



Банк России



# РЫНОК ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ: ТЕНДЕНЦИИ И РИСКИ

Информационно-аналитический материал

Москва  
2021

# ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение.....</b>	<b>2</b>
Выводы.....	3
<b>1. Развитие рынка ПФИ в России и в мире .....</b>	<b>6</b>
<b>2. Внебиржевой рынок ПФИ .....</b>	<b>9</b>
2.1. Валютные форварды.....	9
2.2. Валютные свопы.....	11
2.3. Валютные опционы.....	13
2.4. Процентные свопы .....	15
2.5. Валютно-процентные свопы.....	19
2.6. Процентные форварды (FRA).....	22
2.7. Процентные опционы.....	23
2.8. Свопционы .....	28
<b>3. Биржевой рынок ПФИ .....</b>	<b>30</b>
3.1. Рынок стандартизированных ПФИ Московской Биржи.....	30
3.2. Срочный рынок Московской Биржи.....	33
3.3. Санкт-Петербургская международная товарная сырьевая биржа.....	35
<b>Заключение.....</b>	<b>36</b>

Настоящий материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности и Департаментом исследований и прогнозирования.

Авторы: Валерия Абрамова, Варвара Азарина, Анастасия Андропова, Дмитрий Арустамов, Артур Ахметов, Богдан Гальченко, Елизавета Данилова, Александр Золкин, Татьяна Кузьмина, Антон Малыгин, Александр Морозов, Ирина Нуриманова, Алексей Поршаков, Илья Степанников, Иван Шевчук, Полина Шишкина

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2021

## ВВЕДЕНИЕ

Развитие мирового финансового рынка и глобализация экономики сопровождаются эволюцией и распространением производных финансовых инструментов (далее – ПФИ, деривативы). Внебиржевой рынок деривативов на протяжении последних десятилетий претерпевает значительные изменения, стремительно подстраиваясь под колебания экономической конъюнктуры и производя стабилизирующий эффект в ответ на экзогенные и эндогенные шоки.

Финансовые кризисы мирового и национального характера с достаточной ясностью выявили острую потребность в мониторинге, регулировании и развитии рынка внебиржевых и биржевых ПФИ. Экономический кризис 2007–2009 годов показал, что инструменты, изначально призванные снизить вероятность возникновения дефолта на микро- и макроуровнях, но используемые в спекулятивных целях, могут внести огромный вклад в дестабилизацию мировой экономики. Недостаточное регулирование, сложная структура контрактов, отсутствие учета сделок и анализа рисков рынка внебиржевых деривативов сформировали нетранспарентный рынок и потребовали экстренных мер реагирования. Стремительное «заражение» других финансовых рынков и национальных экономик приобретало мировые масштабы и усугублялось значительной созависимостью экономических агентов.

На фоне межнационального осознания ценности развития и урегулирования рынка деривативов отправной точкой для формирования новых условий стал Питтсбургский саммит государств «Группы двадцати» в США в 2009 году. Постепенно последовавшие вслед за ним регуляторные и технологические изменения стимулировали рост использования централизованного клиринга обязательств, увеличили роль центральных контрагентов (ЦК), снизили риск неисполнения обязательств контрагента, уменьшили транзакционные издержки за счет автоматизации технологических процессов заключения и проведения сделки. Также было введено обязательное предоставление отчетности контрагентов в торговые репозитории (или депозитории), что существенно увеличило прозрачность рынка для регуляторов.

Таким образом, реализация решений, принятых «Группой двадцати» на саммите в Питтсбурге, вызвала беспрецедентную волну созданий стандартов и регуляторных требований, а также придала ЦК большое значение в предотвращении распространения рыночного и системного рисков.

Сегодня на мировом рынке внебиржевых и биржевых ПФИ наблюдается интенсивный рост. Развитие рыночных индикаторов, рост кредитования, привязанного к плавающим индикаторам, грамотное управление рыночными рисками, повышение уровня доверия к рынку, борьба с мисселингом и использование инструментов в спекулятивных целях повышают востребованность деривативов.

На рынке ПФИ в России в последние годы наблюдается всплеск активности. В 2014–2015 годах доминирующим сегментом рынка были валютные деривативы, что было связано с наличием валютного дисбаланса у банков и компаний. Валютные деривативы позволяли компаниям управлять валютной позицией, привлекать синтетические валютные займы, хеджировать валютные риски. После периода введения санкционных ограничений в 2014–2015 годах Банк России перешел к реализации политики девальютизации банковского сектора. В результате этих факторов банки значительно сократили кредитный портфель в иностранной валюте, компании также стали в большей степени привлекать финансирование в рублях. Тем не менее увеличился спрос банков на управление валютной ликвидностью в условиях сохранения притока значительных объемов валютной выручки и средств на счетах нефинансовых компаний.

В России также происходит активное развитие рынка процентных деривативов. Один только рынок рублевых процентных свопов с 2014 года вырос по объему открытых номинальных

позиций в 26 раз. Особенно этот сегмент стал востребован в условиях расширения практики использования плавающих ставок в кредитовании. Повышение у банков краткосрочных источников фондирования создает дополнительные риски изменения процентных ставок, что порождает стимулы к выдаче кредитов с условием плавающих ставок. Часть заемщиков, в свою очередь, хеджируют возникающий процентный риск за счет использования процентных деривативов. С другой стороны, сами банки применяют процентные деривативы в качестве дополнительного инструмента для управления процентной позицией. Таким образом, рынок процентных деривативов становится значимым сегментом российского финансового рынка.

Помимо валютных и процентных ПФИ, на российском рынке существуют и прочие деривативы, например товарные и фондовые. Тем не менее в настоящем обзоре больше внимания уделяется именно валютным и процентным деривативам как наиболее распространенным на внутреннем рынке. Обзор знакомит с основными этапами развития рынка ПФИ в России и в мире за последние 10 лет, в нем говорится о состоянии российского внебиржевого<sup>1</sup> и биржевого рынков деривативов, уникальных характеристиках простых и экзотических контрактов, поведении активных участников рынка и применяемых ими стратегиях в случае изменения экономических условий, а также анализируются долгосрочные тренды. Обзор направлен на повышение прозрачности рынка и доверия к нему и в будущем может публиковаться на регулярной основе.

## Выводы

По итогам приведенного в настоящем обзоре анализа были получены следующие основные выводы.

- За последние годы произошел существенный рост позиций участников на рынке валютных деривативов: с 150 млрд долл. США до почти 200 млрд долл. США за период с 2018 года. Этому способствовали рост торгового оборота России на международном рынке, увеличение привлекательности российского рынка для иностранных инвесторов, прежде всего по операциям керри-трейд, а также проводимая Банком России политика по девальютизации финансового сектора. Последний фактор снизил для банков привлекательность предоставления валютных кредитов и покупки облигаций, повысив актуальность использования валютных деривативов для управления валютной позицией.
- Кроме того, наблюдался резкий рост объемов сделок с процентными деривативами в рублях: в номинальном выражении объем рынка увеличивался более чем в 1,5 раза ежегодно с 2018 года и превысил 10 трлн рублей. Мы связываем это с двумя факторами. Во-первых, – с активным наращиванием кредитования по плавающим ставкам в условиях развития управления процентным риском банками. Во-вторых, в 2020 году произошел рост операций в долларах США, что во многом было вызвано снижением ставок денежного рынка в долларах до околонулевого уровня. Существенным сегментом рынка ПФИ являются также процентные деривативы в иностранной валюте, их объем сопоставим с размером рынка валютных деривативов.
- Основную долю на российском рынке процентных ПФИ занимают процентные свопы. Несмотря на снижение их доли в общем объеме процентных деривативов, они продолжают играть ведущую роль на рынке. Основными участниками процентных свопов являются системно значимые кредитные организации (СЗКО) и нерезиденты: на нетто-основе, как правило, интерес СЗКО заключается в уплате нерезидентам фиксированных платежей через процентные свопы в обмен на плавающие поступления. Такая возможность для СЗКО

<sup>1</sup> Данные репозитория анализируются с 2014 года с учетом введения в то время обязательства отчитываться о внебиржевых сделках с ПФИ.

крайне важна с учетом роста доли краткосрочных пассивов и возможного негативного влияния роста процентных ставок на чистые процентные доходы банков.

- Российские институциональные инвесторы (НПФ и страховые компании) не заинтересованы в хеджировании процентного риска их будущих обязательств и, соответственно, в использовании процентных ПФИ. Это объясняется преимущественно средне- и долгосрочным характером данных обязательств, выплаты по которым не предполагают гарантированного дохода для получателей от результата выбранной инвестиционной стратегии. Гарантированная минимальная доходность по договорам ИСЖ/НСЖ, как правило, достигается путем размещения активов в депозит.
- Участниками рынка процентных свопов являются также нефинансовые компании, однако масштаб их участия на рынке ограничен. Они используют процентный своп в качестве инструмента по хеджированию роста процентных ставок в случае привлечения кредитов по плавающим ставкам. Однако в настоящее время объем привлекаемых кредитов по плавающим ставкам существенно превышает объем их сделок с процентными свопами. Таким образом, потенциал возможного будущего роста рынка за счет нефинансовых компаний представляется существенным.
- Нередко корпоративные заемщики отказываются от хеджирования процентного риска. Это может привести к негативным последствиям в период ужесточения денежно-кредитной политики и в целом требует внимания регулятора с позиции потенциальных рисков для финансовой стабильности. Так, в случае повышения процентных ставок в экономике отсутствие должного внимания у корпоративных заемщиков к управлению процентным риском может создать проблемы прежде всего для менее крупных компаний (в том числе молодых предприятий), которые зачастую в большей степени зависят от кредитных средств и не располагают широким спектром источников фондирования. Вместе с тем расширение кредитования по плавающей ставке без хеджирования в соответствующих объемах процентного риска заемщиками повышает риски неплатежей по кредитам непосредственно для самих банков.
- На российском рынке ПФИ также обсуждается вопрос выбора эталонного индикатора для использования в процентных деривативах. В настоящее время основными используемыми индикаторами являются MosPrime Rate, RUONIA и ключевая ставка Банка России. Вместе с тем на фоне глобальной тенденции отказа от использования индикативных ставок в пользу альтернативных безрисковых индикаторов вопрос выбора надежного и репрезентативного основного процентного индикатора становится еще более актуальным. В связи с этим Банк России готовит для опубликования на сайте информационно-аналитический материал «О выборе основного процентного индикатора на российском финансовом рынке», в котором на общественное обсуждение будут вынесены вопросы выбора в качестве основного индикатора для использования на рынке ПФИ (а также на рынке ценных бумаг и в операциях кредитования) индикатора RUONIA (включая его срочные версии), а также наличия/отсутствия недостатков или препятствий для такого выбора.
- В сегменте процентных деривативов наметился также рост доли сделок с процентными форвардами, однако этот инструмент пока остается «нишевым» с небольшим количеством участников. Сделки с процентными форвардами заключаются между узким составом российских банков (преимущественно СЗКО) и иностранными участниками. Наличие возможности доступа на международный рынок представляется важным условием дальнейшего развития данного сегмента рынка.
- Сделки с процентными опционами наиболее интересны крупнейшим российским банкам и нефинансовым компаниям. Нефинансовые компании с их помощью предпочитают хеджировать кредит, полученный по плавающей ставке. Нефинансовые компании выступают основными покупателями процентных опционов, а крупные банки-кредиторы – продавцами. Крупные банки, имеющие эффективную систему управления рыночными рисками, ми-

нимизируют риски от продажи опционов, делая их управляемыми и умеренными. В то же время непокрытые продажи нефинансовыми клиентами процентных опционов (нечастые, но иногда встречающиеся операции) могут способствовать накоплению рисков, в связи с чем представляется целесообразным осуществлять периодический мониторинг присутствия на этом рынке нефинансовых организаций.

- На текущем этапе результаты анализа рынка ПФИ не указали на наличие значимых критических угроз или уязвимостей для финансовой стабильности. Вместе с тем в качестве потенциальных рисков мы выделяем запрет или сокращение возможности заключать сделки с иностранными участниками вследствие санкционных ограничений, возникающих кредитных или рыночных рисков. В связи с этим важно стимулировать развитие локального рынка ПФИ, в том числе за счет расширения участия на нем институциональных инвесторов.



## 1. РАЗВИТИЕ РЫНКА ПФИ В РОССИИ И В МИРЕ

Формирование рынка ПФИ изначально обуславливалось необходимостью применения гибких инструментов риск-менеджмента, но впоследствии стало существенным и при использовании инструментов в спекулятивных целях. При этом развитие рынка деривативов на биржевом и внебиржевом сегментах проходило различные этапы в мировой истории.

Биржевая торговля ПФИ с централизованным клирингом развивалась на протяжении долгого времени, уходя корнями в XVIII век. Появившись в Японии на рисовой бирже, распространившись затем на товарные биржи Европы, клиринговые палаты обрели свой современный вид на товарных рынках США в 1970-х годах. Распад Бреттон-Вудской системы, последующий переход на плавающие валютные курсы дали толчок к появлению фьючерсных контрактов на валютные пары, расчеты по которым осуществляли клиринговые дома. Положительное влияние на повышение эффективности клиринга впоследствии оказали технологические новации, в том числе компьютеризация.

Сегмент внебиржевых ПФИ, в отличие от биржевых контрактов, развивался в условиях отсутствия отчетности и постоянного мониторинга заключаемых сделок вплоть до мирового финансового кризиса 2007–2009 годов. Несмотря на слабое регулирование и сложную структуру части внебиржевых контрактов, привлекательность внебиржевого рынка ПФИ для инвесторов росла, и к 2008 году рынок внебиржевых ПФИ увеличился в номинальном объеме открытых контрактов в восемь раз по сравнению с 1998 годом – с 72 до 684 трлн долл. США<sup>1</sup>.

Широкое распространение кредитно-дефолтных свопов по секьюритизированным бумагам привело к тому, что влияние рынка ПФИ на финансовую стабильность в 2007–2009 годах оказалось колоссальным. Из-за отсутствия прозрачности, стандартизации и учета сделок участники рынка и регуляторы не смогли своевременно оценить риски и реальные агрегированные позиции по внебиржевым ПФИ. Эти факторы с учетом высокой концентрации рынка и глубокой взаимосвязи между участниками оказали сокрушительное воздействие на глобальную финансово-экономическую систему, выявив необходимость интегрального взаимодействия стран по вопросам регулирования рынка внебиржевых ПФИ.

В соответствии с этим в целях снижения системных рисков в Питтсбурге (США, 2009 год) был проведен саммит государств «Группы двадцати», по итогам которого были приняты решения по развитию регулирования внебиржевых ПФИ в мире. В качестве основных направлений развития были отмечены стандартизация внебиржевых контрактов, введение учета и централизованного клиринга внебиржевых сделок, развитие электронной торговли и повышение требований к контрактам, по которым не осуществляется централизованный клиринг.

Решения, принятые на уровне «Группы двадцати», способствовали активизации процесса по переводу внебиржевых деривативов на централизованный клиринг. Торговля внебиржевыми ПФИ с участием ЦК требовала, чтобы контракты имели строго стандартизированные условия и положения согласно общепринятой практике риск-менеджмента, которая позднее была формально закреплена регулирующими документами, такими как, например, Principles for Market Infrastructure<sup>2</sup>. Стандартизированный характер ПФИ обеспечивал их ликвидность и ценовую конкурентоспособность, поддерживая стабильность на рынке.

<sup>1</sup> «The role of over-the-counter derivatives in global financial crisis and corporate failures in recent times and its regulatory impacts» – Issahaku Salifu, 2018.

<sup>2</sup> Principles for market infrastructures, EMIR, 2014.

В рамках реализации Питтсбургского соглашения Европейский союз (ЕС) с 2012 года начал поэтапно вводить European Market Infrastructure Regulation for European<sup>3</sup> (EMIR EU), а Великобритания – EMIR UK – стандарты, устанавливающие порядок обращения внебиржевых производных инструментов на рынке и регулирующие работу ЦК и торговых репозитариев.

В США в 2010 году был принят закон Додда – Франка, ограничивший круг участников – резидентов США, которые могут непосредственно заключать сделки на внебиржевом рынке. Регулирование ПФИ в США стало проводиться Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) и Комиссией по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission (CFTC)).

В то же время глобальная реформа рынка деривативов спровоцировала некоторые непреднамеренные последствия, которые представляют собой важные вызовы для финансовой стабильности. Так, например, реформа в разной степени оказывает влияние на конечных пользователей (финансовых и нефинансовых). Возрастает стоимость капитала, требования к обеспечению по сделкам для небанковских участников приводят к неэффективному использованию капитала, к невозможности инвестировать необходимые средства в операционную деятельность. Требования к капиталу вызывают сокращение присутствия банков на товарных рынках, что отрицательно сказывается на ликвидности этих рынков. Несмотря на снижение взаимного кредитного риска, наметился рост риска концентрации и ликвидности на финансовых рынках.

Российский деривативный рынок гораздо более молодой по сравнению с рынками других стран и не обладает масштабными накопленными проблемами, с которыми пришлось столкнуться регуляторам в мире. Это позволяло учитывать сложившуюся мировую практику при развитии рынка ПФИ, а также принимать решения по регулированию с учетом особенностей развития российского рынка.

В 2011 году Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Ассоциация российских банков (АРБ) и Национальная валютная ассоциация (НВА) разработали и согласовали<sup>4</sup> с Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР России)<sup>5</sup> «Стандартную документацию для срочных сделок на финансовых рынках», содержащую описание срочных сделок и информацию о стандартных условиях по внебиржевым контрактам.

В России были сформированы торговые репозитарии и введено регулирование относительно передачи участниками рынка информации о сделках в торговые репозитарии. На сегодняшний день в России действуют два торговых репозитария, выполняющих функции по сбору, обработке и хранению информации о сделках с внебиржевыми ПФИ: НКО АО НРД и репозитарий Санкт-Петербургской биржи.

В то же время, учитывая как положительные, так и непреднамеренные негативные последствия международных реформ, Банк России скорректировал объявленные в 2016 году подходы к введению централизованного клиринга и обязательного маржирования внебиржевых ПФИ (отражены в итоговом докладе [«О поэтапном введении требования об обязательном централизованном клиринге в отношении стандартизированных внебиржевых ПФИ»](#)).

Так, [требование об обязательном централизованном клиринге вступило в силу 1 января 2021 года](#) (Указание Банка России от 16.12.2019 № 5352-У<sup>6</sup>, предусматривающее введение обязательного централизованного клиринга для внебиржевых процентных рублевых свопов, характеристики которых определены в указании).

<sup>3</sup> Union «Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories».

<sup>4</sup> *Согласовано приказом ФСФР России от 28.12.2011 №11-3600/пз-и.*

<sup>5</sup> *ФСФР России упразднена в 2013 году, ее функции выполняются Банком России.*

<sup>6</sup> *Указание Банка России от 16.12.2019 № 5352-У «О случаях, когда договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, заключаются только при условии, что другой стороной по таким договорам является лицо, осуществляющее функции центрального контрагента».*



Роль центрального контрагента на российском финансовом рынке по состоянию на июль 2021 года выполняют три организации: НКО НКЦ (АО) (далее – НКЦ), НКО ЦК РДК (АО), НКО-ЦК «Клиринговый центр МФБ» (АО). Наибольшая доля клиринговой деятельности приходится на НКЦ, который с декабря 2007 года начал осуществление клиринговой деятельности на валютном рынке Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и в последующие годы поэтапно распространил свои функции на фондовый, срочный, товарный рынки, а также на рынки драгметаллов и стандартизированных ПФИ.

Последние годы ознаменованы существенным ростом оборота глобального рынка деривативов, наибольший вклад в который внес сегмент внебиржевых контрактов. Актуальные результаты Трехлетнего обзора рынка внебиржевых ПФИ, проводимого БМР в 2019 году, показали<sup>7</sup>, что мировой внебиржевой рынок валютных и процентных ПФИ стал более крупным и диверсифицированным, чем когда-либо. Электронизация торговли явилась одним из существенных драйверов роста международной торговли, повысив степень разнообразия участников рынка и оптимизировав транзакционные и операционные издержки. Кроме того, анализ представленной центральными и национальными банками информации о структуре и размере внебиржевого рынка ПФИ обнаружил отличительную особенность в использовании странами разных типов контрактов: согласно исследованию Aramonte and Huang (2019)<sup>8</sup>, страны с формирующимися рынками предъявляли повышенный спрос на валютные инструменты, в то время как процентные деривативы оказывались более востребованными в странах с развитой экономикой. В России исторически наибольшее развитие, как и в других странах с формирующимися рынками, получил рынок валютных ПФИ.

<sup>7</sup> Philip Wooldridge (2019): «FX and OTC derivatives markets through the lens of the Triennial Survey», *BIS Quarterly Review*, December, pp. 15–19.

<sup>8</sup> Aramonte, S. and W. Huang (2019): «OTC Derivatives: euro exposures rise and central clearing advances», *BIS Quarterly Review*, December, pp. 83–93.

## 2. ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК ПФИ

До 2014 года в России не существовало обязательства по представлению отчетности по ПФИ в репозиторий, а информация в отчетности по форме 0409701 представлялась только кредитными организациями и не содержала данных по сделкам, заключенным между другими категориями участников. В связи с этим для анализа внебиржевого рынка будут использованы данные репозитория НКО АО НРД начиная с 2014 года.

Доминирующим сегментом на рынке внебиржевых ПФИ являются валютные деривативы, объем открытых сделок по ним достигает 200 млрд долл. США. Вместе с тем в последние годы значительный рост позиций наблюдается и на рынке процентных ПФИ.

### 2.1. Валютные форварды

В 2015 году объем открытых сделок участников с валютными форвардами начал активно расти и к концу года достиг 28 млрд долл. США, что более чем в пять раз превышало показатель конца 2014 года. После 2015 года также наблюдалась положительная динамика спроса на данный инструмент, особенно в периоды усиления волатильности – во время финансового кризиса в 2015 году, при вводе экономических санкций против отдельных российских компаний в 2018 году, а также после начала пандемии COVID-19 в 2020 году. По состоянию на конец первой половины 2021 года объем сделок с валютными форвардами достиг исторического максимума и превысил 45 млрд долл. США.

Основной спрос на покупку иностранной валюты на внутреннем рынке посредством валютного форварда предъявляют нефинансовые организации и системно значимые кредитные организации. Первая категория участников нуждается в валюте предположительно для того, чтобы оплачивать импортную составляющую своего бизнеса (например, закупку зарубежного оборудования для производства) или обслуживать внешний долг. При этом в периоды длительного укрепления рубля происходит снижение интереса нефинансовых компаний к покупкам валюты через сделки с валютными форвардами: компании не хотят увеличивать стоимость своих обязательств, фиксируя форвардный курс и наблюдая постоянное укрепление рубля. Это способствует постепенному накоплению валютного риска, который реализуется в периоды ослабления рубля (особенно во время резкого роста валютного курса).

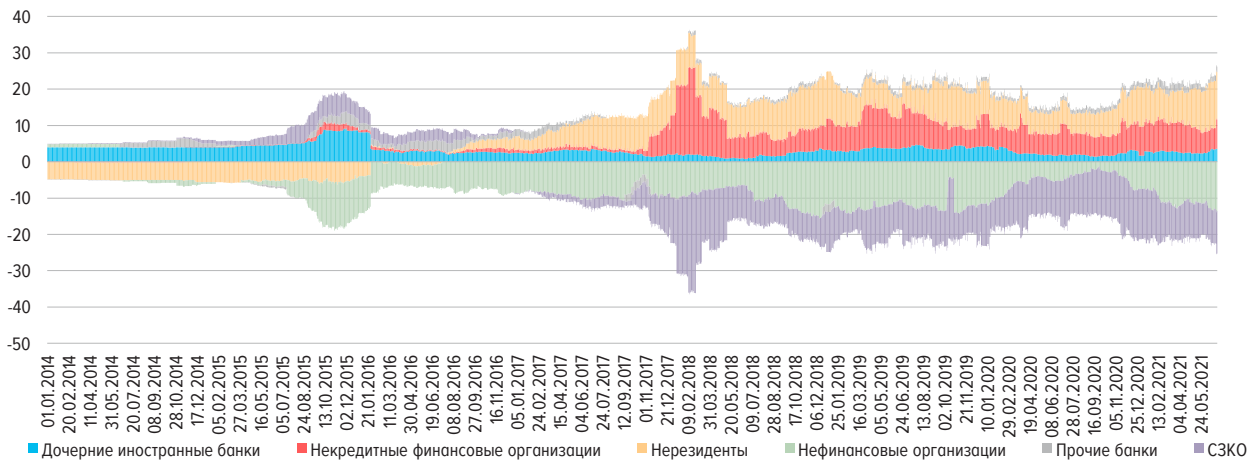
ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНЫМИ ФОРВАРДАМИ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 1



РАСПРЕДЕЛЕНИЕ КАТЕГОРИЙ УЧАСТНИКОВ ПО ОТКРЫТОЙ ПОЗИЦИИ НА ВАЛЮТНЫХ ФОРВАРДАХ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 2



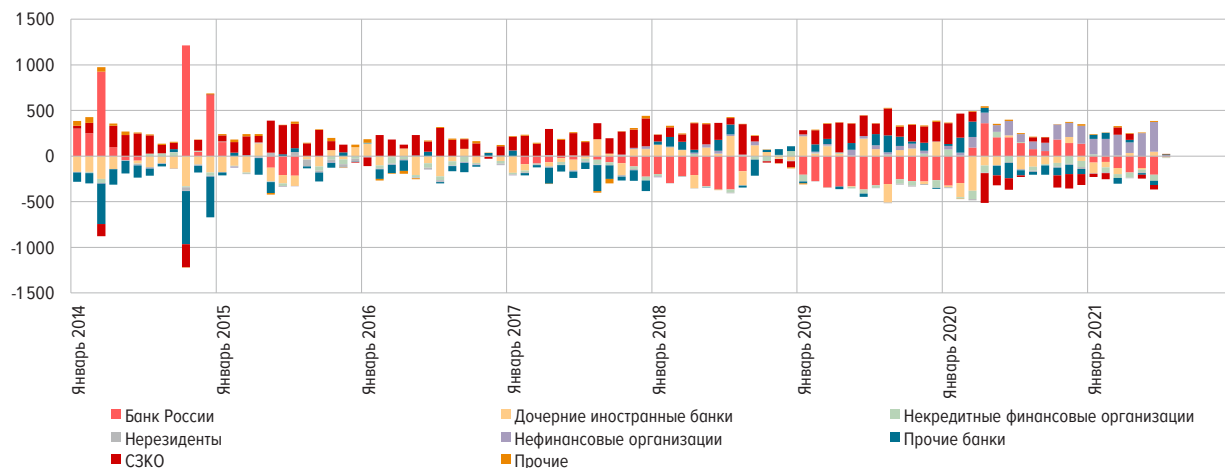
Источник: НКО АО НРД.

СЗКО, в свою очередь, также хеджируют валютный риск, периодически наращивая позицию при возникновении возможного дефицита валютной ликвидности. Поставщиками валюты по таким контрактам являются в основном нерезиденты и дочерние иностранные банки, которые таким образом входят на российский финансовый рынок. Время от времени активными продавцами валюты по форвардам выступают некредитные финансовые организации (НФО). Несмотря на то что в связи с отсутствием у НФО избыточного запаса валютной ликвидности подобное поведение на рынке представляется нехарактерным для данной категории участников, многие НФО входят в крупные банковские группы и заключают сделки не только в своих интересах, но и в интересах группы в целом.

Стоит отметить, что ситуация с распределением участников на спотовом валютном рынке противоположна форвардам. Нефинансовые организации, в частности экспортеры, продают иностранную валюту на внутреннем рынке, в то время как НФО приобретают валюту на спотовом рынке. На первый взгляд может сложиться впечатление, что сочетание инструментов спот и форвард образует на рынке «синтетический» валютный своп – по первой «ноге» нефинансовые организации продают валюту (на споте), а по второй «ноге» – покупают (на форварде). Однако это делают разные участники. Продают валюту экспортеры в рамках обслуживания своей

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ УЧАСТНИКОВ ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НА ВНУТРЕННЕМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ СПОТ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 3



Источник: ПАО Московская Биржа.

деятельности в рублях, в том числе для уплаты налогов, в то время как на форварде сделки на покупку валюты заключают компании, имеющие импортную составляющую в своем бизнесе.

Похожая ситуация складывается и для НФО: если в сделках с валютными форвардами участвуют НФО, входящие в банковские группы и совершающие сделки в том числе в интересах группы, то на споте валюту конвертируют преимущественно брокеры в интересах своих клиентов. Следовательно, в сегментах «спот/покупка иностранной валюты» и «форвард/продажа иностранной валюты» (или «спот/продажа иностранной валюты» и «форвард/покупка иностранной валюты») могут действовать различные участники одной категории, однородные по типу деятельности или целям хеджирования в пределах сегмента.

## 2.2. Валютные свопы

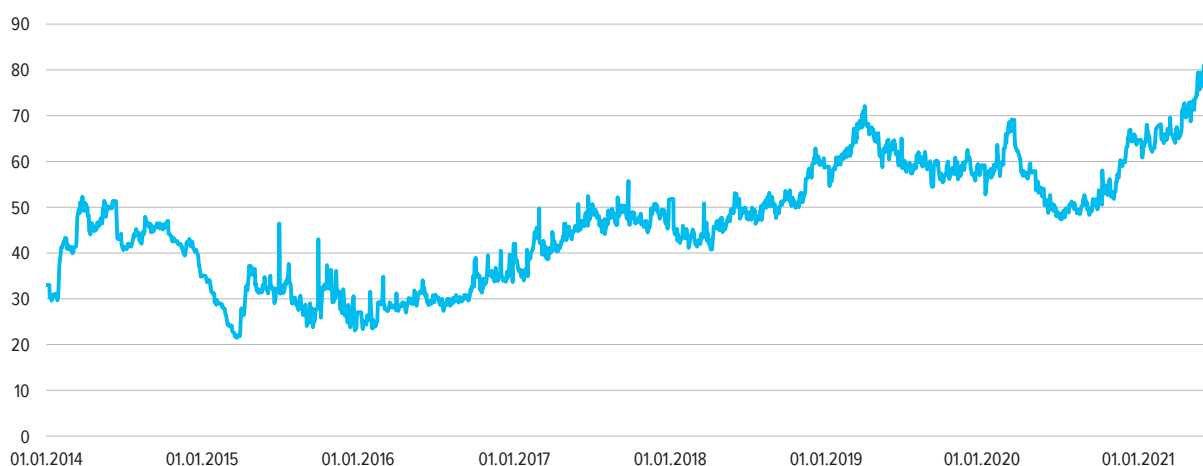
Претерпев небольшой спад в 2014–2015 годах рынок внебиржевых валютных свопов активно используется участниками из года в год. С начала 2016 года объем открытых сделок (тогда 27 млрд долл. США) начал расти и в середине июня 2021 года достиг рекордного уровня в 84,5 млрд долл. США (рис. 4).

В отличие от рассмотренных ранее сегментов валютного рынка основными участниками рынка валютных свопов являются нерезиденты и дочерние иностранные банки. Контрагентами иностранных участников выступают, как правило, СЗКО, которым необходимо размещать накопленные валютные пассивы (рис. 5). Крупные банки, обслуживающие экспортеров, накапливают валюту за счет депозитов юридических лиц и размещают ее на денежном рынке. Рынки валютного МБК и валютного репо не являются активными и не подходят для размещения/привлечения большого объема валютной ликвидности, поэтому основной объем сделок с валютой на денежном рынке приходится именно на сегмент валютных свопов.

В спокойные периоды, когда рынок стабилен и не наблюдается шоков и волатильности, нерезиденты придерживаются стратегии керри-трейд<sup>1</sup>, позволяющей зарабатывать на разнице процентных ставок. Поскольку дифференциал процентных ставок в долларах США и рублях значителен (несмотря на несущественные временные изменения), нерезидентам выгодно

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНЫМИ СВОПАМИ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 4

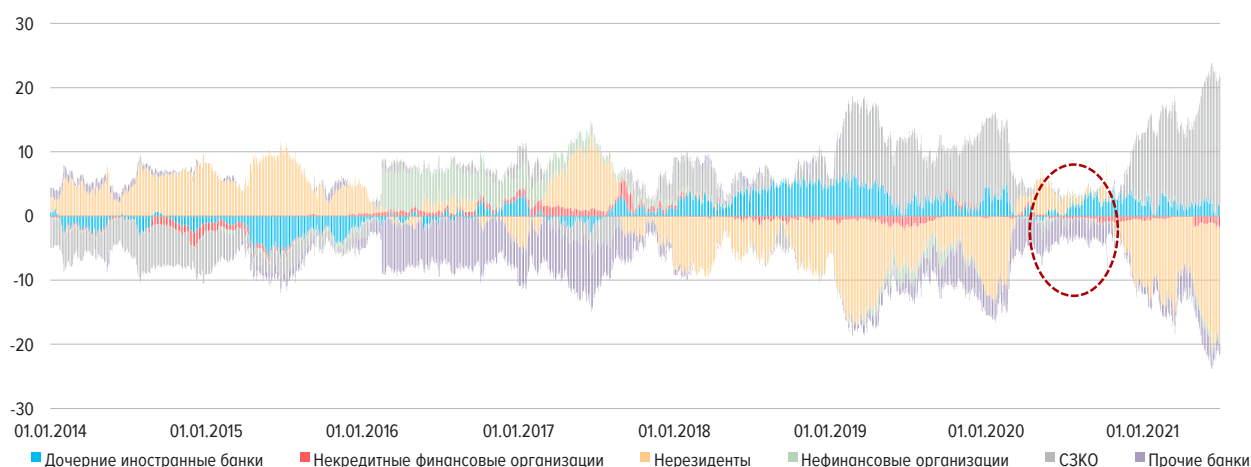


Источник: НКО АО НРД.

<sup>1</sup> Классическая стратегия керри-трейд предполагает конверсию валюты в рубли, а затем вложение полученных средств в рублевые активы (например, в ОФЗ). На российском рынке аналогичные действия реализуются на рынке валютных свопов, данные операции преимущественно являются сделками овернайт и поэтому несут минимальный риск (в отличие от сделок с ОФЗ). Поскольку в целом по группе нерезидентов наблюдается короткая позиция по валюте (в рамках керри-трейд или управления рублевой ликвидностью), то будем считать, что при прочих равных все сделки нерезидентов с валютными свопами заключаются в рамках стратегии керри-трейд.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ КАТЕГОРИЙ УЧАСТНИКОВ ПО ОТКРЫТОЙ НЕТТО-ПОЗИЦИИ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 5



Источник: НКО АО НРД.

привлекать через валютные свопы валюту под «низкую» процентную ставку (в валюте) и размещать рубли под «высокую». Иными словами, для реализации стратегии керри-трейд через валютные свопы нерезиденты «покупают» валюту на первой «ноге», отдавая рубли, а на второй «ноге» происходит обратная операция: нерезиденты «продают» валюту и получают рубли. В абсолютном большинстве случаев сделки заключаются на срок овернайт и при росте волатильности на финансовом рынке сворачиваются.

Условием реализации стратегии керри-трейд является наличие рублей у нерезидента. Для получения рублей нерезидент заключает конверсионную сделку по продаже валюты на валютном рынке, принимая при этом на себя валютный риск, так как при закрытии стратегии в будущем ему потребуется купить валюту на рынке по курсу на момент закрытия. Разница между курсами исполнения указанных сделок влечет за собой получение прибыли или убытка. При ослаблении рубля нерезиденты сворачивают операции керри-трейд в целях минимизации возможного убытка от курсовых разниц. Сворачивание операций керри-трейд приводит к дополнительному спросу на валюту и может усилить ослабление рубля.

Однако не все операции на рынке валютных свопов, совершаемые нерезидентами, относятся к сделкам керри-трейд. Часть из них, например, проводится российскими дочками иностранных банков с целью управления рублевой ликвидностью. Проведение таких операций может происходить без использования конверсионных сделок и не оказывать влияния на курс рубля.

В целом операции нерезидентов на валютных свопах на российском рынке не несут значительных рисков для финансовой стабильности, поскольку связанное с ними потенциальное давление на рубль (в рамках сделок керри-трейд) ограничено, так как при реализации негативных сценариев для российского финансового рынка моментального выхода нерезидентов с продажей рублей на спот-рынке не происходит, при этом основной объем продаж проходит через внебиржевые торги. Также давление на рубль может быть компенсировано ростом предложения валюты со стороны экспортеров, которым при прочих равных условиях выгодна конвертация валютной выручки в рубли по более слабому курсу национальной валюты.

В рассматриваемом периоде мы можем видеть несколько таких эпизодов. Несмотря на различную конъюнктуру рынка, иностранные участники оперативно меняли свою позицию на валютных свопах без существенного давления на курс рубля. В период сворачивания нерезидентами позиций на валютных свопах локальные участники повышают предложение иностранной валюты, и равновесие на рынке восстанавливается. В последующем, после завершения периода повышенной волатильности, нерезиденты возвращаются на российский рынок свопов и возобновляют проведение на нем операций керри-трейд.

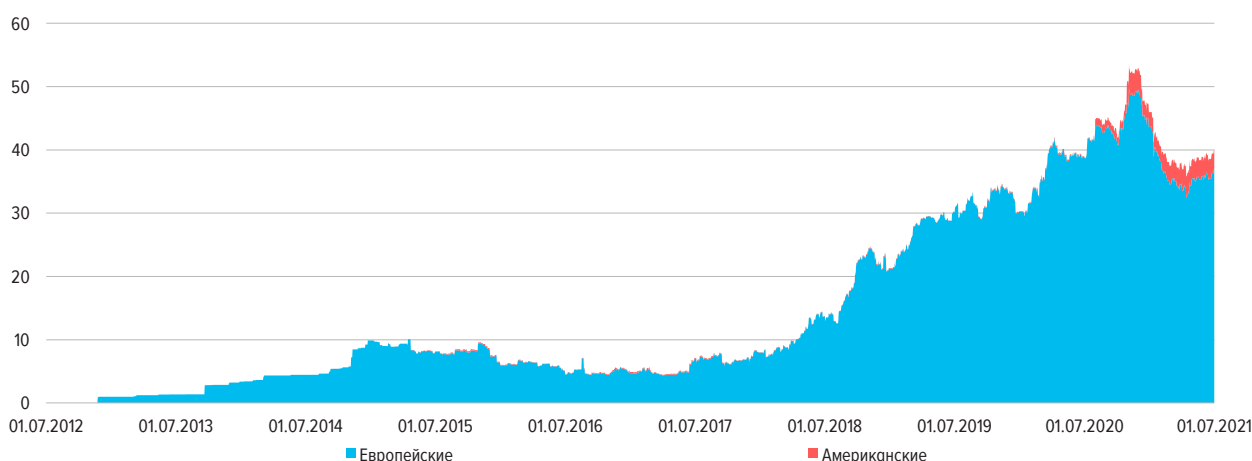
## 2.3. Валютные опционы

В развитых странах рынок валютных опционов является существенным сегментом рынка ПФИ. В России в связи с особенностями учета сделок информация по первым сделкам с валютными опционами появилась в НРД во второй половине 2012 года. В целом количество заключенных контрактов было относительно невелико до 2018 года, когда совокупный объем открытых сделок по опционам<sup>2</sup> не превышал 10 млрд долл. США (рис. 6). Начиная с 2018 года наблюдался заметный рост объемов сделок, который достиг пика в конце ноября 2020 года почти в 53 млрд долл. США. Затем количество открытых контрактов заметно уменьшилось, объем сделок стабилизировался на уровне 40 млрд долл. США. Большая часть опционов являются европейскими (92,3% на 1 июля 2021 года), а среди американских опционов выделяются несколько очень крупных контрактов, в которых одна из валют – фунт стерлингов. На данные контракты приходится 98,7% всех американских опционов на 1 июля 2021 года.

Основными участниками рынка валютных опционов являются банки, относящиеся к СЗКО, а также нерезиденты и дочерние иностранные банки (рис. 7). Практически на протяжении

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНЫМИ ОПЦИОНАМИ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

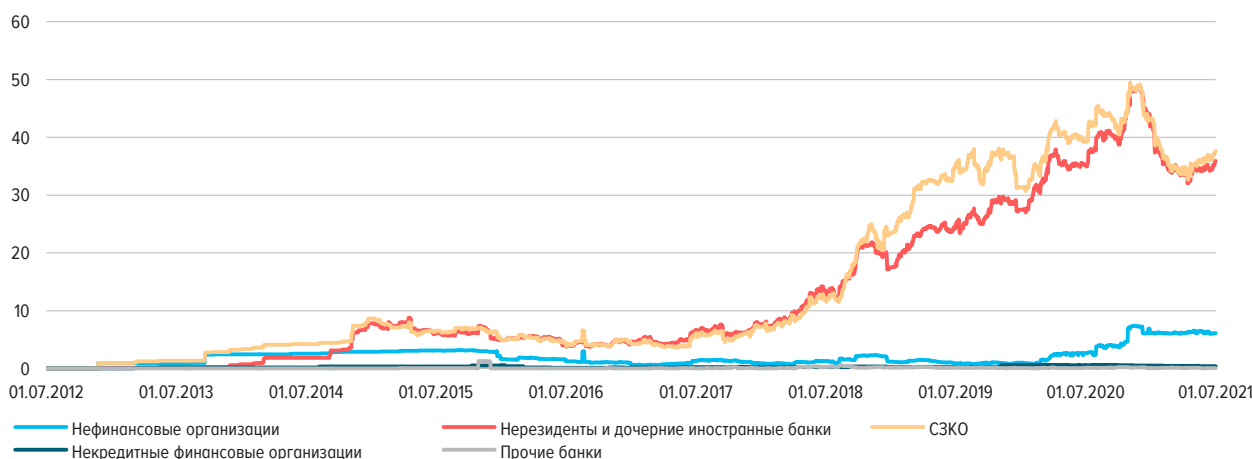
Рис. 6



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНЫМИ ОПЦИОНАМИ\* ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 7



\* Каждый опцион учтен два раза при расчете.

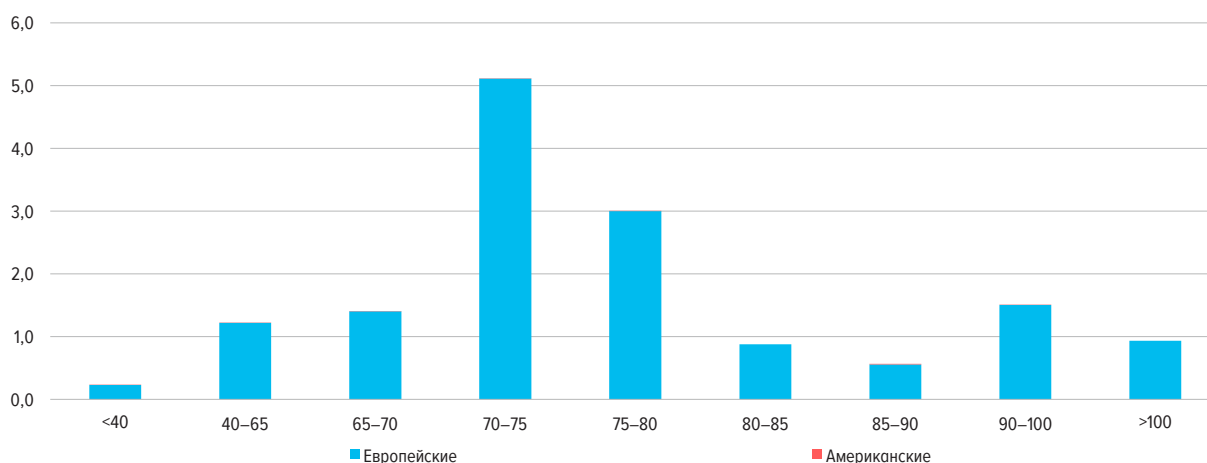
Источник: НКО АО НРД

<sup>2</sup> Каждый опцион учитывается один раз при расчете.



ГИСТОГРАММА НОМИНАЛЬНЫХ ОБЪЕМОВ ВАЛЮТНЫХ ОПЦИОНОВ НА ПАРУ «РУБЛЬ – ДОЛЛАР США»  
В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ИНТЕРВАЛА СТРАЙКА  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 8



Источник: НКО АО НРД.

всего рассматриваемого периода открытые позиции со стороны СЗКО были примерно равны аналогичным позициям у нерезидентов и дочерних иностранных банков. При этом СЗКО выступали покупателями и продавцами валютных опционов, хеджируя риски укрепления и ослабления иностранных валют против рубля.

Лишь в 2018–2020 годах сумма открытых позиций заметно отличалась – это было вызвано тем, что СЗКО заключали множество сделок не только с нерезидентами, но и между собой. Также можно отметить, что более заметные позиции на рынке валютных опционов начинают занимать нефинансовые организации, общая сумма сделок которых в 2021 году превысила 6 млрд долл. США по номиналу. Самые крупные по объему сделок организации представляют собой компании, связанные с добычей и переработкой полезных ископаемых.

Участники рынка валютных опционов на пару «рубль – доллар США» заключают контракты в основном на цены исполнения (страйки), близкие к текущему рыночному курсу, – то есть в интервале от 70 до 75 руб. за доллар США (рис. 8). Таких контрактов заключено на сумму 5,1 млрд долл. США на 1 июля 2021 года, при совокупной номинальной стоимости опционов около 14,9 млрд долл. США. Также большая сумма контрактов заключена с ценой исполнения в интервале 75–80 руб. (3 млрд долл. США).

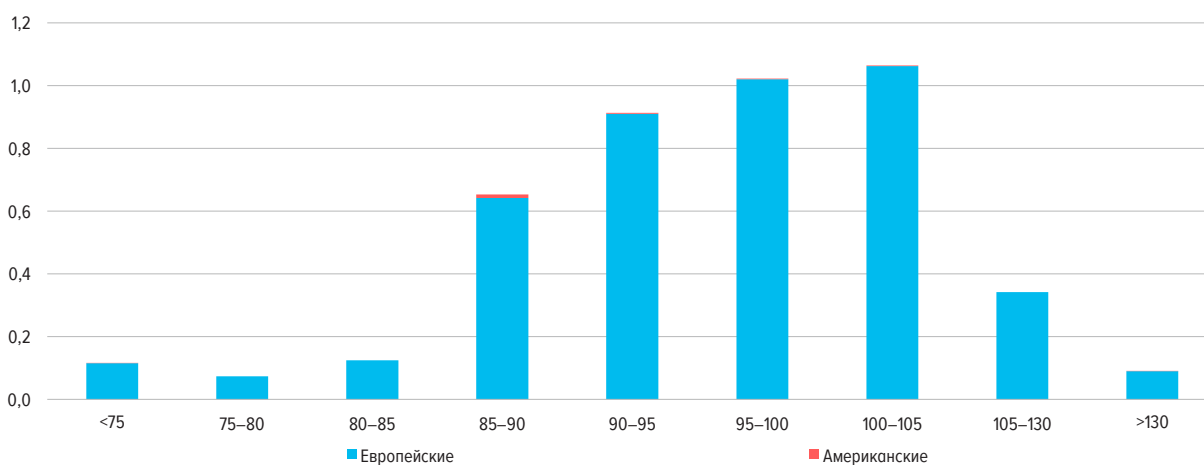
Контракты на другие страйки по номинальному объему меньше, чем совокупный номинальный объем опционов с исполнением от 70 до 80 руб. за долл. США. При этом встречаются страйки, далекие от спотового курса, – как небольшие (до 40 руб.), представляющие собой долгосрочные опционы, заключенные в 2013 году, так и с ценой исполнения более 100 рублей. Подавляющее большинство опционов являются европейскими, доля американских опционов – около 0,1%.

На рынке валютных опционов по паре «евро – рубль» большинство контрактов (по номинальной сумме) заключено с ценой исполнения в интервале от 90 до 95 руб. за евро (рис. 9). Также значителен объем заключенных опционов со страйком больше 100 руб. за евро. Более половины таких контрактов заключаются на длительный срок (сроки погашения – от 2023 года) и являются европейскими (в целом доля американских опционов составляет около 0,4%). Общая сумма номиналов заключенных валютных опционов эквивалентна примерно 4,4 млрд долл. США на 1 июля 2021 года, что в 3,4 раза меньше, чем по паре «рубль – доллар США».

Хотя рынок валютных опционов не столь масштабный относительно рынков валютных форвардов и валютных свопов, тем не менее продавцы опционов зачастую динамически хеджируют лишь часть своей позиции. По этой причине в случае повышения волатильности курса валют, используемого в качестве базового актива, исполнение валютных опционов нередко сопровождается эффектом «обратной связи», при котором продавцы иностранной валюты

ГИСТОГРАММА НОМИНАЛЬНЫХ ОБЪЕМОВ ВАЛЮТНЫХ ОПЦИОНОВ НА ПАРУ «РУБЛЬ – ЕВРО» В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ИНТЕРВАЛА СТРАЙКА (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

вынуждены ее экстренно покупать на спотовом рынке в целях исполнения обязательств по опционам. Также в периоды повышенной волатильности приобретать валюту могут покупатели опционов для хеджирования рисков неисполнения опционов со стороны продавца.

Подобная ситуация сложилась на российском рынке во втором полугодии 2014 года, когда на фоне ослабления рубля и «пробития» страйков по валютным опционам участники покупали валюту на рынке в целях устранения рисков неисполнения опционов, что оказывало дополнительное давление на рубль. Текущая ситуация на рынке валютных опционов характеризуется ограниченными объемами заключенных сделок, поэтому не несет значимых рисков для устойчивости курса рубля.

## 2.4. Процентные свопы

Помимо валютного, существует и другой важный для хеджирования риск – процентный, который стал актуальным в последние годы в связи с повышением доли краткосрочного фондирования у банков и распространением кредитов с плавающей ставкой. Одним из наиболее подходящих для хеджирования процентного риска инструментов является простой процентный своп.

Процентные свопы занимают основную долю в процентных деривативах на российском рынке<sup>3</sup>. В апреле 2021 года объем сделок по номиналу контракта по рублевым свопам впервые для российского рынка превысил отметку в 7 трлн рублей. При этом в начале активного роста в 2019 году позиция составляла примерно 2,1 трлн руб., максимально увеличившись в 2020 году – с 3,3 до 6 трлн руб. (рис. 10).

В целом за последние три года доля сделок в рублях в общем объеме сделок «процентный своп» существенно выросла: за почти 7,5 месяца 2021 года 57% заключенных сделок приходилось именно на сделки в рублях при заметном снижении доли остальных валют (рис. 11).

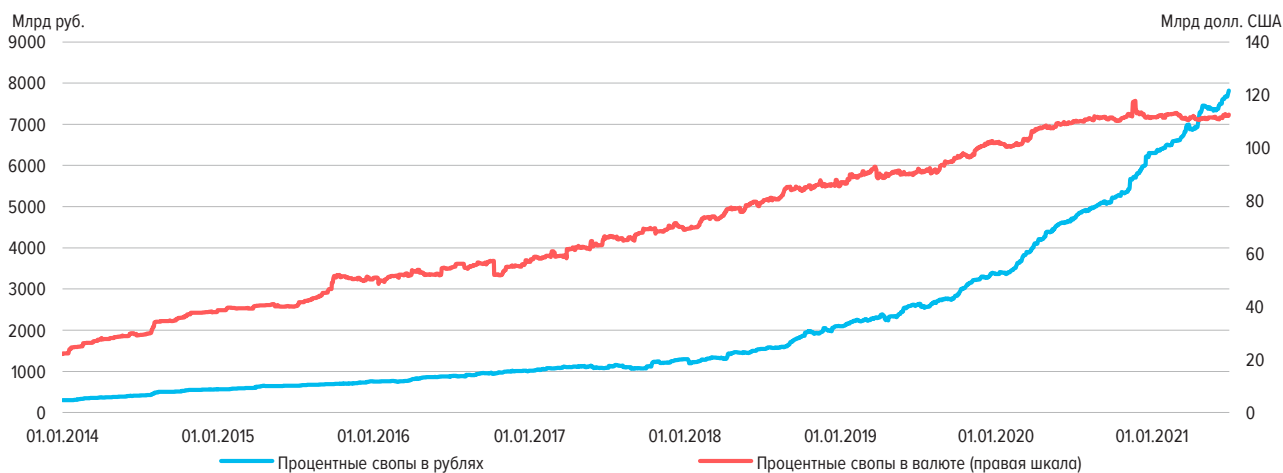
Номинальные объемы операций «процентный своп» в иностранных валютах скачкообразно росли в 2018, 2019 и 2020 годах, отражая возрастающий интерес к хеджирующим и спекулятивным стратегиям. В 2021 году общая позиция процентных свопов в иностранной валюте достигла 115 млрд долл. США, увеличившись на 11% по сравнению с началом 2020 года.

Важно отметить, что сегмент процентных свопов в иностранной валюте начал развиваться раньше, чем рублевый, и уже в 2015 году объем открытых сделок превысил 40 млрд долл. США. Развитие рублевого сегмента процентных свопов началось позднее сегмента в иностранных

<sup>3</sup> В данном разделе мы рассматриваем одновалютные процентные свопы, не включая валютно-процентные свопы.

## ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК ПО НОМИНАЛУ ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ В РУБЛЯХ И ВАЛЮТЕ

Рис. 10



Источник: НКО АО НРД.

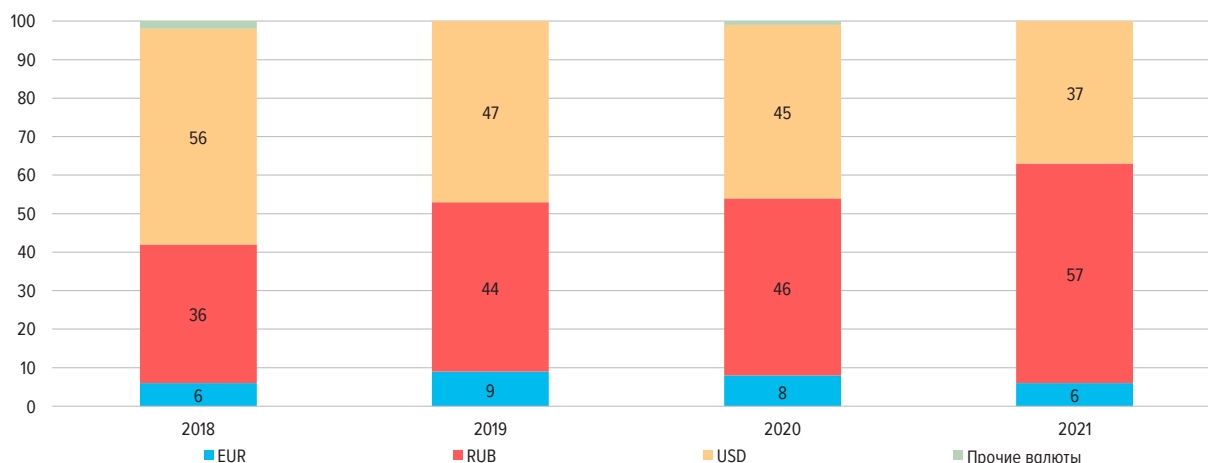
валютах, что мы связываем прежде всего с отсутствием широкой практики по управлению процентным риском банками (развитие этой практики началось позже и дало толчок скачкообразному развитию рынка в 2019–2021 годах). Кроме того, сказались отсутствие необходимости у клиентов банков хеджировать процентный риск на рублевом рынке ввиду слабого развития кредитного портфеля под плавающую ставку.

Ключевыми участниками российского рынка процентных свопов являются крупные банки – СЗКО и международные банковские группы. При этом по мере развития практики хеджирования процентного риска, а также клиентских деривативных операций доля СЗКО растет. Доля менее крупных банков все еще остается достаточно низкой (не выше 2%), а российские институциональные инвесторы (НПФ и страховые компании) вообще не представлены на российском внебиржевом рынке процентных деривативов (за исключением единичных и крайне редких сделок страховых компаний по хеджированию привлеченных кредитов).

Существенное различие с международной практикой (в которой НПФ и страховые компании являются активными участниками рынка процентных свопов) заключается в отсутствии заинтересованности российских институциональных инвесторов в хеджировании расчетной величины будущих обязательств (так называемый liability hedge).

## ВАЛЮТНАЯ СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ (%)

Рис. 11



Источник: НКО АО НРД.



**Справочно.** Негосударственные пенсионные фонды находятся преимущественно на стадии накопления, что примерно соответствует пенсионным планам с установленными взносами. Таким образом, доходы от управления активами направляются на финансирование будущих выплат без гарантированного минимального дохода, что напоминает систему pass-through. Объем выплат по будущим пенсиям будет определяться исходя из уровня средств на пенсионных счетах застрахованных лиц к моменту выхода на пенсию в будущем. Таким образом, НПФ не заинтересованы в хеджировании процентного риска своих обязательств.

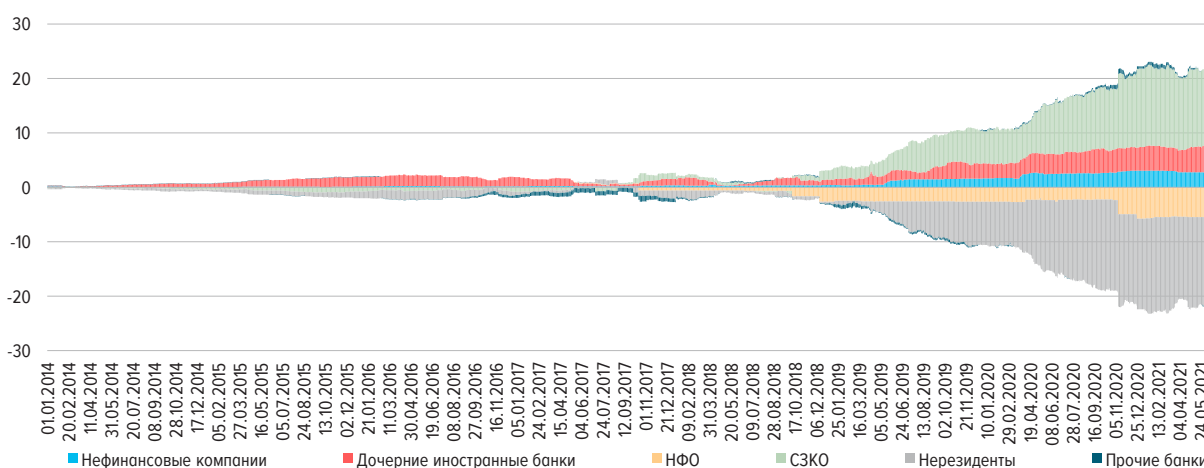
Обязательства страховых компаний по договорам инвестиционного и накопительного страхования жизни в целом обладают схожими характеристиками с пенсионным обеспечением. Они носят среднесрочный характер (от 3 до 7 лет, иногда дольше). При этом часто договоры включают определенную гарантированную доходность, которую обязана выплатить страховая компания. Однако большая часть договоров страхования жизни напоминает планы с установленными взносами, так как основная выплата в конце не гарантирована и зависит от результата инвестиционной стратегии. Гарантированная минимальная доходность достигается путем размещения активов в депозит на срок действия договора ИСЖ/НСЖ с фиксированной ставкой или покупкой безрисковой облигации (ОФЗ). Инвестиционная стратегия часто строится с использованием активов, выбранных клиентом из предложенных стратегий (например, драгметаллы, акции, товарные активы). Для структурирования стратегий могут использоваться ПФИ, однако, как правило, не в чистом виде, а «упакованные» в ценную бумагу.

В основном процентные свопы заключаются СЗКО с нерезидентами, НФО или дочерними иностранными банками (рис. 12). Чистый интерес СЗКО, как правило, состоит в стремлении платить долгосрочную фиксированную ставку через процентные свопы. Эта позиция обусловлена превалярованием краткосрочных пассивов и долгосрочных активов в срочной структуре балансов банков. Процентные свопы, посредством которых банки получают фиксированную ставку и уплачивают плавающую ставку, позволяют хеджировать процентный риск, связанный с такой структурой баланса.

Для нерезидентов сделки «процентный своп» могут являться как частью общей инвестиционной стратегии, связанной с инвестированием в активы в рублях, так и спекулятивными операциями, поиском возможностей арбитража и так далее. В первом случае интерес в получении фиксированной ставки может быть связан с желанием инвестировать в рублевые активы без отвлечения большого объема капитала (процентные свопы имеют невысокие коэффициенты взвешивания). Во втором случае нерезиденты могут принимать риск позиции, используя конкретную рыночную ситуацию или имея возможность захеджировать этот риск с помощью иных инструментов (например, валютных деривативов).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ В РУБЛЯХ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ  
(МЛРД РУБ.)

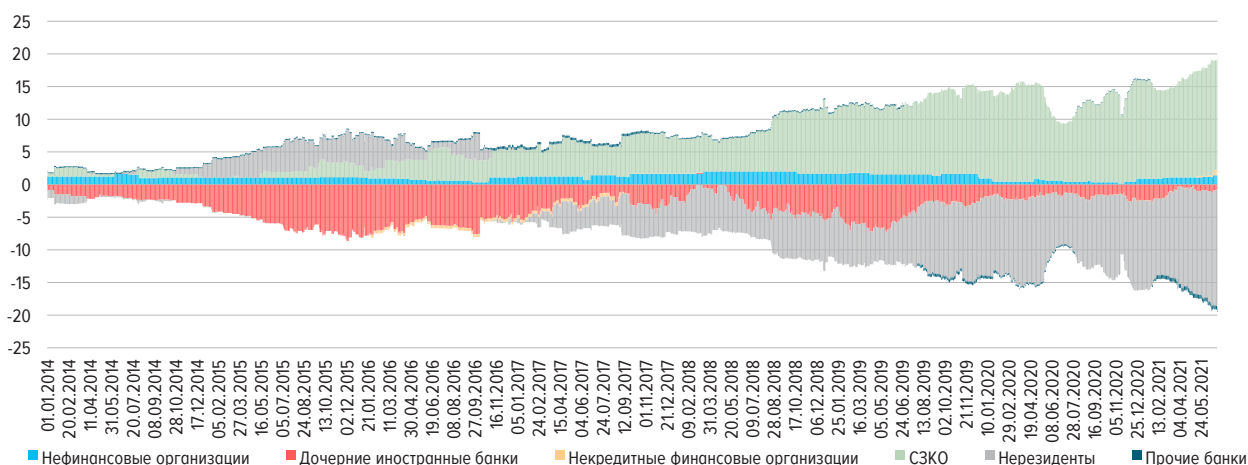
Рис. 12



Источник: НКО АО НРД.

### РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 13



Источник: НКО АО НРД.

При этом на динамике объема сделок сказываются ожидания по изменению процентных ставок: в период ожидания повышения ключевой ставки объем открытых сделок между СЗКО и нерезидентами (и дочерними иностранными банками) начал сокращаться. Однако уже с середины апреля 2021 года СЗКО продолжили хеджировать риск роста ставок.

В валютном и рублевом сегментах рынка процентных свопов основными получателями платежей по плавающей ставке являются СЗКО, а плательщиками – иностранные участники (рис. 13).

Нефинансовые компании не являются регулярными участниками рынка процентных свопов. Развитие кредитования по плавающим ставкам в определенной степени способствует росту количества сделок корпоративных клиентов, однако объемы деривативных сделок нефинансовых компаний еще далеки от объемов кредитов по плавающей ставке. Так, по данным формы отчетности 0409303, за шесть месяцев 2021 года банками было выдано кредитов по плавающей ставке на сумму, превышающую 5 трлн руб. (из них 2,9 трлн руб. приходится на кредиты в привязке к ключевой ставке),<sup>4</sup> тогда как процентные свопы нефинансовые компании заключили на сумму 496,3 млрд руб. (их основная доля приходится на свопы в долларах США). Объем процентных свопов, заключенных корпоративными клиентами банков в рублях, в 2020 году по сравнению с 2019 годом вырос на 15%, до 136 млрд руб., однако за первую половину 2021 года нефинансовые компании заключили свопы в рублях лишь на 18,5 млрд рублей. Эти сделки, как правило, заключают не очень крупные клиенты из достаточно широкого перечня отраслей (рис. 14).

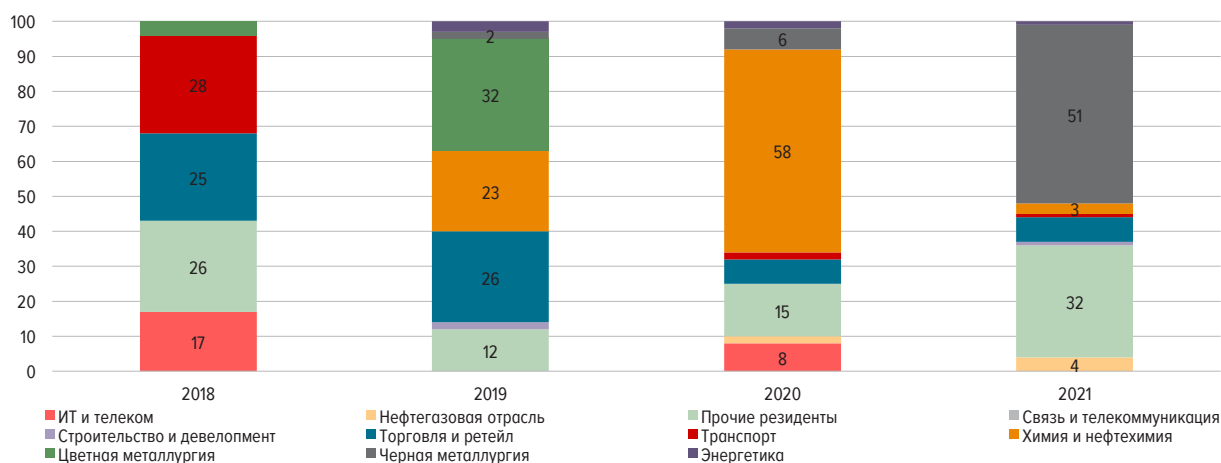
При этом в 2021 году появились сделки, в ходе которых несколько нефинансовых компаний получают фиксированную ставку, а платят плавающую ставку. Пока объем таких операций невелик (3 млрд руб.), тем не менее они носят спекулятивный характер, поскольку повышают риск увеличения платежей нефинансового клиента в случае роста процентных ставок.

В 2020 году снижение ставок в долларах США привело к росту объемов хеджирования кредитов в долларах США (более чем в 11 раз, до 89 млрд руб.), однако такие операции были разовыми: крупная компания из химической отрасли хеджировала портфель долларовых кредитов. В первой половине 2021 года наблюдалась похожая картина: крупная металлургическая компания хеджировала портфель кредитов в долларах США, а также несколько менее крупных клиентов хеджировали рублевые кредиты.

<sup>4</sup> В расчет включены ссуды резидентам с ненулевым объемом кредитов и не включены кредиты, по которым ставка может меняться периодически в зависимости от достижения/недостижения каких-либо условий, а также кредиты, по которым установлена комбинированная ставка (например, плавающая/переменная, фиксированная/плавающая).

ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА НЕФИНАНСОВЫХ КОМПАНИЙ, УЧАСТВУЮЩИХ НА РЫНКЕ ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ, В ОБЪЕМЕ ЗАКЛЮЧЕННЫХ СДЕЛОК (%)

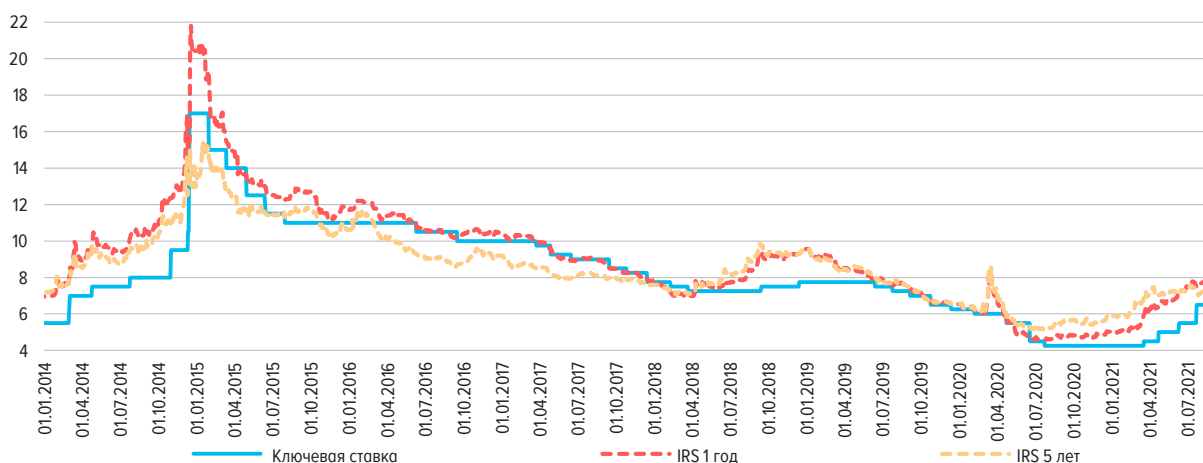
Рис. 14



Источник: НКО АО НРД.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ И СТАВОК ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ

Рис. 15



Источник: Bloomberg.

Стоит отметить, что корпоративные клиенты нередко отказываются от хеджирования процентного риска, предпочитая платить по кредиту плавающую ставку. Особенно часто это бывает в периоды, когда ставка процентного свопа превышает текущий уровень плавающей ставки по кредиту (рис. 15).

## 2.5. Валютно-процентные свопы

Валютно-процентный своп представляет собой инструмент, синтезирующий свойства валютного и процентного свопов. Он предоставляет возможность одновременно управлять валютными и процентными рисками. В России валютно-процентный своп исторически использовался как способ синтетического валютного кредитования, которое активно развивалось в 2010–2014 годах. Впоследствии практика использования валютно-процентных свопов в качестве инструментов валютного финансирования закрепилась среди крупных российских компаний, которые стремятся максимально диверсифицировать источники финансирования своих операций. Динамика объемов хеджирования валютных кредитов с помощью валютно-процентных свопов сильно зависит от динамики курса рубля: ослабление рубля приводит к удорожанию этой стратегии и,



соответственно, снижает спрос на нее<sup>5</sup>. Наиболее активно и регулярно валютно-процентные свопы применяются банками для управления рыночным риском.

Сегмент торговли валютно-процентными свопами в России имеет долгосрочный повышательный тренд и характеризуется преимущественно положительной динамикой открытых сделок с небольшими локальными всплесками в декабре 2014 года (период роста ставок денежного рынка и повышения уровня ключевой ставки Банка России в условиях необходимости ограничения возросших девальвационных и инфляционных рисков) и с мая по август 2020 года (период введения в России ограничений, связанных с пандемией COVID-19). Увеличение объемов валютно-процентных свопов подчеркивает значимость инструмента в целях хеджирования рисков (рис. 16).

Основными участниками на рынке являлись СЗКО, нефинансовые организации и нерезиденты. Стратегии поведения различных категорий участников рынка валютно-процентных свопов отличались между собой, но оставались однородны и в большей степени постоянны в пределах одной категории (рис. 17 – 20). Наиболее интересные особенности прослеживались в поведении следующих участников:

1. Одни из наиболее активных участников рынка – СЗКО – размещают накопленную на депозитах иностранную валюту посредством валютно-процентных свопов под фиксированную ставку. По состоянию на 1 июля 2021 года объем таких операций у этой группы составил 10,5 млрд долл. США. Одновременно СЗКО получают рублевую ликвидность для ведения бизнеса в России от нефинансовых компаний, НФО, а также нерезидентов.
2. Нефинансовые организации размещают рублевую ликвидность СЗКО, взамен получая валютное кредитование. Таким образом, реальный сектор получает валютное кредитование, а у банков не возникает высоких коэффициентов риска, предусмотренных для прямого кредитования в иностранной валюте. В случае если сделка является маржируемой, кредитные риски по ней минимальны. Если сделка не является маржируемой, то требуется установление кредитного лимита на объем рыночного риска по такой сделке (при этом у банка остается «в залоге» номинал в рублях).
3. Нерезиденты размещают рубли и под плавающие, и под фиксированные ставки, зарабатывая на керри-трейде аналогично операциям на валютных свопах, но заключая более длинные сделки.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ (ПО ПЕРВОЙ ЧАСТИ СДЕЛКИ)  
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 16

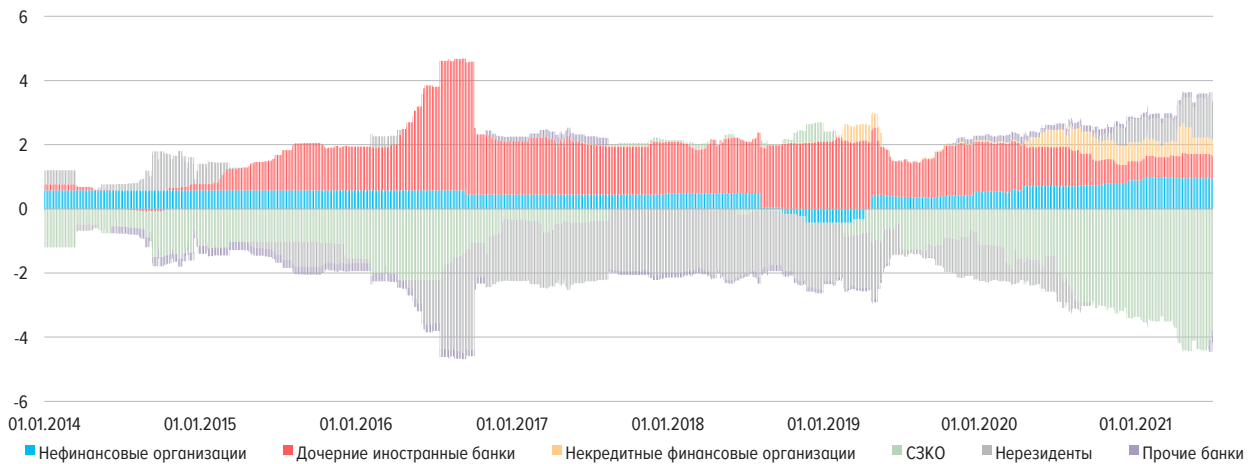


Источник: НКО АО НРД.

<sup>5</sup> Более подробно см. «Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов» за 2020 год (стр. 47).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПОЛУЧАТЕЛЯМИ ПО ПЛАВАЮЩИМ РУБЛЕВЫМ СТАВКАМ (МЛРД ДОЛЛ. США)

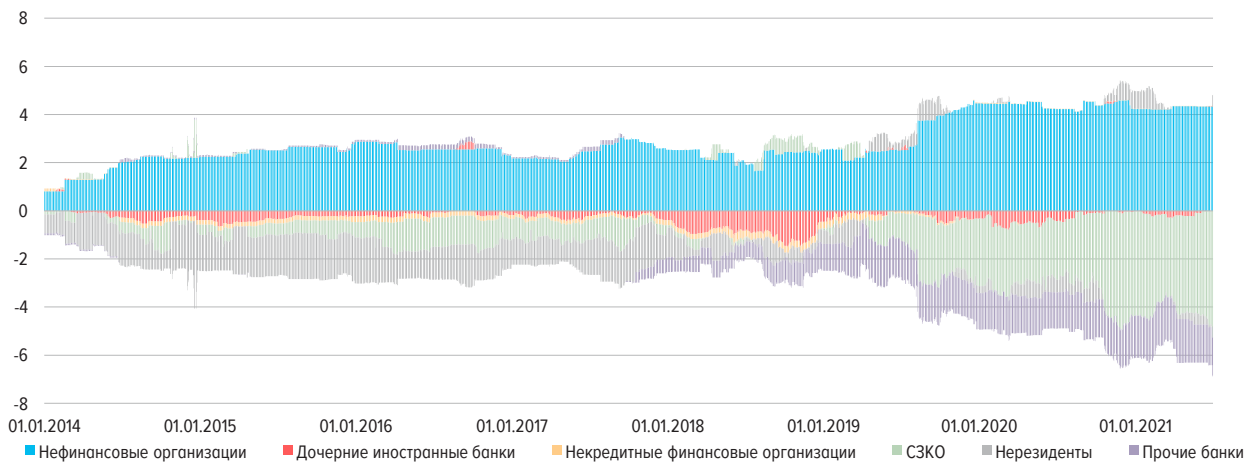
Рис. 17



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПОЛУЧАТЕЛЯМИ ПО ФИКСИРОВАННЫМ РУБЛЕВЫМ СТАВКАМ (МЛРД ДОЛЛ. США)

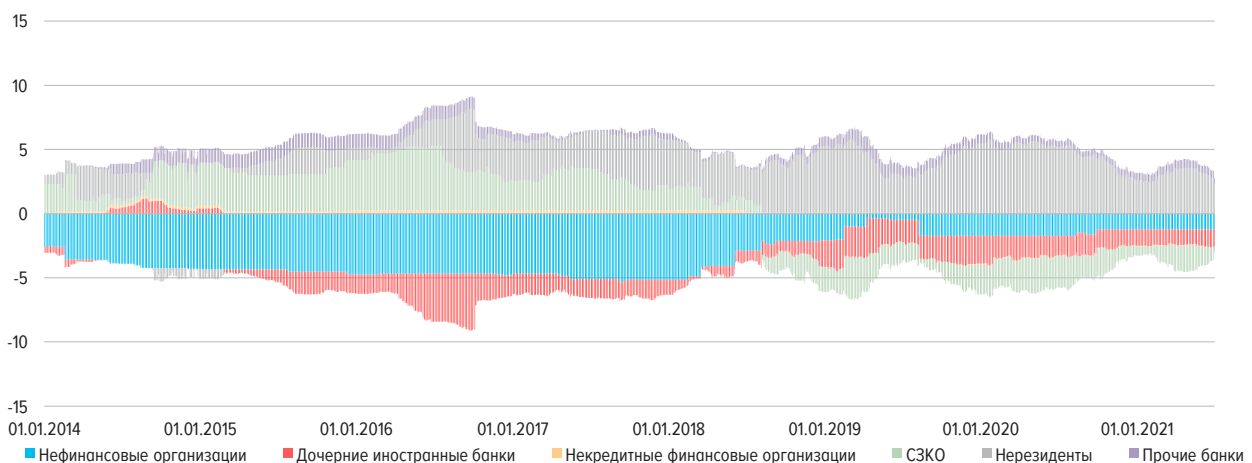
Рис. 18



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПОЛУЧАТЕЛЯМИ ПО ПЛАВАЮЩИМ ВАЛЮТНЫМ СТАВКАМ (МЛРД ДОЛЛ. США)

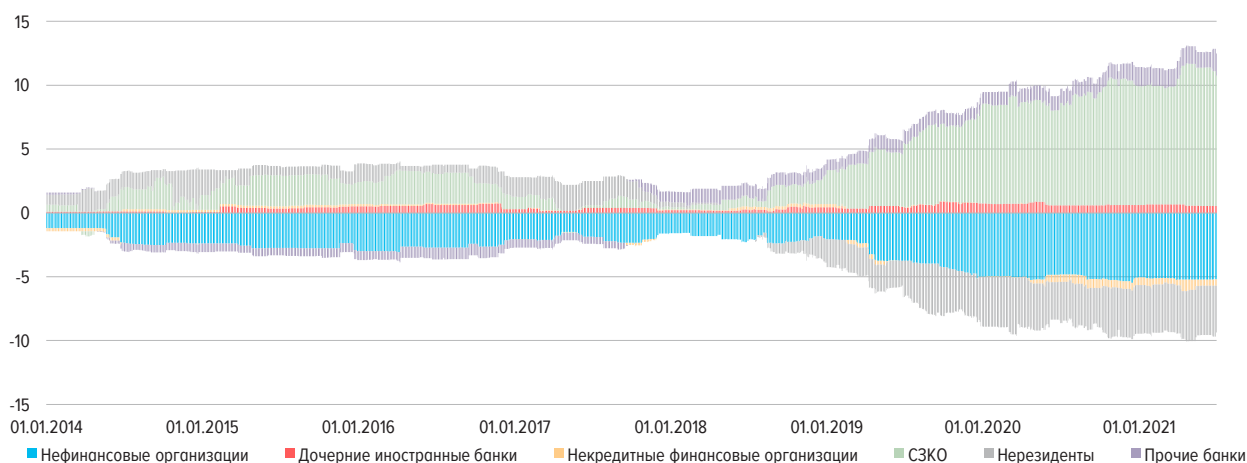
Рис. 19



Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ НЕТТО-ПОЗИЦИЙ НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ ПО КАТЕГОРИЯМ УЧАСТНИКОВ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПОЛУЧАТЕЛЯМИ ПО ФИКСИРОВАННЫМ ВАЛЮТНЫМ СТАВКАМ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 20



Источник: НКО АО НРД.

## 2.6. Процентные форварды (FRA)

Операции forward rate agreement не очень распространены на российском рынке и представляют по сути нишевый продукт, который характеризуется ограниченным набором процентных индикаторов (используются индикаторы сроком 3, реже – 6 месяцев). Тем не менее в 2020 году номинальные объемы сделок FRA выросли более чем в 2 раза по сравнению с 2019 годом (рис. 21), преимущественно за счет сделок на ставки в долларах США.

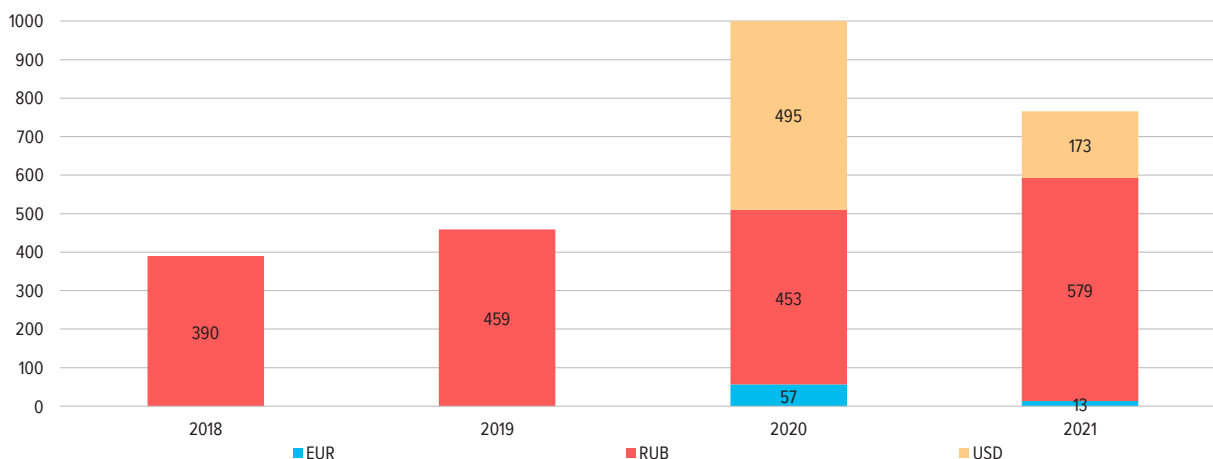
Основными участниками сделок FRA являются крупные банки и нерезиденты. При этом до 2020 года СЗКО выступали преимущественно получателями фиксированной ставки, в 2020 году – как получателями, так и плательщиками фиксированной ставки в равных долях, в 2021 году их интерес снова стал смещаться больше к получению фиксированной ставки.

Изменения 2020 года связаны с ростом объема сделок в иностранной валюте; в 2021 году объем сделок со ставками в долларах США и евро стал снижаться, и СЗКО вернулись к более привычной стороне по сделкам с нерезидентами.

С учетом преобладания до 2020 года сделок FRA в рублях единственным процентным индикатором, на который заключались FRA на российском рынке, оставался MosPrime Rate

ОБЪЕМЫ СДЕЛОК FRA В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТ (МЛРД РУБ.)

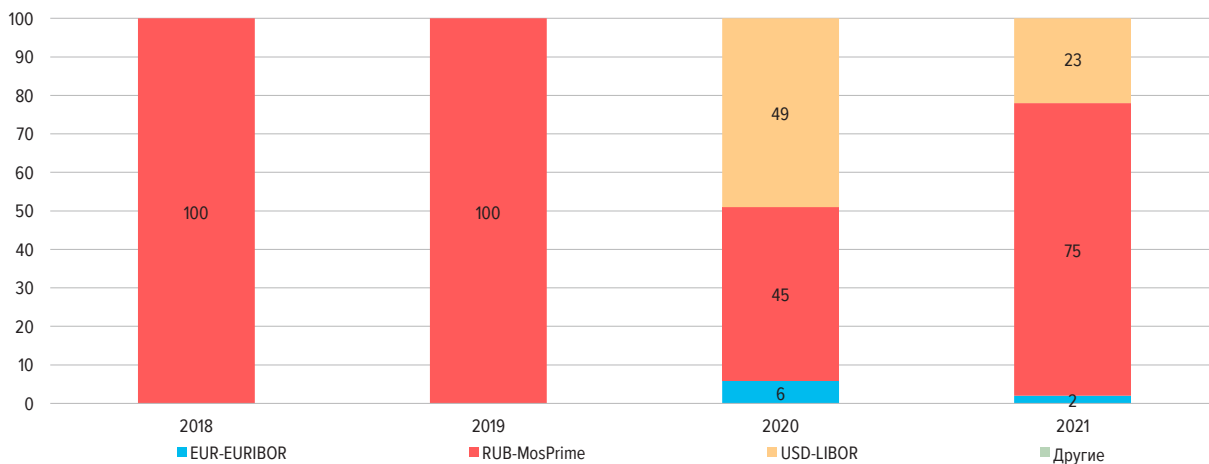
Рис. 21



Источник: НКО АО НРД.

ПРОЦЕНТНЫЕ ИНДИКАТОРЫ, НА КОТОРЫЕ ЗАКЛЮЧАЮТСЯ СДЕЛКИ FRA (%)

Рис. 22



Источник: НКО АО НРД.

(рис. 22). В 2020 году при проведении сделок в иностранных валютах использовались ставки LIBOR в долларах США и EURIBOR в евро (55% сделок прошлого года пришлось на эти валюты), в текущем году их доля пока не столь существенна.

## 2.7. Процентные опционы

Процентные опционы выделяются из других видов процентных деривативов тем, что основными участниками этого рынка являются российские крупные банки и нефинансовые компании.

Наибольшие объемы операций приходятся на опционы «сар»<sup>6</sup> (рис. 23). Опционная стратегия («collar»), позволяющая зафиксировать коридор процентных ставок, по данным НКО АО НРД, занимает минимальную долю, однако реальный объем в таких стратегиях, скорее всего, больше, поскольку иногда такие стратегии «продаются» клиенту не одной сделкой (в которую «вшиты» два опциона: «сар» и «flood»), а двумя отдельными сделками.

В 2019 и 2020 годах существенно выросли объемы сделок «flood»<sup>7</sup>: в 2019 году рост был связан с единичной сделкой продажи опциона компанией-нерезидентом, связанной с российским застройщиком, и дальнейшей цепочкой сделок по переносу этой позиции на конечного покупателя – российскую СЗКО. В середине 2020 года появились сделки по продаже опционов «flood» на ключевую ставку российскими компаниями, а также крупные сделки СЗКО с банком-нерезидентом по продаже опционов «flood» на ставку 3М LIBOR в долларах США на уровне нуля. Сделки по продаже опционов «flood» позволяют продавцам получить премию, однако если процентные ставки опустятся ниже оговоренного страйка, то продавец будет вынужден компенсировать покупателю такого опциона разницу между уровнем рыночной ставки и значением страйка. Продажи опционов «flood» на ставку LIBOR на уровне нуля фактически означают, что российский банк на момент заключения сделок не ожидал перехода ставки 3М LIBOR в отрицательную зону в течение срока сделки.

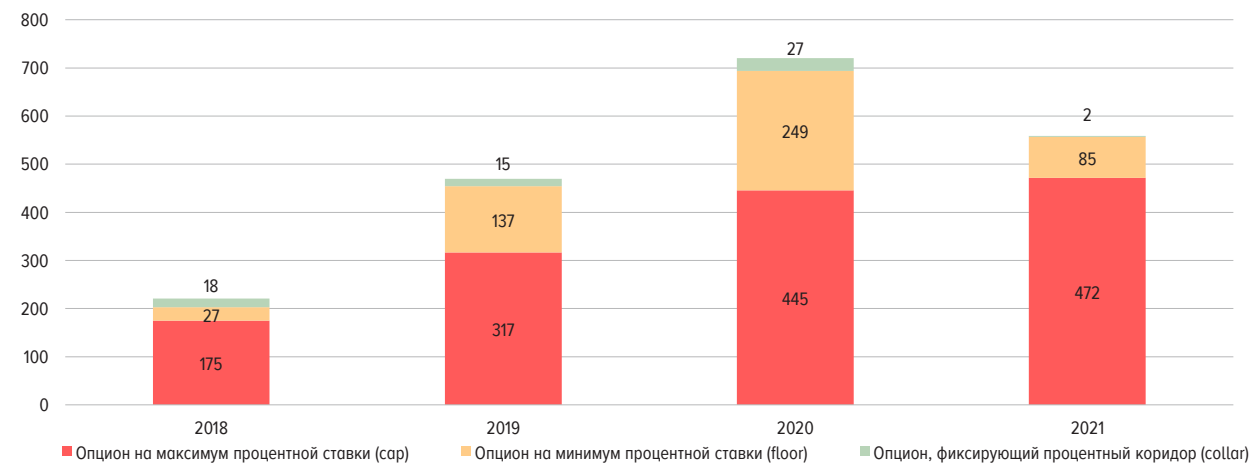
Стоит отметить, что, несмотря на сравнительно небольшие объемы сделок за 7,5 месяца 2021 года, объем премий по проданным опционам уже превысил прошлогодний уровень (рис. 24). Возросшая маржинальность продукта будет способствовать еще более актив-

<sup>6</sup> Опционы «сар» – это соглашения между продавцом опциона и покупателем, согласно которому продавец опциона компенсирует покупателю превышение рыночной процентной ставкой (или процентной ставкой по кредитному договору) установленного уровня процентной ставки – страйка.

<sup>7</sup> Опционы «flood» – это соглашения между продавцом опциона и покупателем, согласно которым продавец опциона компенсирует покупателю превышение установленного уровня процентной ставки – страйка над рыночной процентной ставкой (или процентной ставкой по кредитному договору).

НОМИНАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ЗАКЛЮЧЕННЫХ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ\*  
(МЛРД РУБ.)

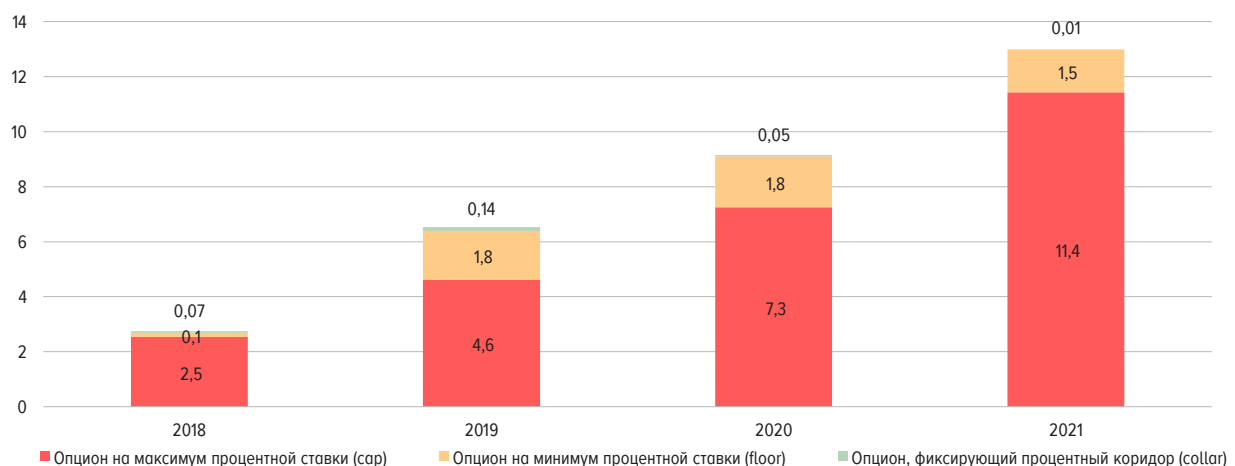
Рис. 23



\* Каждый опцион учитывается один раз  
Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМ УПЛАЧЕННЫХ ПРЕМИЙ ПО ПРОЦЕНТНЫМ ОПЦИОНАМ\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 24



\* Каждый опцион учитывается один раз  
Источник: НКО АО НРД.

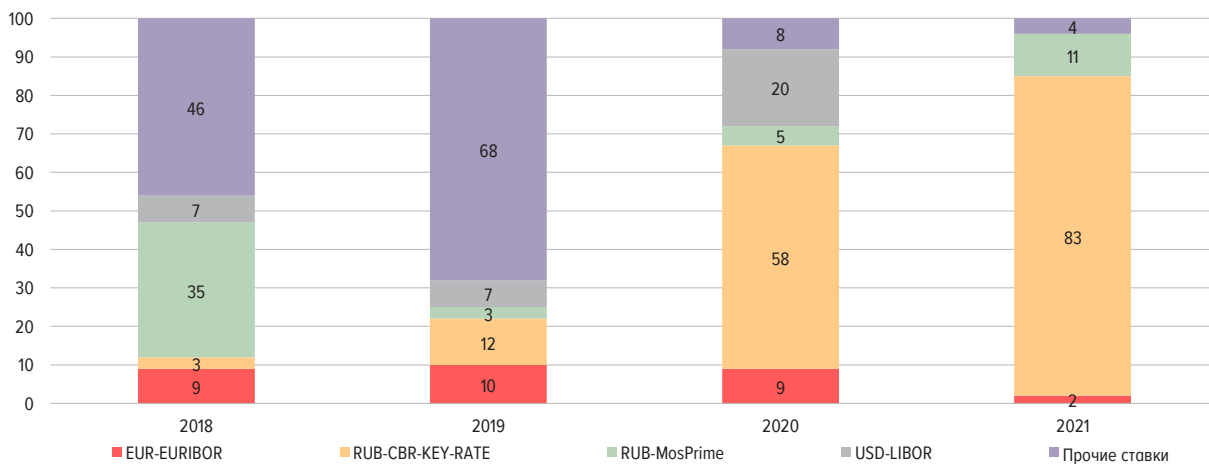
ному развитию этого сегмента со стороны банков (как основных продавцов процентных опционов на российском рынке), которые заинтересованы в расширении некредитных видов дохода.

Основной валютой, в которой заключаются сделки, является российский рубль. В 2020 году выросла доля опционов в долларах США, что во многом связано со снижением долларовых ставок (это способствует снижению стоимости опционов и делает спекулятивные и хеджирующие стратегии более дешевыми).

В структуре процентных ставок, на которые заключаются сделки, заметно выделяется взрывной рост объема сделок на ключевую ставку (рис. 25). Доля сделок на MosPrime Rate сократилась с 2018 года в общем объеме процентных опционов, однако в стоимостном выражении рост объемов продолжается. Опционы на ключевую ставку с 2020 года также вносят наибольший вклад в объем уплаченных премий. При этом рост объема сделок на LIBOR до 20% в 2020 году «отвечает» только за 7% премий. Вероятно, «дешевизна» опционов способствовала росту интереса к хеджированию долларовых кредитов и построению торговых стратегий с участием опционов на ставки в долларах США.

**БАЗОВЫЕ СТАВКИ, ИСПОЛЪЗУЕМЫЕ В ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНАХ**  
(В % ОТ НОМИНАЛА СДЕЛОК)

Рис. 25



Источник: НКО АО НРД.

С учетом большого объема сделок на ключевую ставку был проведен дополнительный анализ сделок «сар» и «флоог», где базовым активом является ключевая ставка Банка России. При этом значения страйков опционов сравнивались с динамикой ключевой ставки<sup>8</sup>.

До начала пандемии достаточно большое количество сделок «сар» заключалось на уровень страйка ниже ключевой ставки примерно на 1 п.п. (что свидетельствовало об устойчивых ожиданиях снижения ключевой ставки как минимум до 5% еще до карантина), однако с каждым последующим снижением ставки на заседаниях Совета директоров Банка России объем таких инструментов уменьшался (рис. 26). И, несмотря на продолжающееся снижение ставки, с середины года многие начали ждать повышения ставки в пределах 2 процентных пунктов.

Также об ожиданиях повышения ставки свидетельствовали немногочисленные инструменты «collar» с нулевой премией. Данные инструменты структурируются так, что продается (покупается) опцион «флоог» и покупается (продается) опцион «сар». Для достижения нулевой премии цены исполнения по опционам подбираются таким образом, чтобы премия по опциону «флоог» компенсировала премию по опциону «сар». Начиная с сентября они структурировались так, что «флоог» был в районе текущего значения ключевой ставки (около 4%), а «сар» значительно выше (в районе 8%). Иными словами, вероятность дальнейшего снижения ставки (заложенная в опционе «флоог» с ценой исполнения в районе 4%) с сентября оценивалась уже как равносильная вероятности повышения ставки почти на 4 п.п. (заложенная в опционе «сар» с ценой исполнения в районе 8%).

В отличие от других видов процентных деривативов рынок процентных опционов в основном развивается без участия нерезидентов. Иностранные участники, как правило, в основном присутствуют в сделках на иностранные индексы, но в сделках с рублевыми процентными ставками ключевую роль играют локальные участники.

Основными продавцами процентных опционов выступают в основном системно значимые банки (рис. 27). Продажа процентных опционов корпоративным клиентам не требует установления больших кредитных лимитов, так как обязательство клиента возникает только на сумму опционной премии<sup>9</sup>.

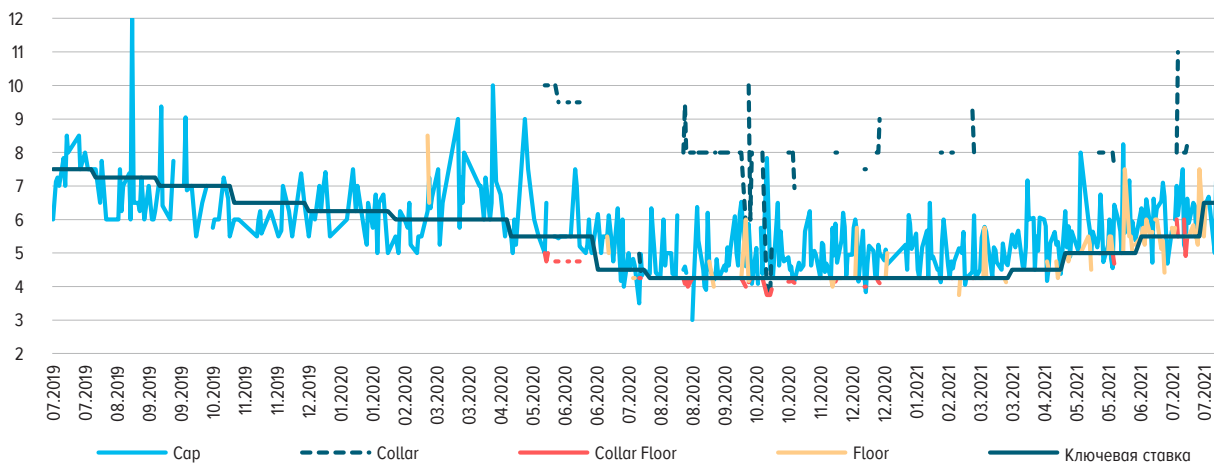
<sup>8</sup> В целях анализа использовалась дата заключения сделки, так как стороны учитывают ожидания о будущем изменении ставки на момент ее заключения. Ставки взвешены исходя из номиналов сделок.

<sup>9</sup> В случае структур процентных опционов «collar» или иных опционных структур обязательство клиента по уплате премии может и не возникнуть: часто такие сделки структурируются с нулевой премией для клиента. Но в таком случае может потребоваться большой объем кредитного лимита, так как такие структуры включают «встроенную» продажу опциона клиентом банку (и обязательство клиента по исполнению опциона), а премия по «проданному» опциону компенсирует стоимость «встроенной» покупки клиентом другого опциона.



УРОВНИ СТРАЙКОВ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ НА КЛЮЧЕВУЮ СТАВКУ  
(п.п.)

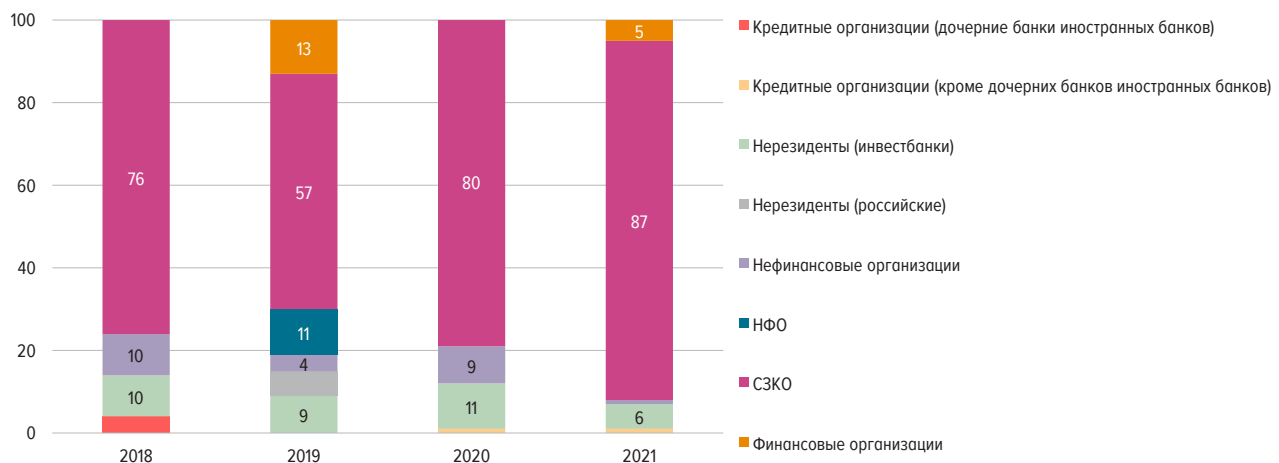
Рис. 26



Источник: НКО АО НРД.

ПРОДАВЦЫ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 27



\* Каждый опцион учитывается один раз.

Источник: НКО АО НРД.

Основными покупателями процентных опционов являются преимущественно нефинансовые компании (рис. 28). Для них опционы представляют удобный и гибкий инструмент хеджирования процентного риска, стоимостью которого является уплата премии в виде однократного или периодического платежа (в форвардах и свопах сделки не предполагают уплаты премий). Это ограничивает спрос на опционы в целях хеджирования крупных и долгосрочных кредитов.

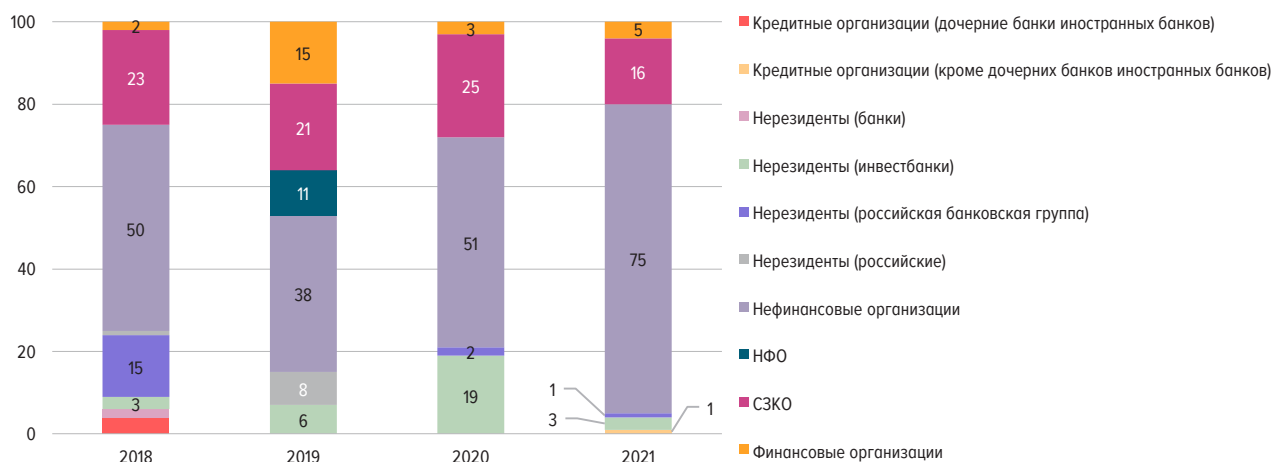
При этом в силу невысокой потребности в кредитных лимитах такой тип хеджирования становится популярным (в том числе благодаря активному развитию продаж госбанками) у некрупных компаний: 45% сделок заключается компаниями на номинальные объемы до 100 млн руб., 88% – с объемами до 500 млн руб. (рис. 29). Таким образом, некрупные нефинансовые компании снижают объем своего риска за счет доступных им инструментов хеджирования.

Отдельно следует сказать о продажах опционов. С точки зрения системных рисков непокрытая продажа опционов может способствовать их накоплению, так как при продаже опционов рыночные риски продавца могут быть неограниченными. В случаях, когда продавцами опционов выступают крупные банки<sup>10</sup>, кредитующие клиентов по плавающим ставкам и обладающие

<sup>10</sup> Рыночный риск банков от деривативных операций рассчитывается кредитными организациями в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 № 511-П «О порядке расчета кредитными организациями величины рыночного риска».

ПОКУПАТЕЛИ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ\*  
(МЛРД РУБ.)

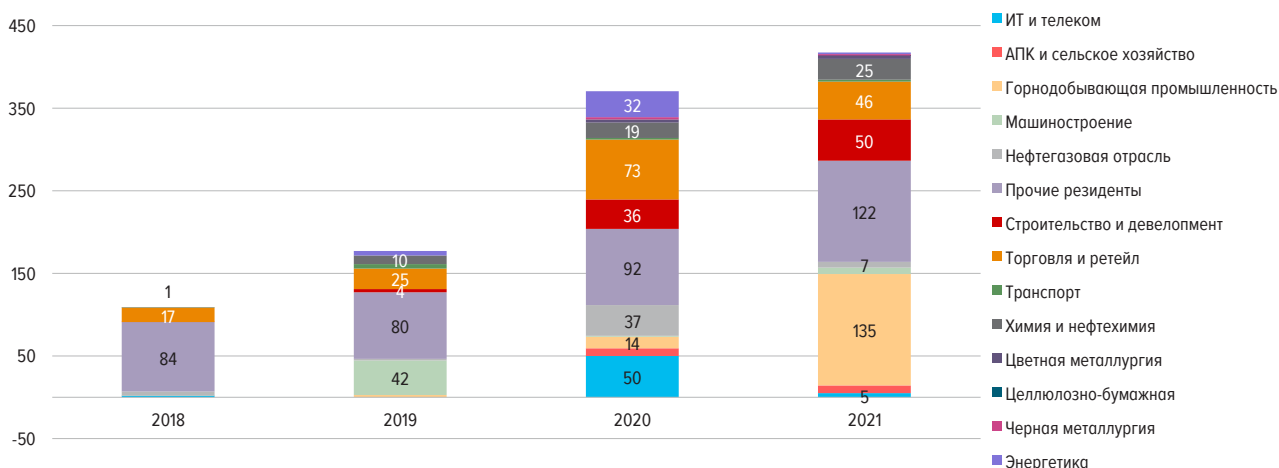
Рис. 28



\* Каждый опцион учитывается один раз.  
Источник: НКО АО НРД.

НЕФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ - ПОКУПАТЕЛИ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ\*  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 29



\* Каждый опцион учитывается один раз.  
Источник: НКО АО НРД.

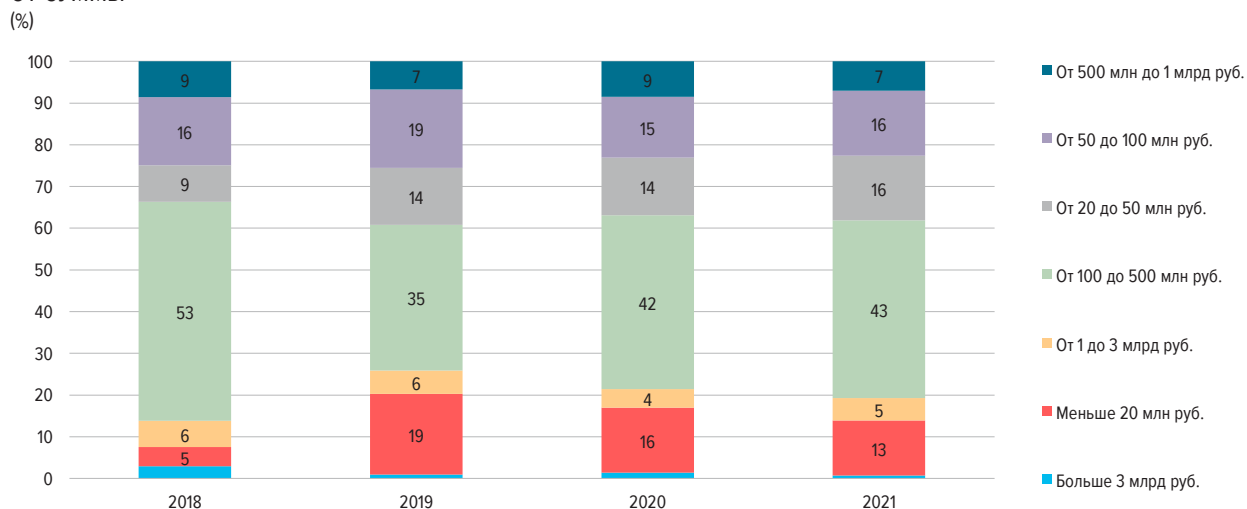
отлаженными системами управления рыночными рисками, риски от продажи опционов являются управляемыми и умеренными. Спекулятивные продажи банками или иными финансовыми организациями процентных опционов, не связанные с кредитованием компаний, пока также не вызывают опасений: их объемы невелики, при этом такие сделки по сути являются разовыми. Тем не менее представляется целесообразным осуществлять периодический мониторинг ситуации (например, раз в год).

Объемы продаж опционов нефинансовыми компаниями пока незначительны. При этом некоторые компании оформляют стратегию «collar» не одной операцией процентного опциона («collar»), а двумя (покупка опциона «sar» и продажа опциона «flood» соответственно). В такой ситуации продажу опциона «flood» можно ошибочно рассматривать как непокрытую, однако, как правило, с помощью продажи опциона «flood» с одновременной покупкой опциона «sar» компания хеджирует привлеченный по плавающей ставке кредит<sup>11</sup>. Так, например, в 2020 году две крупные телекоммуникационные компании оформляли несколько опционных стратегий, фиксирующих процентный коридор («collar»), двумя отдельными сделками, включающими про-

<sup>11</sup> Такое сочетание одновременно заключенных сделок позволяет ограничивать платежи по кредиту в определенном коридоре и равнозначно по экономическому смыслу заключению сделки процентного «collar».

СТРУКТУРА КОЛИЧЕСТВА СДЕЛОК ПОКУПКИ ОПЦИОНОВ НЕФИНАНСОВЫМИ КОМПАНИЯМИ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ СУММЫ

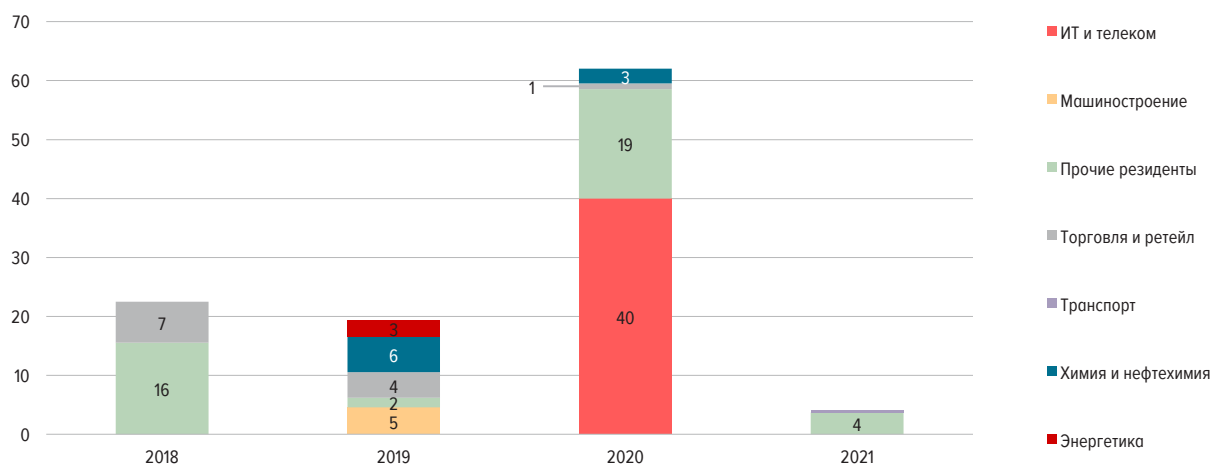
Рис. 30



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМЫ ПРОДАЖ ПРОЦЕНТНЫХ ОПЦИОНОВ НЕФИНАНСОВЫМИ КОМПАНИЯМИ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ\* (МЛРД РУБ.)

Рис. 31



\* Каждый опцион учитывается один раз.

Источник: НКО АО НРД.

дажу опционов «floor» (рис. 31), а за 7 месяцев 2021 года прошли только две отдельные сделки по продаже опционов нефинансовыми компаниями на общую сумму 4,2 млрд рублей.

Таким образом, на текущий момент объемы продаж процентных опционов нефинансовыми компаниями также не вызывают опасений. Тем не менее во избежание неконтролируемого роста объемов таких операций следует осуществлять регулярный мониторинг операций с процентными опционами на внебиржевом рынке.

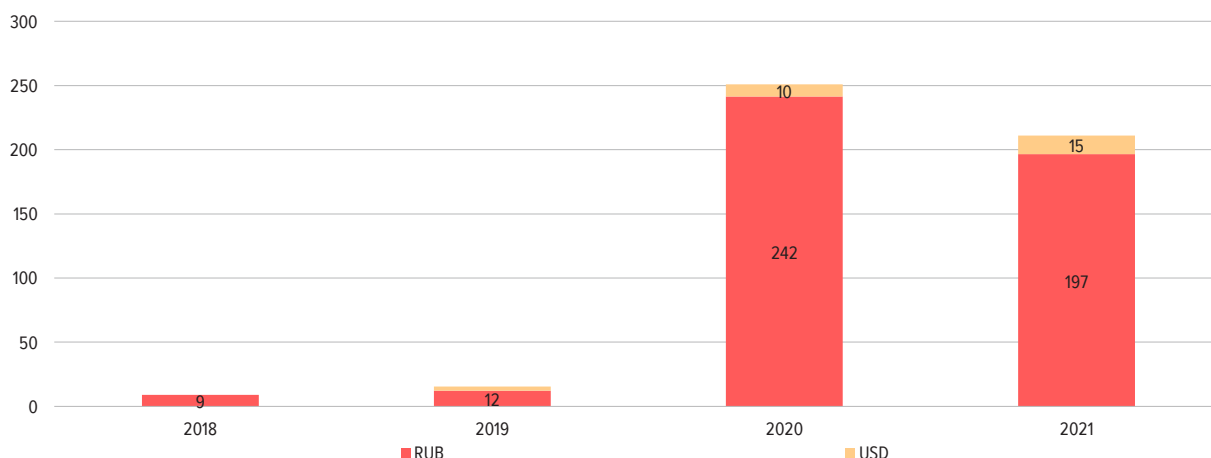
## 2.8. Свопционы

Свопционы<sup>12</sup> для российского рынка остаются достаточно нишевым продуктом с минимальным количеством участников. На этом рынке присутствует небольшое количество участников, из которых два являются российскими госбанками, два – нерезиденты, связанные с российскими юридическими лицами, международные банковские группы, а также одна нефинансовая компания, которая в 2021 году заключила две сделки по продаже свопционов в долларах

<sup>12</sup> Свопцион – это контракт, который дает покупателю осуществлять сделку своп в будущем с параметрами, устанавливаемыми в момент заключения свопциона.

ОБЪЕМЫ СВОПЦИОНОВ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 32



Источник: НКО АО НРД.

США. Покупатели свопционов получают право заключить процентный своп в будущую дату на определенных условиях – иными словами, это сделки, позволяющие заработать на оценке ожиданий будущих изменений ставки. Риском продавцов свопционов (как и при исполнении любых опционных сделок) является вероятность исполнения сделки на невыгодных условиях (по сравнению с преобладающими рыночными условиями на момент исполнения).

Как и в случае других процентных деривативов, в 2020 году произошел скачкообразный рост объемов свопционов, превысив 250 млрд руб. (рис. 32). При этом еще в 2018 году эти сделки на российском рынке были разовыми, их заключала только одна СЗКО.

Ключевой валютой, в которой заключаются сделки, являются рубли, при этом MosPrime Rate остается единственным индикатором в рублях, используемым в сделках<sup>13</sup>. Продавцами свопционов являются СЗКО и в меньшей степени нерезиденты. При этом покупателями свопционов являются преимущественно также СЗКО, однако значимую долю рынка (27% в 2021 году) занимают нерезиденты, входящие в российскую банковскую группу. Именно они обеспечили скачкообразный рост спроса на этот инструмент в 2020 году.

Таким образом, ввиду незначительных объемов открытых сделок по сравнению с другими типами деривативов, а также малого количества участников рынка риски финансовой стабильности в данном сегменте весьма ограничены.

<sup>13</sup> В отчетности в графе референсной ставки, помимо индекса MosPrime Rate, присутствует ссылка на иные индикаторы, без указания конкретного индекса. Доля таких сделок в 2020 году составила 15%.

## 3. БИРЖЕВОЙ РЫНОК ПФИ

### 3.1. Рынок стандартизированных ПФИ Московской Биржи

Рынок стандартизированных производных финансовых инструментов (СПФИ) Московской Биржи был создан в 2013 году во исполнение решений «Группы двадцати» (G20) по переводу торгов СПФИ на биржевые площадки и усилению роли ЦК, принятых по итогам саммита в Питтсбурге (2009 год). На указанном рынке заключаются как биржевые, так и внебиржевые сделки с ЦК. Последние пользуются основным спросом у участников. Заметный рост торговой активности на рынке СПФИ начался в 2017 году. В 2013 – 2016 годах участники в основном подключались к рынку СПФИ с целью тестирования торговых систем (ИТ-системы даже крупных игроков требовали серьезной доработки). Кроме того, у участников рынка на тот момент не было экономического стимула торговать производными инструментами через ЦК – они оценивали свои расходы как слишком высокие (из-за комиссий и необходимости внесения обеспечения).

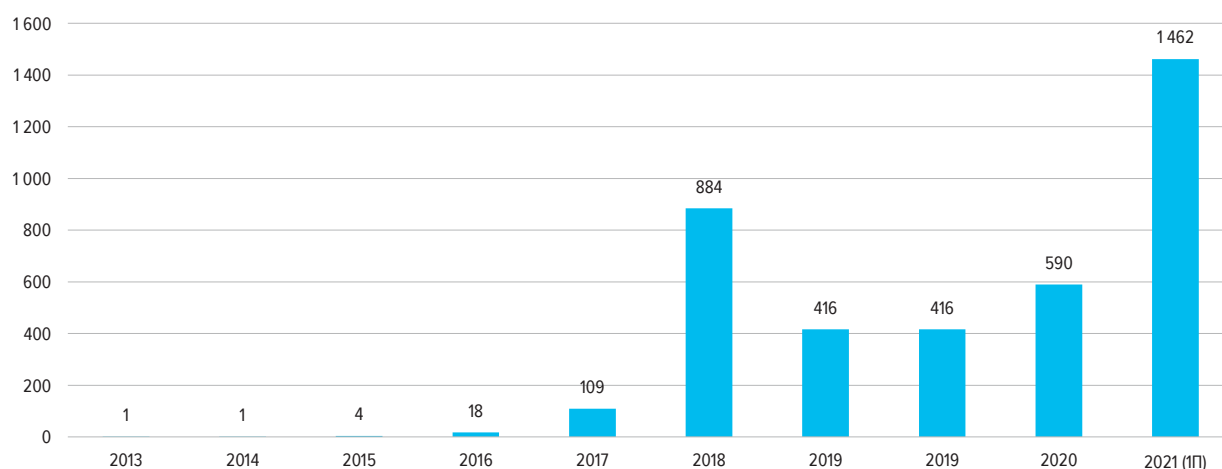
В настоящий момент рынок СПФИ активно развивается и участникам доступны следующие инструменты со сроками исполнения от 3 дней до 10 лет: валютные свопы (FX Swap), валютные форварды (FWD & NDF), валютные опционы (FX Option), процентные свопы (OIS & IRS), валютно-процентные свопы (ХССУ). При этом участники рынка могут заключать сделки в двух форматах: (1) внебиржевые сделки с ЦК, (2) биржевые сделки с ЦК. У каждого варианта есть свои особенности отражения в налоговом учете, а также отличия при расчете банками обязательных нормативов Н1 и Н6.

По состоянию на конец первого полугодия 2021 года объем торгов на рынке СПФИ по сравнению с 2017 годом вырос в 12 раз, составив 1 462 млрд руб.<sup>1</sup> (рис. 33).

Наибольший объем открытых сделок был зафиксирован в контрактах с валютными, процентными и валютно-процентными свопами (рис. 34), при этом спрос на валютные опционы оставался на незначительном уровне. В перспективе Московская Биржа планирует запустить новый стандартизированный продукт – опционы на процентные свопы (свопционы).

ОБЪЕМЫ ТОРГОВ НА РЫНКЕ СПФИ С 2013 ПО 2021 ГОД  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 33

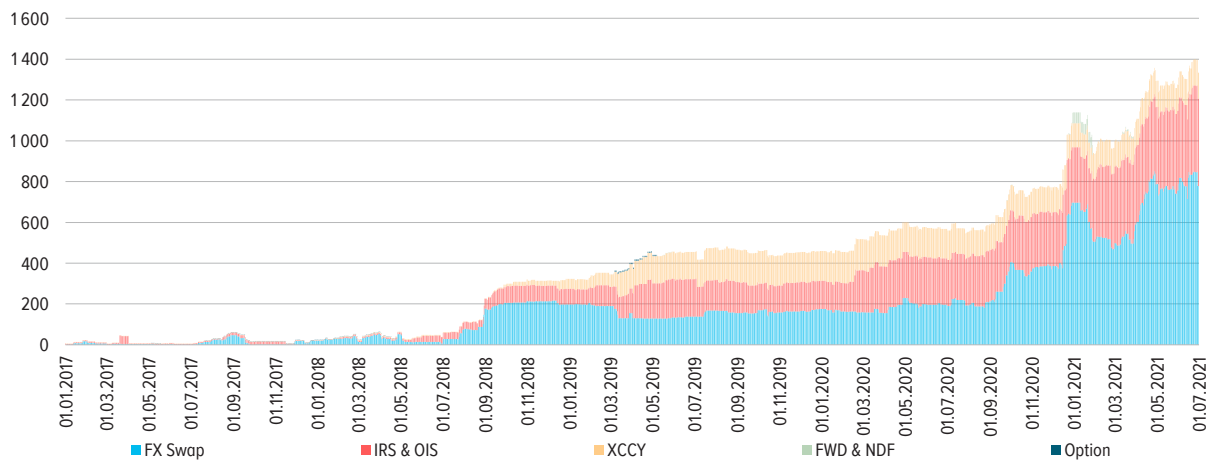


Источник: ПАО Московская Биржа.

<sup>1</sup> Информация о внебиржевых сделках с ЦК, заключенных на рынке СПФИ, также подлежит направлению в репозитории. Поэтому данные об объемах торгов внебиржевыми ПФИ, приведенные в разделах выше, включают в себя информацию по рынку СПФИ.

ОТКРЫТЫЕ СДЕЛКИ В РАЗРЕЗЕ ТИПОВ ПФИ  
(МЛРД РУБ.)

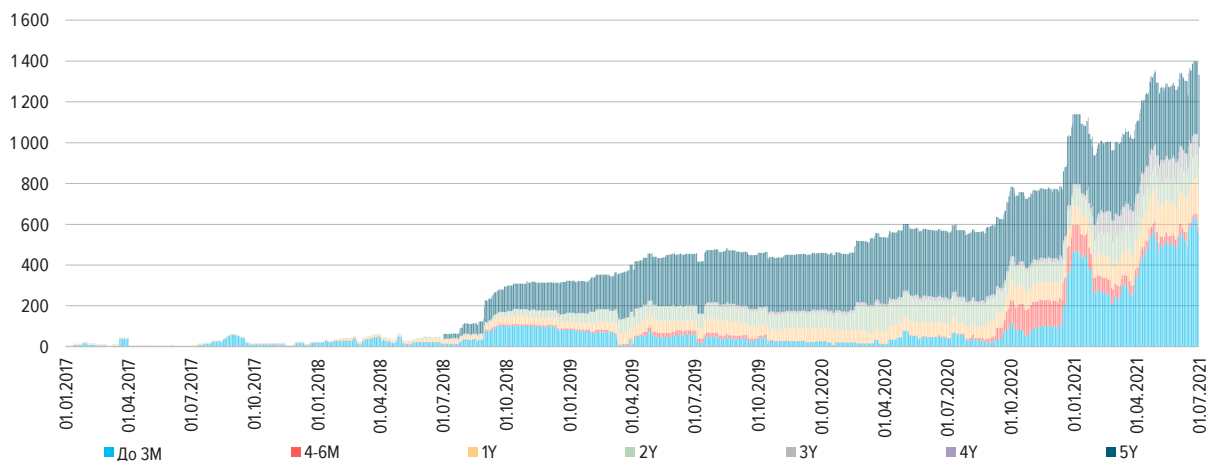
Рис. 34



Источник: ПАО Московская Биржа.

ОТКРЫТЫЕ СДЕЛКИ В РАЗРЕЗЕ СРОКОВ ИСПОЛНЕНИЯ  
(МЛРД РУБ.)

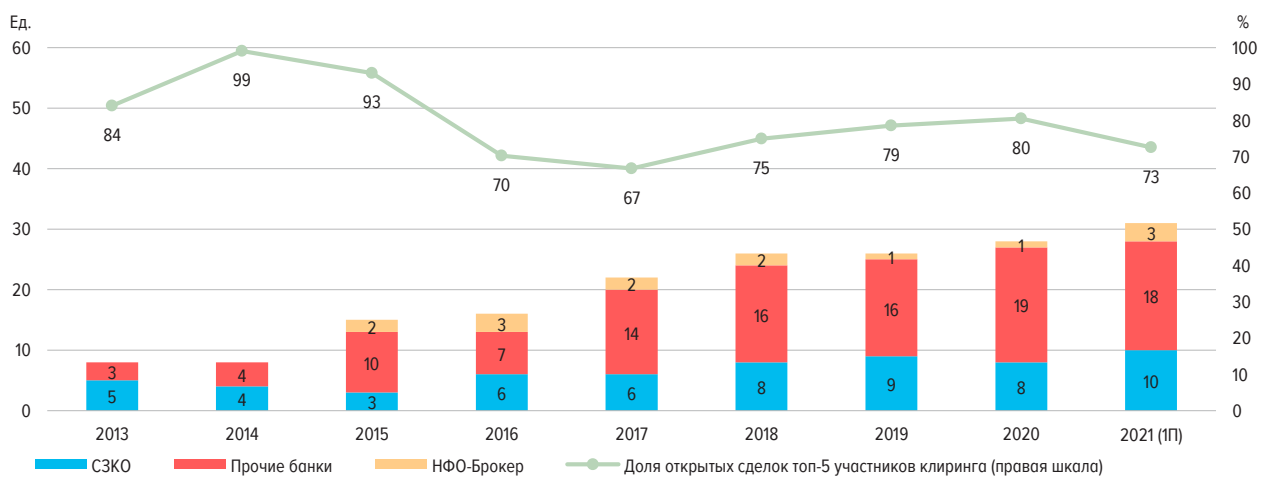
Рис. 35



Источник: ПАО Московская Биржа.

## КОЛИЧЕСТВО УНИКАЛЬНЫХ АКТИВНЫХ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА

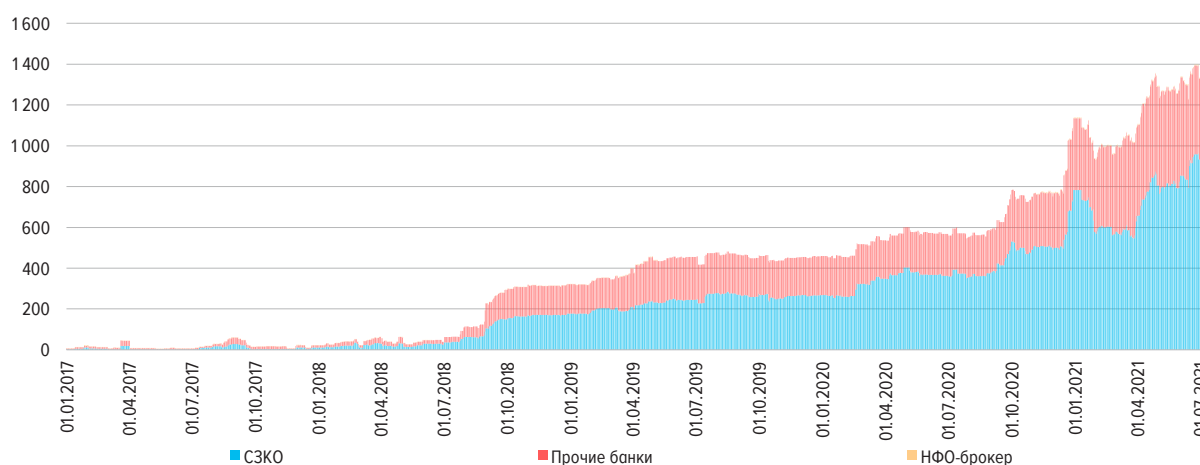
Рис. 36



Источник: ПАО Московская Биржа.

ОТКРЫТЫЕ СДЕЛКИ В РАЗРЕЗЕ ТИПОВ УЧАСТНИКОВ КЛИРИНГА  
(МЛРД РУБ.)

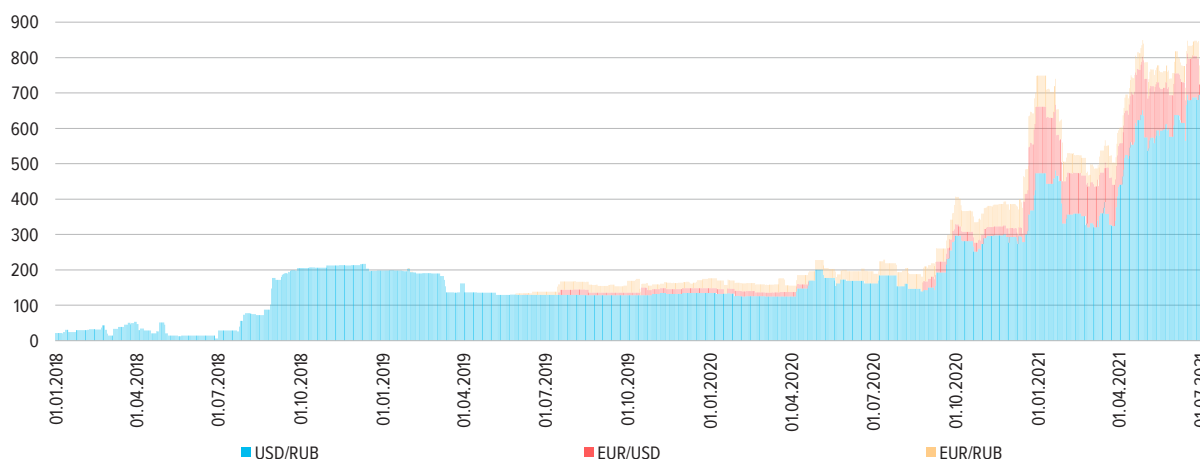
Рис. 37



Источник: ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ВАЛЮТНЫМИ\* ПФИ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТНЫХ ПАР  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 38

\* Валютные свопы (FX Swap), валютные форварды (FWD & NDF), валютные опционы (FX Option).  
Источник: ПАО Московская Биржа.

Самыми привлекательными для открытия позиций являлись инструменты со сроком исполнения 5 лет<sup>2</sup> и до 3 месяцев включительно (рис. 35).

Несмотря на рост количества уникальных активных<sup>3</sup> участников клиринга (с 8 до 31), рынок СПФИ остается высококонцентрированным (рис. 36). По состоянию на конец первого полугодия 2021 года на топ-5 участников клиринга приходится 73% от объема открытых сделок.

На сегодняшний день прямой доступ на рынок СПФИ имеют только две категории участников: банки и брокеры<sup>4</sup>. При этом сделки банков занимают практически весь объем рынка (рис. 37) ввиду того, что крупные брокеры, как правило, входят в банковские группы и предпочитают заключать сделки внутри них. Московская Биржа разрабатывает планы по прямому допуску нерезидентов на рынок СПФИ в будущем.

Большая часть валютных операций с ПФИ осуществлялась в валютной паре USD/RUB (рис. 38). При этом начиная с 01.04.2019 по сделкам «валютный своп» банки, не относящиеся к СЗКО, предоставляют рублевую ликвидность СЗКО, получая взамен доллары США, и в сопоставимом

<sup>2</sup> Большая доля открытых сделок приходится на одного крупного участника рынка СПФИ.

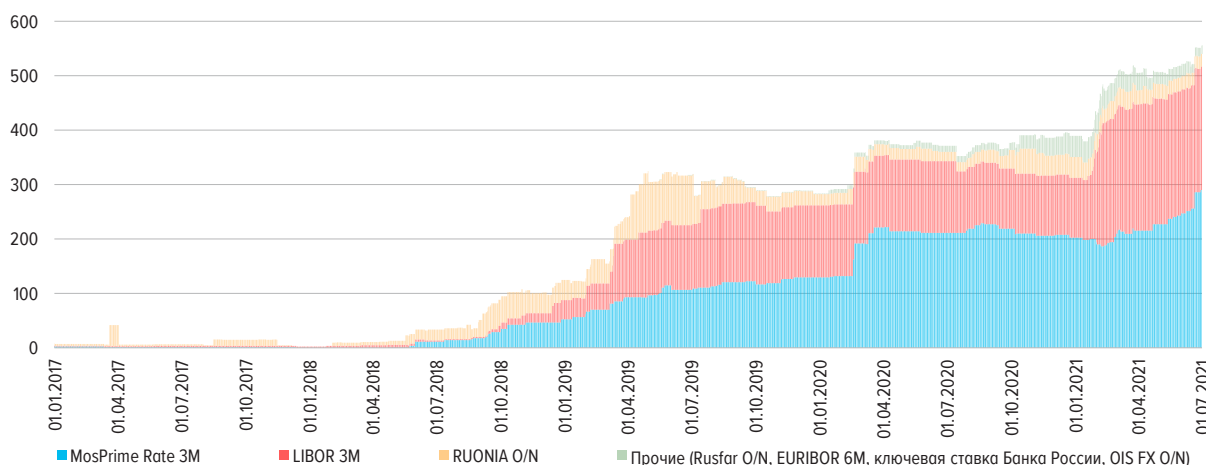
<sup>3</sup> Заключивших хотя бы одну сделку.

<sup>4</sup> <https://www.moex.com/a2097>.



СТРУКТУРА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК С ПРОЦЕНТНЫМИ И ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ В РАЗРЕЗЕ ПЛАВАЮЩИХ СТАВОК (МЛРД РУБ.)

Рис. 39



Источник: ПАО Московская Биржа.

объеме удерживают противоположную позицию по сделкам «валютно-процентный своп», привлекая рубли за доллары США. Таким образом, банки, не являющиеся СЗКО, в целом по этим инструментам не имеют открытой валютной позиции, но могут получать доход на своп-разницах.

Помимо валютных ПФИ, на биржевом рынке СПФИ представлены процентные ПФИ. Значительный объем открытых сделок приходился на индикативные ставки LIBOR и MosPrime Rate. Третьей по величине открытых сделок являлась RUONIA, в то время как прочие ставки<sup>5</sup> были востребованы слабо (рис. 39).

На востребованность рынка СПФИ в будущем положительно повлияют такие регуляторные изменения, как появление обязанности по централизованному клирингу для отдельных внебиржевых процентных ПФИ с IV квартала 2021 года (Указание № 5352-У) и введение в обозримой перспективе обязательного маржирования внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг. Следствием данных мер будут увеличение объема сделок, проводимых через организованные торговые площадки, из-за выравнивания условий при заключении сделок и возможное снижение роли крупных банков.

Позитивно на рынок СПФИ также повлияет снятие законодательного запрета на инвестирование пенсионных средств во внебиржевые ПФИ (в случае реализации такого события; это критически важно для формирования «второй стороны» на рынке процентных деривативов, где интересы НПФ были бы противоположно направлены основному интересу корпоративных клиентов по хеджированию плавающей ставки) и признание НКЦ европейским регулятором (при условии прямого допуска нерезидентов).

В текущий момент биржевые инструменты позволяют хеджироваться ограниченным набором стандартных инструментов с существенным маржированием. Этот рынок скорее подходит финансовым институтам. Обеспечить комплексное хеджирование потоков и обязательств корпоративному клиенту на данный момент может скорее внебиржевая сделка без ЦК.

## 3.2. Срочный рынок Московской Биржи

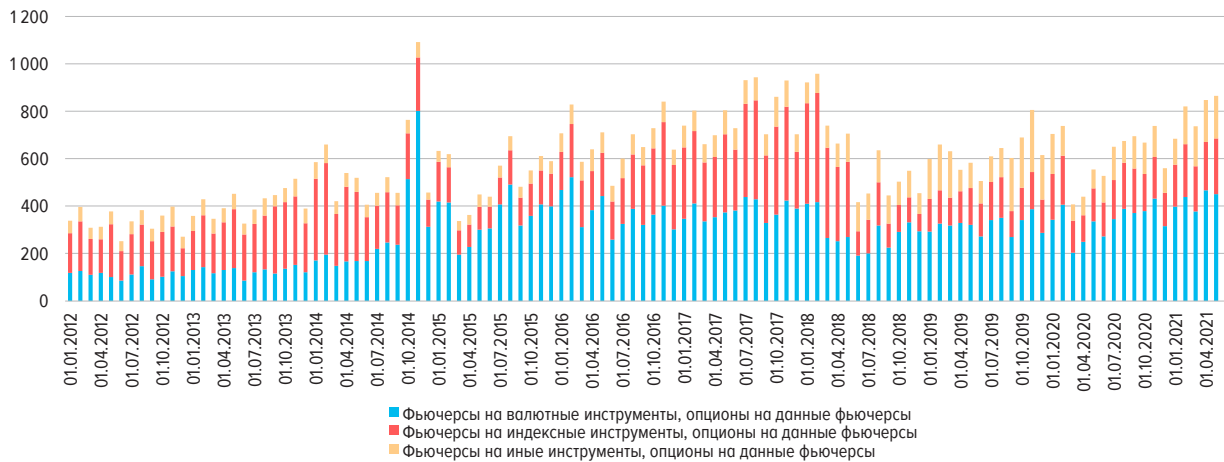
Значимым событием для срочной секции Московской Биржи стало объединение в декабре 2011 года двух крупнейших российских бирж: ММВБ и ОАО «Фондовая биржа РТС»<sup>6</sup>. В результате этого объединения на Московской Бирже функционирует срочный рынок, который ранее был представлен на ОАО «Фондовая биржа РТС».

<sup>5</sup> Rusfar, EURIBOR, ключевая ставка Банка России, индекс ставок доходности валютных свопов OIS FX O/N.

<sup>6</sup> В настоящее время объединение представляет собой срочный рынок Московской Биржи.

ДИНАМИКА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК НА СРОЧНОМ РЫНКЕ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 40



Источник: ПАО Московская Биржа.

Срочный рынок Московской Биржи используется участниками, в том числе розничными инвесторами, в целях хеджирования рисков и реализации торговых стратегий. Наиболее ликвидными инструментами на срочном рынке являются фьючерсы на индекс РТС, на нефть марки Brent, на валютную пару доллар США/рубль. По срочности фьючерсы на индекс РТС и валютную пару доллар США/рубль – квартальные; на нефть марки Brent – месячные.

На срочном рынке НКЦ, как и на других сегментах, осуществляет централизованный клиринг.

В настоящее время на срочном рынке Московской Биржи торгуются:

- 1) поставочные фьючерсные контракты на акции российских и иностранных эмитентов, на ОФЗ;
- 2) расчетные фьючерсные контракты на индексы, валютные пары, процентные ставки, товары;
- 3) опционы на указанные фьючерсные контракты.

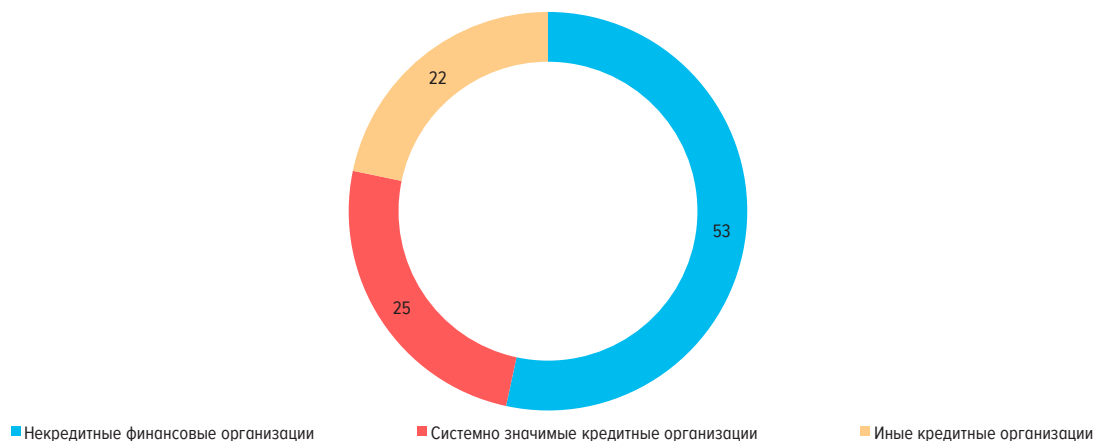
С 2012 года объем открытых сделок на срочном рынке увеличился более чем в два раза и составил 738 млрд руб. в июне 2021 года (рис. 40).

Наибольшей популярностью у инвесторов пользуются ПФИ на валютные пары и индексы. НФО являются основными участниками данного рынка (рис. 41).

Активное участие НФО на рынке фьючерсных контрактов обусловлено наличием интереса к этим инструментам у клиентов НФО, прежде всего физических лиц. На 1 апреля 2021 года совокупные объемы открытых позиций физических лиц по фьючерсным контрактам составили 214 млрд руб., из них на длинные позиции приходилось 131 млрд руб., на короткие – 83 млрд рублей. Базовыми активами в основном являлись доллар США (38%), нефть марки Brent (20%), индекс РТС (14%).

СТРУКТУРА ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК НА 01.07.2021  
(%)

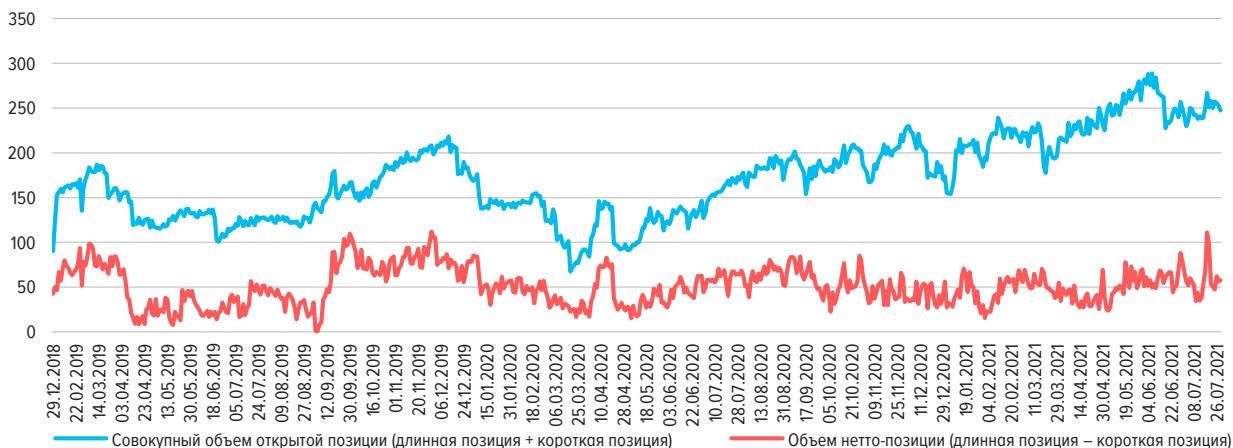
Рис. 41



Источник: ПАО Московская Биржа.

ОБЪЕМЫ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ НА ФЬЮЧЕРСНОМ РЫНКЕ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 42



Источник: ПАО Московская Биржа.

Доля открытых позиций физических лиц на фьючерсном рынке с начала 2019 года по 1 апреля 2021 года преимущественно колебалась в диапазоне от 30 до 40%, лишь в конце 2019 года и в I квартале 2021 года достигая значения 45%, на 1 апреля 2021 года указанная доля составила 44%. Распределение позиции среди клиентов имеет относительно высокую концентрацию: на крупнейшего клиента – физическое лицо приходилось 10,6% от общей позиции, на 10 крупнейших – 17,2%, на 100 – 32,9%, на 1000 – 61,0%. Таким образом, как и на фондовом рынке, физические лица играют важную роль на указанном сегменте рынка.

Начиная с конца марта 2020 года физические лица планомерно наращивали объемы открытых позиций на фьючерсном рынке (рис. 42), также значительно увеличилось количество физических лиц, имеющих открытые позиции: с 40 тыс. в начале 2019 года до 60 тыс. в конце I квартала 2021 года. Таким образом, в течение последних лет активность населения на рынке биржевых фьючерсов заметно выросла, что отражает как общую тенденцию роста вовлеченности физических лиц в фондовый рынок, так и, возможно, желание захеджировать возросшие позиции, открытые на рынке спот.

Количество физических лиц, имеющих открытые позиции на рынке опционов на фьючерсы, выросло с 3 тыс. человек в начале 2019 года до 6,5 тыс. человек в I квартале 2021 года. Объемы открытых позиций на конец I квартала составили 1,4 млрд рублей. Указанный объем позиций является несущественным для рынка опционов на фьючерсы – таким образом, физические лица практически не оказывают влияния на его конъюнктуру.

Начиная с 2022 года Московская Биржа планирует запуск торгов опционами непосредственно на акции. В отличие от текущей архитектуры рынка опционов, где участвуют физические лица, в качестве базовых активов выступают не фьючерсы, а наиболее ликвидные акции российских и иностранных эмитентов. Рынок будет ориентирован на розничных инвесторов, для этого торговлю планируется проводить небольшими лотами.

### 3.3. Санкт-Петербургская международная товарная сырьевая биржа

На Санкт-Петербургской международной товарной сырьевой бирже (далее – СПбМТСБ) в 2010 году были запущены торги ПФИ на срочном рынке. Централизованный клиринг на указанном рынке осуществляет НКО ЦК РДК (АО) (далее – РДК), которая в 2020 году получила статус НКО-ЦК.

В настоящее время на срочном рынке СПбМТСБ торгуются фьючерсные контакты на нефть, бензин, дизельное топливо и газ.

Важным перспективным направлением работы РДК и СПбМТСБ является запуск общего рынка природного газа стран Евразийского экономического союза. Также РДК планирует запуск новых фьючерсных контрактов и совершенствование клиринговых бизнес-процессов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Российский рынок ПФИ продолжает постепенно развиваться, несмотря на уже достигнутые существенные объемы на различных сегментах. Данный обзор охватывает использование ПФИ в целом на внутреннем рынке, а также фокусируется более детально на отдельных сегментах. В частности, значительная часть обзора посвящена процентным и валютным ПФИ, которые являются наиболее распространенными на российском финансовом рынке. Банк России проводит мониторинг рынка ПФИ на постоянной основе, в том числе на предмет потенциальных рисков и уязвимостей. На текущий момент системные риски для финансовой стабильности отсутствуют, однако могут возникнуть в короткие сроки ввиду темпов развития ПФИ.