



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 4

III 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](http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin_stab)).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу [reports@cbr.ru](mailto:reports@cbr.ru).

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

# Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ .....	2
РЕЗЮМЕ .....	3
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК .....	6
1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке .....	6
1.2. Рост рынка репо с ЦК .....	9
1.3. Риски дефицита валютной ликвидности .....	11
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ .....	14
3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ .....	19
3.1. Хеджирование рисков на рынке валютных форвардов .....	19
3.2. Риски рынка валютно-процентных свопов .....	20
ПРИЛОЖЕНИЯ .....	26
Приложение 1. Обзор европейского рынка производных финансовых инструментов .....	26
Приложение 2. Регуляторные новации на финансовых рынках .....	30
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ .....	35
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ .....	36

## НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

*В соответствии со статьей 45<sup>2</sup> 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 входит 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.*

## РЕЗЮМЕ

Ситуация на российском финансовом рынке в III квартале оставалась благоприятной. На денежном рынке преобладала тенденция роста общего объема открытых позиций участников, при этом на отдельных сегментах наблюдалось усиление рисков концентрации заемщиков. На рынке ценных бумаг наблюдался чистый приток иностранного капитала, несмотря на принятие в США закона о возможных ограничениях на операции с российским государственным долгом. Не произошло также роста активности нерезидентов на рынке валютных форвардов, направленной на хеджирование рисков ослабления рубля. Долгосрочным фактором риска для рынка процентных инструментов является предстоящая замена британским регулятором индикатора LIBOR на новые бэнчмарки.

### *Денежный рынок*

- Объемы открытых позиций на российском денежном рынке в III квартале 2017 г. имели тенденцию к росту. В условиях снижения инфляции и процентных ставок, а также сохранения профицита ликвидности в российском банковском секторе наблюдалось повышение объемов операций на срок более 1 недели во всех трех сегментах денежного рынка. Повышение дюрации инструментов размещения ликвидности сопровождалось предложением Банком России в отчетном периоде купонных облигаций Банка России (КОБР) со сроком обращения 3 месяца. Более 40% размещенных средств пришлось на банки, находящиеся за пределами топ-50 по размеру активов.

- Отличительной особенностью III квартала стал рост заимствований у банков с отрицательной ликвидной позицией<sup>1</sup>. В отличие от первых двух кварталов 2017 г., когда отрицательная ликвидная позиция имела тенденцию к снижению, в III квартале 2017 г. произошел существенный рост заимствований, в первую очередь у ПАО Банк «ФК Открытие» и ПАО «Бинбанк», по отношению к которым в дальнейшем Банк России был вынужден принять меры по финансовому оздоровлению. Ситуация на денежном рынке при этом оставалась стабильной и характеризовалась снижением волатильности процентных ставок.

- Фактором повышения размера отрицательной ликвидной позиции отдельных участников в III квартале 2017 г. стал также существенный рост рынка репо с ЦК<sup>2</sup>. Основной рост рынка происходил в сегменте репо в рублях, который в отчетном периоде достигал максимального значения с момента запуска операций репо с ЦК в феврале 2013 года. За первые три квартала 2017 г. рост этого сегмента составил около 40%, что значительно превышает динамику остальных сегментов рынка с ЦК. При этом рынок репо с ЦК характеризуется повышенной концентрацией заемщиков и активов в обеспечении. Несмотря на то, что указанные риски концентрации во многом нивелируются качеством используемого обеспечения, Банк России рассматривает возможность ужесто-

<sup>1</sup> Положительная ликвидная позиция возникает в случае, если объемы размещений средств на денежном рынке и в инструменты Банка России (Федерального казначейства) превышают объемы заимствований. В противном случае позиция признается отрицательной.

<sup>2</sup> Банк России в соответствии со статьей 27<sup>1</sup> Федерального закона от 7.02.2011 «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» № 7-ФЗ принял решение присвоить статус центрального контрагента Небанковской кредитной организации – центральному контрагенту «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) с 28 ноября 2017 г. – даты выдачи лицензии на осуществление банковских операций и переоформления лицензии на осуществление клиринговой деятельности.



чения норматива максимального размера риска концентрации Н5цк для НКО-ЦК по концентрации активов в обеспечении<sup>3</sup>.

- Стремительный рост продемонстрировал также сегмент репо с клиринговыми сертификатами участия (КСУ) в условиях допуска к нему нефинансовых компаний. В июле 2017 г. они получили доступ к прямому размещению средств на денежном рынке, по итогам квартала став одной из основных групп кредиторов на рынке репо с КСУ.

- Ситуация с валютной ликвидностью в течение июля-августа 2017 г. оставалась в целом благоприятной. В сентябре 2017 г. на фоне постепенного возврата Банку России ранее привлеченных средств по операциям репо в иностранной валюте возросла активность участников на рынке междилерского репо в иностранной валюте. Одновременно с этим изменился состав участников, являющихся продавцами иностранной валюты на рынке «валютный своп». Наиболее крупные банки, обслуживающие экспортеров (традиционные поставщики валютной ликвидности), несколько сократили свои позиции с учетом снижения объема их ликвидных активов и обязательств в иностранной валюте, в результате чего в отдельные дни сентября базис (спред между ROISFix и NFEA Swap Rate) приближался к уровню около 140 базисных пунктов. На фоне повышения стоимости иностранной валюты в отдельные дни был задействован механизм «валютный своп» с Банком России, который играет роль автоматического стабилизатора рынка. Уже в начале IV квартала чистое предложение традиционных поставщиков валютной ликвидности вернулось на свой естественный уровень и ситуация на рынке вновь стала сбалансированной.

### *Рынок ценных бумаг*

- В III квартале 2017 г. наблюдался чистый приток иностранного капитала на внутренний рынок суверенных заимствований. Во многом рост вложений нерезидентов происходил в русле общемировой тенденции усиления притоков капитала на формирующиеся рынки. При этом реакция участников рынка на принятие в США закона об антироссийских санкциях была слабой. Повышению привлекательности российских активов способствовало улучшение ситуации в экономике и снижение кредитных рисков российских заемщиков. Международное рейтинговое агентство Fitch 22 сентября 2017 г. улучшило прогноз по долгосрочным рейтингам дефолта эмитента России в иностранной и национальной валютах со стабильного до позитивного.

- Доля вложений нерезидентов в ОФЗ выросла с 30,4% на 1 июля 2017 г. до 33,2% на 1 октября 2017 года. При этом рост вложений нерезидентов на рынке ОФЗ был распределен неравномерно по срокам инструментов. Доля иностранных вложений в ОФЗ с дюрацией 5 лет возросла на 7,1 п.п., с дюрацией 8 лет – на 6,8 п.п., с дюрацией 10 лет – на 18,2 процентного пункта. Значительное увеличение вложений в бумаги с наибольшей дюрацией связано как с существенным увеличением предложения данных выпусков на аукционах ОФЗ, так и с устойчивой тенденцией снижения инфляции и инфляционных ожиданий. Несмотря на смещение спроса нерезидентов в сторону бумаг с высокой дюрацией, в III квартале 2017 г. наблюдался разворот кривой доходности. В результате к концу отчетного периода она стала иметь традиционный (положительный) наклон.

### *Рынок внебиржевых деривативов*

- Анализ активности нерезидентов на рынке валютных форвардов позволяет заключить, что в III квартале 2017 г. не наблюдалось существенного повышения спроса нерезидентов на операции хеджирования рисков ослабления рубля. Это может говорить о том, что риски ослабления рубля в условиях нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, а также риски активации санкций в отношении российского государственного долга расцениваются участниками рынка как незначительные.

<sup>3</sup> В соответствии с Инструкцией Банка России № 175-И от 14.11.2016 «О банковских операциях небанковских кредитных организаций – центральных контрагентов, об обязательных нормативах небанковских кредитных организаций – центральных контрагентов и особенностях осуществления Банком России надзора за их соблюдением».

- Значимой тенденцией III квартала 2017 г. стал рост объема позиций на рынке валютно-процентных свопов. Повышение в объемах свопов продемонстрировали сделки с участием разных категорий участников, в том числе нефинансовых компаний и нерезидентов по паре доллар США/рубли. Вместе с тем рост позиций по трансграничным валютно-процентным свопам не являлся существенным относительно масштаба бизнеса российских участников.

- Был проведен анализ устойчивости рынка к риску ослабления рубля. В случае стресса резиденты сталкиваются с отрицательной переоценкой позиций, при этом наибольшие потери сосредоточены в секторе нефинансовых организаций. Основная часть указанных потерь приходится на крупнейшие российские компании, которые имеют достаточную валютную выручку для хеджирования возможных рисков. Тем не менее нефинансовым организациям следует обратить внимание на необходимость контроля за уровнем валютного риска.

- Одним из долгосрочных рисков, который может затронуть участников глобального рынка процентных инструментов, является планируемый отказ британского регулятора от расчета индикаторов LIBOR и их замена на новые бенчмарки. По информации FCA (Financial Conduct Authority), к концу 2021 г. официальная публикация значений ставки LIBOR будет прекращена, а ставка SONIA станет ключевым рыночным индикатором. Продолжение публикации данных по значениям LIBOR банками-участниками будет возможным лишь на добровольной основе.

- На российском рынке деривативов заключен существенный объем сделок, в качестве базисной ставки которых используется LIBOR. В частности, на рынке кросс-валютных свопов к LIBOR привязано 82,2% объема сделок с плавающей ставкой, а на рынке процентных свопов – 73,7%. При этом среди сделок с плавающей ставкой с датой расчета после 2021 г. (занимают около 20% текущего объема рынка инструментов с плавающей ставкой) более 97% объема заключено с использованием ставки LIBOR в качестве базисной. Несмотря на то, что длительный период перехода отчасти позволит снизить риски и издержки, связанные с ожидающимися изменениями, участникам рынка тем не менее следует заблаговременно выработать согласованные подходы по имплементации новых бенчмарков в действующие финансовые контракты до момента отказа от официального расчета используемых в настоящее время индикаторов LIBOR.

# 1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## 1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке

В III квартале 2017 г. наблюдалось повышение активности участников на отдельных сегментах денежного рынка на фоне сохранения благоприятной ситуации и низких уровней рисков ликвидности. После некоторого краткосрочного снижения объема позиций в II квартале 2017 г. в отчетном периоде они фактически вернулись на уровень конца I квартала 2017 г., преодолев отметку 12 трлн руб. (рис. 1). Указанный рост объема позиций формировался преимущественно повышением объемов среднесрочных и долгосрочных операций (более 1 недели) во всех трех сегментах денежного рынка – операции МБК, своп и репо. Объем позиций по операциям на срок до 1 недели на выделенных сегментах денежного рынка за отчетный период существенно не изменился.

Наибольший рост наблюдался в сегментах среднесрочных и долгосрочных операций МБК, доля которых в общем объеме денежного рынка возросла с 22 до 28%. Доля открытых пози-

ций на рынке репо выросла с 25 до 29%, на рынке своп – с 15 до 16% (рис. 2). Рост объема среднесрочных и долгосрочных позиций на денежном рынке происходил в условиях благоприятных инфляционных тенденций, снижения процентных ставок и сохранения профицита ликвидности в российском банковском секторе.

Сохранение профицита ликвидности в банковском секторе нашло отражение в повышении объема размещения средств на депозитах кредитных организаций в Банке России. За III квартал 2017 г. остатки средств на депозитах Банка России выросли на 61,6%, превысив на конец отчетного периода 1 трлн руб. (рис. 3).

С учетом формирования тенденции повышения устойчивой части остатков кредитных организаций на депозитах Банка России в отчетном периоде был проведен аукцион по размещению купонных облигаций Банка России. Общий объем спроса кредитных организаций на КОБР составил 173,6 млрд руб. (предложение – 150 млрд руб.). При этом состав покупателей КОБР был представлен разными группами банков, в том числе банками за пределами 50 крупнейших по объему активов (их доля в размещении

Рисунок 1

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

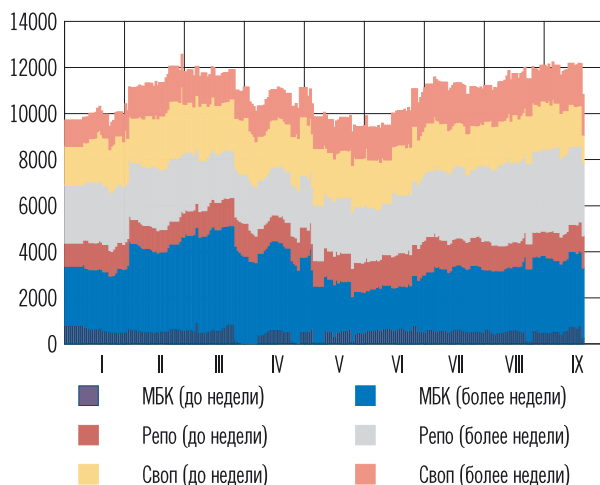


Рисунок 2

Распределение открытых позиций по инструментам в III квартале 2017 г. (%)

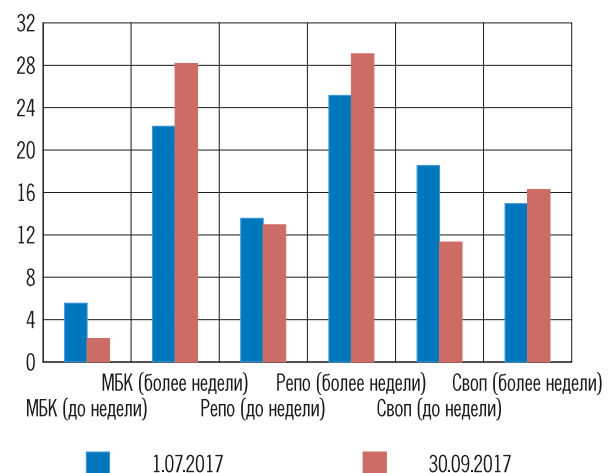




Таблица 1

**Распределение объема размещения купонных облигаций Банка России по группам покупателей (млрд руб.)**

Группа покупателей	Объем размещения
СЗКО с участием государства в капитале	24,9
СЗКО с частным капиталом	22,5
СЗКО с участием нерезидентов в капитале	10
Прочие топ-50	31,3
За пределами топ-50	61,3

Рисунок 3

**Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам абсорбирования ликвидности (млрд руб.)**

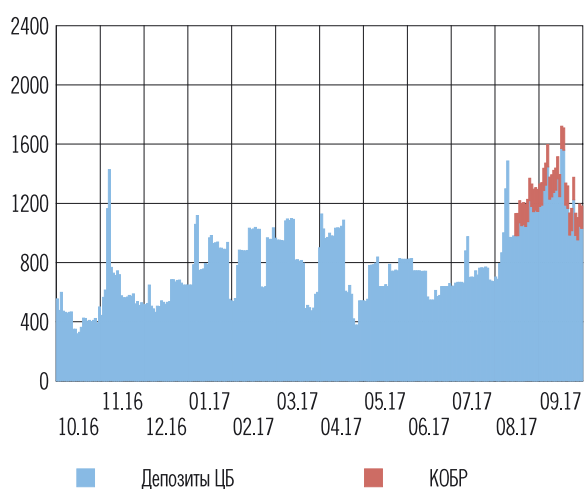
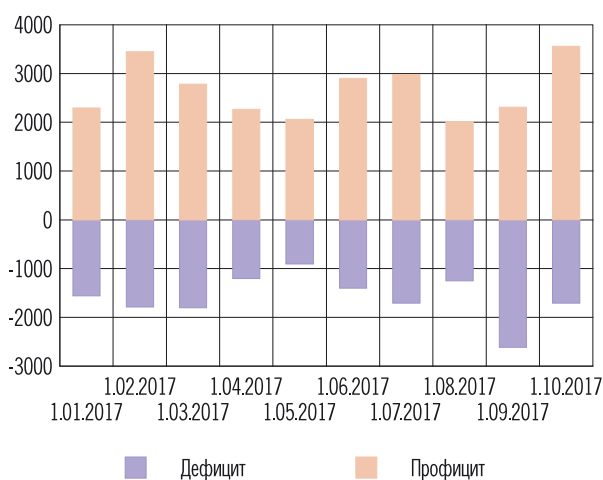


Рисунок 4

**Распределение ликвидности по банкам (млрд руб.)**



превысила 40%), что подтверждает сохранение низкого уровня рисков ликвидности.

В отчетном периоде кредитные организации размещали свободную ликвидность не только в инструменты Банка России, но и на денежном рынке. Общий объем размещений рублевой ликвидности на рынках МБК, репо и своп на все сроки за отчетный период вырос на 600 млрд руб., в результате чего уровень размещений к концу III квартала 2017 г. превысил 3 трлн руб. (рис. 4).

Основной объем размещений средств в инструменты денежного рынка и Банка России был обеспечен операциями банков с положительной ликвидной позицией<sup>1</sup>. При этом повышение объема размещений указанной категории банков сопровождалось также ростом

привлечения средств по операциям с Федеральным казначейством (ФК). В то же время это не является признаком усиления рисков ликвидности отдельных банков, поскольку связано преимущественно с разными сроками данных финансовых инструментов (рис. 5).

Отличительной особенностью отчетного периода стало существенное повышение абсолютного размера позиции у банков с отрицательной ликвидной позицией. В отличие от первых двух кварталов 2017 г., когда отрицательная ликвидная позиция имела тенденцию к снижению, в III квартале 2017 г. произошел существенный рост заимствований у банков с отрицательной ликвидной позицией (рис. 6). Указанный рост был обеспечен как повышением объема привлечения средств у Банка России, так и наращиванием заимствований на рынке репо с ЦК (подраздел 1.2.)

Наблюдался рост привлечения средств у Банка России посредством операций репо по фиксированной ставке. Спрос на указан-

<sup>1</sup> Положительная ликвидная позиция возникает в случае, если объемы размещений средств на денежном рынке и в инструменты Банка России (Федерального казначейства) превышают объемы заимствований. В противном случае позиция признается отрицательной.

Рисунок 5

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

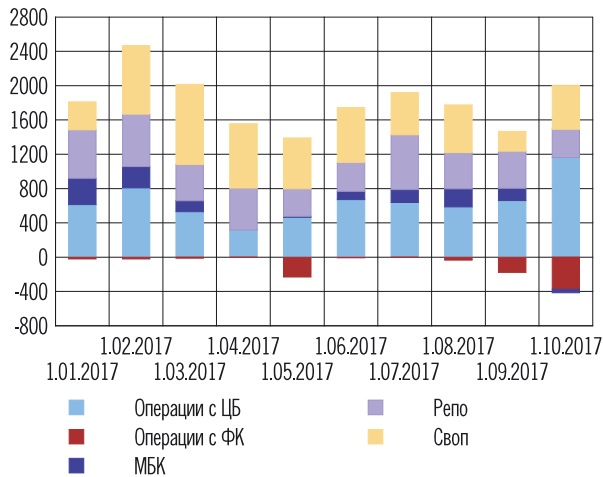


Рисунок 6

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

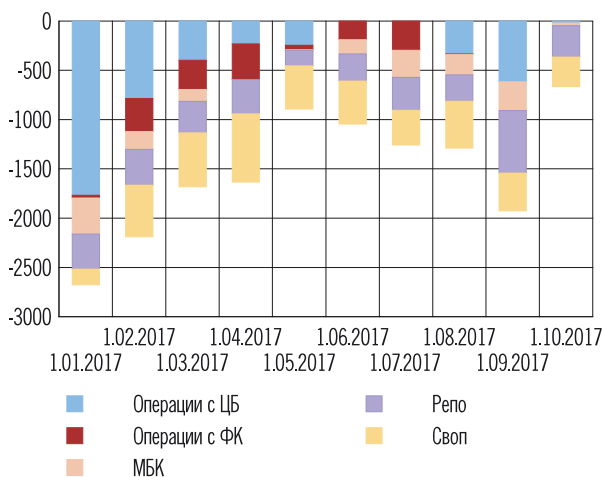


Рисунок 7

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

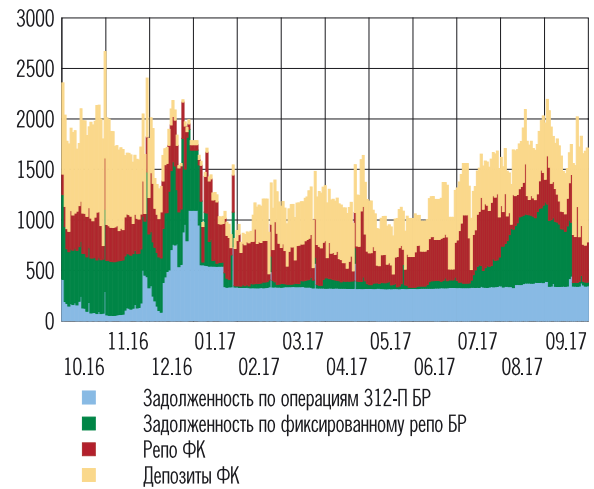
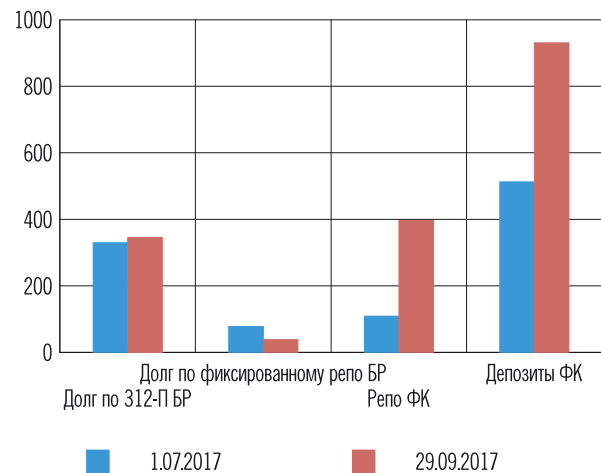


Рисунок 8

### Распределение открытых позиций по инструментам в III квартале 2017 г. (млрд руб.)



ный инструмент в течение квартала в основном предъявляли ПАО Банк «ФК Открытие» и ПАО «Бинбанк»<sup>2</sup>. Объем операций репо по фиксированной ставке возрос с 103,1 млрд руб. на 30.06.2017 до 653,2 млрд руб. на 1.09.2017, в дальнейшем он снизился до 43,8 млрд руб. на конец отчетного периода. Задолженность указанных банков по репо снизилась, поскольку они получили финансовую поддержку от Банка России в рамках санации. Объем заимствований по другим инструментам Банка России изменился незначительно (рис. 7).

В отличие от объемов заимствований у Банка России, которые по итогам III квартала 2017 г. изменились незначительно, отмечается рост привлечения банками средств на депозиты Федерального казначейства. За отчетный период объем размещения средств ФК на депозитах банков увеличился на 81,6%, достигнув на конец квартала 930,78 млрд рублей. Одновременно с этим возросли также объемы заимствований у ФК по операциям репо – почти в 4 раза, до 400 млрд руб. (рис. 8). Вместе с тем отмеченная динамика не свидетельствует о повышении зависимости банковского сектора от бюджетных средств, поскольку объемы заимствований у ФК в целом соответствуют средним уровням

<sup>2</sup> Подробный анализ причин и последствий финансового оздоровления указанных банков приводится в Обзоре финансовой стабильности Банка России за II–III кварталы 2017 года.

Рисунок 9

### Ключевая ставка, ставка RUONIA и объем сделок по банкам, участвующим в расчете RUONIA

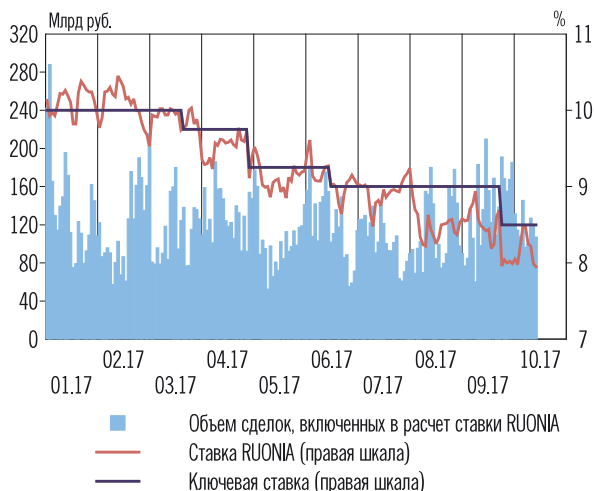
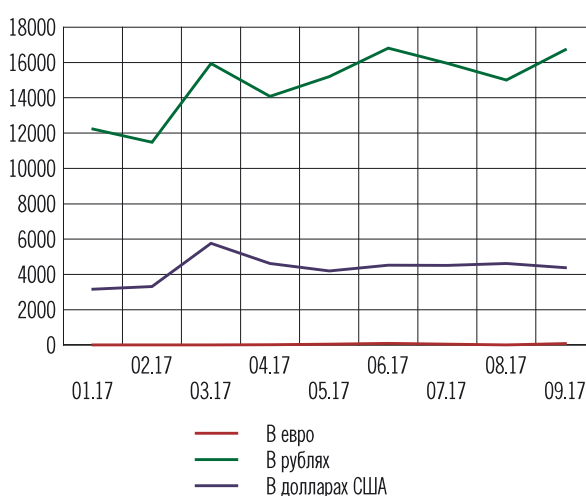


Рисунок 10

### Оборот за месяц по заключенным сделкам репо с ЦК в I–III кварталах 2017 г. (млрд руб.)



предыдущих периодов (в IV квартале 2016 г. они находились даже на более высоком уровне).

В целом, несмотря на существенный рост объема привлечений банками средств Банка России и ФК, ситуация на денежном рынке в III квартале 2017 г. оставалась стабильной и характеризовалась низкими рисками ликвидности (рис. 9).

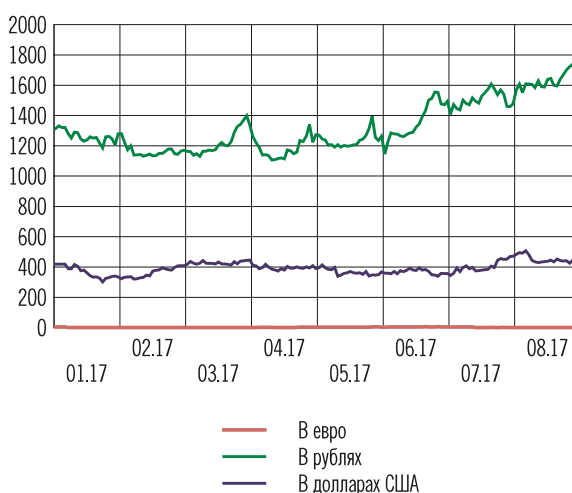
## 1.2. Рост рынка репо с ЦК

В III квартале 2017 г. банки наращивали заимствования не только у Банка России и ФК, но также на денежном рынке, преимущественно на рынке репо с ЦК. Основной рост рынка происходил в сегменте репо в рублях, который в отчетном периоде достигал максимального значения с момента запуска операций репо с ЦК в феврале 2013 г. (рис. 10, 11). За первые три квартала 2017 г. рост этого сегмента составил около 40%, что значительно превышает динамику остальных сегментов рынка с ЦК.

Рост указанного сегмента рынка репо в отчетном периоде происходил преимущественно за счет операций ограниченного круга участников. Так, на первых двух крупнейших заемщиков на рынке репо с ЦК по состоянию на конец III квартала 2017 г. приходилась почти половина (46,4%) общего объема рынка. Одновременно с этим на рынке репо с ЦК наблюдается относительно высокая концентрация активов в обе-

Рисунок 11

### Динамика открытых позиций рынка репо с ЦК в I–III кварталах 2017 г. (млрд руб.)



спечении. Риски концентрации активов в обеспечении во многом нивелируются качеством используемого обеспечения, которое состоит в основном из облигаций крупнейших российских эмитентов. Однако в целях ограничения отмеченных рисков концентрации Банк России рассматривает возможность ужесточения норматива максимального размера риска концентрации Н5цк для НКО-ЦК по концентрации активов в обеспечении<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> В соответствии с Инструкцией Банка России № 175-И от 14.11.2016 «О банковских операциях небанковских кредитных организаций – центральных контрагентов, об обязательных нормативах небанковских кредитных организаций – центральных контрагентов и особенностях осуществления Банком России надзора за их соблюдением».

Рисунок 12  
Оборот по заключенным сделкам репо с КСУ  
в III квартале 2017 г. (млрд руб.)

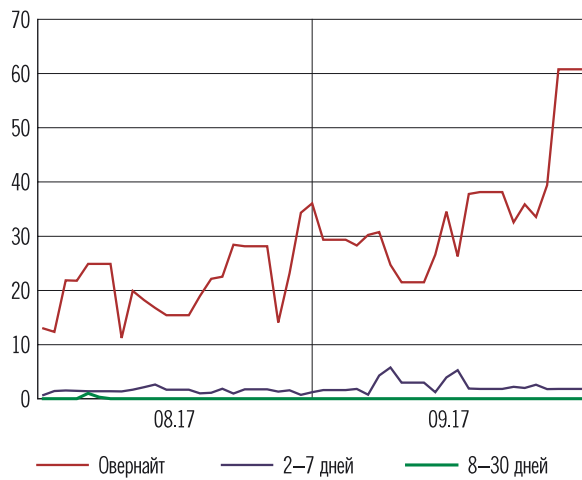


Рисунок 14  
Доли первых пяти заемщиков — участников клиринга  
на еженедельных торгах (%)

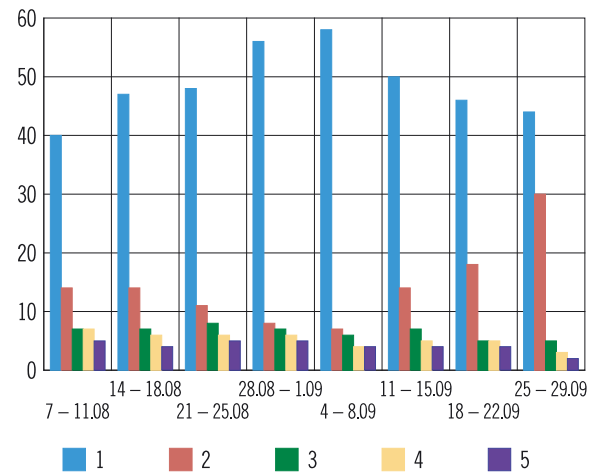


Рисунок 13  
Динамика открытых позиций рынка репо с КСУ в III  
квартале 2017 г. (млрд руб.)

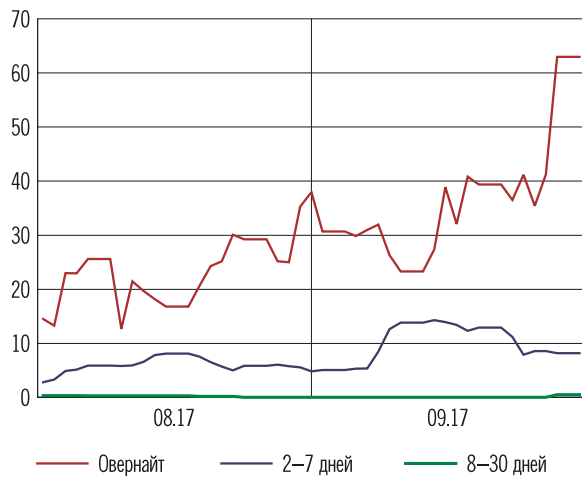
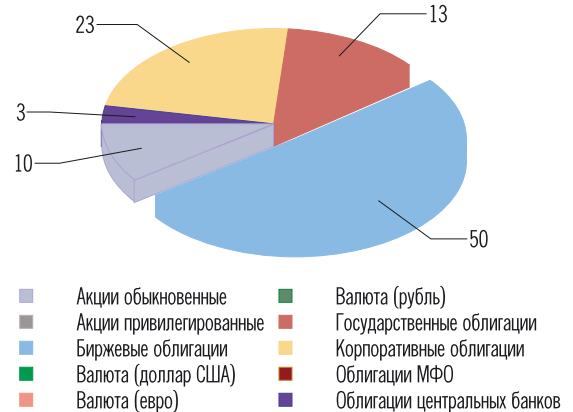


Рисунок 15  
Структура обеспечения по типам активов  
на конец III квартала (%)



Отличительной особенностью отчетного периода также стал существенный рост активности участников на рынке репо с КСУ. Если средневзвешенный объем сделок на рынке репо с КСУ в июле-августе 2017 г. составлял около 10–30 млрд руб., то к концу сентября 2017 г. объем дневных торгов превысил 60 млрд рублей. За III квартал средневзвешенной оборот составил 27,9 млрд руб. по репо срочностью овернайт и 1,9 млрд руб. по репо срочностью 2–7 дней. Операции репо срочностью 8–30 дней на рынке репо с КСУ не пользовались спросом (рис. 12).

Суммарная рыночная открытая позиция по репо с КСУ на конец III квартала достигла отметки 71,6 млрд рублей. Указанный рост объе-

ма торгов и открытых позиций в том числе обусловлен допуском с июля 2017 г. нефинансовых организаций на денежный рынок к операциям по размещению свободных денежных средств. Если в июле 2017 г. доля нефинансовых компаний в совокупном объеме торгов на денежном рынке составляла 12%, то в августе-сентябре 2017 г. возросла до 37%. Таким образом, в III квартале 2017 г. нефинансовые компании стали одной из основных групп кредиторов на рынке репо с КСУ.

Сегмент репо с КСУ, как и весь рынок репо с ЦК, характеризуется повышенной концентрацией заемщиков. На крупнейшего заемщика на рынке репо с КСУ к началу сентября 2017 г.

приходилось более половины рынка, в следующий период отчетного квартала его доля снизилась до 45% (рис. 14). Одновременно с этим с начала сентября происходило увеличение доли второго крупнейшего заемщика до уровня около 30% на конец III квартала 2017 года.

Тем не менее потенциальные риски по операциям репо с КСУ ограничены наличием обеспечения и консервативной политикой НКЦ по маржированию. В качестве обеспечения на рынке репо с КСУ по состоянию на конец III квартала 2017 г. использовались в основном корпоративные облигации (78%), из которых более половины составляли биржевые облигации (рис. 15). Кроме того, востребованным типом обеспечения в КСУ являлись государственные облигации (13%) и акции (6%). В целом обеспечение на рынке репо с КСУ характеризовалось относительно устойчивой структурой и высоким кредитным качеством, соответствующим требованиям Указания Банка России от 3.12.2012 № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента», что во многом ограничивает потенциальные риски повышенной концентрации позиций крупных участников.

Стоит отметить, что Банк России в соответствии со статьей 27<sup>1</sup> Федерального закона от 7.02.2011 № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте» принял решение присвоить статус центрального контрагента Небанковской кредитной организации – центральному контрагенту «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) с 28 ноября 2017 г. – даты выдачи лицензии на осуществление банковских операций и переоформления лицензии на осуществление клиринговой деятельности.

Присвоение НКО НКЦ статуса центрального контрагента является частью проводимой Банком России реформы регулирования деятельности центрального контрагента. В рамках реформы внесены поправки в Федеральный закон от 7 февраля 2011 года № 7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте», направленные на совершенствование регулирования деятельности центрального контрагента с учетом международных стандартов их деятельности, а также профиля рисков, присущего центральному контрагенту.

Введение специального регуляторного режима для института центрального контрагента, как небанковской кредитной организации, сохраняет текущий режим надзора за такими организациями, в том числе его интенсивность.

После смены банком НКЦ статуса банка на небанковскую кредитную организацию и присвоения статуса центрального контрагента качество его управления по-прежнему оценивается удовлетворительным в соответствии с Указанием Банка России от 03.12.2012 № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента». Удовлетворительное качество управления позволяет сохранить применение участниками клиринга (клиентами) НКО НКЦ пониженных коэффициентов риска при расчете обязательных банковских нормативов.

### 1.3. Риски дефицита валютной ликвидности

В III квартале 2017 г. средний объем позиций на российском валютном денежном рынке, включая операции с Банком России, составил 31 млрд долл. США, тогда как в предыдущем квартале он находился на уровне 29 млрд долл. США. Снижение задолженности по операциям репо в иностранной валюте перед Банком России способствовало формированию тенденции к росту объема валютного денежного рынка (без учета операций с Банком России) в течение отчетного периода.

В условиях снижения задолженности кредитных организаций по инструментам рефинансирования Банка России в иностранной валюте, а также учитывая сложившуюся конъюнктуру валютного рынка, Банк России с 11 сентября принял решение прекратить проведение аукционов репо в иностранной валюте на сроки 7 и 28 дней. На фоне постепенного возврата Банку России ранее привлеченных средств по операциям репо в иностранной валюте в течение III квартала 2017 г. наблюдалась активизация операций участников на рынке междилерского репо в иностранной валюте. Так, прирост совокупных позиций на данном сегменте рынка за III квартал составил 35,2%, совокуп-

Рисунок 16

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

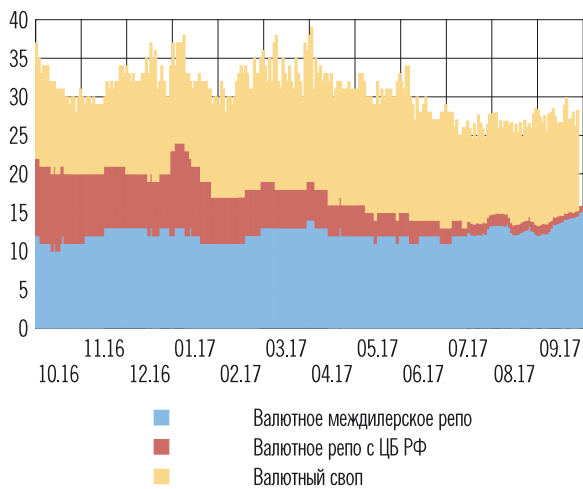


Рисунок 18

## Динамика ставок на рынке «валютный своп» и процентный коридор Банка России



Рисунок 17

## Распределение открытых позиций на свопах в сентябре 2017 г. (млрд долл. США)

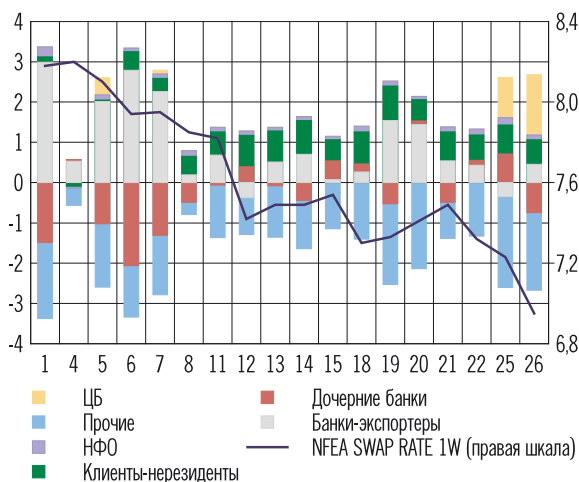
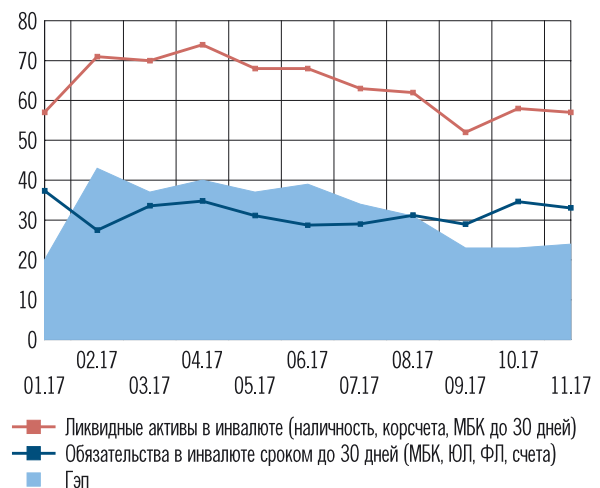


Рисунок 19

## Гэп между краткосрочными активами и пассивами банков в иностранной валюте (млрд долл. США)



ная задолженность участников валютного репо на конец отчетного периода достигла 15,1 млрд долл. США (рис. 16).

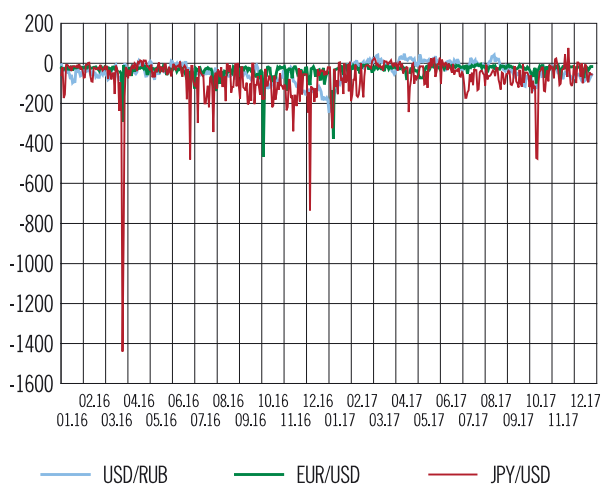
В течение первых двух месяцев III квартала 2017 г. ситуация с валютной ликвидностью в целом оставалась благоприятной. В сентябре 2017 г. наблюдалось изменение состава участников, выступающих продавцами иностранной валюты на рынке «валютной своп». Наиболее крупные банки, обслуживающие экспортеров (традиционные поставщики валютной ликвидности), сократили свои позиции. Их средненедельная совокупная чистая позиция на биржевом рынке «валютный своп» снизилась с 4,92 млрд долл. США в II квартале 2017 г. до 3,85 млрд долл. США в III квартале 2017 г.

(рис. 17). В сентябре 2017 г. сокращение их позиций стало более существенным, в результате чего вмененная рублевая ставка по операциям «валютный своп» (NFEA Swap Rate) в отдельные дни опускалась ниже ставки по депозитным операциям постоянного действия Банка России.

Постепенный рост базиса (спред между ROISFix и NFEA Swap Rate) на внутреннем валютном рынке начал наблюдаться с августа 2017 г. на фоне снижения ликвидных активов российских банков в иностранной валюте (рис. 19). В отдельные дни конца отчетного периода базис приближался к уровню около 140 базисных пунктов. Дополнительным фактором краткосрочного усиления дефицита ликвидности



Рисунок 20  
Динамика кросс-валютных спредов на внешнем  
и внутреннем рынках (б.п.)



в отдельные дни сентября 2017 г. стала операция по обмену государственных еврооблигаций с погашением в 2030 г. на два других выпуска государственных еврооблигаций (см. подробнее раздел 2). Рост кросс-валютных спредов в конце кварталов характерен также для развитых рынков, в конце сентября 2017 г. повышенная волатильность наблюдалась на европейском и японском рынках (рис. 20).

С учетом описанных факторов в конце сентября 2017 г. наблюдался спрос участников рынка на операции «валютный своп» Банка России по предоставлению иностранной валюты. Тем не менее уже в начале IV квартала чистое предложение традиционных поставщиков валютной ликвидности вернулось на свой естественный уровень и ситуация на рынке вновь стала сбалансированной.

## 2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

В III квартале 2017 г. наблюдался приток иностранного капитала во внутренние государственные облигации России (ОФЗ), что происходило на фоне общемировой тенденции притоков капитала на формирующиеся рынки. Суммарный прирост ОФЗ на счетах иностранных депозитариев за III квартал составил 322 млрд руб. (рис. 21). Наиболее сильный прирост ОФЗ на счетах иностранных депозитариев пришелся на период с начала августа по середину сентября, и затем рост продолжился более медленными темпами до 17 октября, когда доля нерезидентов достигла исторического максимума в размере 33,2%. Однако со второй половины октября по начало ноября наблюдалось снижение объема вложений иностранных инвесторов в ОФЗ (доля составила 32,7%). Снижение иностранных инвестиций в российские государственные облигации также происходит на фоне общей тенденции сокращения притоков капитала в ЕМЕ из-за снижения риск-аппетита среди глобальных инвесторов в условиях роста ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками.

Принятие закона США о новых санкциях в III квартале 2017 г. не оказало существенного влияния на рынок, что говорит о том, что участники рынка не ожидают жесткого варианта санкций. До конца января 2018 г. Минфин США должен подготовить доклад по вопросу введения ограничений на вложения в ОФЗ.

На рынке корпоративных облигаций в данный период наблюдалась схожая динамика вложений, а на рынке акций происходили продажи. На фоне восстановления экономики продолжается улучшение кредитного качества российских эмитентов. Позитивным событием стало повышение прогноза по долгосрочному рейтингу России в иностранной и национальной валютах со стабильного до позитивного агентством Fitch.

### Ситуация на рынке государственного долга

С начала августа по середину сентября происходило снижение доходностей ОФЗ с дюрацией 5 лет, в целом оно составило 50 базисных пунктов. Данная динамика доходностей частично объясняется увеличившимся спросом на ОФЗ со стороны иностранных инвесторов, которые нарастили продажи долларов США (рис. 22) и направляли полученные рубли в государственные облигации.

Также в III квартале 2017 г. положительным фактором для спроса со стороны иностранных инвесторов являлся устойчивый курс рубля к доллару США и растущие цены на нефть. С начала августа рубль медленно укреплялся с 60,6 до 57 рублей за доллар и оставался на уровнях 57,5 рубля за доллар до ноября 2017 г., а цена на нефть марки Brent за III квартал выросла с 49,7 до 57,5 долл. США за баррель, или на 15,8%.

Если рассматривать ежемесячную статистику прироста ОФЗ на счетах в иностранных депозитариях, то наибольший прирост в 2017 г. происходил в марте. Однако если сравнивать квартальные значения приростов, то в III квартале прирост является наибольшим (281 млрд в I квартале против 322 млрд в III квартале)<sup>4</sup>.

В связи с увеличением активности нерезидентов в III квартале 2017 г. была проанализирована динамика и структура спроса участников на различных сегментах рынка ценных бумаг. Чтобы выделить участников, которые могли оказывать существенное влияние, динамика торгов была поделена на два периода: менее волатильный период – с 3 июня по 1 августа, когда доля нерезидентов оставалась приблизительно на одном уровне, и более во-

<sup>4</sup> Более подробно о предыдущей динамике вложений нерезидентов в ОФЗ написано в Обзоре рисков финансовых рынков за II квартал 2017 года.

Рисунок 21

### Вложения нерезидентов в ОФЗ\* (млрд руб.)



\* Данные НРД

Примечание: желтые линии показывают дату снижения ключевой ставки Банком России.

Рисунок 23

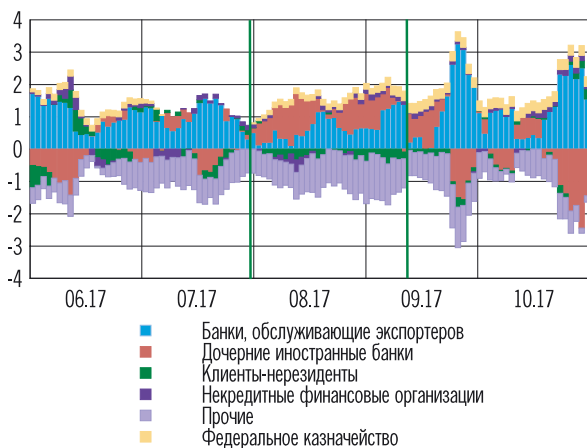
### Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов (млрд руб.)



Примечание: коэффициент прироста рассчитывается как отношение единицы плюс относительный прирост вложений нерезидентов к единице плюс относительный прирост рынка ОФЗ.

Рисунок 22

### Динамика продажи долларов США за рубли (млрд долл. США)



Примечание: зеленые линии показывают период наиболее быстрого роста доли вложений нерезидентов в ОФЗ.

латильный – с 1 августа по 1 октября, когда вложения нерезидентов значительно выросли.

В первом периоде объем биржевых покупок<sup>5</sup> на вторичном рынке ОФЗ составил 66 млрд руб., объем первичных размещений – 264 млрд руб. (рис. 24, 25). Нерезиденты за данный период купили ОФЗ на аукционах на сумму 26,3 млрд руб. и продали ОФЗ на вторичных торгах на 20 млрд рублей. Наибольший объем торгов на вторичном рынке пришелся на ОФЗ с дюрацией 8 лет; бумаги с дюрацией 5 лет составили 61,1%

<sup>5</sup> Здесь и далее приводятся цифры по нетто-покупкам или нетто-продажам.

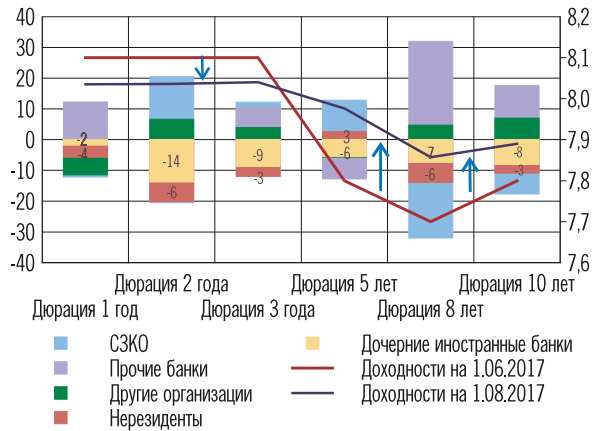
от всех размещений на аукционах. За данный период доходности ОФЗ с дюрацией до 3 лет уменьшились, а доходности остальных ОФЗ выросли. Влияние нерезидентов на доходности ОФЗ в данном периоде не наблюдается.

В период с 1 августа по 1 октября возросли как объемы покупок на вторичных торгах, так и объемы размещений на аукционах Минфина (80 и 334 млрд руб. соответственно). Нерезиденты на аукционах купили ОФЗ на 54,4 млрд руб. и на 39,7 млрд руб. на вторичных торгах (рис. 6, 27). Доходности ОФЗ снизились по всем дюрациям, наиболее заметно на коротком участке для бумаг с дюрацией от 1 года до 3 лет. В условиях существенного увеличения вложений нерезидентов в ОФЗ, в особенности в бумаги с дюрацией 8 лет, снижение доходностей на указанном участке кривой доходностей было меньше относительно других дюраций.

Данный факт связан с высоким предложением новых выпусков ОФЗ на аукционах (в 2017 г. нетто-объем размещений ОФЗ вырос с 449 до 1050 млрд руб.), которое позволило удовлетворить растущий спрос со стороны нерезидентов. Минфин на аукционах нарастил объемы размещения ОФЗ именно с дюрацией 8 лет, увеличив долю данных бумаг с 10,7% в июне-июле до 24,6% в августе-сентябре (или с 28,3 до 82,1 млрд руб.). В среднем дюрация ОФЗ на аукционах во втором периоде выросла с 6,1 до 6,4 лет.

Рисунок 24

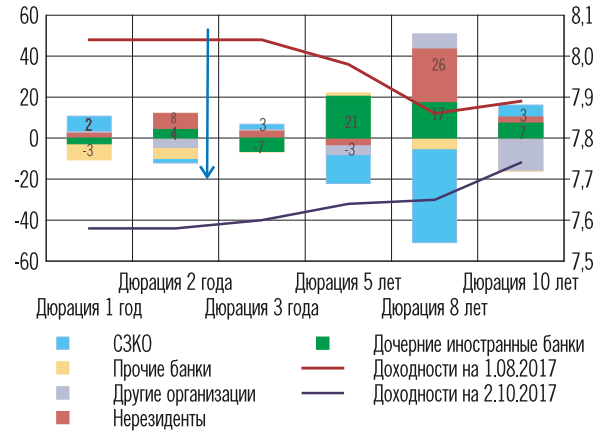
Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности с 3 июня по 1 августа (млрд руб.)



Примечание: кривые доходности указаны по правой шкале в %, подписи на столбцах для нерезидентов и дочерних банков.

Рисунок 26

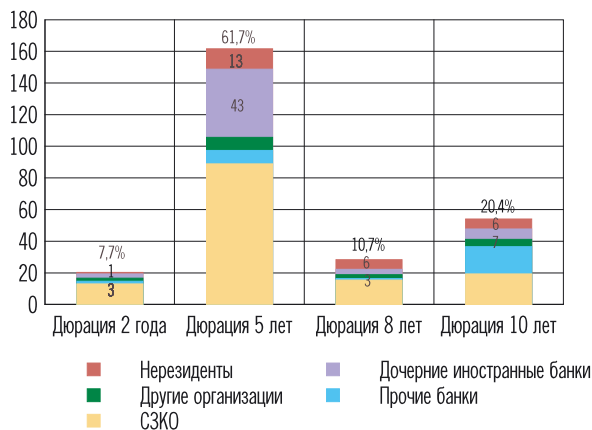
Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности с 1 августа по 1 октября (млрд руб.)



Примечание: кривые доходности указаны по правой шкале в %, подписи на столбцах для нерезидентов и дочерних банков.

Рисунок 25

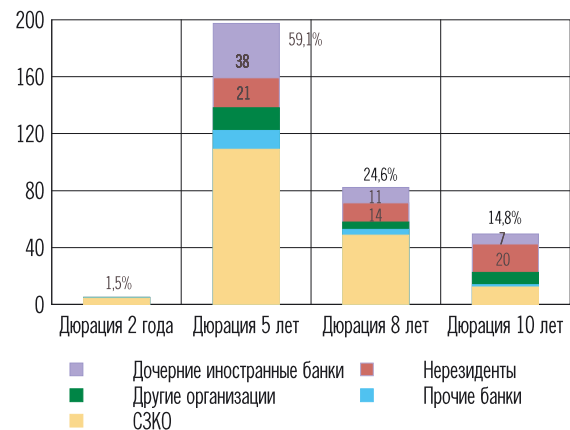
Покупки участников на аукционах ОФЗ с 3 июня по 1 августа (млрд руб.)



Примечание: проценты над столбцами показывают долю ОФЗ с определенной дюрацией в сумме размещений за период.

Рисунок 27

Покупки участников на аукционах ОФЗ с 1 августа по 1 октября (млрд руб.)



Примечание: проценты над столбцами показывают долю ОФЗ с определенной дюрацией в сумме размещений за период.

В результате по итогам III квартала вложения нерезидентов в ОФЗ с дюрацией более 5 лет существенно выросли: для дюрации 5 лет рост составил 7,1 п.п., для дюрации 8 лет – 6,8 п.п., а для дюрации 10 лет – 18,2 процентного пункта.

Помимо регулярных операций Минфина России, в III квартале произошел обмен российских еврооблигаций и некоторых ОФЗ с амортизацией долга (ОФЗ-АД).

Так, 18 августа Минфин обменял пять ОФЗ-АД на общую сумму 58,4 млрд руб., что привело к сокращению государственного внутреннего долга России на 3,54 млрд рублей. Данная операция положительно повлияла на ликвидность

внутреннего долга, поскольку был произведен обмен неликвидных государственных ценных бумаг: за III квартал 2017 г. bid-ask спред для ОФЗ-АД составлял 0,98 п.п., тогда как для ОФЗ-ПД он был равен 0,13 п.п. (рис. 29)<sup>6</sup>.

Кроме того, 20 июня Минфин произвел обмен государственных еврооблигаций с погашением в 2030 г. на два выпуска еврооблигаций: 10-летние еврооблигации на сумму 1,405 млрд долл. США с увеличением совокупного объема выпуска до 2,405 млрд долл. США и 30-летние

<sup>6</sup> Если исключить несколько бумаг ОФЗ-АД у которых bid-ask спред значительно больше других облигаций, то bid-ask спред для ОФЗ-АД будет составлять 0,8%, что все равно будет значительно больше bid-ask спреда ОФЗ-ПД.

Рисунок 28  
Доля вложений нерезидентов в ОФЗ  
в разрезе дюрации выпусков

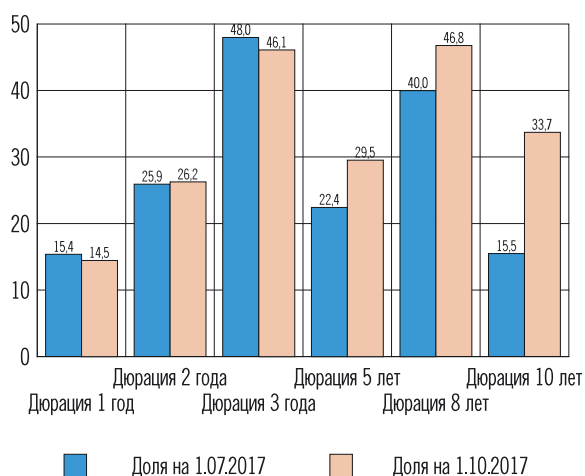
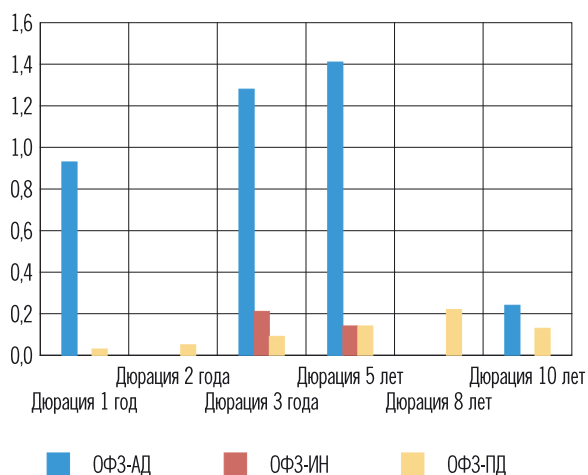


Рисунок 29  
Средний bid-ask спред цен ОФЗ за III квартал  
2017 г. по типам бумаг



еврооблигации на сумму 2,5 млрд долл. США с увеличением совокупного объема выпуска до 4,5 млрд долл. США. По данным НРД, доля иностранных инвесторов в новых бумагах составила 84 и 81% соответственно, что отражает сохранение заинтересованности иностранных инвесторов в российских еврооблигациях. Основной целью обмена являлось уменьшение расходов на обслуживание долга, повышение дюрации иностранного долга и выравнивание бюджетного дефицита в 2017–2019 годах.

## Ситуация на рынке корпоративных облигаций и акций

На вторичных биржевых корпоративных торгах динамика покупок нерезидентов схожа с рынком ОФЗ: в июне и июле нерезиденты продавали корпоративные облигации, в августе и сентябре покупали, а в октябре снова стали продавать (рис. 30). В целом в III квартале нерезиденты увеличили вложения в корпоративные облигации на 14 млрд руб., тогда как в II квартале продали облигаций на 61 млрд рублей.

На биржевом рынке акций ситуация противоположна рынку корпоративных облигаций и рынку ОФЗ (рис. 31). В 2017 г. увеличи-

Рисунок 30  
Торги корпоративными облигациями на вторичном  
биржевом рынке

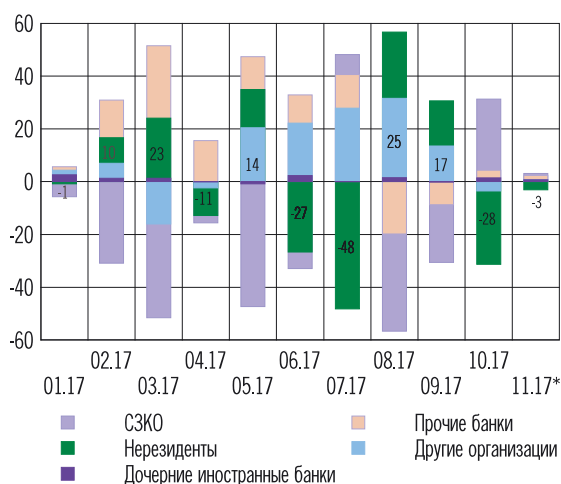
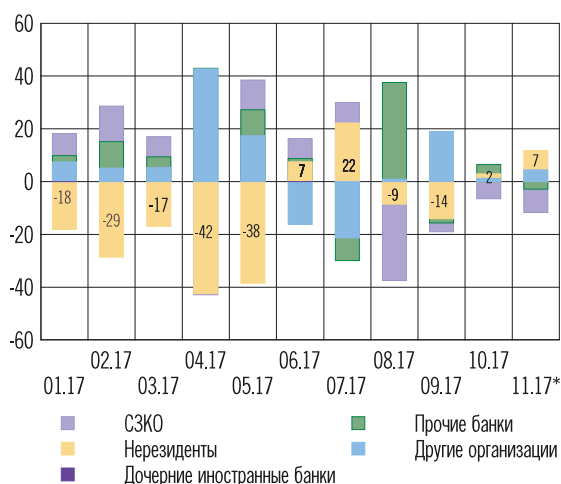


Рисунок 31  
Торги акциями на вторичном  
биржевом рынке



ние вложений иностранных инвесторов в акции сопровождается падением вложений в долговые инструменты и наоборот. Увеличение инвестирования в акции со стороны нерезидентов в июне-июле совпадает с началом коррекции индекса ММВБ с его минимального уровня в 2017 г. – 1818 пунктов.

В целом продолжается тенденция снижения кредитных рисков российских заемщиков. Международное рейтинговое агентство Fitch улучшило прогноз по долгосрочным рейтингам дефолта эмитента России в иностран-

ной и национальной валютах со стабильного до позитивного 22 сентября 2017 года. При этом долгосрочные кредитные рейтинги России сохраняются на уровне «BBB-», а краткосрочные – на уровне «F3». Данное повышение прогноза произошло вслед за сохранением 15 сентября 2017 г. кредитного рейтинга России агентством S&P на уровне «BB+» и улучшением прогноза по суверенному кредитному рейтингу России агентством Moody's 18 февраля 2017 года.



## 3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ

### 3.1. Хеджирование рисков на рынке валютных форвардов

В условиях ожидания нормализации денежно-кредитной политики ФРС США и усиления чистого оттока капитала из стран с формирующимися рынками, а также с учетом возможного введения ограничений на вложения американских инвесторов в российский суверенный долг потенциально возможной стратегией иностранных участников, имеющих вложения в российские активы, может быть хеджирование рисков ослабления рубля на рынке валютных форвардов. В связи с этим был проведен анализ активности нерезидентов на рынке валютных форвардов на предмет проверки гипотезы об усилении их склонности к хеджированию рисков ослабления рубля.

Для оценки степени активизации нерезидентами операций хеджирования валютного риска использовались данные по заключенным сделкам «валютный форвард» (FX Forward) из торгового репозитория НРД. В периметр анализа были включены как поставочные, так и беспоставочные валютные форварды (NDF), в кото-

рых одной из сторон является нерезидент или дочерний иностранный банк. Фокус анализа концентрировался на сделках, заключенных после 2 августа 2017 г. (даты принятия санкционного закона США), с датами исполнения после 1 января 2018 г. и отдельно в I квартале 2018 года.

В целом рынок валютных форвардов является краткосрочным, большинство сделок заключаются на срок до 1 недели. В обычных обстоятельствах рынок валютных форвардов на срок более 3 месяцев является малоликвидным. Объем сделок, заключенных после 2 августа 2017 г., с датой исполнения после 1 января 2018 г. также не являлся существенным и не имел тенденции к росту (рис. 32).

Объемы исполнения всех ранее открытых сделок валютных форвардов, которые приходятся на I квартал 2018 г., также не являются существенными. Общий объем длинных позиций нерезидентов на рынке валютных форвардов с исполнением в I квартале 2018 г. составляет 390,5 млн долл. США. Форвардные покупки иностранной валюты нерезидентами сконцентрированы преимущественно в последние дни I квартала 2018 года.

Рисунок 32

**Заключенные сделки «валютный форвард» в период с 2 августа по 15 ноября 2017 г. на покупку доллара США нерезидентами (млн долл. США)**

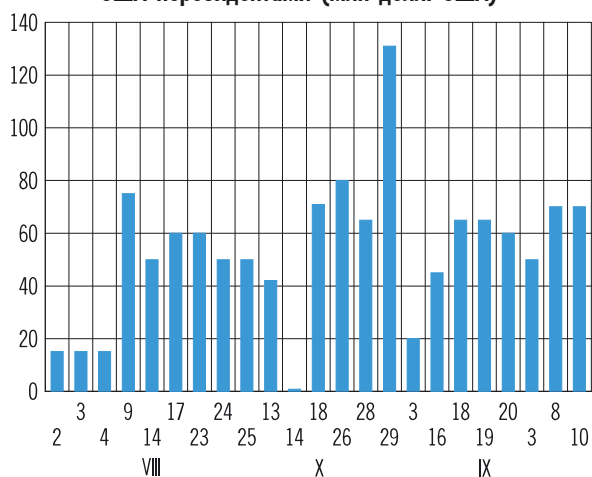
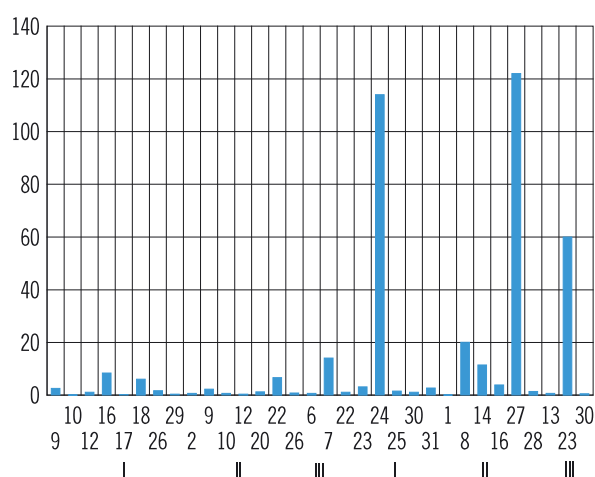


Рисунок 33

**Валютирование ранее заключенных форвардов в I квартале 2018 г. (млн долл. США)**



Проведенный анализ позволяет заключить, что на российском рынке не наблюдается существенного повышения спроса нерезидентов на операции хеджирования рисков ослабления рубля. Риски ослабления рубля в условиях нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, а также риски активации санкций в отношении российского государственного долга расцениваются участниками рынка как несущественные.

### 3.2. Риски рынка валютно-процентных свопов

В III квартале 2017 г. российский рынок производного финансового инструмента «валютно-процентный своп» (cross currency swap, CCS) характеризовался повышением открытых позиций участников. Величина открытых позиций по наиболее распространенной на рынке валютной паре доллар США/рубль составила 2,096 трлн руб., тогда как в первой половине года она колебалась около отметки 1,8 трлн руб., не демонстрируя существенного изменения в динамике<sup>7</sup> (рис. 34).

У второй по популярности валютной пары доллар США/швейцарский франк объем открытых позиций незначительно снизился по сравнению с предыдущим кварталом – до уровня около 500 млрд рублей.

Это было вызвано закрытием 13 июня 2017 г. позиций внутри одной из крупных российских банковских групп<sup>8</sup> на общую сумму 500 млн долл. США. Остальные валютные пары не показали значимых изменений за три первые квартала 2017 года.

На рынке CCS преобладают среднесрочные позиции от одного года до пяти лет – их объем находится на уровне около 2 трлн рублей. Вторыми по распространенности являются долгосрочные инструменты срочностью более пяти лет. Наименее популярными были короткие ин-

<sup>7</sup> Все рисунки данного раздела относятся к операциям «валютно-процентный своп» (CCS).

<sup>8</sup> Под групповой сделкой понимается такая сделка, стороны которой являются членами объединения организаций, где одна из них называется головной и оказывает прямо или через третье лицо существенное влияние на решения других организаций, входящих в данное объединение.

Рисунок 34

Динамика величины открытых позиций с различными валютными парами (млрд руб.)

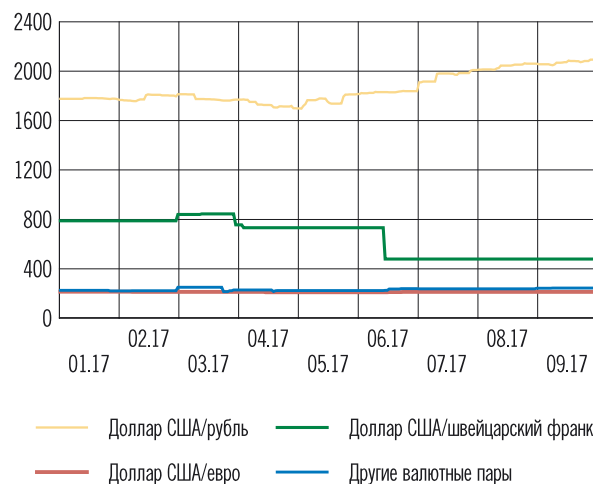
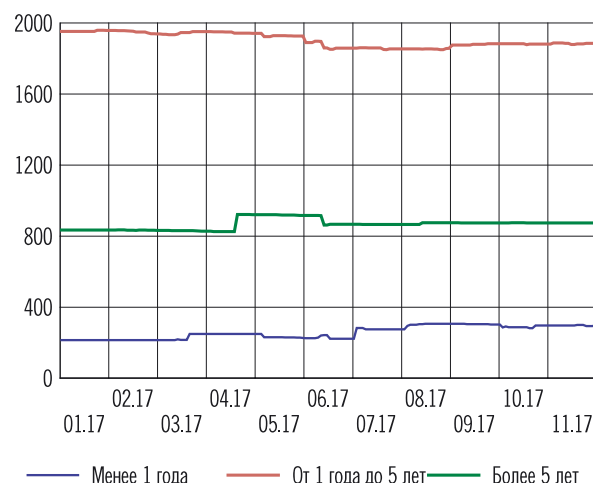


Рисунок 35

Динамика величины открытых позиций различных срочностей по всем валютным парам (млрд руб.)



струменты сроком менее года, величина открытых позиций по которым оставалась на уровне 250 млрд руб. (рис. 35).

Основным базисным активом на рынке валютно-процентных свопов является ставка LIBOR, к которой привязано 82,2% объема сделок с плавающей ставкой, что составляет 48,3% всего валютного денежного рынка. При этом ставка LIBOR используется в 91% сделок с плавающей ставкой с датой расчета после 2021 г. (1,94 трлн руб.) – даты перехода к новому индикатору процентных ставок на лондонском межбанковском рынке (подробнее – см. врезку «Планы зарубежных регуляторов по переходу на новые индикаторы денежного рынка»). Ставка LIBOR также широко используется на зару-

Рисунок 36

## Недельные обороты по операциям с различными валютными парами (млрд руб.)

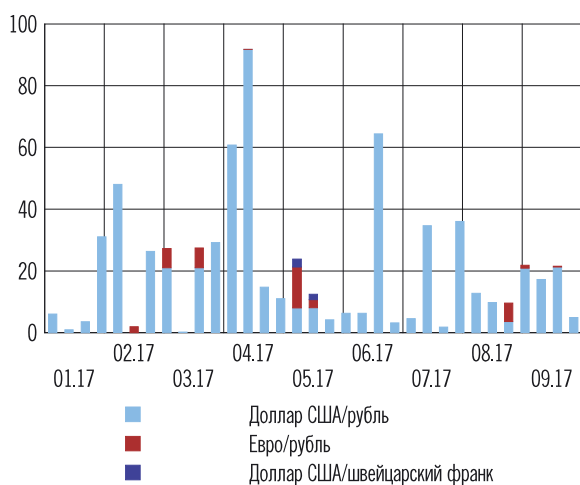


Рисунок 38

## Доля открытых позиций по категории участников в первом полугодии 2017 г. (%)

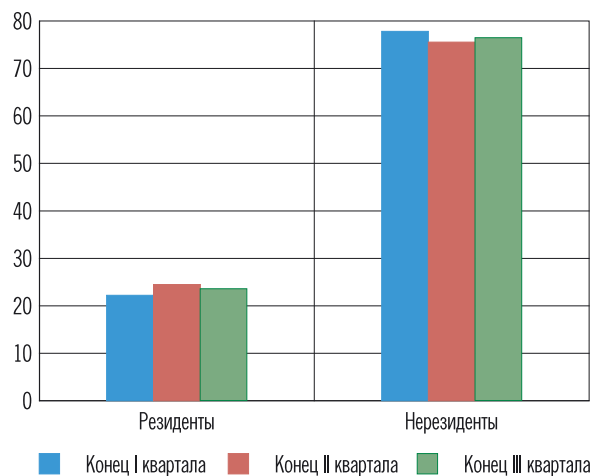


Рисунок 37

## Недельные обороты по операциям с различными срочностями (млрд руб.)

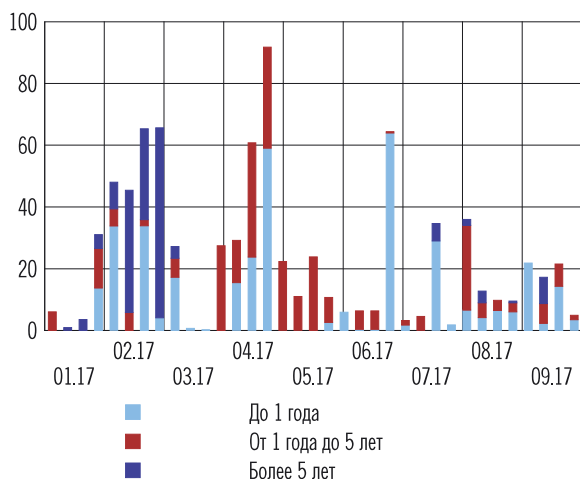
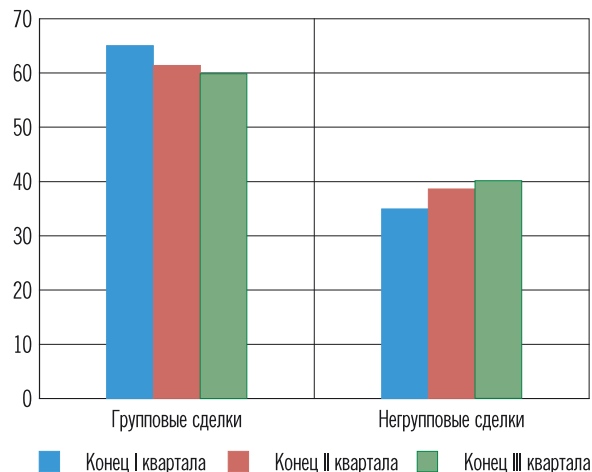


Рисунок 39

## Доля открытых позиций по типу сделок в II квартале 2017 г. (%)



бежных рынках, в том числе европейском, где процентные деривативы занимают наибольшую долю рынка внебиржевых инструментов (приложение 1).

Часть прочих операций участников российского финансового рынка также имеет привязку к ставке LIBOR. На рынке ценных бумаг объем долгосрочных российских облигаций с плавающей ставкой купона составляет 24,3% общего объема рынка долгосрочных<sup>9</sup> российских облигаций. При этом ставка LIBOR является базовой в контрактах на сумму 3,4 млрд долл. США, что составляет 5,2% объема долгосрочных сделок с плавающей ставкой. Эмитентами этих обли-

гаций являются как банки, так и крупнейшие нефинансовые организации.

В связи с этим участникам рынка, использующим LIBOR в качестве ориентира в своих контрактах, необходимо сформировать индивидуальные детальные планы перехода к новому ключевому рыночному индикатору.

С точки зрения недельных оборотов III квартал оказался неактивным: еженедельные обороты составляли в среднем 20 млрд руб., в то время как во всем первом полугодии обороты были почти в два раза выше – на уровне 41 млрд руб. еженедельно.

Наиболее востребованными с точки зрения срочности оказались краткосрочные и средне-

<sup>9</sup> Со сроком погашения после 2021 года.

## Планы зарубежных регуляторов по переходу на новые индикаторы денежного рынка

В настоящее время ключевыми индикаторами финансового рынка являются ставки группы IBOR (Interbank Offer Rate) – межбанковские ставки предложения на денежном рынке: LIBOR (London Interbank Offer Rate), EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate). Расчет показателей производится ежедневно на основе информации, предоставляемой крупнейшими банками-участниками оператору индикативной ставки.

Однако качество выбранных индикаторов в последнее время не вызывает доверия у участников рынка. Согласно опросам FCA, проведенным в 2014 г., основной причиной, по которой ставки LIBOR по-прежнему используются в роли ключевых индикаторов, является отсутствие сопоставимых альтернатив. Наблюдавшиеся случаи недобросовестного поведения банков-респондентов, наряду с падением активности базового рынка привели к снижению надежности бенчмарков, тем самым сформировав угрозу для финансовой стабильности.

В связи с этим 22 июля 2014 г. Совет по финансовой стабильности (СФС) опубликовал рекомендации по совершенствованию индикаторов денежного рынка. Согласно предложенному подходу требуется, во-первых, провести реформу методики расчета ставок IBOR, а во-вторых, разработать и внедрить альтернативные бенчмарки, способные заменить текущие ключевые индикаторы.

С 2014 г. администраторы, ответственные за финансовые индикаторы, приступили к внедрению рекомендаций СФС. Идея создания альтернативы бенчмаркам IBOR появилась во многих странах. В США в качестве конкурирующего показателя был выбран GS REPO (ставки репо по операциям с государственными ценными бумагами США). Начало его добровольного использования ожидается в 2018 году. В странах еврозоны с сентября 2017 г. ведется разработка новой безрисковой ставки овернайт (risk-free overnight rate). Европейские регуляторы планируют завершить разработку бенчмарка до начала 2020 года. Активное продвижение альтернативных бенчмарков наблюдается также в Японии (TONAR) и Швейцарии (SARON).

Одной из первых к реформе приступила Великобритания. В 2013 г. Банком Англии была запущена программа модернизации методики расчета ставки LIBOR. Несмотря на это, падение активности базового рынка не позволяет в достаточной мере повысить устойчивость выбранного индикатора. 12 июня 2014 г. Банк Англии заявил, что для поддержания доверия к английским торговым рынкам необходимо развитие альтернативных бенчмарков, основанных на данных об осуществленных транзакциях.

В августе 2014 г. Банк Англии в рамках обзора Fair and Effective Markets Review отметил бенчмарк SONIA (Sterling Overnight Index Average) как один из семи альтернативных бенчмарков, которые могут быть переведены в разряд официальных (regulated benchmark).

Реформа, нацеленная на повышение качества и надежности выбранного бенчмарка, началась в июле 2015 года. В марте 2017 г. Банк Англии утвердил схему обновленной методики расчета SONIA. Согласно этой схеме, SONIA – индикативная ставка денежного рынка в фунтах стерлингов, отражающая оценку стоимости краткосрочного необеспеченного заимствования с минимальным уровнем риска. Ставка будет рассчитываться как 25%-ное усеченное среднее значение<sup>1</sup> процентных ставок по депозитным операциям, удовлетворяющим установленным критериям. В число подотчетных респондентов были включены банки, строительные общества и инвестиционные компании, являющиеся наиболее активными участниками рынка. В перечень операций, помимо сделок, осуществляемых брокером, добавлены договорные двусторонние сделки. Минимальный размер операции по-прежнему составляет 25 млн фунтов стерлингов. Значения индикатора будут публиковаться в 9:00 рабочего дня, следующего за расчетным. Оператором индикативной ставки SONIA с 25 апреля 2016 г. является Банк Англии.

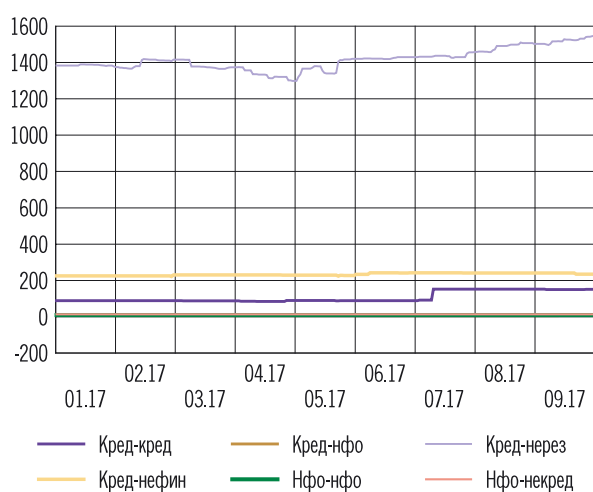
16 октября 2017 г. Банк Англии заявил, что расчет ставки по обновленной методике начнется 23 апреля 2018 года.

<sup>1</sup> Использование усеченного среднего значения, во-первых, позволит исключить влияние выбросов ставок по отдельным сделкам (в отличие от обычного среднего, использовавшегося ранее). Во-вторых, этот показатель, в отличие от медианы, устойчив к незначительным изменениям распределения. В то же время метод усеченного среднего близок к применяемой на данный момент методике расчета бенчмарка SONIA, что особенно заметно при асимметричном распределении ставок, наблюдаемом в конце квартала в последние годы.

В апреле 2017 г. Рабочая группа, созданная Банком Англии для развития альтернативных бенчмарков денежного рынка, рекомендовала использовать рассчитываемый по обновленной методике бенчмарк SONIA в качестве основной альтернативы ставке LIBOR.

27 июля 2017 г. глава Управления финансового надзора Великобритании (FCA) заявил, что к концу 2021 г. официальная публикация значений ставки LIBOR будет прекращена, а ставка SONIA станет ключевым рыночным индикатором. Продолжение публикации данных по значениям LIBOR банками-участниками будет возможным лишь на добровольной основе. По мнению FCA, длительный период перехода позволит снизить риски и издержки, связанные с ожидающимися изменениями.

Рисунок 40  
Динамика открытых позиций по категориям участников  
(млрд руб.)



срочные инструменты, их совокупные обороты за III квартал составили 161,8 и 65,9 млрд руб. соответственно (рис. 36). Спрос на длинные инструменты оказался самым низким и составил 20,5 млрд рублей.

Российский рынок CCS характеризуется значительной долей присутствия нерезидентов, а также групповых сделок, совершаемых с нерезидентами. Доля новых позиций, открытых резидентами, немного уменьшилась и достигла отметки в 25,2% (рис. 38). Распределение открытых позиций по типу сделок (рис. 39) показывает, что доля негрупповых сделок растет уже II квартал подряд: в III квартале она составила 40,0% (в II квартале – 38,6%). Основной причиной такой динамики является закрытие отдельных позиций внутри групп.

Следующими по распространенности после сделок с участием нерезидентов являются сделки между российскими кредитными и нефинансовыми организациями. Объем открытых позиций в данном сегменте практически

Рисунок 41  
Операции с фиксированной процентной ставкой свопа  
типа CCS по составу участников в первых трех кварталах  
2017 г. (млрд руб.)

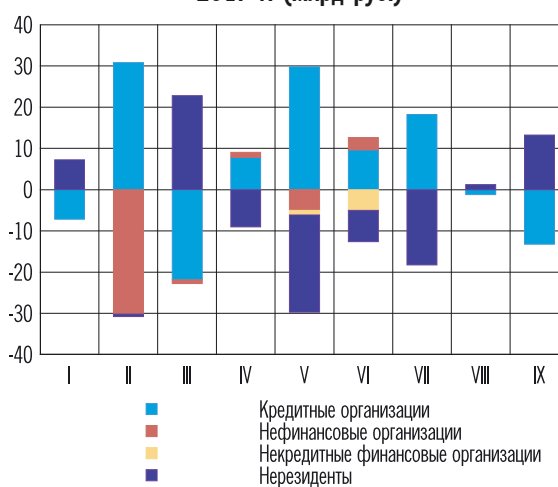
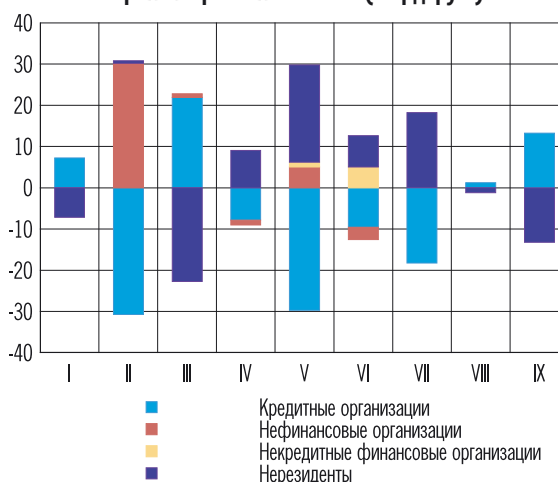


Рисунок 42  
Операции с плавающей процентной ставкой свопа  
типа CCS по составу участников в первых  
трех кварталах 2017 г. (млрд руб.)



не менялся на протяжении отчетного периода. Сделки между кредитными организациями занимают менее 3% от величины всех открытых позиций, а открытые позиции некредитных организаций – менее 0,5% от величины всех от-

Рисунок 43

Операции с различными валютами свопа типа CCS по составу участников в II квартале 2017 г. (млрд руб.)

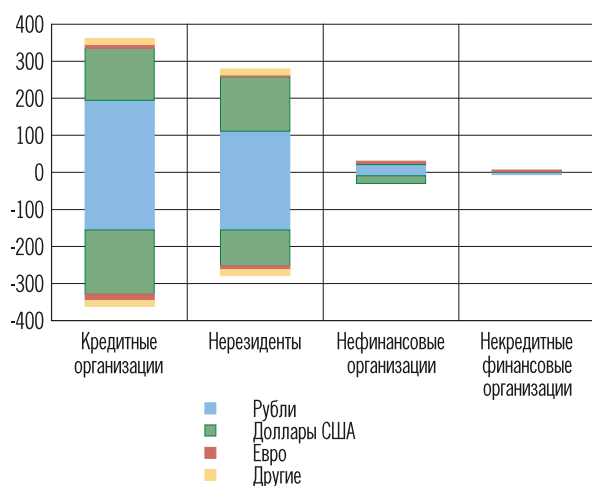
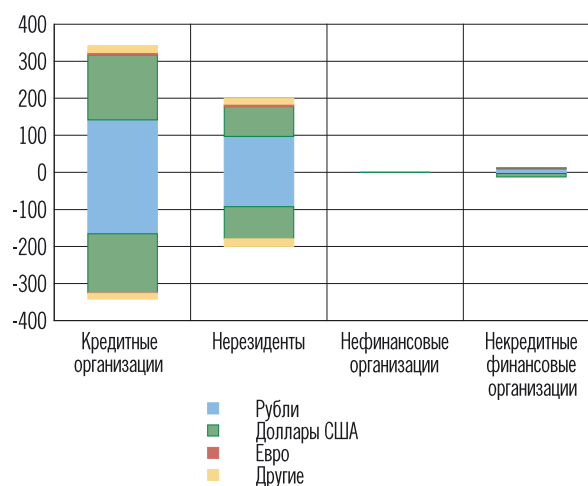


Рисунок 44

Операции с различными валютами свопа типа CCS по составу участников в II квартале 2017 г. (млрд руб.)



крытых позиций в любой из временных промежутков в 2017 г. (рис. 40).

Использование инструмента «валютно-процентный своп» различается у кредитных организаций, некредитных финансовых и нефинансовых организаций, а также нерезидентов. В первой половине года наиболее активно контракты по привлечению средств по фиксированной ставке заключали кредитные организации, однако в сентябре наметился разворот – впервые за четыре месяца кредитные организации стали поставщиками, а нерезиденты – получателями фиксированной части свопа. Помимо сентября 2017 г., нерезиденты заключали договоры на получение фиксированной ставки в марте 2017 г. – в период активизации операций по покупке ОФЗ.

Операции с плавающей процентной ставкой зеркальны (симметричны относительно горизонтальной оси) операциям с фиксированной ставкой. Таким образом, в начале квартала кредитные организации являлись нетто-кредитором по фиксированной части и нетто-заемщиком по плавающей части, нерезиденты занимали противоположные позиции.

Нестандартизованность CCS и отсутствие практической возможности заключения данных сделок через центрального контрагента потенциально могут привести к рискам у отдельных участников рынка.

Анализ рисков внебиржевого рынка «валютно-процентный своп» (CCS) проводился посредством оценки справедливой стоимости

портфеля CCS каждого участника при значениях валютных курсов по состоянию на конец III квартала 2017 г. и в случае реализации риска ослабления рубля. Рыночный риск по портфелю CCS каждой организации оценивался в виде разницы между справедливой стоимостью данного портфеля в условиях до гипотетического шока и после его реализации.

В соответствии с полученными оценками справедливая стоимость изначального портфеля является отрицательной для нефинансовых организаций (табл. 2). Стоимость портфеля имеет отрицательное значение, так как большинство свопов были заключены до резкой девальвации рубля в 2014 г. и снижались в стоимости после ослабления рубля.

При более подробном анализе можно отметить, что отрицательная стоимость портфелей характерна для участников, специализирующихся на металлургии, драгоценных металлах, добыче и переработке леса, также отдельно можно выделить нефтегазовую отрасль. Суммарная справедливая стоимость портфеля на дату оценки у нефинансовых организаций составляет -162,46 млрд руб., из них у нефтегазовой отрасли -82,5 млрд рублей. Стоит отметить, что упомянутые выше участники являются экспортерами и такие сделки позволяют им осуществлять привлечение средств в иностранной валюте.

В случае реализации сценария ослабления рубля справедливая стоимость портфеля резидентов будет продолжать снижаться.



Таблица 2

**Справедливая стоимость изначального портфеля CCS на 29 сентября 2017 г.  
в разбивке по типам организаций (млрд руб.)**

Резиденты	Кредитные организации	Нефинансовые организации
Изначальный портфель	105,34	-162,46

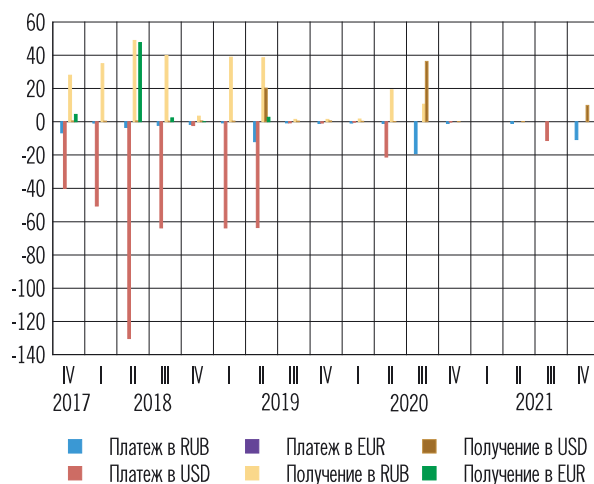
Если проанализировать структуру сделок по направлениям и валюте денежных сделок, то можно заметить, что большинство платежей приходится на доллар США в 2018 и 2019 гг. (рис. 45). При этом в ближайшие годы не ожидается существенных платежей по валютно-процентным свопам: максимальная сумма выплат приходится на II квартал 2018 г. и составляет около 2 млрд долл. США. Поскольку крупные нефинансовые компании используют деривативы в качестве инструментов хеджирования (а не в спекулятивных целях), риски по ним должны уравниваться противонаправленным изменением стоимости объекта хеджирования (валютной выручки).

*Тем не менее нефинансовым организациям следует обратить внимание на необходимость контроля за уровнем валютного риска.*

В целом проведенный анализ рисков российских финансовых рынков позволяет заключить, что ситуация в отчетном периоде оставалась стабильной. Тенденция роста объема открытых позиций и рисков концентрации крупных заемщиков на отдельных сегментах рынка не вызывает опасений. Риски ослабления

Рисунок 45

**График платежей по портфелю свопов нефинансовых компаний (млрд руб.)**



рубля в условиях нормализации денежно-кредитной политики ФРС США, а также риски активации санкций в отношении российского государственного долга расценивались участниками рынка как несущественные. В то же время в долгосрочном периоде участникам рынка следует принять меры по устранению рисков перехода на новые индикаторы денежного рынка.

## ПРИЛОЖЕНИЯ

### Приложение 1. Обзор европейского рынка производных финансовых инструментов<sup>1</sup>

В конце III квартала 2017 г. впервые был опубликован Обзор европейского рынка производных финансовых инструментов, информация которого была сформирована на основе данных торговых репозитариев. Цель публикации документа – увеличение прозрачности рынка производных инструментов. Данная цель была определена еще в 2009 г. на саммите G20. Также отмечается, что сейчас рынок насыщен сложными или необычными инструментами, из-за чего долгое время возникала сложность правильно стандартизировать информацию, получаемую от участников. В обзоре была использована информация из всех шести репозитариев, авторизованных в ЕС, поэтому авторы уверены в полноте и надежности данных, используемых в обзоре. Данные для анализа взяты на 24 февраля 2017 года.

Обзор строится на описании различных индикаторов нескольких групп финансовых инструментов: процентных (interest rate), кредитных (credit), товарных (commodity), валютных (foreign exchange) и фондовых (equity). Также представлена статистика внебиржевых (OTC) и биржевых (ETD) сделок. В обзоре используются такие индикаторы, как размер рынка в терминах количества транзакций и номинальная величина позиций, а также отдельно рассматриваются НИИ (Herfindahl-Hirschman Index) и степень концентрации рынка (Degree Centrality) в роли показателей степени концентрации. Значения этих индикаторов варьируются от нуля до единицы, где единица означает наибольший уровень концентрации на рынке, то есть один

из участников имеет сделки со всеми контрагентами на рынке. Также стоит отметить, что участники не были соотнесены по групповым идентификационным номерам (дочерние организации в выборке не были агрегированы с головными организациями), поэтому НИИ немного недооценивает реальную ситуацию на рынке.

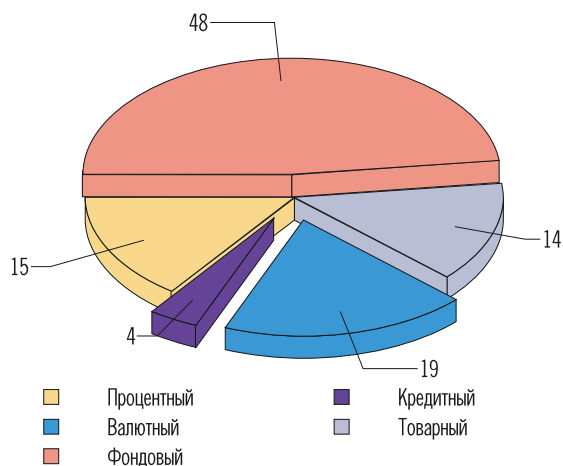
Общая картина структуры европейского рынка ПФИ выглядит следующим образом.

Почти половина сделок была совершена на рынке фондовых ПФИ, что объясняется широким спектром применения различных бумаг (рис. 46). Рынки валютных, товарных и процентных активов распределены примерно одинаково, в то время как наименьшее количество открытых позиций зафиксировано на кредитном рынке. Возможное объяснение такой маленькой доли рынка кредитных ПФИ заключается в том, что здесь меньше всего участников, так как типичный контрагент этого рынка – это организация с требованиями существенного объема хеджирования (то есть практически полное отсутствие мелких нефинансовых организаций).

Что касается номинального объема открытых позиций в разбивке по классам активов, то здесь картина выглядит совершенно ина-

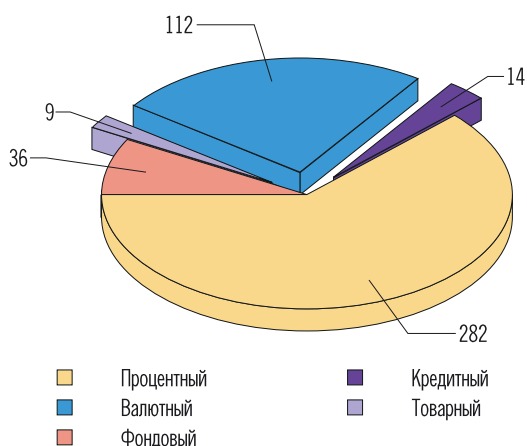
Рисунок 46

Количество открытых позиций по классам активов (%)



<sup>1</sup> ESMA REPORT ON TRENDS, RISKS and VULNERABILITIES, European Securities and Markets Authority, «EU Derivatives Markets – a first-time overview».

**Рисунок 47**  
**Номинальный объем открытых по классам активов (трлн евро)**



че: самый крупный рынок – процентный с общей долей более 50% и объемом 282 трлн евро (рис. 47). Также рынок валютных ПФИ имеет существенную долю (около 20%) и объем 112 трлн евро. Сегменты фондовых, кредитных и товарных ПФИ имеют номинальные объемы 36, 14 и 9 трлн евро соответственно.

Что касается типов транзакций, то можно сказать, что внебиржевые сделки (ОТС) преобладают на рынке валютных ПФИ, а биржевые сделки (ETD) – на рынке кредитных и процентных.

### Рынок процентных ПФИ

На рынке процентных производных финансовых инструментов было зарегистрировано 251916 различных участников. Среди них были кредитные и некредитные финансовые и нефинансовые организации. Такое количество участников и разнообразие организаций отра-

жает широкое применение процентных инструментов. Всего на выбранную дату было открыто 5,4 млн открытых позиций с общим номинальным объемом 282 трлн евро. По общему номинальному объему класс процентных инструментов является самым большим. Количество внебиржевых сделок существенно превышает количество биржевых – 94 и 6% соответственно. А по номинальному объему это выражается как 239,8 и 41 трлн евро соответственно. Также есть разбивка по сделкам, совершенным между резидентами ЕС, и по сделкам между резидентом и нерезидентом ЕС. С более подробной информацией по объему рынка процентных инструментов можно ознакомиться в таблице 3.

Что касается индексов концентрации, то рынок процентных инструментов оказался достаточно децентрализованным. НН1 и DC равны 0,05 и 0,07 соответственно. Получается, что при значениях, близких к нулю, можно сделать вывод, что лишь небольшое количество участников имеют открытые позиции по сделкам с несколькими различными контрагентами.

### Рынок кредитных ПФИ

По сравнению с рынком процентных инструментов на рынке кредитных ПФИ было зарегистрировано гораздо меньшее количество участников – всего 9 929. По количеству контрагентов этот рынок наименьший, здесь очень мало небольших нефинансовых организаций, которые присутствуют на других рынках. Подавляющее большинство сделок являются ОТС (1,2 млн транзакций). По номинальному объему этот рынок также уступает процентному – 13,8 трлн евро. Большинство сделок (и по количеству операций, и по номинальному объему)

Таблица 3

**Рынок процентных производных финансовых инструментов (количество транзакций в млн, номинальный объем в трлн евро)**

Группа покупателей	Количество операций	% (округл)	Объем	% (округл)
<b>ETD</b>	<b>0,3</b>	<b>6</b>	<b>41</b>	<b>14</b>
Сделка внутри ЕС	0,24	4	20	7
Сделка вне ЕС	0,06	1	21	7
<b>ОТС</b>	<b>5,05</b>	<b>94</b>	<b>239,8</b>	<b>85</b>
Сделка внутри ЕС	3,46	64	137	49
Сделка вне ЕС	1,52	28	100	35
<b>Итого</b>	<b>5,36</b>	<b>100</b>	<b>283</b>	<b>100</b>

Таблица 4

**Рынок кредитных производных финансовых инструментов  
(количество транзакций в млн, номинальный объем в трлн евро)**

	Количество операций	% (округл)	Объем	% (округл)
<b>ETD</b>	<b>0,3</b>	<b>3</b>	<b>0,5</b>	<b>4</b>
Сделка внутри ЕС	0,003	0	0,3	2
Сделка вне ЕС	0,03	2	0,2	1
<b>ОТС</b>	<b>1,18</b>	<b>94</b>	<b>13,3</b>	<b>96</b>
Сделка внутри ЕС	0,41	34	4,5	32
Сделка вне ЕС	0,77	63	8,8	64
<b>Итого</b>	<b>1,21</b>	<b>100</b>	<b>13,8</b>	<b>100</b>

составляют сделки между контрагентами из ЕС и не из ЕС. Более подробная информация отражена в таблице 4.

Основываясь на индикаторах концентрации рынка, можно сказать, что рынок более сконцентрирован, чем процентный. ННІ и DC равны 0,07 и 0,43 соответственно. Этот результат оказался ожидаемым, так как здесь гораздо меньше участников в целом и практически нет мелких нефинансовых организаций, которые составляют большую долю от количества всех участников на процентном рынке. Хотя ННІ имеет низкое значение, но это объясняется недооцененностью индекса. Причины этой возможной недооцененности были изложены ранее.

### Рынок фондовых ПФИ

На этом рынке было зафиксировано 16,8 млн открытых сделок между 220256 различными участниками. 80% открытых позиций были ОТС (12,5 млн), в то время как в номинальном объеме большинство сделок – ETD (57%, или 20,2 трлн евро). Это сигнализирует о большей

стандартизованности транзакций. Таблица 5 иллюстрирует более детальную информацию на рынке этих активов.

Что касается уровня индексов концентрации, то он находится между соответствующими уровнями рынка процентных и кредитных инструментов. DC для этого рынка составляет 0,22, а ННІ – всего 0,06.

### Рынок товарных ПФИ

На рынке этого класса активов было зафиксировано 305685 различных идентификационных номеров контрагентов. По количеству участников этот рынок является самым большим из всех представленных в обзоре. Это объясняется тем, что данный класс инструментов широко используется во множестве индустрий абсолютно разными по типу организации контрагентами, в том числе нефинансовыми организациями. Всего открытых позиций по этому классу активов было около 9 млн, 54% из которых были ETD (5,4 трлн евро в номинальном объеме). Опять же, как и в случае

Таблица 5

**Рынок фондовых производных финансовых инструментов  
(количество транзакций в млн, номинальный объем в трлн евро)**

	Количество операций	% (округл)	Объем	% (округл)
<b>ETD</b>	<b>3,12</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>57</b>
Сделка внутри ЕС	1,64	10	13	36
Сделка вне ЕС	1,48	10	7	21
<b>ОТС</b>	<b>12,5</b>	<b>80</b>	<b>15</b>	<b>43</b>
Сделка внутри ЕС	5,54	35	6	17
Сделка вне ЕС	6,94	45	9	26
<b>Итого</b>	<b>15,62</b>	<b>100</b>	<b>35</b>	<b>100</b>

Таблица 6

**Рынок товарных производных финансовых инструментов  
(количество транзакций в млн, номинальный объем в трлн евро)**

	Количество операций	% (округл)	Объем	% (округл)
<b>ETD</b>	<b>2,65</b>	<b>54</b>	<b>5</b>	<b>60</b>
Сделка внутри ЕС	0,89	18	2	16
Сделка вне ЕС	1,76	35	4	43
<b>ОТС</b>	<b>2,34</b>	<b>46</b>	<b>4</b>	<b>40</b>
Сделка внутри ЕС	1,05	21	2	21
Сделка вне ЕС	1,29	26	2	18
<b>Итого</b>	<b>5,03</b>	<b>100</b>	<b>9</b>	<b>100</b>

Таблица 7

**Рынок валютных производных финансовых инструментов  
(количество транзакций в млн, номинальный объем в трлн евро)**

	Количество операций	% (округл)	Объем	% (округл)
<b>ETD</b>	<b>0,05</b>	<b>1</b>	<b>0,5</b>	<b>0</b>
Сделка внутри ЕС	0,03	1	0,2	0
Сделка вне ЕС	0,01	0	0,2	0
<b>ОТС</b>	<b>6,46</b>	<b>99</b>	<b>111,7</b>	<b>99</b>
Сделка внутри ЕС	3,42	52	18,2	16
Сделка вне ЕС	3,02	46	93,3	83
<b>Итого</b>	<b>6,52</b>	<b>100</b>	<b>112,3</b>	<b>100</b>

кредитных инструментов, большинство транзакций включают контрагентов не из ЕС. Средний номинальный объем сделки здесь ниже, чем у других активов, это отражает факт присутствия на рынке небольших нефинансовых организаций. Таблица 6 иллюстрирует полную информацию о размере рынка.

Также наблюдается сравнительно высокий уровень концентрации рынка – ННІ 0,16 (выше, чем для любого другого рынка) и DC 0,44. Это показывает одну из характеристик этого рынка активов, где многие небольшие организации взаимодействуют с несколькими крупными брокерами.

## Рынок валютных ПФИ

На рынке валютных ПФИ было зафиксировано 162 698 различных участников, в то время как число открытых позиций составило 6,5 млн, а общий номинальный объем 112 трлн евро. Характерно, что лишь 1% от всех сделок был заключен на бирже (на сумму около 475 млрд евро). Для этого класса активов результат того, что практически все сделки заключаются вне биржи, является ожидаемым. Информация подробно отображена в таблице 7.

Уровни концентрации рынка незначительны по обоим показателям – 0,05 для ННІ и 0,11 для DC.

## Приложение 2. Регуляторные новации на финансовых рынках

### Регулирование денежного рынка

27 июля 2017 г. глава Управления финансового надзора Великобритании (FCA) заявил, что к концу 2021 г. официальная публикация значений ставки LIBOR будет прекращена, а ставка SONIA (Sterling Overnight Index Average), рассчитываемая по обновленной методике, станет ключевым рыночным индикатором. По мнению FCA, длительный период перехода позволит снизить риски и издержки, связанные с ожидающимися изменениями.

21 августа 2017 г. Государственный совет Китая ужесточил надзор за компаниями, предоставляющими гарантии по операциям финансирования (financing guarantee companies). Госсовет принял решение организовать централизованную систему надзора за отраслью, связанной с предоставлением гарантий по операциям финансирования, и провести межминистерскую встречу. При этом местные органы власти должны будут формализовать меры по развитию этой отрасли и определить перечень потенциальных рисков. Компании, предоставляющие гарантии по операциям финансирования, должны будут иметь капитал не менее 20 млн юаней (3 млн долл. США).

24 августа 2017 г. ФРС США запросила комментарии у участников рынка по поводу публикации трех новых индикативных ставок денежного рынка (reference rates), расчет которых будет основываться на ставке по операциям репо на срок овернайт, обеспеченным казначейскими облигациями: ставка по предоставлению обеспеченного фондирования на срок овернайт Secured Overnight Financing Rate (SOFR), ставка по трехстороннему репо Tri-Party General Collateral Rate (TGCR) и ставка Broad General Collateral Rate (BGCR). Предполагается, что ставка SOFR станет аналогом ставки LIBOR (London Interbank Offer Rate).

Все три ставки будут отражать стоимость краткосрочного фондирования на высоколиквидных рынках США и будут публиковаться

на ежедневной основе. ФРС планирует начать публикацию новых ставок в середине 2018 года. Федеральный резервный банк Нью-Йорка будет ответственным за сбор и расчет данных.

16 октября 2017 г. Банк Англии заявил, что расчет ставки SONIA по обновленной методике начнется 23 апреля 2018 года.

### Регулирование валютного рынка

25 июля 2017 г. ЕЦБ выступил с предложением к участникам валютного рынка придерживаться Глобального кодекса поведения на валютных рынках (FX Global Code). Участники рынка должны публично изъясить свою приверженность принципам, изложенным в FX Global Code, до мая 2018 г. или после очередного обновления Кодекса позднее. Глобальный кодекс поведения на валютных рынках представляет собой набор глобальных принципов добросовестного поведения на валютных рынках, разработанный центральными банками и участниками рынка из 16 юрисдикций по всему миру с целью продвижения надежного, справедливого, ликвидного, открытого и прозрачного валютного рынка.

### Регулирование рынка ценных бумаг

3 июля 2017 г. Народный банк Китая и Монетарное управление Гонконга объявили об открытии доступа для иностранных инвесторов на внутренний межбанковский рынок китайских облигаций через Гонконгскую биржу (Mainland – Hong Kong bond connect program) начиная с 3 июля 2017 года. В текущий момент расчеты могут проводиться как в китайских юанях, так и в иностранной валюте.

14 августа 2017 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала консультативный доклад о регуляторной отчетности и раскрытии данных о вторичных рынках корпоративных облигаций. Доклад основан на проведенных Комитетом IOSCO по вторичным рынкам исследованиях глобальных рынков корпоративных облигаций. В документе отмечена необходимость обеспечения доступности информации о корпоративных облигациях как для регуляторов (в фор-



ме отчетности), так и для всеобщего сведения (в форме требований к раскрытию данных).

## Регулирование рынка производных финансовых инструментов

### *Сделки с биржевыми деривативами*

9 августа 2017 г. Центральный банк Малайзии предостерег малазийские банки от заключения фьючерсных контрактов в малазийских ринггитах на Сингапурской бирже (SGX) и Межконтинентальной бирже (ICE). Центральный банк Малайзии заявил, что ринггит не является международной валютой и власти выступают против торговли деривативами на национальную валюту на офшорных рынках. Проведение сделок с фьючерсами на ринггит на Сингапурской бирже и ICE не соответствует политике и правилам Малазийской валютной администрации. Регулятор также отметил, что иностранные участники рынка, у которых есть потребность в ринггитах, должны использовать малазийский рынок напрямую через лицензированные финансовые институты или через их уполномоченные зарубежные офисы.

29 августа 2017 г. Индийская товарная биржа (Indian Commodity Exchange – ICEX<sup>2</sup>) официально возобновила торги фьючерсами на алмазы после трехлетнего перерыва. Работа биржи была прекращена в 2014 году из-за недостаточности капитала. После увеличения капитала ICEX получила от Совета по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) разрешение на возобновление торгов. На церемонии открытия торгов в Мумбаи также было объявлено в предстоящем присоединении к ICEX Национальной мультитоварной биржи (National Multi Commodity Exchange, NMCE), базирующейся в Ахмадабаде.

### *Сделки с внебиржевыми деривативами/деривативами вне централизованного клиринга*

7 августа 2017 г. орган пруденциального регулирования Австралии (APRA) опубликовал окончательную версию пруденциального стан-

дарта о признании замещенного соответствия (substituted compliance) иностранного режима регулирования в части маржинальных требований и минимизации риска при операциях с внебиржевыми деривативами с учетом полученных комментариев (CPS 226). Изменения в стандарте незначительные, в основном они касаются более четкого описания случаев, при которых допускается замещение режима регулирования другим режимом. Стандарт будет применяться в отношении всех финансовых институтов, регулируемых APRA, кроме организаций, занимающихся страхованием жизни. В целом большинство респондентов поддержали предложенный стандарт. Обновленные положения стандарта вступили в силу 1 сентября 2017 года.

7 сентября 2017 г. Международная ассоциация по свопам и производным финансовым инструментам (ISDA) опубликовала обновленную версию методологии по расчету первоначальной маржи по деривативам, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг (Standard Initial Margin Model, SIMM 2.0). SIMM является отраслевым стандартом при расчете маржи участниками рынка, был принят в сентябре 2016 г. в ответ на распространение соответствующих требований. ISDA ежегодно пересматривает достаточность стандарта и выпускает обновления. В текущую редакцию вошли новые факторы риска для трех типов продуктов – индексов волатильности, quanto CDS (CDS в разных валютах), муниципального свопа (своп индекса муниципальных ценных бумаг на процент от LIBOR или фиксированной ставки). Новая редакция SIMM вступает в силу 4 декабря 2017 года.

28 сентября 2017 г. Комитет по платежам и рыночной инфраструктуре (CPMI) и Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовали техническое руководство для уникального идентификатора продуктов (UPI). Техническое руководство разъясняет надзорным органам процесс идентификации внебиржевых деривативов, которые в последующем должны быть отражены в учете торговых репозитариев в виде продуктов. В техническом руководстве содержатся понятие и значение UPI, его характеристики, цели и технические принципы.

<sup>2</sup> <http://www.icexindia.com/>

## Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

### *Центральные контрагенты*

5 июля 2017 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) совместно с Советом по финансовой стабильности (FSB), Комитетом по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI) и Базельским комитетом по банковскому надзору (BCBS) опубликовали три руководства и два отчета о работе в части повышения устойчивости центральных контрагентов, их оздоровлению и урегулированию несостоятельности.

Руководства описывают вопросы стресс-тестирования кредитного риска, рисков управления и ликвидности, маржинальные требования, использование средств ЦК в поглощении убытков; процесс реализации планов оздоровления инфраструктурных организаций финансового рынка; положения ключевых атрибутов эффективных режимов урегулирования несостоятельности, которые могут быть применены к ЦК.

Отчеты содержат результаты оценки взаимосвязей между ЦК, участниками клиринга и прочими поставщиками финансовых услуг. В отчете о прогрессе в выполнении совместного плана работ отмечается создание антикризисных групп для системно значимых ЦК и описаны дальнейшие планы по оценке потребностей ЦК в финансовых ресурсах, которые потенциально могут потребоваться в процессе урегулирования несостоятельности.

### *Торговые репозитории*

24 августа 2017 г. Европейская служба надзора за ценными бумагами опубликовала руководство по обмену данными между торговыми репозиториями (TR). Согласно документу, возможность обмена данными является ключевым фактором обеспечения конкуренции между семью авторизованными в ЕС торговыми репозиториями, а также для мониторинга рисков. Руководство содержит 29 положений и охватывает вопросы передачи данных по запросу участника TR и при отзыве регистрации

TR. Срок вступления положений руководства в силу – начало IV квартала 2017 года.

## Регулирование операций с криптовалютами

24 июля 2017 г. Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (CFTC) зарегистрировала LedgerX как расчетно-клиринговую организацию по деривативам (derivatives clearing organization – DCO), что позволяет ей предоставлять клиринговые услуги по обеспеченным залогом свопам виртуальных валют. 6 июля LedgerX прошла регистрацию CFTC в качестве площадки для свопов (Swap Execution Facility – SEF). Участники биржевой площадки LedgerX смогут приобретать и хеджировать биткойны и другие виртуальные валюты, используя торгуемые на бирже опционные контракты с центральным клирингом. CFTC отметила, что авторизация на предоставление услуг DCO по свопам виртуальных валют не означает одобрения использования виртуальных валют вообще и биткойнов в частности.

25 июля 2017 г. Рабочая группа SEC по технологии распределенного реестра (Distributed Ledger Technology Working Group – DLTWG) опубликовала результаты расследования (investigative report), согласно которому операции с цифровыми активами, проводимые «виртуальными» организациями, подпадают под требования федерального законодательства о ценных бумагах. Таким образом, операции с цифровыми активами, в том числе «первичные продажи» (Initial Coin Offerings – ICO) или операции по продаже цифровых валют (Token Sales), проводимые с использованием технологии распределенного реестра/технологии блокчейн, должны регулироваться Законом о ценных бумагах США.

4 августа 2017 г. Европейское банковское управление (EBA) опубликовало документ с предложениями по дальнейшей работе в области финансовых технологий.

В документе представлены результаты первого мониторинга использования финансовых технологий в рамках Евросоюза (информация была предоставлена 282 финтех-компаниями из 22 стран – членом ЕС и двух стран Европейского экономического пространства). С учетом

полученных результатов ЕВА определило следующие направления, по которым в дальнейшем целесообразно осуществлять работу:

1. Процесс регистрации и создание «песочниц» (sandboxing regimes<sup>3</sup>).

2. Воздействие пруденциальных и операционных рисков на кредитные институты, институты электронных денег и платежные институты.

3. Воздействие финансовых технологий на бизнес-модели вышеуказанных институтов.

4. Защита потребителей.

5. Воздействие финансовых технологий на урегулирование несостоятельности финансовых фирм.

6. Влияние финансовых технологий на процесс противодействия отмыванию денег и финансированию терроризма.

14 августа 2017 г. Антимонопольная служба Италии (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato) оштрафовала организаторов пирамиды с криптовалютой OneCoin. Антимонопольная служба наложила штраф в размере 2,6 млн евро на группу компаний, продвигавших в Италии инвестиционную схему с криптовалютой OneCoin. Схема OneCoin запрещена в Германии. Меры по борьбе с ней принимают власти Бельгии, Великобритании, Нигерии, Уганды, Белиза, Индии и Вьетнама.

17 августа 2017 г. Австралийские власти планируют ввести новые правила, регулирующие использование в стране криптовалют, в том числе биткойна. Эти правила станут частью нового законодательства, направленного на борьбу с отмыванием денег. В соответствии с правилами, биржи криптовалют будут подотчетны австралийскому финансовому регулятору AUSTRAC (Australian Transactions and Reporting Analysis Centre).

Решение австралийских властей регулировать рынок криптовалют последовало за аналогичным решением Японии. В Японии с IV квартала все биржи и сервисы перевода денег, работающие с биткойнами или другими криптовалютами, станут подотчетными японскому финансовому регулятору. Теперь в таких сервисах может проводиться ежегодный аудит, на них будут распространяться законы об отмывании де-

нег. С вступлением в силу новых правил Япония станет первой страной, где биткойн де-юре будет признан законным средством платежа.

24 августа 2017 г. канадский регулятор рынка ценных бумаг (CSA) опубликовал информационное письмо о размещении криптовалют. Информационное письмо разъясняет позицию властей Канады в отношении первичного размещения криптовалют (Initial Coin Offering, ICO). Регулятор отмечает, что многие предложения ICO могут рассматриваться как продажа ценных бумаг. Документ призван разъяснить финтех-компаниям их обязанности в соответствии с канадским законодательством о ценных бумагах. Кроме того, CSA рекомендует фирмам, планирующим ICO, использовать механизмы регуляторной песочницы (sandbox).

4 сентября 2017 г. Народный банк Китая, Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг (China Securities Regulatory Commission), Комиссия по банковскому регулированию (China Banking Regulatory Commission), Комиссия по регулированию страхового рынка (China Insurance Regulatory Commission) и другие профильные организации выпустили совместное заявление, в котором назвали механизм первичного размещения криптовалют незаконным сбором денежных средств и запретили проведение размещений токенов в стране. Ранее, 24 августа, Госсовет Китая вынес на публичное обсуждение проект закона о борьбе с незаконным финансированием.

5 сентября 2017 г. Комиссия по ценным бумагам Гонконга (SFC) выпустила информационное письмо по вопросам первичного размещения криптовалют. В своем письме SFC поясняет, что в зависимости от фактов и обстоятельств проведения ICO цифровые токены могут быть ценными бумагами и подпадать под действие гонконгского законодательства о ценных бумагах. SFC также предупреждает, что им присущи значительные риски, связанные с отмыванием денег и финансированием терроризма. Кроме того, SFC обращает внимание инвесторов на повышенные риски мошенничества при ICO и инвестициях в цифровые токены, а также риски, присущие вторичному рынку цифровых токенов.

6 сентября 2017 г. Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк Японии опубликовали

<sup>3</sup> Режим, в рамках которого институты могут тестировать новые технологии, не рискуя при этом нарушить законодательство.

совместный доклад по вопросам технологии распределенного реестра. Регуляторы представили первые результаты совместного проекта «Stella», целью которого является изучение возможностей использования технологии распределенного реестра (DLT) в инфраструктуре финансовых рынков. Центральные банки изучили возможность эффективного и надежного

функционирования платежных систем в среде, построенной на DLT. ЕЦБ и Банк Японии отметили многообещающие результаты тестов, но пришли к выводу, что на текущем этапе развития технологию DLT еще рано использовать для таких масштабных платежных систем, как BOJ-NET Банка Японии и TARGET2 ЕЦБ.

## ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Динамика открытых позиций на российском денежном рынке .....	6
2. Распределение открытых позиций по инструментам в III квартале 2017 г. ....	6
3. Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам абсорбирования ликвидности .....	7
4. Распределение ликвидности по банкам.....	7
5. Структура операций банков с положительной ликвидной позицией .....	8
6. Структура операций банков с отрицательной ликвидной позицией .....	8
7. Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России.....	8
8. Распределение открытых позиций по инструментам в III квартале 2017 г. ....	8
9. Ключевая ставка, ставка RUONIA и объем сделок по банкам, участвующим в расчете RUONIA .....	9
10. Оборот за месяц по заключенным сделкам репо с ЦК в I–III кварталах 2017 г. ....	9
11. Динамика открытых позиций рынка репо с ЦК в I–III кварталах 2017 г. ....	9
12. Оборот по заключенным сделкам репо с КСУ в III квартале 2017 г. ....	10
13. Динамика открытых позиций рынка репо с КСУ в III квартале 2017 г. ....	10
14. Доли первых пяти заемщиков – участников клиринга на еженедельных торгах .....	10
15. Структура обеспечения по типам активов на конец III квартала .....	10
16. Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» .....	12
17. Распределение открытых позиций на свопах в сентябре 2017 г. ....	12
18. Динамика ставок на рынке «валютный своп» и процентный коридор Банка России.....	12
19. Гэп между краткосрочными активами и пассивами банков в иностранной валюте .....	12
20. Динамика кросс-валютных спредов на внешнем и внутреннем рынках .....	13
21. Вложения нерезидентов в ОФЗ .....	15
22. Динамика продажи долларов США за рубли.....	15
23. Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов .....	15
24. Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности с 3 июня по 1 августа.....	16
25. Покупки участников на аукционах ОФЗ с 3 июня по 1 августа .....	16
26. Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности с 1 августа по 1 октября .....	16
27. Покупки участников на аукционах ОФЗ с 1 августа по 1 октября.....	16
28. Доля вложений нерезидентов в ОФЗ в разрезе дюраций выпусков.....	17
29. Средний bid-ask спред цен ОФЗ за III квартал 2017 г. по типам бумаг.....	17
30. Торги корпоративными облигациями на вторичном биржевом рынке .....	17
31. Торги акциями на вторичном биржевом рынке .....	17
32. Заключенные сделки «валютный форвард» в период с 2 августа по 15 ноября 2017 г. на покупку доллара США нерезидентами.....	19
33. Валютирование ранее заключенных форвардов в I квартале 2018 г. ....	19
34. Динамика величины открытых позиций с различными валютными парами .....	20
35. Динамика величины открытых позиций различных срочностей по всем валютным парам .....	20
36. Недельные обороты по операциям с различными валютными парами.....	21
37. Недельные обороты по операциям с различными срочностями .....	21
38. Доля открытых позиций по категории участников в первом полугодии 2017 г. ....	21

39. Доля открытых позиций по типу сделок в II квартале 2017 г. ....	21
40. Динамика открытых позиций по категориям участников .....	23
41. Операции с фиксированной процентной ставкой свопа типа CCS по составу участников в первых трех кварталах 2017 г. ....	23
42. Операции с плавающей процентной ставкой свопа типа CCS по составу участников в первых трех кварталах 2017 г. ....	23
43. Операции с различными валютами свопа типа CCS по составу участников в II квартале 2017 г. ....	24
44. Операции с различными валютами свопа типа CCS по составу участников в II квартале 2017 г. ....	24
45. График платежей по портфелю свопов нефинансовых компаний .....	25
46. Количество открытых позиций по классам активов .....	26
47. Номинальный объем открытых по классам активов .....	27

## ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Распределение объема размещения купонных облигаций Банка России по группам покупателей .....	7
2. Справедливая стоимость изначального портфеля CCS на 29 сентября 2017 г. в разбивке по типам организаций .....	25
3. Рынок процентных производных финансовых инструментов .....	27
4. Рынок кредитных производных финансовых инструментов .....	28
5. Рынок фондовых производных финансовых инструментов .....	28
6. Рынок товарных производных финансовых инструментов .....	29
7. Рынок валютных производных финансовых инструментов .....	29





