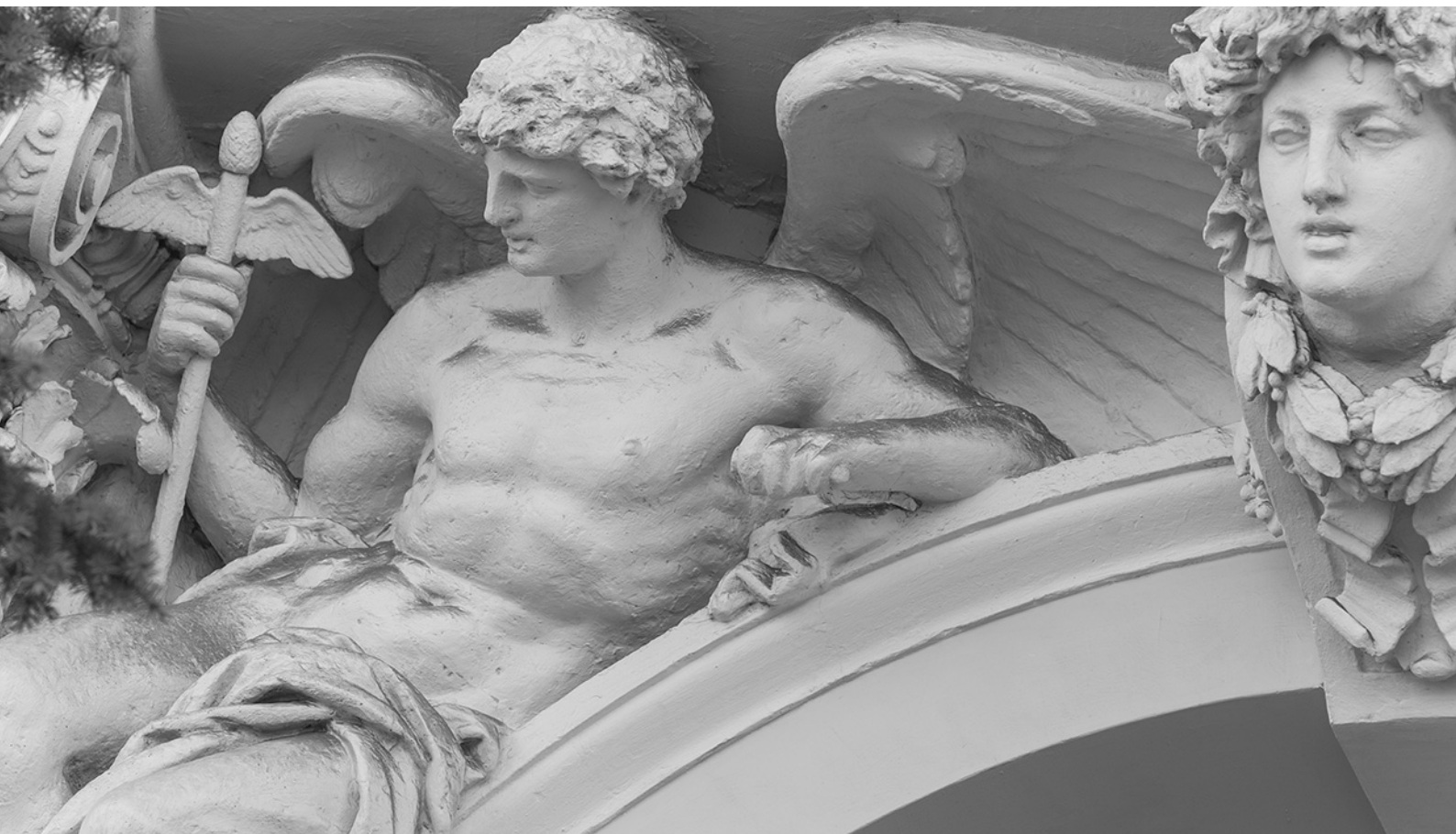




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 3

II КВАРТАЛ 2017

Информационно-
аналитические
материалы

**ОБЗОР РИСКОВ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

МОСКВА



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

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

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

Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	2
КАРТА РИСКОВ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА	3
РЕЗЮМЕ	4
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	6
1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке	6
1.2. Риски дефицита валютной ликвидности	9
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	14
2.1. Изменение структуры спроса на рынке ценных бумаг	14
2.2. Влияние рейтинговой реформы на рынок ценных бумаг	19
3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ	22
3.1. Роль нефинансовых компаний на рынке ПФИ и правовые риски сделок с их участием	22
ПРИЛОЖЕНИЯ	26
Приложение 1. Обзор условий европейских рынков кредитования ценными бумагами и внебиржевых деривативов	26
Приложение 2. Регуляторные новации на финансовых рынках	27
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	34
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ	35
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	35

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В соответствии со статьей 45.2 Федерального закона от 10.07.2002 №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России осуществляет мониторинг состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации. В целях информирования участников финансового рынка и других заинтересованных лиц о результатах мониторинга финансового рынка и выявленных рисках Банк России ежеквартально публикует «Обзор рисков финансовых рынков» (далее – Обзор).

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

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

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

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

Обзор не является официальным изданием Банка России, а представляет собой информационно-аналитический материал, посвященный анализу состояния и оценке рисков финансовых рынков в отчетном периоде. Обзор представлен в форме электронной публикации на русском и английском языках на официальном сайте Банка России в сети Интернет.

КАРТА РИСКОВ РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Рисунок 1

Сводный индекс рисков российского финансового рынка

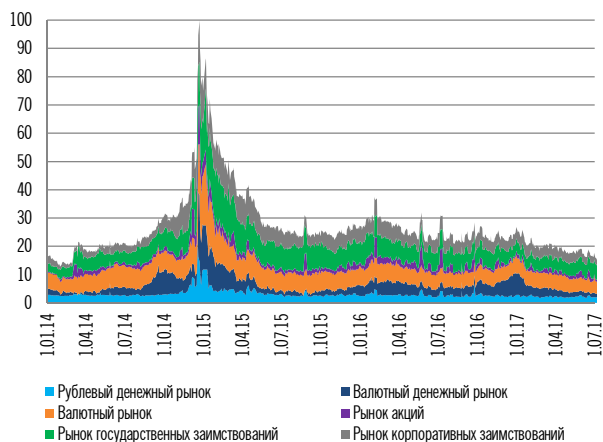


Рисунок 2

Оценка рисков на различных сегментах российского финансового рынка

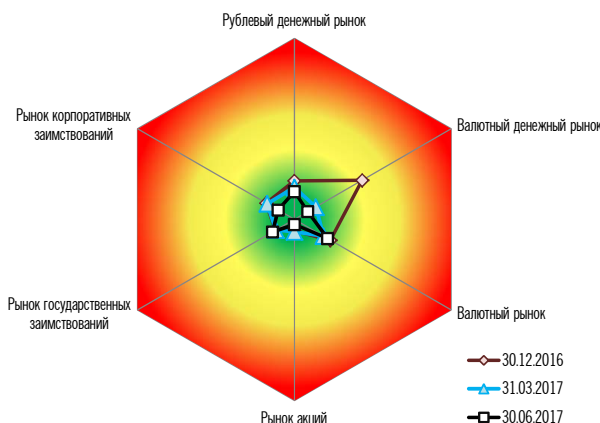


Таблица 1

Ключевые индикаторы рисков российского финансового рынка

Название индикатора	30.12.2016	31.03.2017	30.06.2017	Единица измерения
Сводный индекс рисков российского финансового рынка	25	17	15	п.
Индикатор риска на рублевом денежном рынке	12	10	9	п.
1. Спред RUONIA - ключевая ставка Банка России	50	7	9	б.п.
2. Спред Mospri-me-ROISfix, 3 месяца	44	47	38	б.п.
3. Объем маржин коллов на рынке междилерского репо в рублях за последние 5 дней	540	720	184	млн руб.
4. Среднеквадратическое отклонение ставок на денежном рынке	0,95	0,34	0,46	%
Индикатор риска на валютном денежном рынке	32	10	6	п.
1. Спред RUONIA-ставка недельного кросс-валютного свопа	199	0	22	б.п.
2. Спред между ставкой по простому проц.свопу и ставкой по кросс-валютному свопу, 1 год	183	115	61	б.п.
3. Спред между ставкой по операциям междилерского репо в долл.США и ставкой ФРС США	197	71	63	б.п.
Индикатор риска на валютном рынке	28	22	25	п.
1. Волатильность опционов "при деньгах" на курс "доллар США-рубли", 1 месяц	15	12	14	%
2. Спред между вмененной волатильностью курса рубля и вмененной волатильностью нефти Brent, скорректированной на коэффициент чувствительности курса рубля к нефти, 1 месяц	9	7	8	п.п.
3. Отношение спреда Mospri-me 3m - LIBOR 3m к вмененной волатильности курса USD/RUB сроком 3 месяца (carry-to-risk ratio)	0,62	0,72	0,59	
4. Отношение аск-бид спреда к текущему курсу "доллар США-рубли"	0,022	0,001	0,022	
Индикатор риска на рынке акций	7	7	3	п.
1. Вмененная волатильность индекса РТС, 1 месяц	26	24	23	%
2. Объем маржин коллов по операциям междилерского репо с акциями в рублях за последние 5 дней	502	668	156	млн руб.
3. Месячный объем вложений в фонды, инвестирующие в акции РФ (относительно среднего показателя из трех максимумов с 2007 г.)	0,49	0,00	0,00	
Индикатор риска на рынке государственных заимствований	19	19	22	п.
1. Бид-аск спред наиболее ликвидных доходностей ОФЗ	6	2	1	б.п.
2. Премия по суверенным CDS России на срок 5 лет	175	165	168	б.п.
3. Спред между доходностью ОФЗ на срок 5 и 10 лет	-8	9	32	б.п.
4. Спред доходности долговых инструментов РФ в ин.валюте к казнач.обл.США (JPMorgan EMBI+ Sovereign Spread)	152	139	155	б.п.
5. Доля нерезидентов на рынке ОФЗ	26,9	30,1	29,8	%
6. Месячный объем вложений в фонды, инвестирующие в облигации РФ (относительно среднего показателя из трех максимумов с 2007 г.)	0,09	0,61	0,48	
Индикатор риска на рынке корпоративных заимствований	17	16	10	п.
1. Ист.волатильность доходности корп.облигаций, 1 месяц (IFX Cbonds)	0,7	2,2	0,8	%
2. Спред доходности корп.рублевых облигаций (Cbonds) к доходности ОФЗ (Cbonds-GBI RU)	164	147	94	б.п.
3. Спред доходности корп.еврооблигаций инвест.уровня (Euro-Cbonds IG) к доходности сув.еврооблигаций (Euro-Cbonds Sovereign Russia)	62	49	46	б.п.

РЕЗЮМЕ

Денежный рынок

Сохранение тенденции формирования структурного профицита ликвидности в банковском секторе во II квартале 2017 г. способствовало изменению структуры операций банков на денежном рынке и снижению рисков ликвидности. Наблюдалось сжатие чистого привлечения средств банками с отрицательной ликвидной позицией, при этом часть ранее привлекаемых средств у Банка России была замещена на денежном рынке. Число банков с нейтральной ликвидной позицией¹ сократилось за счет перехода к положительной ликвидной позиции. На фоне общего снижения ставок денежного рынка под влиянием процентной политики Банка России наиболее привлекательным сегментом денежного рынка с точки зрения стоимости фондирования для банков с отрицательной ликвидной позицией являлся рынок «валютный своп».

Валютный рынок

На валютном денежном рынке риски дефицита ликвидности оставались на низком уровне, что подтверждалось снижением спроса банков на операции валютного репо с Банком России. Задолженность кредитных организаций по операциям валютного репо с Банком России снизилась более чем в 2 раза – с 4,8 млрд долл. США на начало II квартала 2017 г. до 2,31 млрд долл. США на конец II квартала 2017 года. В то же время задолженность по рыночным операциям «валютный своп», напротив, продолжила рост и увеличилась с 12,3 до 15,6 млрд долл. США за аналогичный период. В конце отчетного периода на фоне усиления санкционной риторики наблюдалось некоторое повышение спроса на иностранную валюту со стороны дочерних иностранных банков, связанное преимущественно с чистой продажей ОФЗ, однако оно не оказало значимого влияния на риски валютного денежного рынка.

Рынок ценных бумаг

Спрос на ОФЗ со стороны российских инвесторов продолжает являться ключевым фактором ценообразования. Внутренний спрос на первичном и вторичном рынках остается значительным и составляет около 60–70%. В феврале и июле 2017 г. отмечались периоды низкого присутствия нерезидентов на рынке ОФЗ, при этом ситуация на рынке оставалась стабильной.

При более высокой стоимости заимствований можно ожидать, что российские инвесторы (в первую очередь банки) станут более активными покупателями ОФЗ. В периоды, когда наблюдался спад вложений в российские активы со стороны нерезидентов и дочерних банков, спрос российских инвесторов, прежде всего системно значимых кредитных организаций (СЗКО), компенсировал это снижение. Спросу на ОФЗ со стороны резидентов также будет способствовать действующая система стандартных инструментов рефинансирования Банка России, поскольку ОФЗ выступают в качестве наиболее востребованного инструмента обеспечения в операциях репо с Банком России.

Проведение рейтинговой реформы и изменение подхода Банка России к формированию Ломбардного списка не окажут значимого влияния на потенциальные возможности кредитных органи-

¹ Ликвидная позиция банка рассчитывается как чистое размещение (размещение за вычетом привлечения) средств на денежном рынке, включая операции с Банком России и Федеральным казначейством. Нейтральная ликвидная позиция возникает в случае изменения ликвидной позиции в течение отчетного периода с положительной на отрицательную и/или наоборот.

заций по привлечению средств в рамках стандартных операций рефинансирования Банка России по следующим причинам:

- в среднесрочной перспективе ожидается сохранение профицита ликвидности и, соответственно, низкого спроса на операции с Банком России со стороны кредитных организаций;
- наращивание объема выпуска ОФЗ в 2017 г. увеличит объем ликвидного обеспечения, удовлетворяющего новым требованиям к Ломбардному списку;
- в конце II квартала эмитенты ценных бумаг стали активнее получать кредитные рейтинги российских кредитных рейтинговых агентств, что было обусловлено приближением даты изменения рейтинговых требований в финансовом регулировании и начала действия новых условий формирования Ломбардного списка.

Рынок деривативов

Складывающаяся правоприменительная практика на рынке ПФИ вызывает беспокойство у финансового сообщества. Арбитражный суд города Москвы в июне удовлетворил иск крупной нефинансовой компании о недействительности опционной сделки. Позднее решение суда первой инстанции было отменено в полном объеме апелляционным судом.

Стоит отметить, что судебные споры по ПФИ не отличаются от судебных споров по иным видам сделок, которые оспариваются одной из сторон, полагающей, что сделка была заключена на невыгодных для нее условиях. В то же время появление судебной практики по ПФИ свидетельствует о зрелости данного сегмента финансового рынка и востребованности ПФИ как финансового инструмента среди нефинансовых компаний. Проведенный анализ фактических данных внебиржевого рынка деривативов показывает, что нефинансовые компании являются одной из значимых групп участников этого рынка и проводят на нем крупные по объему сделки на регулярной основе. Объем открытых ими позиций на конец II квартала 2017 г. оценивается на уровне около 1,2 трлн руб. с наибольшим участием на рынке «валютный форвард», где они формируют около 26% оборота рынка. Указанная доля сопоставима с долей некредитных финансовых организаций (брокеры, инвестиционные компании).

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке

Распределение ликвидности в банковском секторе

Формирование профицита ликвидности в банковском секторе способствовало повышению активности участников денежного рынка, при этом возросла доля долгосрочных операций. Задолженность российских организаций на денежном рынке (МБК, своп, репо) по операциям на срок более недели увеличилась на 0,6 трлн руб. и составила 7,1 трлн руб. (рис. 3), в то время как объем открытых позиций на денежном рынке на срок до недели во II квартале 2017 г. снизился на 0,4 трлн руб. и составил 4,2 трлн рублей. Расширение объемов денежного рынка было обусловлено ростом сделок внебиржевого репо со срочностью 3 месяца с участием государственных банков и корпораций. Объем необеспеченного кредитования (МБК) сократился за квартал на 0,6 трлн руб. за счет операций на срок более недели, в то время как операции

на срок менее недели сохранились на прежнем уровне. Сохранение стабильных объемов необеспеченного кредитования в условиях роста профицита ликвидности отражает тенденцию к сегментации участников денежного рынка.

Выделение на денежном рынке отдельных групп банков в зависимости от их ликвидной позиции, вычисляемой с учетом операций с Банком России и Федеральным казначейством (ФК), показало, что на денежном рынке формируется разделение банков на две ключевые группы: с отрицательной и положительной ликвидной позицией (рис. 4). Число банков с нейтральной позицией (банки, которые меняли свою позицию с отрицательной на положительную и наоборот в течение квартала) значительно уменьшилось. Объем дефицита ликвидной позиции снизился по сравнению с I кварталом 2017 г. вследствие роста профицита ликвидности в банковском секторе.

Предоставление ликвидности банковскому сектору во II квартале 2017 г. осуществлялось преимущественно за счет бюджетного канала (рис. 5). Как и во II квартале прошлого года, значительные объемы ликвидности банки получают от ФК. При этом задолженность пе-

Рисунок 3

Динамика открытых позиций на рублевом денежном рынке (млрд руб.)

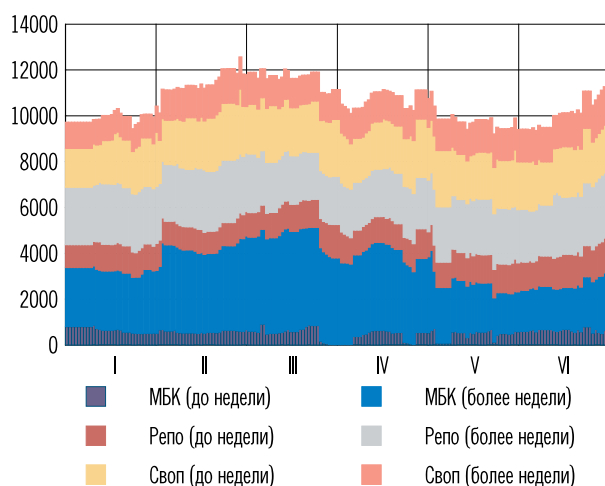


Рисунок 4

Распределение ликвидности по группам банков (млрд руб.)

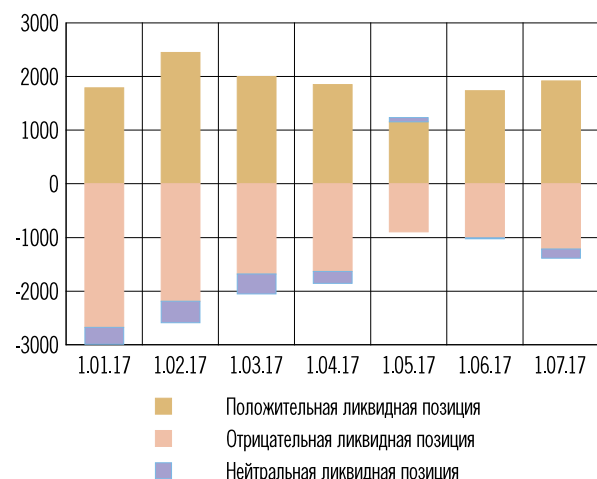


Рисунок 5

Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России (млрд руб.)

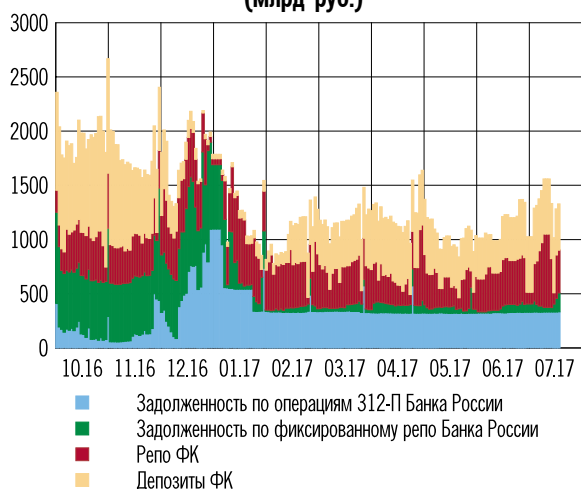


Рисунок 6

Структура операций банков с положительной ликвидной позицией (млрд руб.)

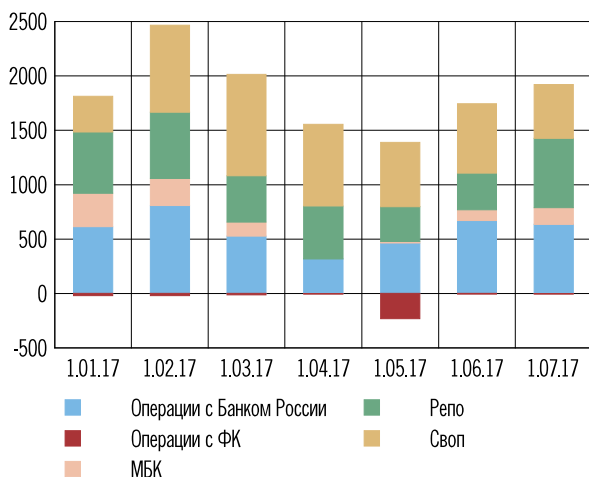


Рисунок 7

Структура операций банков, находящихся на пороге перехода к профициту ликвидности (млрд руб.)

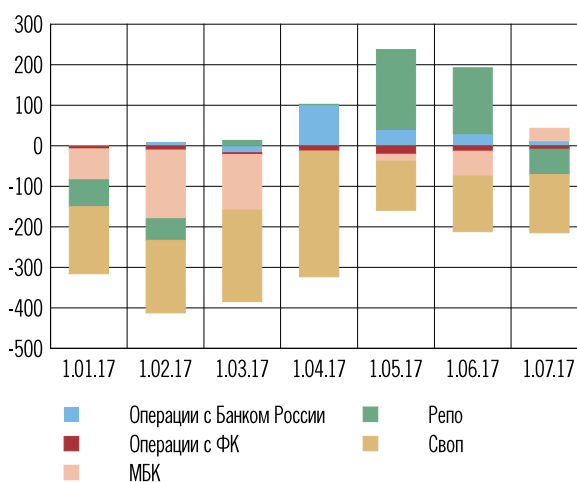
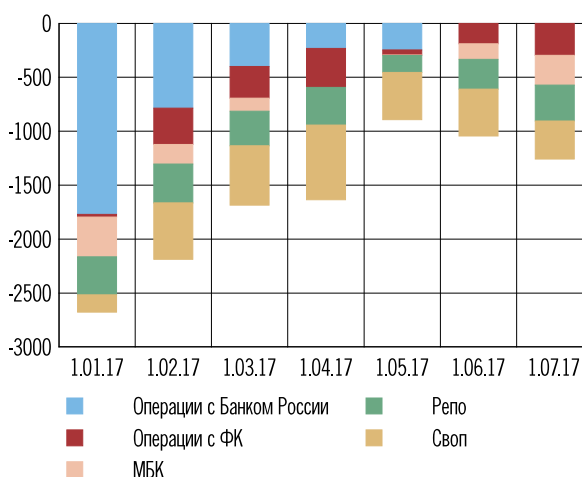


Рисунок 8

Структура операций банков с отрицательной ликвидной позицией (млрд руб.)



ред Банком России достигла своего минимума с 2014 года. Операции репо с фиксированной ставкой использовались отдельными участниками рынка преимущественно в конце месяца для выполнения нормативов ликвидности. При этом задолженность по операциям 312-П¹ практически не изменяется с января 2017 г., что говорит о сохранении среднесрочной потребности в ликвидности у отдельных участников банковского сектора.

Анализ структуры операций банков в зависимости от положительной или отрицатель-

ной ликвидной позиции подтверждает сохранение сегментации банковского сектора и недостаток ликвидности у отдельных участников рынка (рис. 6-8). Структура нетто-размещения рублевой ликвидности банками с положительной ликвидной позицией претерпела изменения по сравнению с предыдущим кварталом. За II квартал 2017 г. банки с положительной позицией увеличили объем депозитов в Банке России более чем в 2 раза (рис. 6). При этом предоставление рублевой ликвидности на рынке «валютный своп» сократилось в течение квартала, а доля операций по размещению рублевой ликвидности в обеспеченном сегменте (репо) увеличилась в структуре общего объема операций.

¹ Положение Банка России от 12 ноября 2007 г. № 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами».

Группа организаций с нейтральной ликвидной позицией включает преимущественно частные банки из числа 100 крупнейших банков по объему активов. У данной группы банков стабильно сохраняется задолженность на рынке «валютный своп» (рис. 7). При этом в течение текущего квартала сократилась положительная нетто-позиция операций с Банком России и произошел переход на рынке репо от предоставления ликвидности к ее заимствованию. В то же время доля необеспеченного кредитования в этой группе снизилась по сравнению с предыдущим кварталом.

К числу кредитных организаций с отрицательной ликвидной позицией относятся отдельные государственные банки, банки из числа 50–100 крупнейших и банки за пределами списка 500 крупнейших. Объем дефицита ликвидности у данной группы банков сократился. При этом задолженность перед Банком России была замещена за счет операций с ФК и роста привлечения ликвидности на рынке МБК (рис. 8). В целом следует отметить, что во II квартале 2017 г. возросла роль операций репо в привлечении рублевой ликвидности. В то же время концентрация задолженности на рынке МБК у отдельных участников рынка отражает сохраняющиеся риски ликвидности для банков из числа 100 крупнейших.

Процентные ставки и трансмиссия ликвидности

Распределение средневзвешенных ставок привлечения и размещения на сегментах МБК, репо и своп различных групп банков в зависимости от ликвидной позиции также отражает тенденцию сегментации участников денежного рынка в зависимости от уровня процентных ставок (рис. 9, 10). Вслед за снижением ключевой ставки на 0,5 п.п. в апреле 2017 г. и на 0,25 п.п. в июне 2017 г. произошло уменьшение общего уровня ставок привлечения и размещения. При этом структура ставок размещения в течение квартала не изменилась. Средневзвешенные ставки размещения на рынках МБК и своп ниже у банков с профицитом ликвидности, что обусловлено большими объемами размещения избыточной рублевой ликвидности данной категории банков. В то же время более сильная

Рисунок 9
Средневзвешенные ставки размещения рублевой ликвидности по группам банков (%)

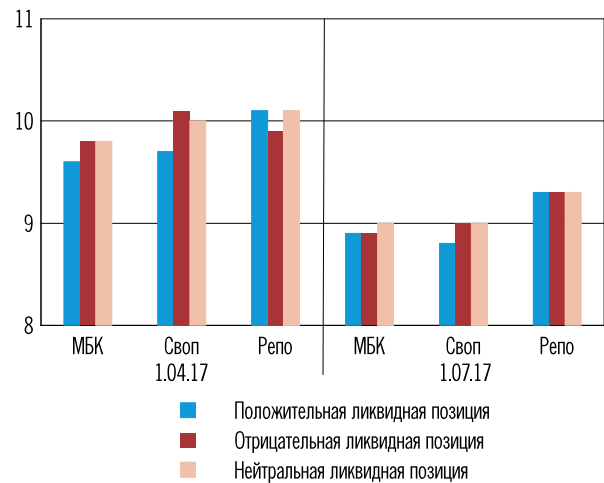
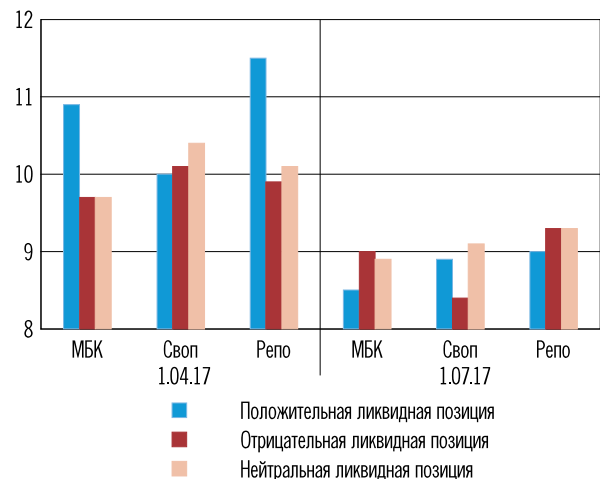


Рисунок 10
Средневзвешенные ставки привлечения рублевой ликвидности по группам банков (%)



ограниченность рублевой ликвидности у банков с переходной ликвидной позицией приводит к тому, что их ставки размещения на МБК выше, чем у остальных групп участников.

При привлечении рублевой ликвидности структура ставок соответствует распределению ликвидности: банки с профицитом ликвидности обладают более низкими ставками привлечения, банки с дефицитом ликвидности – более высокими ставками. Исключение составляет рынок «валютный своп», на котором самые низкие ставки привлечения рублей наблюдаются у банков с дефицитной ликвидной позицией. Это обусловлено ключевой ролью банков с дефицитом рублевой ликвидности в предоставлении валюты на денежном рынке.

Рисунок 11

Трансмиссия потоков ликвидности из Банка России и ФК на денежном рынке (млрд руб.)

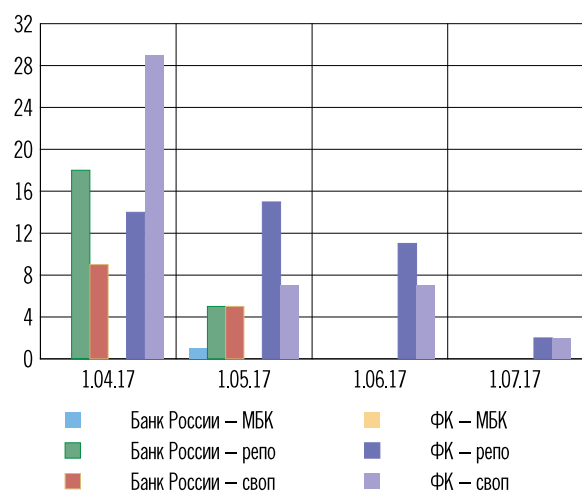
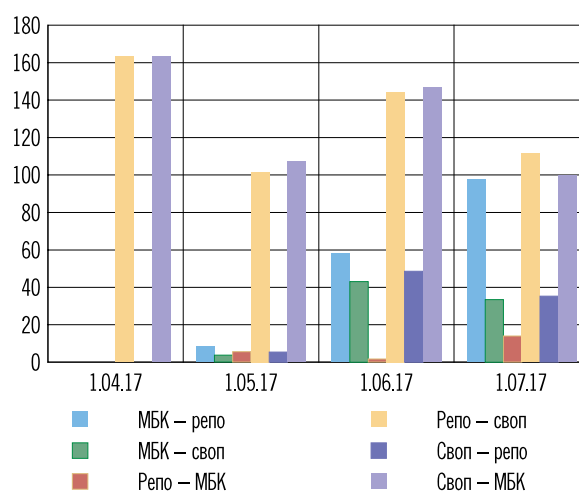


Рисунок 12

Трансмиссия потоков ликвидности на денежном рынке (млрд руб.)



В начале II квартала 2017 г. кредитные организации, осуществлявшие заимствования у Банка России и ФК, в большинстве случаев являлись конечными пользователями полученной ликвидности и не осуществляли кредитования остальных участников денежного рынка. В конце квартала перераспределение ликвидности, как и в прошлом отчетном периоде, преимущественно осуществлялось по двум каналам – через рынок репо и своп (рис. 11). Предоставляемая Банком России рублевая ликвидность перераспределялась через операции репо на денежном рынке. Ликвидность, предоставляемая банкам ФК, перераспределяется преимущественно посредством рынка своп. В то же время высокие ставки на МБК (для отдельных групп банков выше ключевой ставки) стимулировали перераспределение рублевой ликвидности из Банка России и ФК в сегмент необеспеченного кредитования².

В течение II квартала 2017 г. основное перераспределение рублевой ликвидности осуществлялось с рынка репо на рынок своп и с рынка своп на рынок МБК. Таким образом, текущий квартал характеризовался повышением вторичного перераспределения ликвидности

на необеспеченном сегменте денежного рынка (рис. 12).

В целом следует отметить, что во II квартале 2017 г. ситуация на рублевом денежном рынке в условиях профицита ликвидности являлась комфортной и стабильной для участников денежного рынка. Вместе с тем повышенного внимания требуют крупнейшие банки со значительной отрицательной ликвидной позицией.

1.2. Риски дефицита валютной ликвидности

Во II квартале 2017 г. объемы валютного денежного рынка снизились с 30,8 до 29,1 млрд долл. США (рис. 13). При этом произошло почти полное замещение задолженности перед Банком России задолженностью перед участниками валютного денежного рынка. Задолженность кредитных организаций по операциям валютного репо с Банком России уменьшилась более чем в 2 раза – с 4,8 млрд долл. США на 3 апреля 2017 г. до 2,31 млрд долл. США на 30 июня 2017 года. В то же время задолженность по междилерским операциям валютного репо снизилась с 13,7 до 11,2 млрд долл. США. Задолженность по операциям «валютный своп», напротив, выросла с 12,3 до 15,6 млрд долл. США за аналогичный период.

Основными заемщиками валютной ликвидности на рынке валютного репо являлись дочерние иностранные банки и системно

² Для оценки потоков ликвидности осуществлялось сравнение ежедневных нетто-позиций отдельных кредитных организаций на сегментах денежного рынка (МБК, своп, репо), а также нетто-позиции с Банком России и ФК. В случае отрицательной позиции (привлечения ликвидности) на одном из сегментов и положительной на другом/других сегментах (размещение ликвидности) предполагается полное перераспределение ликвидности между рынками.

Рисунок 13

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

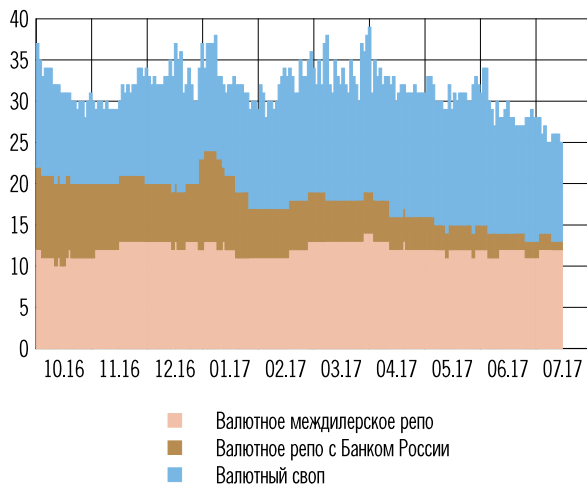
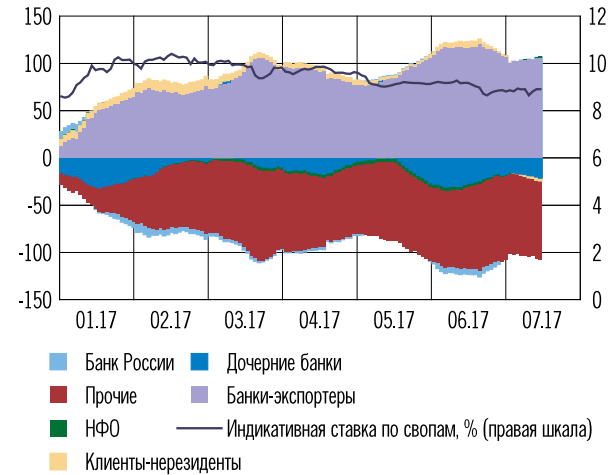


Рисунок 15

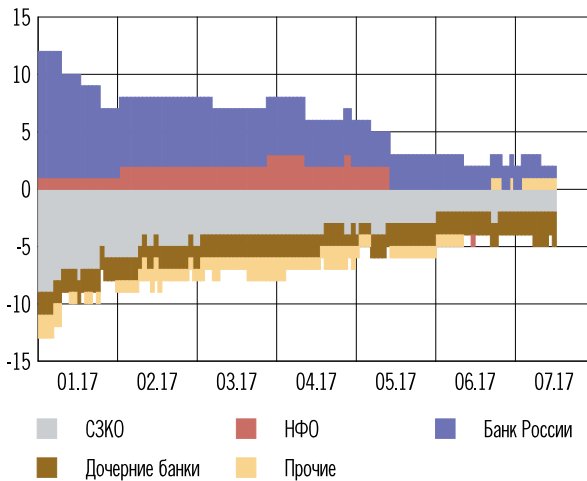
Чистая позиция на рынке «валютный своп» за скользящий месяц (млрд долл. США)



Примечание: «+» – нетто-продажа валюты, «-» – нетто-покупка валюты.

Рисунок 14

Структура операций валютного репо по типам участников (млрд руб.)



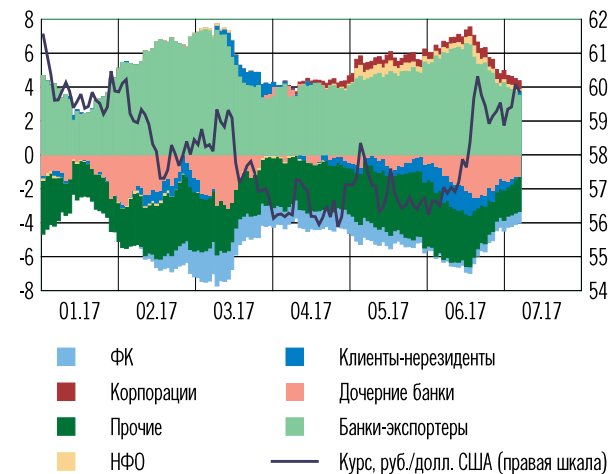
Примечание: «+» – нетто-продажа валюты, «-» – нетто-покупка валюты.

значимые кредитные организации (рис. 14). Основными поставщиками валютной ликвидности выступали Банк России и некредитные финансовые организации. В мае 2017 г. нетто-размещение валютной ликвидности некредитными финансовыми организациями снизилось до минимальных значений, а в отдельные дни июня принимало отрицательные значения. Частично падение предложения валютной ликвидности Банком России и некредитными финансовыми организациями заместили банки за пределами списка 100 крупнейших.

В течение II квартала 2017 г. банки, обслуживающие экспортеров, оставались основными поставщиками валютной ликвидности на рын-

Рисунок 16

Чистая позиция на валютном спот-рынке за скользящий месяц (млрд долл. США)



Примечание: «+» – нетто-продажа валюты, «-» – нетто-покупка валюты.

ке «валютный своп» (рис. 15). Операции Банка России на рынке «валютный своп» носили разовый характер. В июне 2017 г. кредитные организации увеличили спрос на операции «валютный своп» с Банком России, однако их доля в общей задолженности кредитных организаций осталась незначительной. В условиях больших объемов предоставления валютной ликвидности через операции валютного репо крупнейшими участниками банковского сектора дефицита валютной ликвидности на денежном рынке не наблюдалось. Индикативная ставка по валютным свопам находилась на уровне ключевой ставки. Эффекта «конца квартала» не наблюдалось, как и в прошлом отчетном периоде.

Рисунок 17

Индекс роста валютных депозитов физических лиц по группам банков с учетом валютной переоценки (январь 2016 г. = 100)



Рисунок 18

Индекс роста валютных депозитов юридических лиц по группам банков с учетом валютной переоценки (январь 2016 г. = 100)



Повышения валютных рисков на спот-рынке не происходило. В начале II квартала 2017 г. снижение объемов операций банков, обслуживающих экспортеров, привело к сужению валютного рынка и повышению волатильности курса национальной валюты. В дальнейшем ослабление курса рубля происходило на фоне снижающейся цены нефти, решения ФРС об очередном повышении процентной ставки и усилении санкционной риторики.

Нерезиденты и некредитные финансовые организации во II квартале были нетто-покупателями иностранной валюты. С апреля 2017 г. нефинансовые компании получили прямой доступ на биржевой валютный рынок. Вместе с тем значимого вклада в оборот денежного рынка данная группа участников не вносит, несмотря на увеличение на рынке количества компаний-участников. В целом структура рынка не изменилась, основной объем нетто-продаж на валютном рынке совершают банки-экспортеры. Прошедший квартал не сопровождался ростом валютных рисков на спот-рынке.

Структура валютных активов и пассивов кредитных организаций также не отражала роста валютных рисков во II квартале 2017 года. Индекс валютных депозитов населения³ за II квартал снизился у всех групп игроков (рис. 17), что свидетельствует о снижении долларизации

рынка. Незначительное повышение индекса произошло у банков за пределами списка 100 крупнейших по активам. Важно также отметить сохранение долгосрочной тенденции снижения объема валютных депозитов физических лиц, что говорит о повышении привлекательности и доверия к национальной валюте.

Валютные депозиты юридических лиц во II квартале 2017 г. также продолжили снижение, что свидетельствует о дедолларизации экономики. Однако наблюдается существенная сегментация участников рынка по темпам роста депозитов юридических лиц (рис. 18). В частности, некоторый рост индекса в последние месяцы характерен для банков за пределами списка топ-50, тогда как у 30 крупнейших банков наблюдается снижение обязательств в иностранной валюте перед юридическими лицами.

Вместе с тем, несмотря на сегментацию в динамике обязательств перед юридическими лицами между группами банков, дифференцированных по объему активов, указанные обязательства являются достаточно устойчивыми в разрезе банков, дифференцированных по структуре собственности (рис. 19). Банки с участием государства в капитале, дочерние банки и частные российские банки по состоянию на 1 июля 2017 г. имели объем валютных обязательств перед юридическими лицами на уровне, сопоставимом с уровнем, который наблюдался год назад. В то же время объем валютной ликвидности банковского секто-

³ Индекс валютных депозитов населения рассчитывается как базисный индекс темпа роста валютных депозитов физических лиц. В качестве базы расчета выбрано 1 января 2016 года.

Рисунок 19

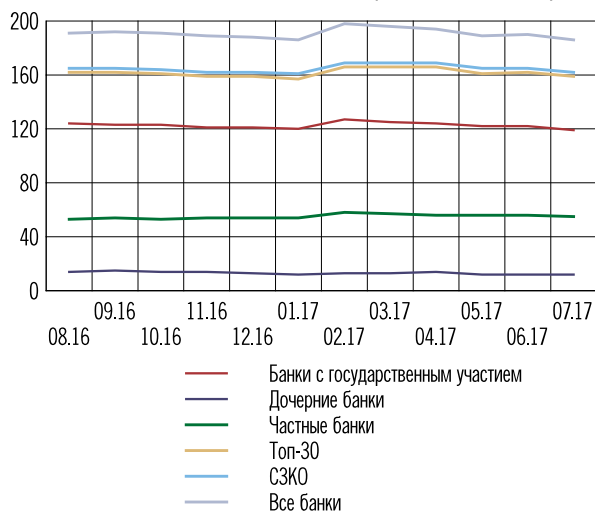
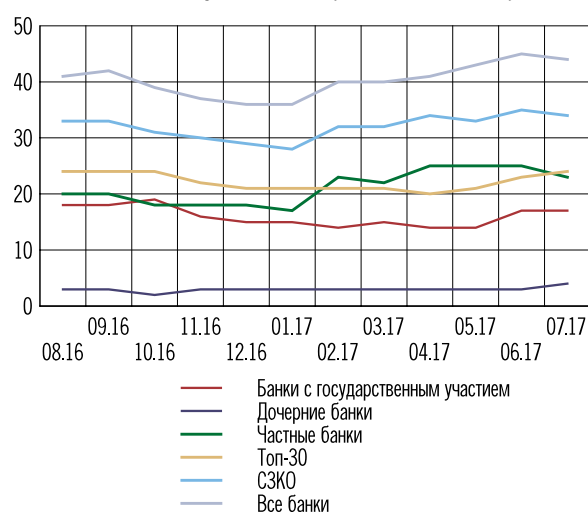
Динамика обязательств банков перед юридическими лицами в иностранной валюте (млрд долл. США)

Рисунок 20

Динамика ликвидных валютных активов в разрезе групп банков (млрд долл. США)

ра характеризуется положительной динамикой ликвидных валютных активов (наличность в иностранной валюте, остатки средств на счетах в банках-нерезидентах, ликвидные ценные бумаги в иностранной валюте), которые с начала 2017 г. имеют тенденцию к росту практи-

чески по всем группам банков (рис. 20). Таким образом, ситуация с валютной ликвидностью в банковском секторе остается благоприятной, что способствует стабильности условий на валютном денежном рынке.

Врезка 1.**Введение института маркет-мейкеров на валютном рынке**

В целях повышения ликвидности и развития новых инструментов валютного рынка на Московской Бирже с 2011 г. действует институт маркет-мейкеров. Маркет-мейкерами являются профессиональные участники рынка, которые соглашаются за вознаграждение от биржи поддерживать ликвидность рынка на определенных условиях. В течение последних лет были введены маркет-мейкерские программы для большинства валютных инструментов (спот, своп, поставочный своп, фьючерсные контракты). С 1 июня 2017 г. Московская Биржа запустила новую маркет-мейкерскую программу поддержания объема ликвидности валютного рынка по самой популярной валютной паре доллар США/рубль с расчетами «завтра» (инструмент USDRUB_TOM).

Условия программы по паре доллар США/рубль предполагают, что маркет-мейкеры в течение 60% времени основных торгов должны поддерживать максимальную разницу между ценами заявок на покупку и ценами заявок на продажу на уровне не более 0,08 п.п. и минимально допустимый объем заявок на продажу и покупку валюты в размере 1 млн долл. США. Указанные условия необходимо соблюдать

Рисунок 21

Среднедневные объемы торгов по системным сделкам USDRUB_TOM и спред «покупка-продажа» на объем 1 млн долл. США

в течение 80% торговых дней действия программы. В настоящий момент программа рассчитана на шесть месяцев с возможностью дальнейшей пролонгации.

Наличие вознаграждения маркет-мейкера за выполнение им условий договора определяется на основе интегрального рейтинга (вознаграждение получают только три первых места рейтинга), который, в свою очередь, зависит от объема проводимых операций и фактической продолжительности поддержания спреда двусторонней котировки по соответствующему инструменту.

Введение данной программы обусловлено снижением ликвидности валютного рынка. В частности, в I квартале 2017 г. наблюдалось сокращение объема торгов на валютном рынке на 42,2% (до 20,4 трлн руб.) по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Предполагается, что предложенная биржей программа улучшит показатели рыночной ликвидности. В свою очередь, это позволит добиться роста объемов биржевого валютного рынка и привлечь дополнительные объемы конверсионных операций от крупных участников валютного рынка. По состоянию на 5 июля 2017 г. к программе подключены шесть участников валютного рынка (крупнейшие брокеры).

За месяц, прошедший с начала действия программы, среднечасовой объем торгов по инструменту доллар США/рубль с расчетами «завтра» достигал 5,02 млрд долл. США, что является абсолютным максимумом за период с конца 2016 г., однако затем вернулся к уровню 3,8 млрд долл. США (рис. 21). Также среднемесячный спред между ценой покупки и ценой продажи по инструменту доллар США/рубль по квантилю 50% на объем 1 млн долл. США снизился с начала программы на 0,01 процентного пункта.

2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Изменение структуры спроса на рынке ценных бумаг

В I квартале 2017 г. наблюдался существенный приток иностранного капитала на рынок внутренних государственных облигаций России (ОФЗ), что происходило на фоне общемировой тенденции притока капитала на формирующиеся рынки. Наиболее сильный приток капитала наблюдался в марте 2017 г., когда прирост вложений нерезидентов превысил прирост рынка ОФЗ (вложения выросли на 198 млрд руб.)¹. Подобное увеличение вложений нерезидентов наблюдалось на рынке корпоративных облигаций.

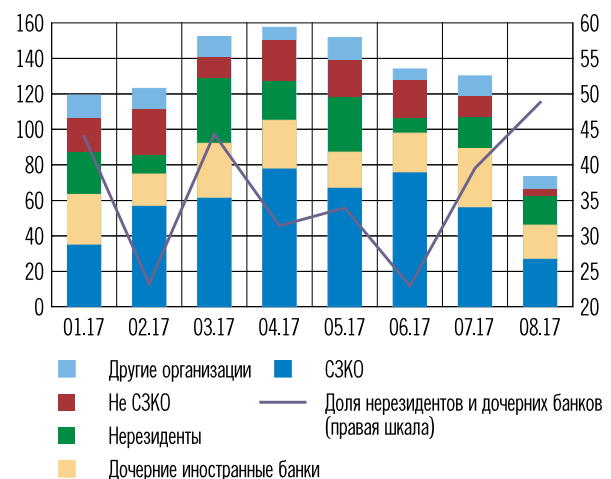
Во II квартале 2017 г. приток капитала в государственные и корпоративные облигации замедлился. Это произошло из-за снижения общего уровня ставок в российской экономике и, как следствие, снижения возможной прибыли из-за разницы ставок по операциям кэрри трейд (при сохранении стабильного курса рубля). Дальнейшее снижение активности нерезидентов на рынке облигаций было связано с ожиданиями ослабления рубля на фоне обсуждения новых санкций в отношении России². В принятом законе о санкциях затрагивается вопрос о введении ограничений на вложения в ОФЗ. Министерство финансов США будет рассматривать данный вопрос в течение 180 дней с момента подписания закона 2 августа 2017 года.

С учетом снижения активности нерезидентов во II квартале 2017 г. была проанализирована структура спроса участников на различных сегментах рынка ценных бумаг. На аукционах размещения ОФЗ российские СЗКО являются основными покупателями (рис. 22): объем покупок СЗКО за рассматриваемый период составляет

43,7% от всего объема размещений (455 млрд руб.). В среднем за месяц они покупали государственных облигаций на 56,8 млрд рублей. Затем по объему покупок следуют дочерние иностранные банки³ и нерезиденты со средними объемами покупок 25,1 и 20,9 млрд руб. со-

Рисунок 22

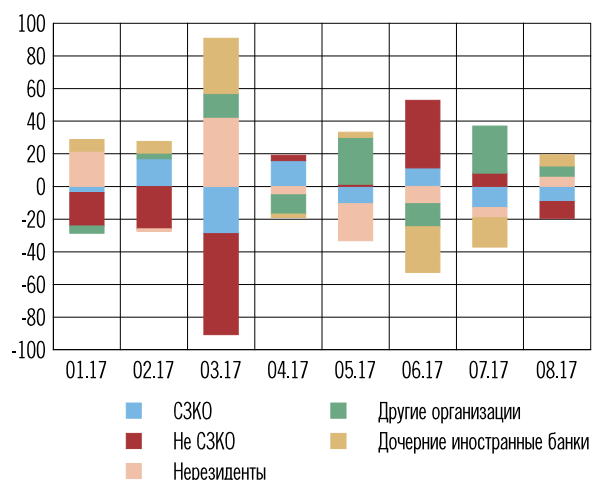
Структура операций участников на первичном рынке ОФЗ (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 23

Структура операций участников на вторичном рынке ОФЗ (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

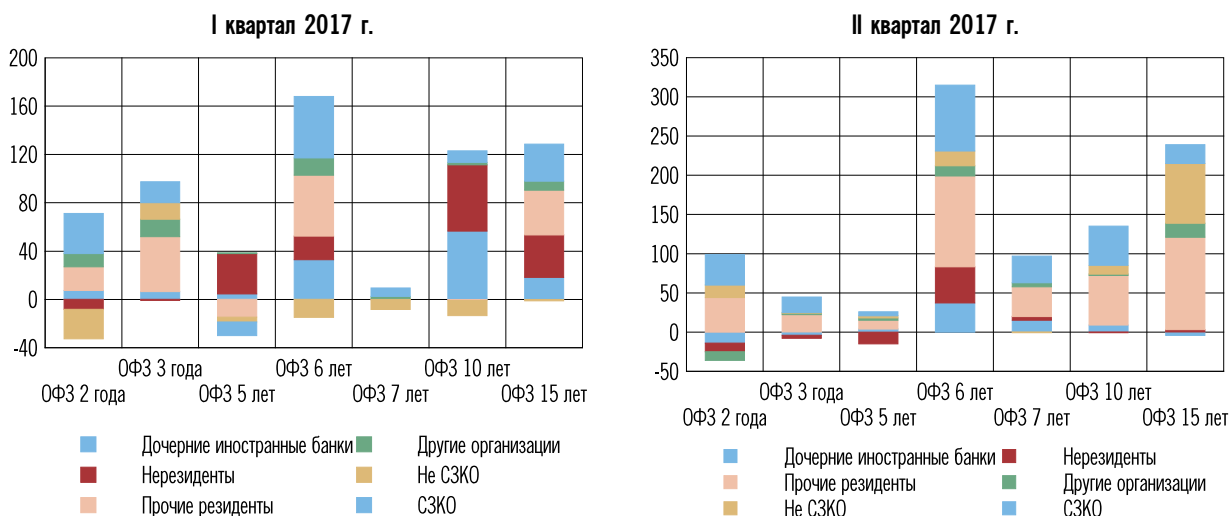
¹ «Обзор рисков финансовых рынков» за I квартал 2017 года.

² Законопроект Н. Р. 3364 и затем — закон PL 115–44.

³ В данную категорию включаются банки, связанные с иностранными банками (или принадлежащие им), за исключением системно значимых кредитных организаций.

Рисунок 24

Нетто-покупки ОФЗ на первичных и вторичных торгах по срокам (млрд руб.)



ответственно. Покупки нерезидентов являются более волатильными по сравнению с покупками дочерних банков: клиенты-нерезиденты могут купить значительный объем за один месяц, а уже в следующем месяце сократить покупки на 73% (как произошло в мае-июне). Более

подробная информация об использовании ОФЗ российскими банками в целях управления рисками ликвидности представлена во врезке 2.

В I квартале 2017 г. доля нерезидентов и дочерних банков в покупках на первичном рынке была наибольшей (в среднем – 37%). Затем

Врезка 2.

Использование облигаций федерального займа СЗКО в целях управления риском ликвидности

Облигации федерального займа (ОФЗ) составляют наибольший объем в высоколиквидных активах (ВЛА), включаемых в расчет норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). НКЛ разрабатывался в соответствии с документами Базельского комитета по банковскому надзору¹ и был введен 1 января 2016 г. на минимально допустимом числовом значении для СЗКО в размере 70% с последующим ежегодным повышением на 10 п.п. до достижения значения 100% с 1 января 2019 года.

СЗКО могут использовать два способа для увеличения НКЛ: наращивание объема ВЛА² или использование безотзывных кредитных линий (БКЛ)³. Наращивание объема ОФЗ является наиболее распространенным способом для системно значимых кредитных организаций для увеличения объема ВЛА.

По состоянию на 1.06.2017 всего два банка использовали безотзывную кредитную линию на общую сумму 435 млрд руб. (табл. 2). У данной группы банков за рассматриваемый период произошел прирост объема БКЛ на сумму 44 млрд рублей. В целом по всем СЗКО происходит наращивание объема государственных долговых инструментов России: с 1.01.2017 по 1.06.2017 объем увеличился на 208 млрд рублей.

¹ «Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools (January 2013)» и «Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision (September 2008)».

² В том числе наращивание высоколиквидных активов банковских групп (кредитной организации), номинированных в отдельных иностранных валютах, в части, превышающей чистый ожидаемый отток денежных средств в той же иностранной валюте.

³ Положение Банка России от 3 декабря 2015 г. № 510-П «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями».

Таблица 2

Статистика использования СЗКО БКЛ и ОФЗ при расчете НКЛ (млрд руб.)

Группы банков среди СЗКО		Банки с участием государства в капитале	Частные банки	Дочерние иностранные банки
Объем БКЛ, учтенный во ВЛА на 1.06.2017		435	0	0
Объем государственных облигаций, учтенный во ВЛА на 1.06.2017	ОФЗ	1786	213	95
	Еврооблигации, в рублях	324	222	98
Прирост объема БКЛ с 1.01.2017 по 1.06.2017		44	0	0
Прирост объема ОФЗ, учтенных во ВЛА, с 1.01.2017 по 1.06.2017 (в рублях + еврооблигации)		110	50	48
Доля ОФЗ в общем портфеле ценных бумаг банка	1.01.2017	53%	42%	67%
	1.05.2017	53%	52%	65%

ОФЗ при расчете НКЛ входят в группу активов первого уровня (ВЛА-1) и учитываются с наименьшим дисконтом к справедливой (рыночной) стоимости, равным нулю⁴. В данную группу также входят денежные средства (наличная валюта, чеки и другие), средства в Банке России и уполномоченных органах других стран (в части ограниченного перечня размещенных средств) и другие долговые ценные бумаги, выпущенные правительствами, центральными банками с высоким уровнем кредитного качества (подробнее – в Положении Банка России от 3.12.2015 «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности» («Базель III») системно значимыми кредитными организациями № 510-П»).

В целом по всем системно значимым кредитным организациям наблюдается увеличение показателя НКЛ за рассматриваемый период (табл. 3).

Таблица 3

Изменение НКЛ СЗКО с 1.01.2017 по 1.06.2017

Группы банков среди СЗКО	НКЛ, %		Изменение НКЛ, п.п.
	1.01.2017	1.06.2017	
Банки, у которых в акционерном капитале преобладает Правительство Российской Федерации или Банк России	93	113	20
Банки, у которых в акционерном капитале преобладают частные акционеры	95	97	2
Банки, у которых в акционерном капитале преобладают международные (иностраные) банки	103	151	48

БКЛ не оказывает значительного влияния на стимулы управления ликвидностью. Об этом свидетельствует сохранение спроса на ОФЗ со стороны СЗКО. Все СЗКО в целом увеличили объем вложений в ОФЗ за первые пять месяцев 2017 года. Это проявилось в большей степени в апреле-мае на фоне снижения спроса на ОФЗ со стороны нерезидентов. Объем вложений нерезидентов в ОФЗ в апреле-мае вырос на 44 млрд руб. (в январе-марте – на 288 млрд руб.), а объем вложений СЗКО – на 177 млрд руб. (в январе-марте – на 90 млрд руб.).

⁴ Положение Банка России от 30.05.2014 № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»)».

происходило постепенное падение доли с минимальным значением 23% в июне. Схожая ситуация с активностью нерезидентов наблюдалась на вторичном биржевом рынке ОФЗ, когда нерезиденты в январе и марте нарастили покупки ОФЗ (рис. 23).

В I и II кварталах распределение спроса со стороны нерезидентов на ОФЗ с различными сроками до погашения существенно отличается. Нерезиденты во II квартале практически перестали покупать долгосрочные ОФЗ (10 и 15 лет до погашения) и увеличили покупки средне-

срочных ОФЗ (шесть лет до погашения). Доля в покупках среднесрочных ОФЗ выросла с 19 до 23% от нетто-покупок, или с 19 до 46 млрд руб. в номинальном выражении (рис. 24). Дополнительно во II квартале нерезиденты увеличили нетто-продажи краткосрочных ОФЗ. Структура покупок дочерних иностранных банков в двух кварталах в целом была аналогична покупкам нерезидентов.

Рынок корпоративных облигаций

В отличие от рынка ОФЗ на первичном рынке корпоративных облигаций нерезиденты участвовали в покупках в очень небольших объемах (около 6% за весь рассматриваемый период)⁴ (рис. 25). Основной спрос на данном рынке формируют российские инвесторы: СЗКО и прочие банки с долями 43 и 38%. На дочерние иностранные банки пришлось менее 0,5% всех размещений корпоративных облигаций.

Динамика покупок нерезидентов на вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций схожа с динамикой их покупок на рынке ОФЗ (рис. 26). Однако в июле нерезиденты впервые стали нетто-продавцами в столь значительных объемах (48 млрд руб. за месяц). Нетто-продажи в июне и июле 2017 г. можно объяснить риторикой вокруг введения новых санкций в отношении России.

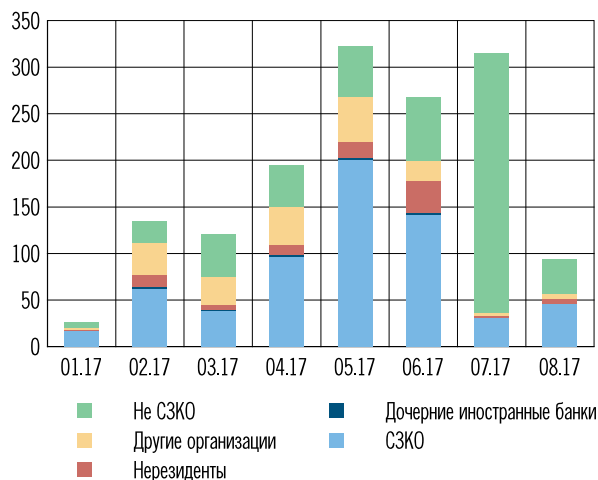
В 2017 г. произошло снижение спреда доходностей между государственными и корпоративными облигациями (рис. 27). За рассматриваемый период снижение спреда составило около 70 базисных пунктов. Связь доходностей корпоративного и государственного секторов достаточно сильная, их коэффициент корреляции устойчив и составляет 91%. В начале июня доходности обоих секторов перестали снижаться, а спред зафиксировался на уровне 80–100 базисных пунктов. Данная тенденция может быть связана с усилением санкционной риторики.

Рынок акций

Чистые продажи нерезидентов за рассматриваемый период на вторичном биржевом рын-

Рисунок 25

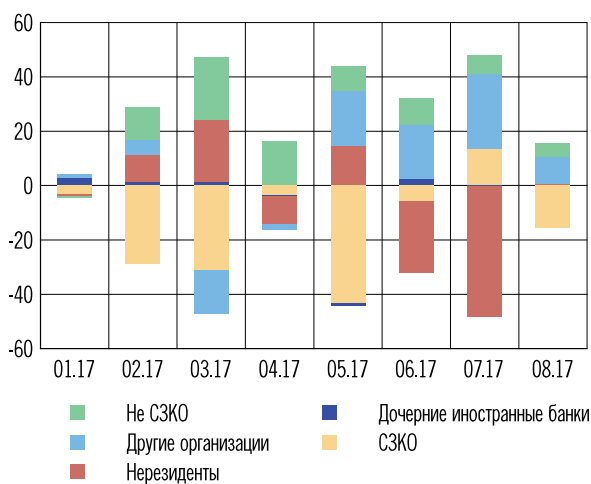
Структура операций участников на первичном рынке корпоративных облигаций (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 26

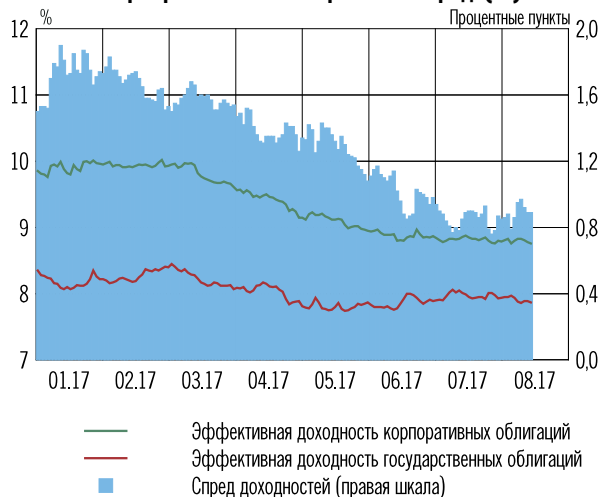
Структура операций участников на вторичном рынке корпоративных облигаций (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

Рисунок 27

Динамика доходностей государственного и корпоративного сектора и их спред (%)



Источник: Московская Биржа.

⁴ Из расчета объема размещений на первичном рынке были убраны однодневные облигации ВТБ.

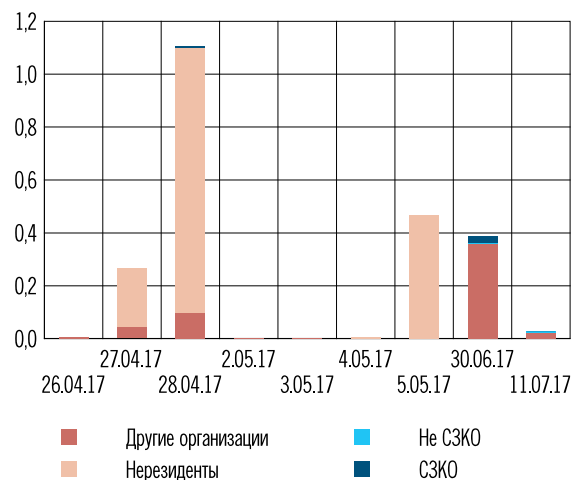
ке акций составили 110 млрд руб., что является значительным результатом за 2017 г. по сравнению со всеми остальными рынками (рис. 28). Причем в первые пять месяцев нерезиденты продали акций на 145 млрд рублей. Данные продажи сопровождались продолжительным снижением индекса ММВБ вплоть до июля, когда нерезиденты сменили нетто-продажи на нетто-покупки.

Объем первичного рынка акций в 2017 г. оказался незначительным. Было размещено всего три ценные бумаги в формате доразмещения с целью увеличения объема свободно обращающихся акций (рис. 28). Доразмещение происходило на протяжении всего 2017 г., с пиком 28 апреля (объем размещения – около 1,1 млрд руб.). Нерезиденты купили 75% доразмещений, однако общий объем доразмещений составил всего 2,3 млрд рублей.

Потенциальные риски санкционных ограничений на рынке ОФЗ

В связи с тем, что Минфин США будет изучать вопрос о введении ограничений на вложения в ОФЗ до февраля 2018 г., в данном обзоре была произведена оценка возможных последствий указанных мер. Внутренний спрос на рынке ОФЗ по-прежнему остается ключевым фактором ценообразования. Доля российских инвесторов в торгах на первичном и вторичном рынках остается значительной и составляет около 60–70%. На историческом горизонте

Рисунок 29
Структура операций участников на первичном рынке акций (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

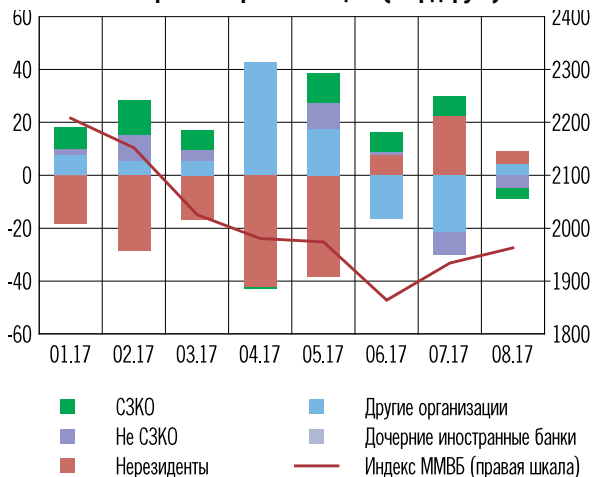
(в том числе в феврале и июне 2017 г.) отмечались периоды низкого присутствия нерезидентов на рынке ОФЗ, при этом ситуация на рынке оставалась стабильной.

В случае реализации сценария сдвига кривой доходностей из-за распродаж со стороны нерезидентов эффект для банковского сектора не будет иметь системного характера. Даже при существенном сдвиге на 400 б.п. только у небольшого количества отдельных банков будет отмечаться снижение показателя достаточности капитала Н1.0 ниже установленного минимального уровня (8%).

При более высокой стоимости заимствований можно ожидать, что российские инвесторы (в основном банки) станут более активными покупателями ОФЗ. В периоды, когда наблюдался спад вложений в российские активы со стороны нерезидентов и дочерних банков, спрос российских инвесторов, прежде всего со стороны СЗКО, замещал выбывающий спрос. Спросу на ОФЗ со стороны резидентов также будет способствовать действующая система стандартных инструментов рефинансирования Банка России, поскольку ОФЗ выступают в качестве наиболее востребованного инструмента обеспечения в операциях репо с Банком России.

В любом случае планы Правительства Российской Федерации по снижению дефицита бюджета являются основным фактором стабилизации ситуации на долгом рынке.

Рисунок 28
Структура операций участников на вторичном рынке акций (млрд руб.)



Источник: Московская Биржа.

2.2. Влияние рейтинговой реформы на рынок ценных бумаг

Банк России реализует контрциклический подход к формированию Ломбардного списка Банка России (далее – Ломбардный список) и продолжает повышать требования к обеспечению по своим операциям. Принимая во внимание ожидаемое сохранение профицита ликвидности в среднесрочной перспективе и достаточность обеспечения, Банк России принял решение с 1 октября 2017 г. приостановить включение в Ломбардный список новых выпусков следующих ценных бумаг⁵: облигаций кредитных организаций⁶ и Внешэкономбанка; облигаций страховых организаций; облигаций международных финансовых организаций; долговых ценных бумаг, выпущенных юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации за пределами Российской Федерации, бенефициарами или конечными заемщиками которых являются российские кредитные и страховые организации, а также Внешэкономбанк.

В том случае, если в период с 7 июля 2017 г. до 1 июля 2018 г. в отношении включенных в Ломбардный список облигаций указанных финансовых организаций будут регистрироваться/утверждаться изменения, связанные с увеличением их объемов или изменением даты/условий их погашения, Банк России будет рассматривать возможность приостановления использования соответствующих выпусков облигаций в операциях рефинансирования.

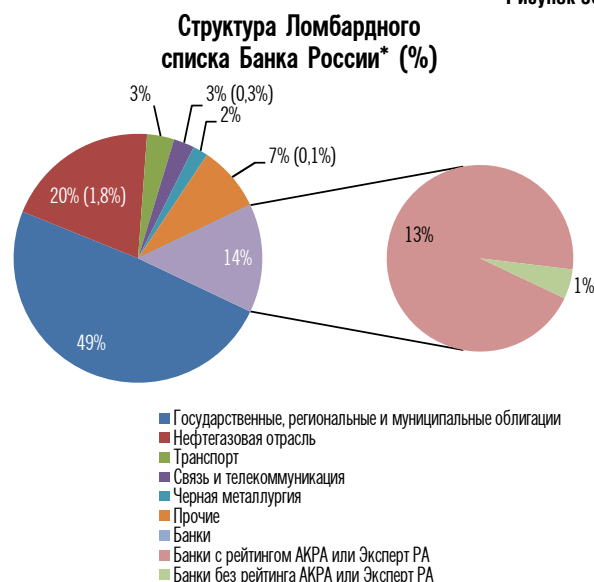
Также в июле 2017 г. Банк России для облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, а также облигаций кредитных организаций добавил критерий включения в Ломбардный список – наличие кредитного рейтинга у новых выпусков или эми-

тентов данных ценных бумаг на уровне не ниже «ruBBB» (кредитное рейтинговое агентство АО «Эксперт РА») или «BBB (RU)» (Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА))⁷. Комплекс изменений относительно рейтинговых агентств и переход на национальную шкалу связаны с введением нового регулирования деятельности кредитных рейтинговых агентств (Федеральный закон от 13.07.2015 № 222-ФЗ).

Помимо наличия у выпусков (эмитентов) ценных бумаг указанного кредитного рейтинга, при принятии решения о включении ценных бумаг в Ломбардный список будут учитываться результаты проводимой Банком России оценки кредитного качества выпусков ценных бумаг (кредитоспособности эмитентов), условий их размещения и обращения, а также иные существенные обстоятельства.

Вследствие того, что реформа рейтинговой отрасли и, в частности, применение кредитных рейтингов для формирования Ломбардного списка будут оказывать значительное влияние на его состав, были проанализированы рейтинговые структуры Ломбардного списка (в том числе отраслевая принадлежность) и портфели ценных бумаг, оцененные двумя кредитными

Рисунок 30



* Проценты в скобках отражают объем бумаг, которые имеют рейтинг от рейтингового агентства АКРА или Эксперт РА.

Примечание: данные по состоянию на 11.07.2017.

Источники: Банк России, Cbonds.

⁵ Пресс-релиз Банка России «Об изменении подходов к формированию Ломбардного списка Банка России» от 7.07.2017.

⁶ Указанное решение не распространяется на облигации с ипотечным покрытием, выпускаемые кредитными организациями. Включение данных ценных бумаг в Ломбардный список может осуществляться и после 30 сентября 2017 года.

⁷ Пресс-релиз Банка России «Об использовании кредитных рейтингов при формировании Ломбардного списка Банка России» от 7.07.2017.

рейтинговыми агентствами. На государственные облигации, региональные и муниципальные облигации в общем объеме ценных бумаг в Ломбардном списке приходится 49%, или 8,9 трлн руб. (рис. 30). В рамках анализа рассматривались ценные бумаги, за исключением государственных облигаций, облигаций с государственной гарантией или поручительством АО «АИЖК», так как у данных выпусков (эмитентов) сохраняется возможность включения в Ломбардный список без кредитных рейтингов, соответствующих требованиям Банка России (согласно Указанию Банка России от 10.08.2012 №2861-У)⁸.

Больше всего ценных бумаг с рейтингом от АКРА или Эксперт РА находится в банковской отрасли (2,4 трлн руб., или 13% от всего Ломбардного списка). Также рейтинг одного из рейтинговых агентств имеют 1,8% бумаг, относящихся к нефтегазовой отрасли, 0,3% – к связи и телекоммуникации и 0,1% – прочим отраслям.

В период с августа по декабрь 2017 г. в Ломбардном списке будет погашено ценных бумаг на 597 млрд руб., или 3,3%. При этом объемы погашений значительно возрастут с декабря 2017 г. по апрель 2018 г. и в среднем будут составлять 311 млрд руб. в месяц⁹.

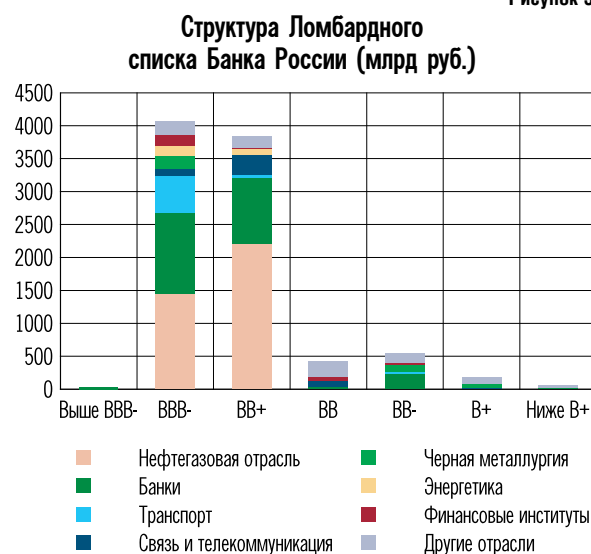
В рейтинговой структуре Ломбардного списка основной объем ценных бумаг (без государственных, региональных и муниципальных облигаций) имеет рейтинги «BBB-» и «BB+» с долями 44,4 и 41,9% соответственно, где 74,5% бумаг приходится на нефтегазовую и банковскую отрасли (рис. 31)¹⁰. В целом объем ценных бумаг нефтегазовой и банковской отраслей в Ломбардном списке составляет 20 и 14% соответственно. Также относительно большие доли составляют ценные бумаги транспортной и телекоммуникационной отраслей (3,5 и 2,7% соответственно), а все остальные отрасли по отдельности составляют менее

⁸ Подробнее об изменении подходов к формированию Ломбардного списка Банка России см. в «Обзоре рисков финансовых рынков» за I квартал 2017 года.

⁹ Динамика объемов погашения бумаг в Ломбардном списке подробно представлена в «Обзоре рисков финансовых рынков» за I квартал 2017 года.

¹⁰ Учитывался максимальный рейтинг эмиссии/эмитента от S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's Investors Service.

Рисунок 31



Примечание: данные по состоянию на 11.07.2017.
Источники: Банк России, Sbond.

2% от объема ценных бумаг в Ломбардном списке. Данная рейтинговая структура будет достаточно стабильной во времени, так как ценные бумаги, входящие в Ломбардный список по состоянию на 14 июля 2017 г., будут сохраняться до погашения (кроме случаев, когда исключение ценных бумаг из Ломбардного списка осуществляется в связи с неудовлетворительным, по мнению Банка России, финансовым положением эмитента или исключением соответствующей категории ценных бумаг из Ломбардного списка).

По состоянию на 11 июля 2017 г. АКРА имеет наибольшее количество методологий, одобренных Банком России. Почти две трети объема ценных бумаг из Ломбардного списка (64,5%) соответствует новым требованиям Банка России для включения в Ломбардный список. Общий объем ценных бумаг, которые имеют рейтинг АКРА, составляет 3,2 трлн руб., из них 55,8% уже находится в Ломбардном списке. Большая часть облигаций (83,8%) с рейтингом от АКРА является облигациями банков, оставшуюся часть составляют облигации лизинговых, региональных и муниципальных, транспортных и некредитных финансовых организаций на сумму 549 млрд рублей.

Таким образом, проведение рейтинговой реформы и связанный с ней новый подход Банка России к формированию Ломбардного списка не окажут значимого влияния на потенциальные возможности кредитных организаций

по привлечению средств в рамках стандартных операций рефинансирования Банка России по следующим причинам:

- в среднесрочной перспективе ожидается сохранение профицита ликвидности и, соответственно, низкого спроса на операции с Банком России со стороны кредитных организаций;
- наращивание объема выпуска ОФЗ в 2017 г. увеличит объем ликвидного обеспечения на рынке, удовлетворяющего новым требованиям к Ломбардному списку;
- в конце II квартала эмитенты ценных бумаг стали активнее получать кредитные рейтинги российских кредитных рейтинговых агентств, что было обусловлено приближением даты изменения рейтинговых требований в финансовом регулировании и начала действия новых условий формирования Ломбардного списка.

3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ

3.1. Роль нефинансовых компаний на рынке ПФИ и правовые риски сделок с их участием

Складывающаяся правоприменительная практика на рынке ПФИ вызывает обеспокоенность у финансового сообщества. Арбитражный суд города Москвы в июне удовлетворил иск крупной нефинансовой компании о недействительности опционной сделки. Позднее решение суда первой инстанции было отменено в полном объеме апелляционным судом.

Стоит отметить, что судебные споры по ПФИ не отличаются от судебных споров по иным видам сделок, которые оспариваются одной из сторон, полагающей, что сделка была заключена на невыгодных для нее условиях. В то же время появление судебной практики по ПФИ свидетельствует о зрелости данного сегмента финансового рынка и востребованности ПФИ как финансового инструмента среди нефинансовых компаний.

В частности, участие нефинансовых компаний на внебиржевом рынке валютных деривативов существенно и носит регулярный характер. Объем задолженности нефинансовых компаний на конец II квартала 2017 г. оценивается на уровне более 1,2 трлн руб. при общем объеме валютного рынка ПФИ более 9 трлн руб. (рис. 32). Наиболее значимое участие нефинансовых компаний отмечается на рынке «валютный форвард», где они формируют около 25,6% открытых позиций¹. Указанная доля сопоставима с долей некредитных финансовых орга-

низаций (брокеры, инвестиционные компании) на этом рынке (рис. 33).

В отраслевом разрезе наибольший объем сделок нефинансовых компаний, присутствующих на рынке «валютный форвард», приходится на компании пищевой промышленности и розничной торговли (19,8% на 1.07.2017), а также компании, работающие в сфере строительства и недвижимости (13,7% на 1.07.2017).

Рисунок 32
Открытые позиции нефинансовых компаний на внебиржевом рынке валютных деривативов (млрд руб.)

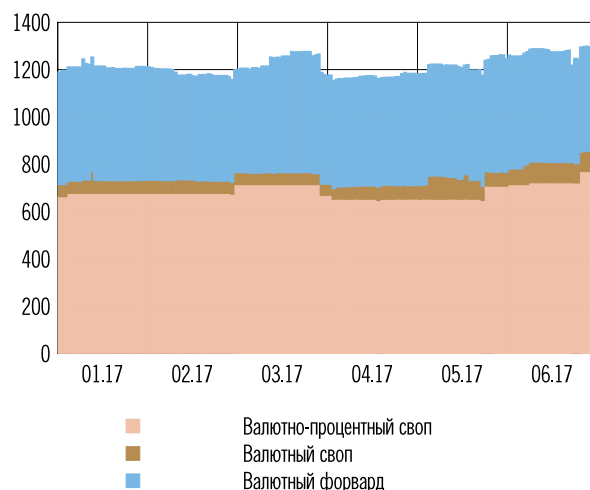
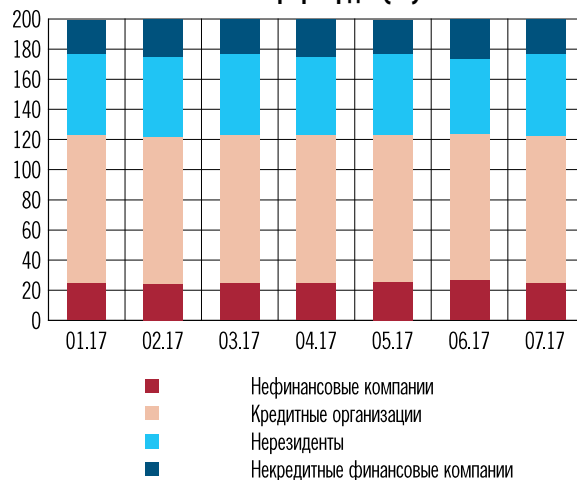
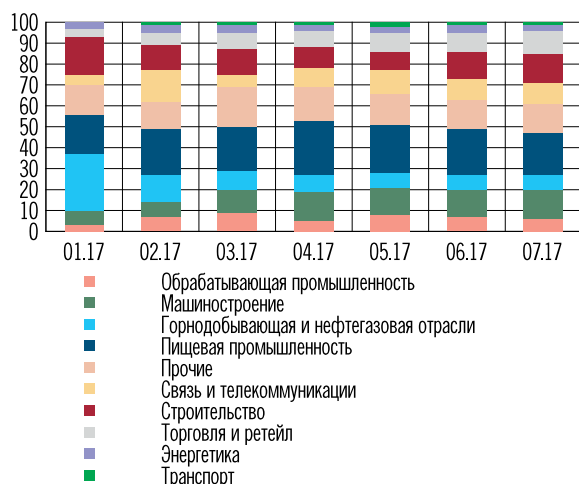


Рисунок 33
Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям «внебиржевой валютный форвард» (%)



¹ Здесь и далее доля нефинансовых компаний на рынке рассчитывалась как отношение объема открытых позиций сделок, одной из сторон которых является нефинансовая компания, к сумме открытых позиций всех участников на каждую дату. Таким образом, в знаменателе этого показателя учитывается двойной объем открытых позиций на рынке, поэтому на рисунках 33, 35 и 37 сумма долей всех участников составляет 200%.

Рисунок 34
Структура операций нефинансовых компаний на рынке «валютный форвард» по отраслям (%)



Доля добывающих и нефтегазовых компаний в операциях нефинансовых компаний на рынке валютных форвардов снизилась с 7,8 до 6,8% в течение II квартала 2017 года.

Рынок «валютный своп» с участием нефинансовых компаний оценивается на уровне 68 млрд руб. на 1.07.2017 (рис. 32). Традиционно основными участниками внебиржевого рынка «валютный своп» являются кредитные организации и нерезиденты (98,2% оборота внебиржевого рынка «валютный своп» на 1.07.2017) (рис. 35). На этом рынке доля нефинансовых компаний в обороте на 1.07.2017 превысила долю некредитных финансовых компаний на 0,4 п.п. и составила 1,9%.

Рисунок 35
Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям «внебиржевой валютный своп» (%)

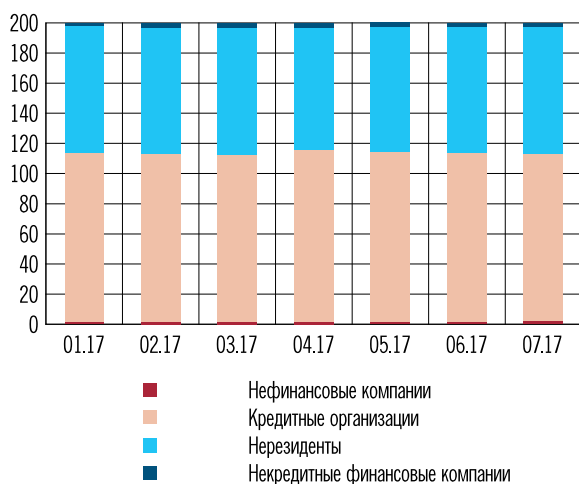
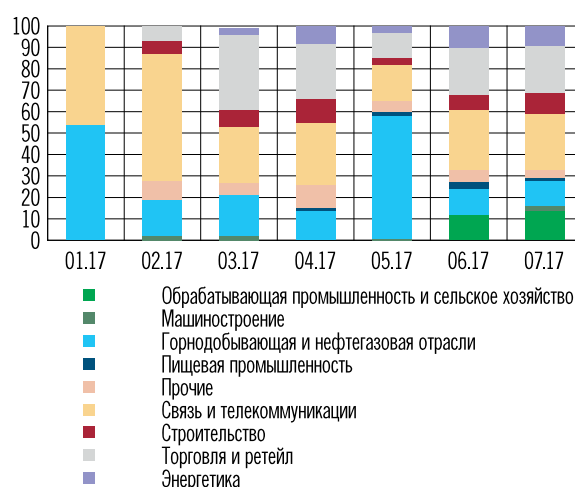


Рисунок 36
Структура операций нефинансовых компаний на рынке «валютный своп» по отраслям (%)



Структура операций нефинансовых компаний по отраслям на рынке «валютный своп» менее однородная, чем на рынке «валютный форвард», в силу более низких оборотов нефинансовых компаний на данном сегменте рынка (рис. 36). В мае 2017 г. наблюдался рост спроса компаний горнодобывающей и нефтегазовой отраслей на инструмент «валютный своп» – в результате их доля на рынке увеличилась с 15 до 57%. Более 20% оборота нефинансовых компаний на рынке «валютный своп» приходится на телекоммуникационную отрасль.

Задолженность российских организаций на рынке процентных и валютно-процентных свопов в рублевом эквиваленте составила 769

Рисунок 37
Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям внебиржевой процентный и валютно-процентный своп (%)

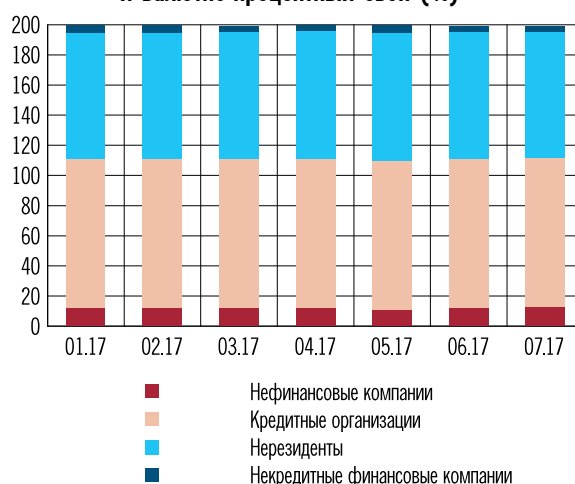


Рисунок 38

Структура операций нефинансовых компаний на рынках процентный и валютно-процентный своп по отраслям (%)

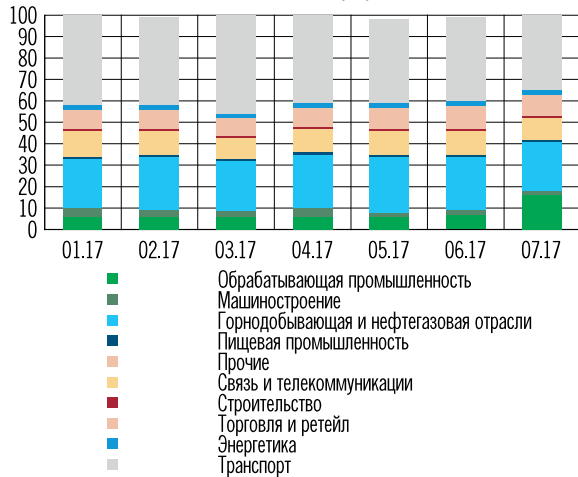
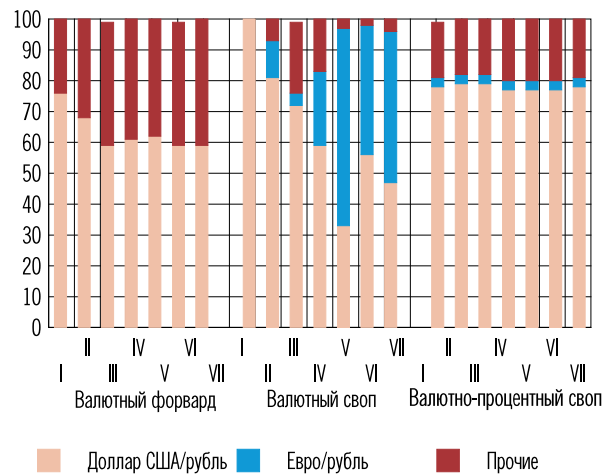


Рисунок 40

Структура операций нефинансовых компаний в разрезе валют (%)



млрд руб. на 1.07.2017 (рис. 35). Доля нефинансовых компаний и некредитных финансовых организаций в задолженности в июле 2017 г. составила 13,2 и 4,8% соответственно (рис. 37). При этом следует отметить увеличение доли нефинансовых компаний на рынке валютно-процентных свопов с начала квартала на 1,8 процентного пункта.

Отраслевая структура сделок валютно-процентных и процентных свопов нефинансовых компаний показывает, что наибольшая доля данных сделок приходится на горнодобывающие и нефтегазовые компании (22,7% на 1.07.2017) и транспортные компании (35,2% на 1.07.2017) (рис. 38). Структура операций не-

финансовых компаний в отраслевом разрезе достаточно стабильна в силу долгосрочного характера большинства заключаемых на рынке сделок.

Во II квартале 2017 г. нефинансовые компании стали нетто-покупателями иностранной валюты на рынке «валютный форвард», что предполагает изменение стратегии участников рынка и рост интереса к хеджированию рисков ослабления национальной валюты (рис. 39). В то же время на рынке валютно-процентных свопов сохраняется нетто-покупка национальной валюты, что во многом определяется потребностью хеджирования процентных рисков в иностранной валюте.

Рисунок 39

Чистая продажа иностранной валюты нефинансовыми компаниями на внебиржевом рынке валютных деривативов (млрд руб.)

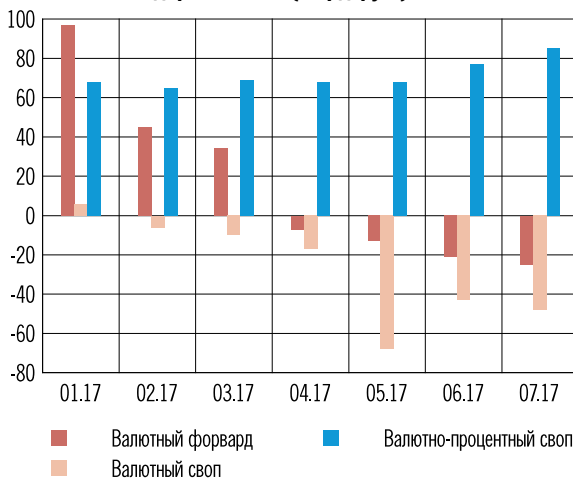
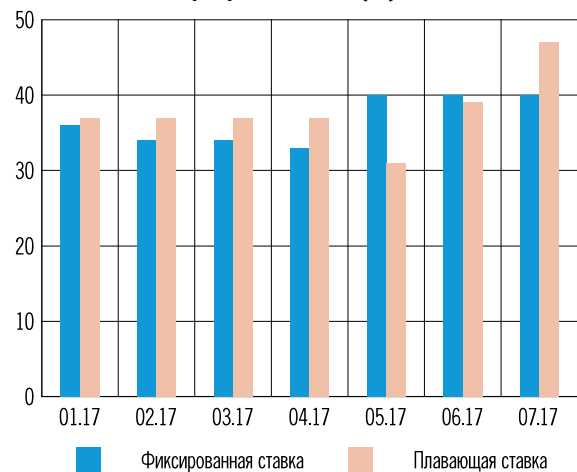


Рисунок 41

Структура нетто-привлечения рублей нефинансовыми компаниями по инструменту «валютно-процентный своп» в разрезе ставок (%)



Валютная структура операций нефинансовых компаний значительно различается в зависимости от рынков (рис. 40). На рынке «валютный форвард» преобладают операции по паре доллар США/рубль (58,6% оборота рынка на 1.07.2017) и прочим валютам (преимущественно по парам доллар/швейцарский франк, рубль/швейцарский франк). На рынке «валютный своп» в течение II квартала 2017 г. изменилась валютная структура. Если в апреле 2017 г. операции по паре евро/рубль составляли 24,2% оборота рынка, то в конце II квартала подобные операции составляли большую часть рынка (48,8% на 1.07.2017). На рынке валютно-процентных свопов большая часть операций осуществляется по парам доллар США/рубль (78,4% оборота рынка на 1.07.2017) и евро/рубль (2,8% оборота рынка на 1.07.2017). Таким образом, основной объем

операций на внебиржевом рынке валютных деривативов осуществляется в долларовом сегменте. При этом нетто-платежи в рублях в пользу нефинансовых компаний осуществляются преимущественно по фиксированной ставке (рис. 41).

В целом анализ участия нефинансовых компаний на внебиржевом рынке валютных деривативов позволяет сделать вывод о сопоставимых масштабах их активности с деятельностью некредитных финансовых компаний и дает основания признать их по существу полноценными участниками этого рынка. На протяжении рассмотренного периода они играли значительную роль в формировании общего объема рынка и создании условий для функционирования рыночных механизмов управления валютными и процентными рисками.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1.

Обзор условий европейских рынков кредитования ценными бумагами и внебиржевых деривативов

В июле 2017 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) опубликовал Обзор условий европейских рынков кредитования ценными бумагами и внебиржевых деривативов¹ (далее – Обзор) по итогам II квартала 2017 года.

Данный Обзор подготовлен на основе регулярного² исследования условий, трендов и движущих сил на рынке кредитования/заимствования с использованием ценных бумаг и внебиржевых деривативов. В исследовании принимали участие 28 крупных банков (14 – из еврозоны и 14 – с штаб-квартирой вне стран еврозоны), проводящие на указанных рынках операции в евро (euro-denominated instruments)³.

Основные вопросы, которые рассматриваются в данном исследовании:

1. Типы контрагентов (банки и дилеры, хедж-фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, пенсионные фонды и иные институциональные инвестиционные фонды, нефинансовые компании, суверенные участники рынка) и условия сделок (ценовые и неценовые условия).

2. Условия сделок в зависимости от типа обеспечения на рынке кредитования/заимствования с использованием ценных бумаг.

3. Условия сделок на рынке внебиржевых деривативов в зависимости от вида дериватива.

Исследование направлено на выявление изменений в условиях операций в течение последних трех месяцев вне зависимости от дол-

госрочных трендов, а также в ожиданиях относительно условий на рынках в следующие три месяца. В ходе исследования участники должны указать до трех наиболее важных факторов (из списка)⁴, которые оказали влияние на изменение условий на рассматриваемых рынках.

По результатам июньского исследования условия на рынках кредитования/заимствования с использованием ценных бумаг и внебиржевых деривативов остались в основном без изменений, но разброс ответов увеличился по сравнению с мартовским исследованием.

На рынке кредитования ценными бумагами были отмечены:

- снижение ставок/спредов по многим типам обеспечения, в частности по государственным ценным бумагам;

- рост использования услуг центральных контрагентов;

- рост спроса на операции кредитования/заимствования с использованием акций и долгосрочное финансирование с использованием государственных ценных бумаг;

- продолжающееся ухудшение ликвидности и функционирования рынка гособлигаций стран еврозоны;

- рост спроса на операции кредитования/заимствования с использованием акций. На рынке внебиржевых деривативов респонденты указали, что одной из причин ужесточения условий стало введение в странах еврозоны требований об обязательном маржировании (обмене начальной и вариационной маржой) по операциям с внебиржевыми деривативами начиная с 1 марта 2017 года.

¹ Survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and OTC derivatives markets. – SESFOD.

² Периоды, охватываемые исследованием: 1 декабря – 28/29 февраля, 1 марта – 31 мая, 1 июня – 31 августа, 1 сентября – 30 ноября.

³ К данным операциям относятся операции кредитования ценными бумагами, номинированными в евро. Также ЕЦБ рекомендует респондентам основное внимание обращать на операции, в которых валюта кредитования и валюта, в которой номинированы ценные бумаги, совпадает (евро). В отношении рынка деривативов как минимум одна «нога» (часть сделки) дериватива должна быть номинирована в евро.

⁴ В список входят условия текущей или ожидаемой финансовой устойчивости контрагентов, в том числе изменение кредитного рейтинга; склонность участника к принятию риска; изменение регулятивных требований, наличие капитала, рыночная ликвидность, конкуренция с другими институтами, а также иные условия.

Приложение 2. Регуляторные новации на финансовых рынках

Регулирование бенчмарков

2 июня 2017 г. Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала для применения национальными компетентными органами ЕС **методологию (рекомендации) выбора финансовых институтов с целью формирования ключевых рыночных индикаторов (benchmarks)**. Методология будет применяться в отношении всех ставок межбанковского рынка (IBORs) и Euro OverNight Index Average (EONIA). Она основана на действительной и потенциально занимаемой конкретным финансовым институтом доле рынка, к которому относится соответствующий индикатор.

Регулирование рынка ценных бумаг

26 мая 2017 г. Монетарное управление Сингапура (Monetary Authority of Singapore – MAS) опубликовало для сбора комментариев документ с поправками к Закону о фьючерсах и ценных бумагах (Consultation Paper II on Draft Regulations Pursuant to the Securities and Futures Act), принятому парламентом в январе 2017 года. Данный документ охватывает вопросы, связанные с **лицензированием и бизнес-практикой компаний, а также выпуском ценных бумаг (Shares, Debentures and Business Trusts)**. В частности, MAS предлагает:

– публиковать финансовую информацию, включаемую в проспект эмиссии долевых или долговых ценных бумаг, в соответствии со стандартами МСФО начиная с 1 января 2018 г.;

– освободить от лицензирования на проведение операций с внебиржевыми деривативами расположенные в Сингапуре клиринговые компании, проводящие клиринг внебиржевых деривативов;

– снизить минимальное требование к капиталу для компании, проводящей операции на рынке капитала, с 250 до 50 тыс. долл. США.

26 мая 2017 г. Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (China Securities Regulatory Commission – CSRC) опубликовала **обновленные правила продажи крупных пакетов акций**. Правила были изменены в ответ на повышение волатильности рынков, вызванное подобными операциями с крупными пакетами акций. Поправки затронули такие вопросы, как операции с крупными пакетами акций, непубличные продажи, раскрытие информации, передача акций по договорам, и начали действовать с 27 мая 2017 года. В частности, для крупных держателей пакетов акций (свыше 5% акций) разрешена продажа не более 50% принадлежащих им акций через непубличные (non-public) операции в течение 12 месяцев.

При проведении операций с крупными пакетами акций на продажу не может выставляться более 2% от общего числа акций компании в течение 90 дней, а покупатели не имеют права снова их продать в течение 6 месяцев. Основные акционеры должны уведомлять регулятора за 15 торговых дней до проведения операции по продаже крупного пакета акций.

29 мая 2017 г. Агентство по финансовым услугам Японии (FSA) опубликовало пересмотренные **Принципы (Кодекс) ответственных институциональных инвесторов (Principles for Responsible Institutional Investors – Japan's Stewardship code)**. Кодекс был впервые опубликован в 2014 г., носит рекомендательный характер и устанавливает принципы добросовестной деятельности институциональных инвесторов в долгосрочных интересах их клиентов и бенефициаров.

Обновленная версия Кодекса теперь распространяется также на компании, предоставляющие услуги по поручению институциональных инвесторов. Внесенные изменения касаются:

– уточнения положений Кодекса в части раскрытия информации;

– рекомендаций для держателей активов, в том числе их взаимоотношений с управляющими активами;

– рекомендаций для управляющих активами по предотвращению конфликтов интересов;

– дополнительных рекомендаций о взаимодействии институциональных инвесторов с компаниями, в которые осуществляются инвестиции, а также о мониторинге деятельности таких компаний;

– проведения управляющими активами самооценок соблюдения положений Кодекса, раскрытия информации о результатах самооценок.

31 мая 2017 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала **Принципы и цели регулирования рынка ценных бумаг**. Документ направлен на достижение трех основных целей:

1. Защита инвесторов.

2. Обеспечение функционирования рынков на основе эффективности, транспарентности и справедливости.

3. Снижение системного риска.

Изложенные в документе 38 принципов сгруппированы в 10 категорий:

– принципы, относящиеся к регулированию;

– принципы саморегулирования;

– принципы для усиления регулирования рынка ценных бумаг;

– принципы сотрудничества в регулировании;

– принципы для эмитентов;

– принципы для аудиторов, кредитных рейтинговых агентств и других поставщиков информации;

– принципы для коллективных инвестиционных схем;

– принципы для посредников на рынке;

– принципы для вторичных и других рынков;

– принципы, касающиеся клиринга и расчетов.

13 июня 2017 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) выпустила документ об инструментах и подходах, которые члены IOSCO могут применять для выявления, минимизации и предотвращения недобросовестного поведения, а также в целях введения санкций по отношению к нарушителям добросовестных практик поведения на финансовых рынках.

В качестве возможных инструментов предлагается, например, использовать принудительные и корректирующие меры, наблюдение и анализ данных для выявления подозрительных сделок, защиту лиц/организаций, заявляющих о нарушениях добросовестных практик поведения. В документе подчеркивается важность применения инструментов, которые позволяют обмениваться информацией о лицах, уже имеющих репутацию недобросовестных участников рынка, отслеживать индивидуальное поведение участников (например, старших менеджеров). Дополнительное внимание уделяется инструментам, способствующим более качественному регулированию автоматизированных видов деятельности (например, высокочастотной торговли).

Риски недобросовестного поведения возникают в связи с такими характеристиками финансового рынка, как децентрализованная структура, непрозрачность, наличие конфликтов интересов между маркет-мейкерами, размер и сложность организационной структуры участников рынка, возрастающая автоматизация.

23 июня 2017 г. Служба финансового надзора Великобритании (Financial Conduct Authority – FCA) опубликовала Доклад о состоянии рынка управления активами, а также по итогам доклада – **консультационный документ**, затрагивающий вопросы **защиты прав инвесторов, развития конкуренции и повышения эффективности посредников** на рынке управления активами.

Предложения FCA включают:

• в сфере защиты прав инвесторов:

– закрепление обязанности управляющих менеджеров действовать в интересах инвесторов и использование режима ответственности сотрудников руководящего звена для достижения данной цели;

– требование о включении как минимум двух независимых директоров в совет директоров;

– технические изменения для обеспечения достоверности информации;

• в сфере развития конкуренции:

– поддержку последовательного и стандартизированного раскрытия информации о затра-

тах и сборах для институциональных инвесторов;

– рекомендации по устранению препятствий по консолидации паев в фондах и пенсионных накоплениях;

- по вопросам повышения эффективности посредников на рынке управления активами;

– проведение исследования рынка инвестиционных платформ;

– рекомендацию по привлечению консультантов по инвестициям в состав FCA.

Регулирование рынка производных финансовых инструментов

Сделки с биржевыми деривативами

25 апреля 2017 г. Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission – CSRC) объявила об ужесточении требований к компаниям, торгующим фьючерсами, с 1 октября 2017 года.

- Повышены требования к минимальному размеру собственных средств компаний с 15 до 30 млн юаней (4,36 млн долл. США) в целях снижения риска контрагента.
- Ужесточены требования к отчетности компаний в рамках раскрытия финансовой информации и предоставления аналитической информации.

Сделки с внебиржевыми деривативами/деривативами вне централизованного клиринга

3 апреля 2017 г. Служба по финансовым рынкам Новой Зеландии (Financial Markets Authority – FMA) опубликовала консультативный документ, затрагивающий регулятивные требования к краткосрочным деривативам. В консультативном документе FMA напомнила о необходимости получения лицензии для проведения операций с краткосрочными деривативами, так как требование о лицензировании деятельности по заключению сделок с деривативами установлено в Законе о финансовых

рынках (Financial Markets Conduct Act, декабрь 2014 г.). В последние годы FMA пристально следила за развитием рынка таких краткосрочных деривативов, как бинарные опционы и контракты на разницу (contracts-for-difference – CFD), так как они могут привести к значительным убыткам инвесторов. В документе FMA предлагает:

– участникам рынка пройти процедуру лицензирования для проведения операций с краткосрочными деривативами до 1 августа 2017 г.,

– ввести требование об обязательном лицензировании участников рынка для проведения операций с краткосрочными деривативами с 1 декабря 2017 года.

Одновременно FMA намеревается вывести из-под требования о лицензировании операции на условиях спот с поставкой, расчеты по которым осуществляются в пределах трех рабочих дней.

24 апреля 2017 г. Совет по финансовым услугам ЮАР опубликовал консультативный документ по внедрению требований к обязательному предоставлению информации по сделкам с внебиржевыми деривативами в торговые репозитории. Изначально проект правил был опубликован летом 2015 года. В текущем проекте учтены пожелания респондентов и обеспечено соответствие мировым стандартам, установленным CPSS-IOSCO и СФС. Так, информация должна быть представлена до конца рабочего дня, следующего за днем совершения операции; регламентировано указание идентификаторов LEI, UTI и UPI. Принимая во внимание тот факт, что ЮАР значительно отстает от других юрисдикций в области внедрения требований обязательного репортинга, имплементация новых требований запланирована на вторую половину 2017 года.

9 мая 2017 г. Орган пруденциального регулирования Австралии (APRA) опубликовал проект изменений пруденциальных стандартов (CPS 226) по маргинальным требованиям и минимизации риска для сделок с внебиржевыми деривативами вне централизованного клиринга. В частности, предлагается признавать соответствие (substituted compliance) маргинальных требований регуляторов из семи иностранных юрисдикций

(по оценкам APRA, требования регуляторов в данных странах полностью соответствуют Базельскому подходу):

- Управление Суперинтенданта финансовых институтов Канады;
- Европейская комиссия;
- Денежно-кредитное управление Гонконга;
- Агентство по финансовым услугам Японии;
- Министерство экономики, торговли и промышленности и сельского, лесного и рыболовного хозяйства Японии;
- Денежно-кредитное управление Сингапура;
- Служба по надзору за финансовыми рынками Швейцарии;
- Комиссия по торговле товарными фьючерсами США;
- Федеральная корпорация по страхованию вкладов США, Администрация по делам фермерского кредита, Федеральное агентство жилищного ипотечного кредитования, Совет директоров Федеральной резервной системы, Управление контролера денежного обращения.

Прочее

11 апреля 2017 г. Резервный банк Индии (РБИ) опубликовал проект **руководства по предоставлению трехстороннего репо**. Трехстороннее репо позволит участникам рынка использовать базовое обеспечение по сделкам репо более эффективно и будет способствовать развитию рынка срочного репо в Индии. Проект руководства предусматривает предоставление трехстороннего репо как с использованием в виде залога государственных ценных бумаг, так и корпоративных облигаций.

27 апреля 2017 г. Денежно-кредитное управление Гонконга (НКМА) совместно с **Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам (SFC)** опубликовали консультационный доклад **об исключении некоторых торговых площадок, клиринговых организаций и продуктов из режима регулирования внебиржевых деривативов**. Данный документ разработан в ответ на поступившие запросы участников рынка, касающиеся определения термина «внебиржевые деривативы» в рамках второй фазы внедрения обязательного репортирования. В документе

предлагается исключить из определения «внебиржевые деривативы» продукты, торгуемые на зарубежных торговых площадках, перечисленных в прилагаемом списке, а также опционы с ценой исполнения, равной нулю (Delta One Warrants). Таким образом, на данные продукты не будут распространяться требования обязательного предоставления информации.

4 мая 2017 г. Европейская комиссия опубликовала **предложения к требованиям EMIR** (European Markets and Infrastructure Regulation), которые позволят снизить издержки и избыточные регулятивные требования к участникам **рынка внебиржевых деривативов** без усиления рисков финансовой стабильности. Европейская комиссия предлагает изменить требования:

1) **К отчетности** по операциям с деривативами для **всех участников рынка**:

– данные о сделках с деривативами, проходящими централизованный клиринг, будут направляться регулятору только центральным контрагентом за участников сделки;

– при заключении сделки между небольшой нефинансовой компанией и финансовым институтом информация о заключенной сделке будет направляться регулятору финансовым институтом;

– отменено требование о направлении информации при заключении внутригрупповых сделок, если одной из сторон является нефинансовая компания, а также направлении информации по сделкам за прошедшие периоды.

2) **К нефинансовым компаниям – участникам сделки** (Non-financial counterparties – NFCs): требование об обязательном клиринге внебиржевых деривативов будет применяться только при определенном объеме сделок в соответствии с требованиями EMIR (1 млрд евро – для сделок с кредитными деривативами и деривативами на акции, 3 млрд евро – для сделок с процентными, валютными и сырьевыми деривативами)⁵.

3) **К небольшим финансовым институтам – участникам сделки** (Small financial counterparties): ввести пороговое значение объема сделок для проведения клиринга по опе-

⁵ <https://www.esma.europa.eu/regulation/post-trading/non-financial-counterparties-nfcs>.

рациям с деривативами. Данное предложение обусловлено тем, что небольшие финансовые институты (банки и фонды) испытывают значительные трудности при поиске поставщиков клиринговых услуг, притом что объем операций данных контрагентов крайне мал.

4) **К пенсионным фондам** – отсрочить на три года введение требований об обязательном клиринге сделок с внебиржевыми деривативами.

Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

Центральные контрагенты

13 июня 2017 г. Европейская комиссия опубликовала **предложения по усилению надзора за центральными контрагентами (ЦК)** в рамках внесения изменений в требования EMIR. В структуре ESMA предлагается создать новый механизм, отвечающий за более тщательный надзор за ЦК, в том числе и за оперирующими на европейском рынке ЦК из третьих стран (CCP Executive Session). Для классификации неевропейских ЦК вводится новая двухуровневая система: ЦК первого уровня, не являющиеся системно значимыми на рынке ЕС, будут продолжать осуществлять свою деятельность согласно правилам EMIR. При этом к системно значимым неевропейским ЦК (второй уровень) будут применены новые, более жесткие требования:

1. Соответствие всем требованиям, предъявляемым к европейским ЦК,

2. Выполнение дополнительных требований определенных центральных банков стран ЕС (например, доступность или определенный тип обеспечения, требования к ликвидности и так далее).

3. Обеспечение ESMA всей необходимой информацией и возможностью проведения инспекций.

Кроме того, ESMA может потребовать учредить ЦК в ЕС, если системные риски будут оценены как слишком высокие и вышеуказанных мер будет недостаточно.

23 июня 2017 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) опубликовал предложения о внесении **изменений в статью 22 Устава ЕЦБ**. Новая редакция: «ЕЦБ и национальные банки уполномочены **создать условия для обеспечения эффективного и устойчивого функционирования клиринговых и расчетных систем**, а также клиринговых систем для финансовых инструментов в рамках ЕС и с другими странами; ЕЦБ вправе давать рекомендации в данной области».

Изменения предоставят ЕЦБ четкую правовую компетенцию в области централизованного клиринга в целях реализации Евросистемой полномочий, предусмотренных для эмиссионных центральных банков в рамках пересмотра Положения о регулировании инфраструктуры европейского рынка (EMIR), предложенного Европейской комиссией.

Данная рекомендация направлена на рассмотрение в Европейский парламент и Европейский совет.

Торговые репозитории

21 апреля 2017 г. Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала **рекомендации** Европейской комиссии **по вопросу установления взносов для торговых репозитариев** в соответствии с руководством, регламентирующим проведение операций с ценными бумагами (Securities Financing Transactions Regulations). Торговые репозитории должны уплачивать взносы при регистрации, а также осуществлять ежегодные выплаты за осуществление надзора. Размер взносов предлагается привязать к обороту сделок.

Регулирование участников денежного рынка

26 апреля 2017 г. Комитет по денежным рынкам Банка Англии (Money Markets Committee – MMC) опубликовал **Кодекс по поведению участников на денежном рынке (The UK Money Markets code)**, который носит добровольный характер. Документ посвящен поведению участников таких секторов денежного рынка, как межбанковские депозиты, репо

и кредитование ценными бумагами. Ключевой принцип Кодекса заключается в обеспечении целостности и эффективном функционировании денежного рынка Великобритании. Кодекс освещает вопросы этики, управления, риск-менеджмента, конфиденциальности, исполнения приказов и расчетов.

16 мая 2017 г. Совет ЕС одобрил требования к фондам денежного рынка (Money Market Funds – MMF)⁶. В документе выделено четыре типа фондов денежного рынка:

- Low Volatility Net Asset Value MMF (LVNAV MMF),
- Public Debt Constant Net Asset Value MMF (Public Debt CNAV MMF),
- Variable Net Asset Value MMF (VNAV MMF): Short-Term и Standard.

К фондам выдвинуты следующие требования.

	Public Debt CNAV MMF	LVNAV MMF	Short-Term VNAV	Standard VNAV
Максимальный средневзвешенный срок погашения Maximum Weighted Average Maturity (WAM)	60 дней	60 дней	60 дней	6 месяцев
Максимальный средневзвешенный период Maximum Weighted Average Life (WAL)	120 дней	120 дней	120 дней	12 месяцев
Минимальный показатель дневной ликвидности Minimum Liquidity – Daily	10%	10%	7,5%	7,5%
Минимальный показатель недельной ликвидности Minimum Liquidity – Weekly	30%	30%	15%	15%

Помимо этого, фонды денежного рынка должны внедрить и применять процедуры внутренней оценки качества активов, управления ликвидностью для исполнения требований по показателям ликвидности, а также проводить стресс-тестирование.

Требования проясняют характеристики активов, допустимых для инвестирования. Это инструменты денежного рынка, секьюритизиро-

ванные ценные бумаги (eligible securitisations⁷), операции репо и обратного репо, доли или акции других денежных фондов.

Денежные фонды должны раскрывать перед инвесторами информацию о применяемой инвестиционной стратегии (Public Debt CNAV MMF, LVNAV MMF, Short-Term VNAV или Standard VNAV). Также фонды денежного рынка должны еженедельно предоставлять инвесторам информацию о портфеле: о срочности до погашения, о кредитном профиле и о 10 наиболее крупных активах.

Требования вступят в силу через 20 дней после их публикации и начнут применяться через 12 месяцев после даты вступления в силу.

24 мая 2017 г. Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала консультативный документ в рамках реализации Регулирования фондов денежного рынка (Money Market Funds Regulation – MMFR). Предложения включают:

1. Требования к ликвидности и качеству ценных бумаг, которые будут приниматься как обеспечение в рамках договоров об обратном репо.

2. Критерии проверки правильности методологий оценки качества ценных бумаг, критерии количественной оценки кредитного риска, относительного риска дефолта эмитента либо инструмента, в который инвестирует фонд денежного рынка, критерии для качественных показателей эмитента финансового инструмента.

3. Создание шаблона отчетности, который будет содержать все сведения, которые управляющие фондом денежного рынка обязаны предоставлять надзорному органу. Эти данные будут предоставляться национальным компетентным органам и затем передаваться ESMA.

4. Рекомендации в отношении общих параметров сценариев стресс-тестов, которые будут обязаны проводить управляющие фондом денежного рынка. В частности, будут учитываться такие факторы, как возможные изменения ликвидности активов, находящихся в портфеле фонда, динамика процентных ставок и валютных курсов.

⁶ Инвестиционный фонд, специализирующийся на вложениях в краткосрочные долговые обязательства.

⁷ Certain short-term securities backed by short-term, high quality and liquid corporate obligations.

Регулирование валютного рынка

6 апреля 2017 г. Чешский национальный банк провел незапланированное совещание по вопросам денежно-кредитной политики, по результатам которого было принято решение отменить ограничение на курс чешской кроны (ранее действовало ограничение, в силу которого национальная валюта не могла укрепиться выше уровня 27 крон за евро).

25 мая 2017 г. Банк Англии опубликовал Глобальный кодекс правил поведения на валютных рынках. Кодекс разработан рабочей группой при Банке международных расчетов с участием представителей частного сектора. Документ устанавливает принципы, которые должны обеспечить функционирование надежного, справедливого, ликвидного, открытого и в достаточной степени прозрачного рынка, на котором соблюдаются высокие этические стандарты. Кодекс имеет рекомендательный характер, присоединение к нему возможно на добровольной основе. Положения Кодекса адресованы прежде всего участникам рынка FX, осуществляющим операции в больших объемах.

5 июня 2017 г. Центральный банк Таиланда объявил о либерализации валютного регулирования. В частности, центральный банк планирует:

- отменить требование о направлении уведомлений регулятору при проведении валютных операций свыше 50 тыс. долл. США;
- отменить требование о получении одобрения регулятора на проведение операций хеджирования валютных позиций резидентами;
- разрешить банкам выдавать кредиты в тайландских батах иностранным компаниям для инвестирования в экономику Таиланда или Субрегион Большого Меконга⁸ после разрешения центрального банка;
- до конца 2017 г. повысить максимальный лимит по денежным переводам за рубеж с текущего уровня в 20 тыс. батов (590 долл. США);
- до конца 2017 г. снизить административные издержки по проведению валютных операций;
- до конца 2018 г. отменить требование о минимальном капитале в 100 млн батов для компаний, осуществляющих операции по денежным переводам.

⁸ Камбоджа, Лаос, Мьянма, Вьетнам и две области Китая – провинция Юньнань и Гуанси-Чжуан.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Сводный индекс рисков российского финансового рынка.....	3
2. Оценка рисков на различных сегментах российского финансового рынка	3
3. Динамика открытых позиций на рублевом денежном рынке	6
4. Распределение ликвидности по группам банков	6
5. Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России.....	7
6. Структура операций банков с положительной ликвидной позицией	7
7. Структура операций банков, находящихся на пороге перехода к профициту ликвидности.....	7
8. Структура операций банков с отрицательной ликвидной позицией	7
9. Средневзвешенные ставки размещения рублевой ликвидности по группам банков	8
10. Средневзвешенные ставки привлечения рублевой ликвидности по группам банков.....	8
11. Трансмиссия потоков ликвидности из Банка России и ФК на денежном рынке	9
12. Трансмиссия потоков ликвидности на денежном рынке	9
13. Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп».....	10
14. Структура операций валютного репо по типам участников	10
15. Чистая позиция на рынке «валютный своп» за скользящий месяц.....	10
16. Чистая позиция на валютном спот-рынке за скользящий месяц.....	10
17. Индекс роста валютных депозитов физических лиц по группам банков с учетом валютной переоценки.....	11
18. Индекс роста валютных депозитов юридических лиц по группам банков с учетом валютной переоценки.....	11
19. Динамика обязательств банков перед юридическими лицами в иностранной валюте.....	12
20. Динамика ликвидных валютных активов в разрезе групп банков.....	12
21. Среднедневные объемы торгов по системным сделкам USDRUB_TOM и спред «покупка-продажа» на объем 1 млн долл. США.....	12
22. Структура операций участников на первичном рынке ОФЗ	14
23. Структура операций участников на вторичном рынке ОФЗ	14
24. Нетто-покупки ОФЗ на первичных и вторичных торгах по срокам	15
25. Структура операций участников на первичном рынке корпоративных облигаций.....	17
26. Структура операций участников на вторичном рынке корпоративных облигаций	17
27. Динамика доходностей государственного и корпоративного сектора и их спред	17
28. Структура операций участников на вторичном рынке акций.....	18
29. Структура операций участников на первичном рынке акций	18
30. Структура Ломбардного списка Банка России.....	19
31. Структура Ломбардного списка Банка России.....	20
32. Открытые позиции нефинансовых компаний на внебиржевом рынке валютных деривативов	22
33. Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям «внебиржевой валютный форвард».....	22
34. Структура операций нефинансовых компаний на рынке «валютный форвард» по отраслям.....	23
35. Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям «внебиржевой валютный своп»	23

36. Структура операций нефинансовых компаний на рынке «валютный своп» по отраслям.....	23
37. Динамика доли нефинансовых компаний в задолженности по операциям внебиржевой процентный и валютно-процентный своп.....	23
38. Структура операций нефинансовых компаний на рынках процентный и валютно-процентный своп по отраслям.....	24
39. Чистая продажа иностранной валюты нефинансовыми компаниями на внебиржевом рынке валютных деривативов.....	24
40. Структура операций нефинансовых компаний в разрезе валют.....	24
41. Структура нетто-привлечения рублей нефинансовыми компаниями по инструменту «валютно-процентный своп» в разрезе ставок.....	24

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Ключевые индикаторы рисков российского финансового рынка.....	3
2. Статистика использования СЗКО БКЛ и ОФЗ при расчете НКЛ.....	16
3. Изменение НКЛ СЗКО с 1.01.2017 по 1.06.2017.....	16

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. Введение института маркет-мейкеров на валютном рынке.....	12
Врезка 2. Использование облигаций федерального займа СЗКО в целях управления риском ликвидности.....	15

