



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 2

I КВАРТАЛ 2017

Информационно-
аналитические
материалы

**ОБЗОР РИСКОВ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

МОСКВА



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

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

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

Содержание

РЕЗЮМЕ	3
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	6
1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке	6
1.2. Риски дефицита валютной ликвидности	10
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	14
2.1. Риски операций кэрри трейд на рынке ОФЗ	14
2.2. Анализ последствий введения нового подхода к формированию Ломбардного списка для операций рефинансирования Банка России	17
3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ	21
3.1. Активность нерезидентов на российском внебиржевом рынке деривативов	21
3.2. Перспективы введения обязательного маржирования внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг	23
ПРИЛОЖЕНИЕ	26
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	32

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

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

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

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

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

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

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

РЕЗЮМЕ

Денежный рынок

В условиях завершения перехода к структурному профициту ликвидности в I квартале 2017 года наблюдалось увеличение объемов рублевого денежного рынка относительно предыдущего квартала. Одновременно с этим происходило снижение неравномерности в распределении ликвидности по группам банков. Величина ликвидной позиции¹ банков на денежном рынке в абсолютном выражении снижалась. Кроме того, анализ структуры операций банков на денежном рынке в зависимости от их ликвидной позиции показал общую тенденцию к сокращению необеспеченного кредитования для всех категорий банков. В совокупности отмеченные тенденции указывают на снижение несбалансированности позиций и рисков ликвидности банков на денежном рынке.

Банки с положительной ликвидной позицией на протяжении I квартала 2017 года в среднем характеризовались более высокими показателями мгновенной ликвидности (Н2) и текущей ликвидности (Н3). Напротив, банки с отрицательной ликвидной позицией устойчиво демонстрировали сравнительно более низкие показатели нормативов Н2 и Н3. Аналогичная ситуация была характерна и для величины показателя краткосрочной ликвидности (ПКЛ): он является более высоким для банков с положительной ликвидной позицией и более низким для банков с отрицательной ликвидной позицией. В целом следует отметить, что наибольшие потенциальные риски ликвидности сконцентрированы в группе банков с отрицательной ликвидной позицией. Вместе с тем большой объем таких позиций приходится на банки, в распоряжении которых имеется достаточный запас свободных рыночных активов. При необходимости они могут быть использованы для получения рефинансирования в Банке России.

Валютный рынок

В условиях продолжавшегося в I квартале 2017 года замещения валютной задолженности перед Банком России операциями на валютном денежном рынке дефицита валютной ликвидности не наблюдалось. В отчетный период спрос на рефинансирование Банка России в иностранной валюте предъявляли всего несколько кредитных организаций, поэтому риски дефицита валютной ликвидности не носили системного характера. Благоприятная ситуация с валютной ликвидностью способствовала сужению спреда *MosPrime – FX Swap* на российском рынке в течение квартала. Рост стоимости долларовой фондирования, характерный для конца каждого квартала 2016 года, в I квартале 2017 года не наблюдался, что в том числе было обусловлено более благоприятной ситуацией на внешних рынках.

С февраля 2017 года Министерство финансов Российской Федерации приступило к покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в условиях поступления нефтегазовых доходов бюджета сверх ранее запланированных в базовом сценарии. В первый месяц проведения операций объем покупок составил 6,3 млрд рублей в день, однако последующая корректировка объема нефтегазовых бюджетных поступлений в сторону их снижения привела к сокращению покупок валюты до 3,5 млрд рублей в день в апреле 2017 года. Операции покупки иностранной валюты Минфином России играли значимую, но не решающую роль в формировании нетто-покупок на ва-

¹ Ликвидная позиция кредитной организации для целей настоящего Обзора рассчитывается как объем нетто-размещения средств на денежном рынке с учетом операций, проводимых с Банком России и Федеральным казначейством. В случае если полученная величина принимает положительное значение, ликвидная позиция признается профицитной (организация имеет профицит ликвидности), если отрицательное значение – дефицитной (организация имеет дефицит ликвидности).

лютом рынке. С точки зрения курсовых рисков на фоне повышения объема чистых продаж иностранной валюты они способствовали достижению баланса спроса и предложения на валютном рынке, снижению курсовой волатильности, а также сокращению зависимости курса национальной валюты от внешней конъюнктуры.

Рынок ценных бумаг

В отдельные периоды I квартала 2017 года наблюдался повышенный приток иностранного капитала на российский рынок ценных бумаг. Так, за первые две недели января 2017 года произошел рост объема вложений нерезидентов в ОФЗ на 96 млрд рублей, за март 2017 года – на 196 млрд рублей. Повышенный спрос со стороны нерезидентов отмечался в марте 2017 года и на рынке корпоративных облигаций. Приток иностранных средств, наряду со снижением инфляционных ожиданий, способствовал снижению доходностей как государственных, так и корпоративных облигаций в среднем на 0,3 п.п. по итогам I квартала. Несмотря на то, что нерезиденты присутствуют на российском рынке корпоративных облигаций в существенно меньшем масштабе, их операции на рынке ОФЗ оказывают влияние на стоимость корпоративных заимствований.

Вместе с тем на первичном и вторичном биржевом рынке российские инвесторы остаются ключевой группой участников. По состоянию на конец I квартала 2017 года российским инвесторам принадлежало 70% объема ОФЗ, а их доля в объеме торгов на первичном и вторичном рынке на протяжении I квартала находилась на уровне 60–70%. В случае выхода нерезидентов с рынка ОФЗ повышение их доходности станет фактором роста спроса на ОФЗ со стороны локальных инвесторов, и в первую очередь – СЗКО, которым необходимо соблюдать норматив краткосрочной ликвидности. В связи с этим возможные неблагоприятные последствия проводимых на рынке ОФЗ операций кэрри трейд представляются ограниченными.

Переход к структурному профициту ликвидности снизил потребность кредитных организаций в рефинансировании, привлекаемом от Банка России. В связи с введением нового регулирования деятельности кредитных рейтинговых агентств (Федеральный закон от 13.07.2015 №222-ФЗ) Банк России уточнил подходы к формированию Ломбардного списка: с 14 июля 2017 года в список включаются облигации субъектов РФ, муниципальных образований и облигации резидентов только при наличии у выпусков или эмитентов кредитного рейтинга на уровне не ниже «BBB (RU)», присвоенного кредитным рейтинговым агентством «Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство» (АКРА)².

В целом новый подход к формированию Ломбардного списка не несет риска существенного сокращения потенциала рефинансирования банковского сектора: 55% ценных бумаг в Ломбардном списке уже соответствуют новым требованиям. Из них 85% составляют российские государственные облигации, а 15% – облигации банков. На сегодняшний день около половины банковских облигаций (по номинальному объему эмиссии) уже имеют рейтинг АКРА. Учитывая, что все выпуски облигаций, включенные в Ломбардный список по состоянию на 14 июля 2017 года, сохраняются в Ломбардном списке до их погашения (кроме случаев исключения в связи с неудовлетворительным финансовым положением эмитента или исключением соответствующей категории ценных бумаг), а ожидаемый до конца 2017 года объем погашений бумаг не является значительным (в сравнении с объемами Ломбардного списка), новый подход не приведет к резкому изменению потенциала рефинансирования.

² В дальнейшем Банк России может рассмотреть вопрос об использовании при формировании Ломбардного списка кредитных рейтингов иных кредитных рейтинговых агентств, внесенных Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств.

Рынок внебиржевых деривативов

На фоне усиления активности нерезидентов на рынке ОФЗ в I квартале 2017 года Банк России провел анализ присутствия нерезидентов на российском рынке внебиржевых ПФИ. Доля нерезидентов на российском внебиржевом рынке продолжает составлять более половины всех открытых позиций по валютным инструментам: более 57% сделок по инструменту «валютный форвард» приходится на нерезидентов, на рынке валютных свопов и валютно-процентных свопов их доля превышает 70%. Наиболее значительные изменения претерпела ситуация на рынке валютных форвардов, где нерезиденты исторически выступали в качестве нетто-продавцов рублей, однако с IV квартала 2015 года чистый объем покупки рублей увеличивался, и на начало 2017 года нерезиденты стали нетто-покупателями рублей за валюту с чистой открытой позицией в 30 млрд рублей. Рост нетто-покупок рублей за иностранную валюту может являться признаком участия нерезидентов в стратегии кэрри трейд. Вместе с тем результативность стратегии в рассмотренный период в значительной степени определялась динамикой курса рубля, не гарантируя получение прибыли. Сужение дифференциала процентных ставок в рублях и мировых резервных валютах будет способствовать сокращению потенциала для реализации стратегии кэрри трейд в будущем.

В апреле 2017 года Банк России опубликовал доклад для общественных консультаций о перспективах использования маржирования в сделках с производными финансовым инструментами (ПФИ), заключенных без центрального контрагента (ЦК)³. Согласно обсуждаемым стандартам финансовые организации и отдельные нефинансовые организации, заключающие внебиржевые сделки с ПФИ без ЦК, должны будут обмениваться начальной и вариационной маржой, размеры которой соответствуют рискам контрагента по таким сделкам. Как показал проведенный анализ, предложенные правила обязательного маржирования не будут создавать значимых ограничений для текущей структуры российского внебиржевого рынка ПФИ. Общий объем рынка рассматриваемых ПФИ составляет около 14 трлн рублей. С учетом внутригрупповых сделок, а также поставочных товарных и валютных контрактов под требования обязательного маржирования будет попадать около 30% рынка. При этом 75–90% объема российского рынка внебиржевых ПФИ приходится на узкий круг финансовых холдингов и крупных банков. Это означает, что только в отношении четверти рынка будут распространяться новые требования, при этом они затронут преимущественно крупнейших участников. Вместе с тем необходимо отметить, что российский внебиржевой рынок развивается и его структура может сильно измениться в будущем. В связи с этим Банк России будет проводить регулярный мониторинг рынка внебиржевых ПФИ без ЦК на предмет имплементации новых требований и связанных с этим рисков.

³ Доклад для общественных консультаций Банка России «О поэтапном введении обязательного маржирования внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг», апрель 2017.

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

1.1. Риски ликвидности и сегментации на денежном рынке

1.1.1. Распределение ликвидности по группам банков

В I квартале 2017 года в условиях завершения перехода к структурному профициту ликвидности наблюдался рост объемов денежного рынка по сравнению с IV кварталом 2016 года. Среднемесячный объем открытых позиций на денежном рынке в IV квартале 2016 года составил 4,6 трлн рублей, в то время как в I квартале 2017 года объем позиций составил 6,7 трлн рублей, увеличившись преимущественно за счет операций «валютный своп» (рис. 1). Рост операций «валютный своп» в январе – начале февраля 2017 года сопровождался некоторым увеличением дифференциации участников по их позициям на денежном рынке, но впоследствии она имела тенденцию к уменьшению.

В частности, оценки ликвидной позиции ключевых участников и выделение отдельных групп банков в зависимости от их ликвидной позиции показали, что начало квартала характеризовалось повышенным уровнем положительных и отрицательных ликвидных позиций. Данный факт свидетельствует об увеличении дифференциации участников по позициям на денежном рынке, что потенциально может являться фактором увеличения рисков ликвидности¹ (рис. 2). В дальнейшем по мере уменьшения спроса на рублевую ликвидность тен-

¹ *Нетто-профицит – положительная позиция кредитной организации на денежном рынке с учетом операций с Банком России и Федеральным казначейством. В категорию банков с переходной позицией включены кредитные организации, которые меняли свою позицию в течение квартала с дефицита на профицит и наоборот, а также банки, дефицит которых составил менее 3% от совокупной величины активов.*

денция к дифференциации банков стала менее выраженной.

В I квартале 2017 года структура денежного рынка претерпела существенные изменения по сравнению с 2016 годом. По мере сокращения дефицита ликвидности спрос на депозиты, размещаемые Федеральным казначейством (ФК) в кредитных организациях, а также операции репо Банка России по фиксированной

Рисунок 1

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

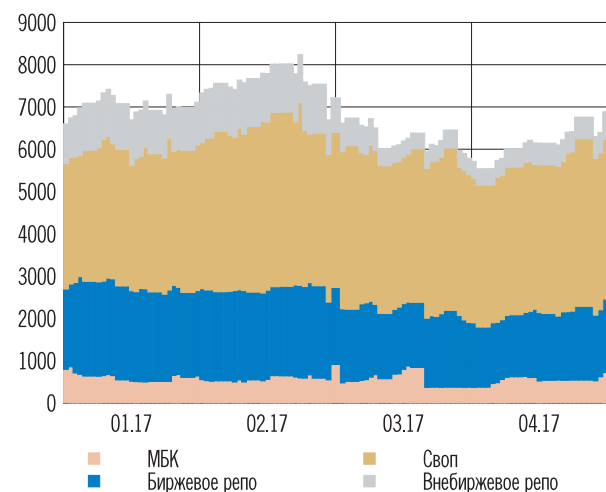


Рисунок 2

Распределение ликвидности по группам банков (млрд руб.)

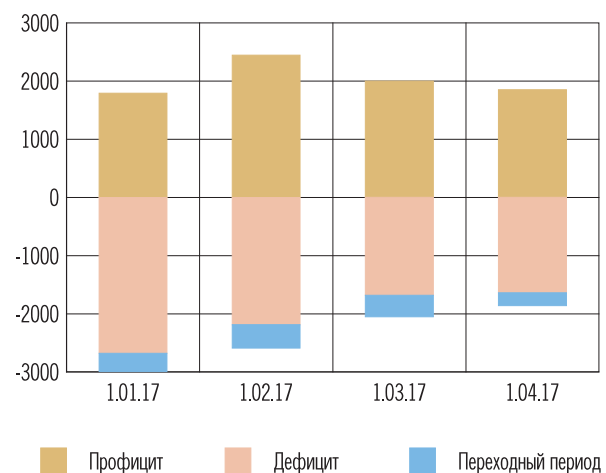
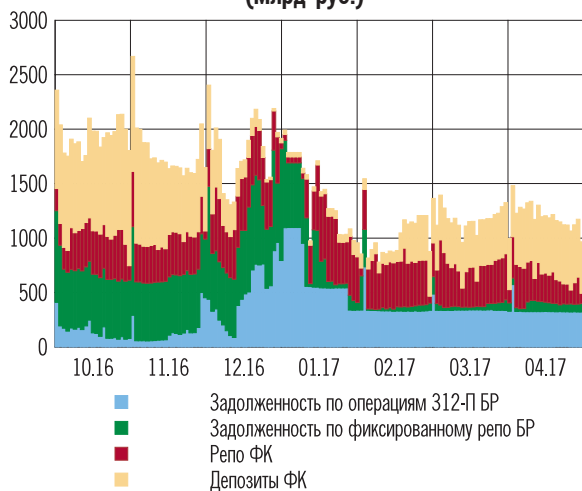


Рисунок 3

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



ставке существенно сократился (рис. 3). При этом сокращение объемов привлечения банками средств ФК в декабре 2016 года было в значительной степени компенсировано повышением заимствований у Банка России по операциям (Положение Банка России от 12.11.2007 №312-П). Кроме того, анализ структуры операций банков на денежном рынке в зависимости от их ликвидной позиции показал формирование тенденции к снижению их присутствия на рынке МБК для всех категорий банков (рис. 4, 5, 6).

Структура нетто-размещения рублевой ликвидности банками с положительной ликвидной позицией претерпела изменения (рис. 4). Данная группа банков снижала объем депозитов в Банке России, являясь главным поставщиком ликвидности на рынках своп и репо. Доля операций по предоставлению рублевой ликвидности на валютных свопах в этой категории банков увеличивалась в структуре общего объема операций.

К банкам, находящимся на пороге перехода к положительной ликвидной позиции, относятся преимущественно частные банки из числа 50 крупнейших банков по объему активов. Большую часть их операций занимает привлечение ликвидности посредством сделок «валютный своп» (рис. 5). В то же время в конце квартала в данной группе банков увеличилась положительная нетто-позиция операций с Банком России, что говорит о повышении объема свободной ликвидности в данной категории

Рисунок 4

Структура операций банков с профицитной позицией (млрд руб.)

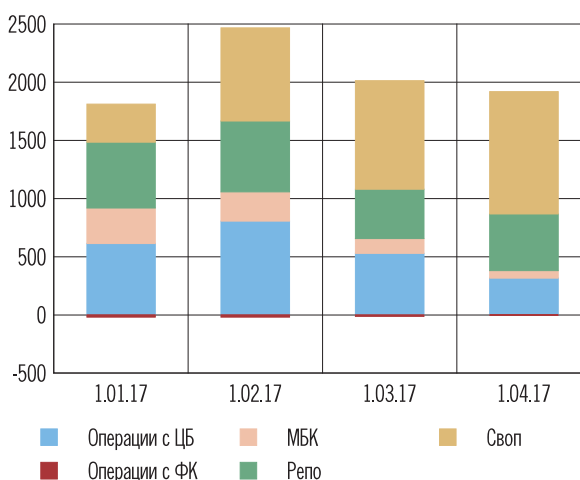
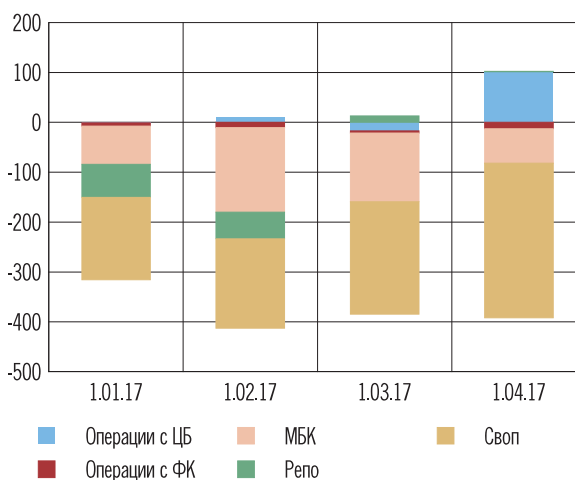


Рисунок 5

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



банков и возможности дальнейшего ускорения их перехода к положительной ликвидной позиции. Объем необеспеченного кредитования в конце I квартала 2017 года был самым большим именно в данной группе банков (69 млрд рублей на 1.04.2017).

Среди кредитных организаций с отрицательной ликвидной позицией преобладают банки из списка 50–100 крупнейших по объему активов и отдельные государственные банки. Для данных кредитных организаций основным источником ликвидности явились операции с Банком России (рис. 6), преимущественно – операции под залог нерыночных активов. Однако снижение задолженности перед Банком России во второй половине квартала не спо-

Рисунок 6

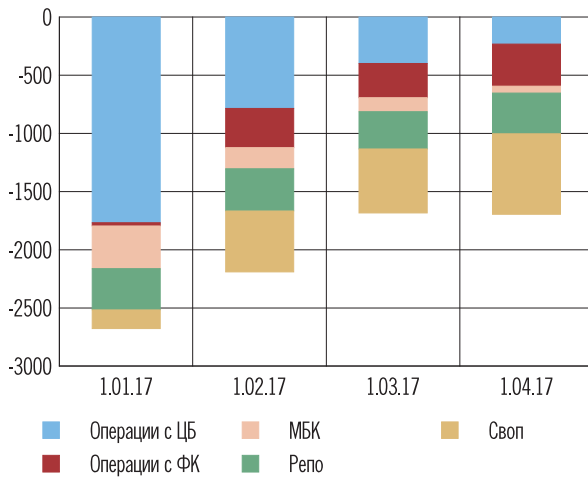
Структура операций банков
с дефицитом ликвидности (млрд руб.)

Рисунок 8

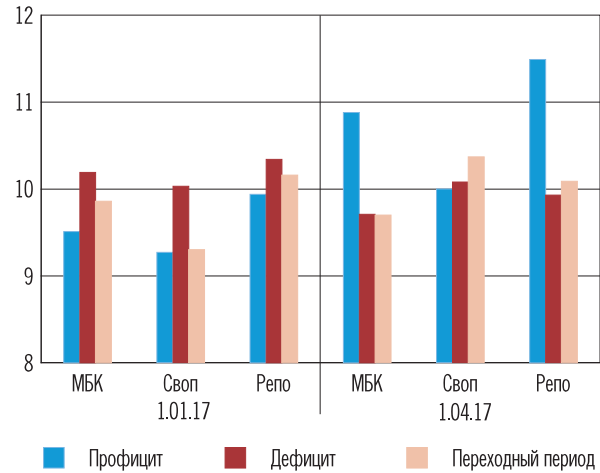
Средневзвешенные ставки привлечения рублевой
ликвидности по группам банков (%)

Рисунок 7

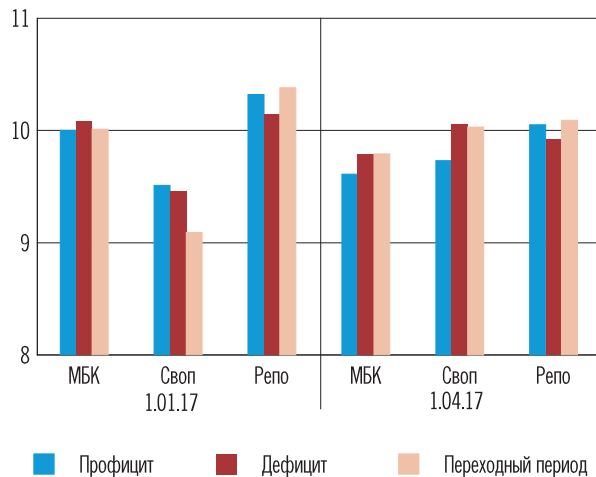
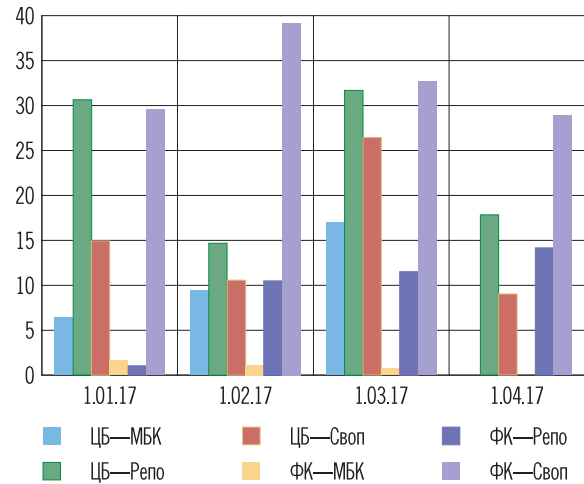
Средневзвешенные ставки размещения рублевой
ликвидности по группам банков (%)

Рисунок 9

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

способствовало уменьшению абсолютного размера ликвидной позиции в данной группе банков. Замещение задолженности перед Банком России в феврале-марте 2017 года происходило за счет увеличения привлечения средств на рынке «валютный своп» от банков с положительной ликвидной позицией, а также роста задолженности перед Федеральным казначейством.

1.1.2. Процентные ставки и трансмиссия ликвидности на денежном рынке

Распределение средневзвешенных ставок привлечения и размещения на рынках МБК, репо и своп различных групп банков в зави-

симости от ликвидной позиции отражает тенденцию к сегментации участников денежного рынка в зависимости от уровня процентных ставок (рис. 7, 8). По данным на 1.04.2017, средневзвешенные ставки размещения на рынках МБК и свопов были ниже для банков с положительной ликвидной позицией. Для участников с отрицательной ликвидной позицией ставки размещения были выше, чем для банков с переходной позицией на рынках своп и МБК, что обусловлено ограниченностью рублевой ликвидности у первой из указанных групп.

Трансмиссия потоков ликвидности, полученной из Банка России и Федерального казначейства, на денежный рынок осуществляется в основном по двум каналам – через рынок репо

и своп (рис. 9). Учитывая, что стоимость фондирования через операции репо с Банком России выше стоимости размещения средств посредством операций «валютный своп» для крупнейших участников рынка, перераспределение ликвидности, полученной от Банка России, происходит преимущественно посредством операций репо. При этом стоит отметить, что большая часть этих средств не участвует в дальнейшем перераспределении ликвидности (через сделки на денежном рынке), поскольку в силу наличия собственных потребностей в ликвидности направляется банками на операции за пределами денежного рынка.

1.1.3. Распределение нормативов ликвидности по группам банков

Одними из показателей наличия у отдельных кредитных организаций (КО) рисков ликвидности являются нормативы мгновенной и текущей ликвидности. Норматив мгновенной ликвидности (Н2) ограничивает риск потери КО платежеспособности в течение одного дня и определяется как отношение активов, которые КО может реализовать в течение одного календарного дня, к обязательствам, которые необходимо исполнить или может потребоваться исполнить в течение одного календарного дня (например, текущие и расчетные счета клиентов, депозиты до востребования, однодневные операции МБК) за вычетом величины минимального совокупного остатка средств по счетам физических и юридических лиц до востребования. Анализ распределения норматива Н2 по группам ликвидности банков за I квартал 2017 года с учетом банков со сверхвысоким значением норматива ($H2 > 1000\%$) показывает, что в отдельные периоды (1.02.2017 и 1.05.2017) банки с дефицитом ликвидности обладали более высокими нормативами Н2 (рис. 8). В категорию банков со сверхвысоким значением норматива входят иностранные банки и региональные банки, обслуживающие местные аграрные и промышленные предприятия, а также бюджетные подразделения. Для обеих категорий банков высокие размеры норматива определяются особенностями бизнес-модели. Исключение этих банков из рассмотрения среднегрупповых

значений норматива Н2 делает сопоставление норматива и групп банков более релевантным, поскольку в этом случае более высокие нормативы соответствуют банкам с положительной ликвидной позицией.

Норматив текущей ликвидности Н3 ограничивает риск потери банком платежеспособности в течение 30 дней и определяется как отношение активов, которые могут реализоваться в течение ближайших 30 дней, к обязательствам самого банка, которые необходимо исполнить в течение ближайших 30 дней. Обязательства, так же как и в случае с нормативом Н2, корректируются на величину остатков средств по счетам физических и юридических лиц сроком до 30 дней. В I квартале 2017 года распределение норматива Н3 по группам ликвидности банков, как и в случае с нормативом Н2, отражало риски ликвидности для банков без учета банков со сверхвысоким значением норматива (рис. 10). Учет таких банков также искажает картину распределения рисков по группам банков.

Показатель краткосрочной ликвидности (ПКЛ) определяется как отношение ликвидных активов к чистому оттоку денежных средств в ближайшие 30 дней в случае возникновения общерыночной напряженной ситуации с ликвидностью. Распределение норматива ПКЛ в I квартале 2017 года в зависимости от ликвидной позиции банков показывает, что норматив является более высоким для банков с профицитом ликвидности и более низким для

Рисунок 10

Распределение средних значений норматива Н2 по группам банков (%)



Рисунок 11
Распределение средних значений норматива НЗ по группам банков (%)

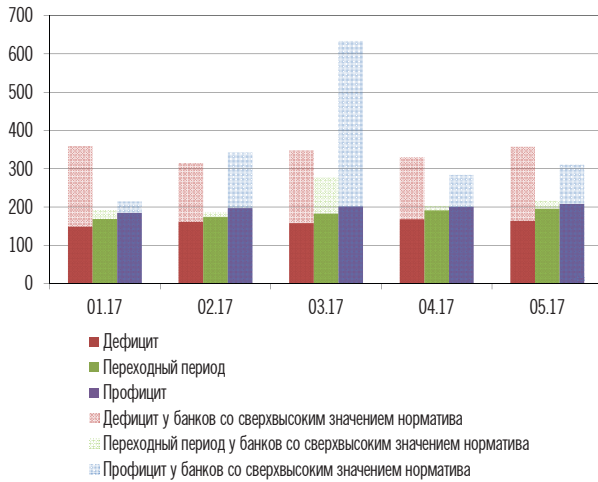
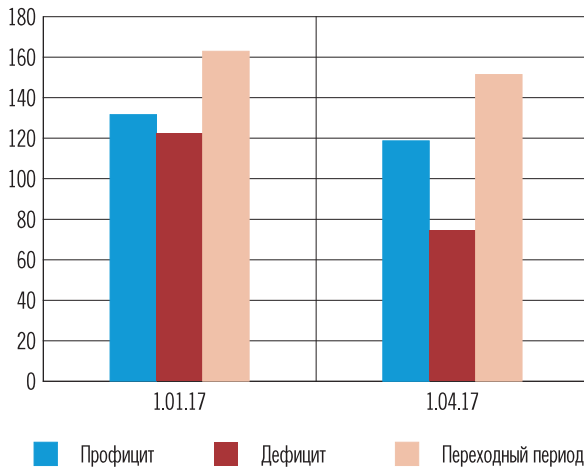


Рисунок 12
Структура ПКЛ банков с различной ликвидной позицией (%)



банков с дефицитом ликвидности (рис. 12). В то же время банки с неустойчивым профицитом ликвидности («переходная позиция») в течение квартала в среднем обладают более низкими значениями ПКЛ, чем банки с дефицитом ликвидности. Причиной этого является отсутствие требований к выполнению ПКЛ для большинства банков из данной группы.

В целом следует отметить, что наибольшие потенциальные риски ликвидности сконцентрированы в группе банков с дефицитной или переходной ликвидной позицией. Вместе с тем наибольший объем ликвидной позиции указанных групп банков приходится на банки, в распоряжении которых имеется достаточный объем рыночных активов. При необходимости они могут

быть использованы для получения рефинансирования в Банке России.

1.2. Риски дефицита валютной ликвидности

В I квартале 2017 года объемы валютного денежного рынка сохранялись на уровне предыдущего квартала (рис. 13). При этом происходило замещение задолженности перед Банком России задолженностью на валютном денежном рынке. Задолженность банков в иностранной валюте перед Банком России снизилась на 6,5 млрд долларов США за I квартал 2017 года и составила 4,8 млрд долларов США на 1.05.2016. Задолженность по опера-

Рисунок 13
Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» (млрд долл. США)

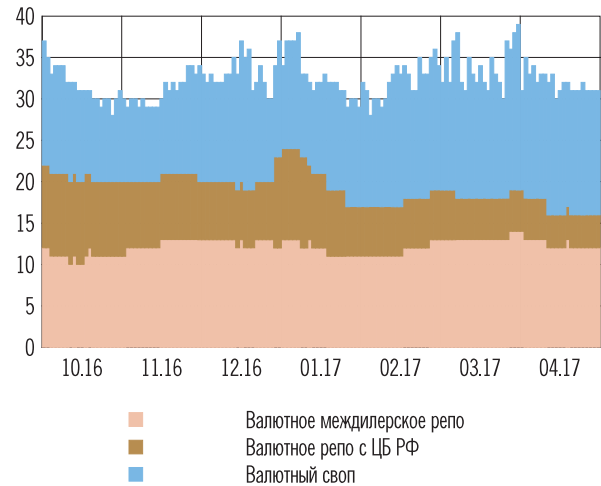
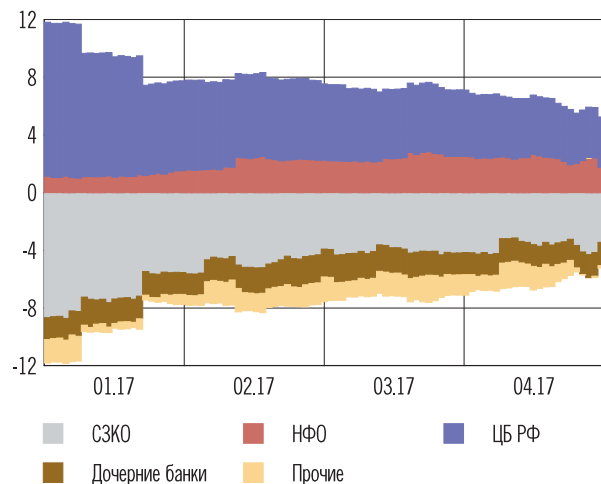


Рисунок 14
Структура операций валютного репо по типам участников (млрд руб.)



циям валютного репо (без участия Банка России) за аналогичный период несколько снизилась – с 12,5 до 12,1 млрд долларов США. Задолженность по операциям «валютный своп» продолжила расти, увеличившись на 2,1 млрд долларов США за I квартал 2017 года. В отдельные дни в марте 2017 года объем операций «валютный своп» (без учета Банка России) превысил 19 млрд долларов США и составил 51,9% от объема рассматриваемых операций при среднеквартальном значении 42,7%, что было обусловлено использованием операций «валютный своп» для привлечения рублевой ликвидности в пик прохождения налогового периода.

Основными заемщиками валютной ликвидности на рынке валютного репо являлись СЗКО и дочерние иностранные банки, которые привлекали валютную ликвидность у некредитных финансовых организаций (брокеров) и банков за пределами списка 100 крупнейших (рис. 14).

В течение I квартала 2017 года банки, обслуживающие экспортеров, оставались основными поставщиками валютной ликвидности на рынке «валютный своп» (рис. 15). Операции Банка России на рынке «валютный своп» носили эпизодический характер. В условиях больших объемов предоставления валютной ликвидности крупнейшими участниками банковского сектора на рынке «валютный своп» дефицита валютной ликвидности не наблюдалось. Индикативная ставка по валютным свопам находилась на уровне ключевой ставки.

Снижение рисков дефицита валютной ликвидности способствовало сужению спреда MosPrime – FX Swap на российском рынке в течение квартала (рис. 16). В конце марта 2017 года наблюдалось небольшое расширение спреда, которое могло быть вызвано ожиданиями высоких выплат по внешнему долгу и «эффектом конца квартала». Однако существенного снижения вмененных рублевых ставок по операциям «валютный своп» не произошло, чему способствовала благоприятная ситуация с валютной ликвидностью как на российском, так и на глобальном рынке.

С февраля 2017 года Минфин России приступил к покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в условиях посту-

Рисунок 15
Чистая позиция на рынке «валютный своп»
за скользящий месяц (млрд долл. США)

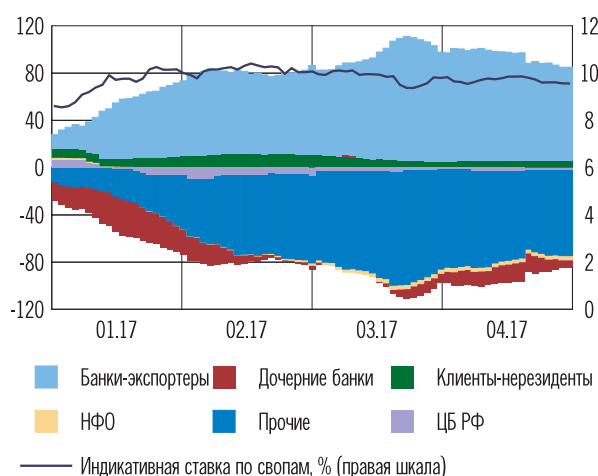


Рисунок 16

Процентные ставки
валютного рынка (%)

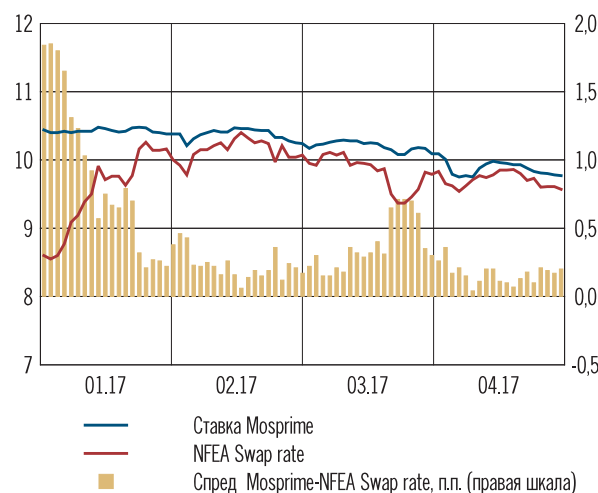
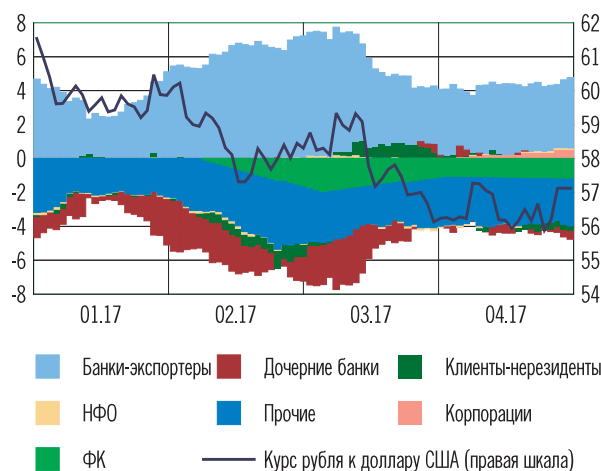


Рисунок 17

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



пления нефтегазовых доходов бюджета сверх ранее запланированных в базовом сценарии. В первый месяц проведения операций объем покупок составил 6,3 млрд рублей в день, однако последующая корректировка объема нефтегазовых бюджетных поступлений в сторону их снижения привела к сокращению покупок валюты до 3,5 млрд рублей в день в апреле 2017 года (рис. 17). Операции покупки иностранной валюты Минфином России играли значимую, но не решающую роль в формировании нетто-покупок на валютном рынке. С точки зрения курсовых рисков на фоне повышения объема чистых продаж иностранной валюты они

способствовали достижению баланса спроса и предложения на валютном рынке, снижению курсовой волатильности, а также сокращению зависимости курса национальной валюты от внешней конъюнктуры.

В целом структура операций на внутреннем валютном рынке по категориям участников не претерпела значимых изменений. Основной объем нетто-продаж на валютном рынке совершают банки, обслуживающие экспортеров, и нефинансовые компании, которые в отчетный период получили прямой доступ к покупке и продаже валюты на Московской Бирже (см. врезку).

Врезка. Прямое участие нефинансовых компаний в торгах на Московской Бирже

С 16 января 2017 года российские корпорации получили прямой доступ на валютный рынок. Основными требованиями для допуска корпораций на валютный рынок являются:

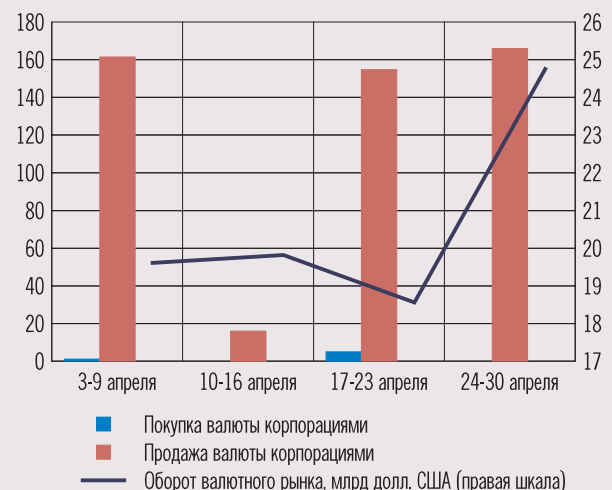
- собственный капитал более 1 млрд рублей;
- отсутствие фактов ухудшения финансового состояния и признаков банкротства;
- наличие выделенного подразделения для работы на финансовых рынках;
- наличие в штате как минимум двух сотрудников, имеющих опыт работы в области финансовых рынков (подтверждаемый квалификационным аттестатом российских или зарубежных регуляторов).

Кроме того, за два календарных года, предшествующих обращению нефинансовой компании на биржу для получения прямого допуска на валютный рынок, годовой объем заключенных организацией сделок купли-продажи иностранной валюты должен составлять не менее 100 млн долларов США в год (по курсу, определяемому на 31 декабря каждого календарного года). При этом корпорации с капиталом до 50 млрд рублей и с рейтингом по международной шкале долгосрочной кредитоспособности ниже уровня «суверенный рейтинг-2» (не ниже «BB-» по Standard & Poor's или Fitch Ratings либо «Ba3» по классификации Moody's Investors Service) могут совершать сделки только на условии полного предварительного депонирования средств.

Основными факторами спроса на прямые операции с иностранной валютой являются:

- снижение транзакционных издержек;
- повышение эффективности управления ликвидностью;
- снижение спреда между покупкой и продажей валюты;
- отсутствие кредитного риска при покупке валюты без контрагента.

Рисунок 18
Динамика прямых продаж иностранной валюты корпорациями (млн долл. США)



С апреля 2017 года начались первые сделки корпоративных клиентов на валютном рынке (рис. 18). В настоящий момент прямые сделки корпораций носят нерегулярный характер и составляют 0,2–2,5% оборота валютного рынка. Основными участниками являются крупные экспортеры. По оценке Московской Биржи, в прямом доступе на валютный рынок может быть заинтересовано до 50 компаний, большая часть из которых является крупными экспортерами и импортерами, а оборот за несколько лет может увеличиться до дополнительного 1 млрд долларов США ежедневных оборотов. Также предполагается, что во II квартале 2017 года нефинансовые компании получат доступ к прямым торгам на денежном рынке (сделки репо с ЦК и депозитно-кредитные операции с ЦК).

В качестве основных рисков следует отметить сокращение краткосрочных пассивов у банков, обслуживающих нефинансовые компании, которое, в свою очередь, может способствовать росту рисков ликвидности в банковском секторе.

В целом следует отметить, что большинство участников валютного рынка ожидают от прямого участия на бирже корпораций повышения оборота рынка и частоты совершаемых операций. В то же время валютные риски регуляторных изменений являются минимальными, и возможно лишь незначительное увеличение волатильности валютного курса в отдельные дни.

Принимая во внимание структуру потенциальных участников и невысокие брокерские комиссии по операциям крупнейших корпораций, можно предположить, что переход нефинансовых компаний к прямому участию на бирже будет происходить постепенно и не окажет существенного влияния на конъюнктуру валютного и денежного рынков.

2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

2.1. Риски операций кэрри-трейд на рынке ОФЗ

I квартал 2017 года характеризовался притоком капитала на формирующиеся рынки, в частности в Россию. Интерес иностранных инвесторов к внутренним государственным облигациям России подтверждается динамикой объемов ОФЗ на счетах иностранных депозитариев (рис. 19). За первые две недели января 2017 года произошел рост объема вложений в ОФЗ на 96 млрд рублей со стороны иностранных инвесторов. Затем наблюдалась некоторая стабилизация объема вложений в ОФЗ до начала марта, когда начался наиболее выраженный рост вложений. С 28 февраля по 11 апреля объем вложений нерезидентов возрос на 198 млрд рублей, вслед за этим рост вложений замедлился, однако тренд к росту сохранился. В течение данного периода произошло снижение доходностей ОФЗ на 0,45% к 20 марта, а затем – стабилизация до момента понижения ключевой ставки 27 марта, когда доходности выросли, но оставались ниже уровня начала марта (на 0,17%).

В динамике приростов рынка ОФЗ с 2016 года заметна тенденция к увеличению вложений нерезидентов (рис. 20). Девять месяцев из двенадцати объем вложений нерезидентов в ОФЗ увеличивался в среднем на 65,4 млрд рублей в месяц, а в январе, июле и ноябре вложения уменьшились на 29, 9 и 40 млрд рублей соответственно. Наиболее сильное воздействие на рынок ОФЗ в 2016 году нерезиденты оказывали в мае и августе, так как прирост портфеля нерезидентов происходил на фоне снижения объемов рынка ОФЗ (коэффициент прироста – на максимальном уровне¹). В декабре 2016 года отмечался прирост вложений иностранных ин-

весторов в ОФЗ на 109 млрд рублей, и он являлся максимальным за 2016 год. В 2017 году, с 1 января по 1 апреля, прирост вложений нерезидентов составил 288 млрд рублей, при этом наибольший прирост вложений наблюдался в январе и марте. Коэффициент относительного прироста в марте был максимальный, а прирост вложений второй раз за рассматриваемый период превысил прирост рынка ОФЗ.

Рисунок 19



Рисунок 20



¹ Коэффициент прироста рассчитывается как отношение единицы плюс относительный прирост вложений нерезидентов к единице плюс относительный прирост рынка ОФЗ.

В апреле 2017 года состоялись два достаточно крупных погашения государственных облигаций: 4 апреля была погашена долларовая еврооблигация на 116 млрд рублей в рублевом эквиваленте, а 19 апреля – ОФЗ с постоянным доходом на сумму 150 млрд рублей. Несмотря на существенные объемы погашений и, как следствие, возможный приток средств с рынка еврооблигаций на внутренний рынок, темпы прироста ОФЗ на счетах иностранных держателей в апреле почти не изменились. Это может означать, что спрос на государственные еврооблигации и ОФЗ предъявляют разные группы инвесторов, а также то, что среди владельцев погашенной бумаги почти не было нерезидентов. В целом наблюдается тенденция к уменьшению доли нерезидентов при уменьшении срока до погашения ОФЗ.

Прирост вложений иностранных инвесторов вызван несколькими факторами:

- положительной внутренней конъюнктурой, связанной со стабилизацией курса рубля и снижением инфляции вместе с инфляционными ожиданиями;
- снижением волатильности на внешних рынках и некоторой стабилизацией ожиданий относительно динамики мировой экономики;
- ростом стоимости нефти в 2016 году и сохранением ее цены примерно на одном уровне в 2017 году;
- сохранением значимого дифференциала процентных ставок между Россией и развитыми странами на фоне снижения волатильности российского рынка.

Во время роста вложений нерезидентов в марте 2017 года в динамике курса рубля к доллару США было два периода (рис. 21): со 2 по 16 марта курс рубля колебался примерно на одном уровне на фоне снижения стоимости нефти марки Brent на 4–5 долларов США за баррель; с 17 марта по 1 апреля рубль укрепился на фоне восстановления стоимости нефти к уровням, близким к уровню начала марта. Такая динамика курса рубля может частично объясняться увеличившимся спросом на рублевую ликвидность со стороны иностранных инвесторов, которые направляли ее в государственные облигации. Вместе с тем основным фактором укрепления рубля продолжают оста-

Рисунок 21

Динамика объемов ОФЗ на счетах иностранных депозитариев, курса рубля и нефти марки Brent



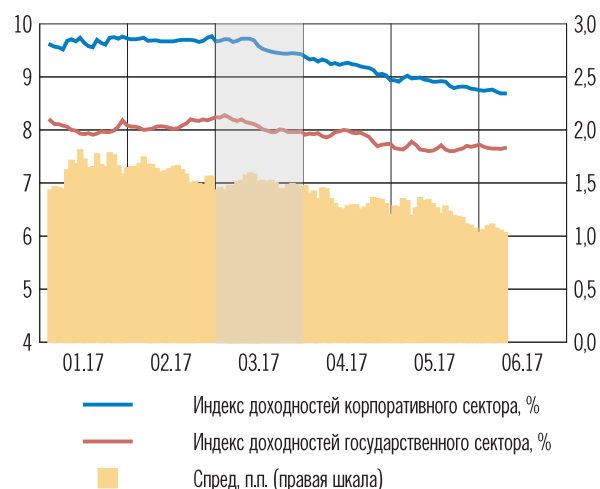
Примечание: закрашенная область показывает наиболее активный период роста ОФЗ на счетах иностранных депозитариев.

ваться продажи банков, обслуживающих экспортеров (раздел 1.2).

Что касается распределения вложений в отдельные государственные бумаги, то в наиболее ликвидных бумагах (33 бумаги) иностранные инвесторы имеют долю вложений 29%, и вложения распределены неравномерно (13 ценных бумаг имеют долю более 42%)². Бумаги с наибольшей долей нерезидентов имеют доходности, эквивалентные доходностям бумаг со схожим сроком до погашения и малой долей нерезидентов. Связь между долей вложений

Рисунок 22

Динамика доходностей государственного и корпоративного секторов (%)



Примечание: закрашенная область показывает наиболее активный период роста ОФЗ на счетах иностранных депозитариев.

² Данные по состоянию на 31 марта 2017 года.

Рисунок 23

Покупки ОФЗ на аукционах Минфина России (млрд руб.)

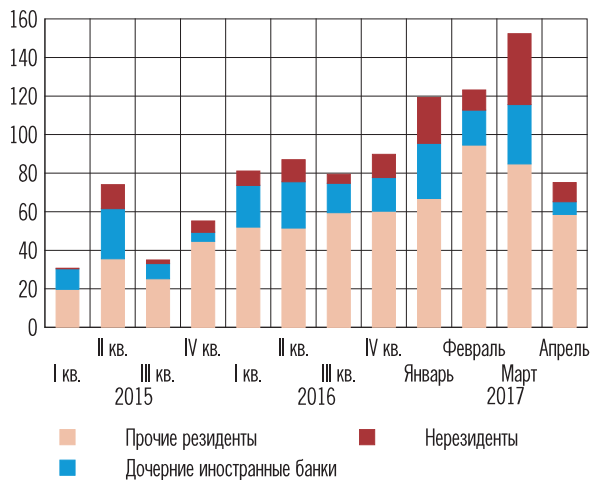
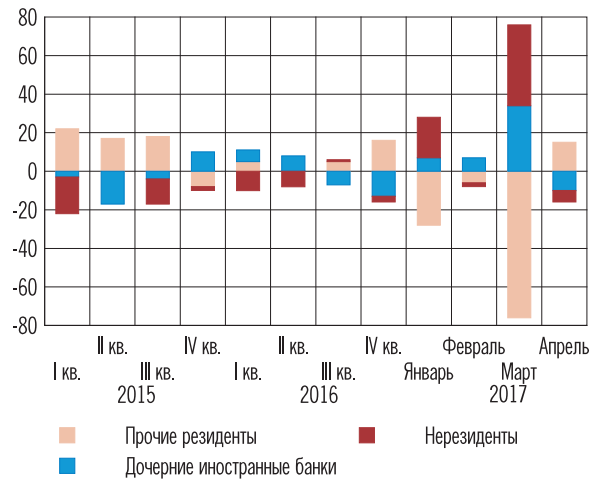


Рисунок 24

Нетто-покупки ОФЗ участниками вторичных биржевых торгов (млрд руб.)



иностранннх инвесторов в отдельные ценные бумаги и их доходностями не подтверждается.

В 2017 году произошло снижение спреда доходностей между государственными и корпоративными облигациями (рис. 22). За период с 1 января по 7 июня 2017 года снижение спреда составило около 0,5 процентного пункта. Связь доходностей корпоративного и государственного секторов достаточно сильная, их коэффициент корреляции устойчив и составляет 91%. Через канал доходностей увеличение вложений иностранных инвесторов в ОФЗ могло повлиять и на доходности корпоративного сектора, однако в динамике нетто-покупок корпоративных облигаций за 2017 год также прослеживается увеличение вложений иностранных инвесторов. В период наиболее активного роста вложений иностранных инвесторов в ОФЗ спред практически не менялся, что подчеркивает сонаправленность этих двух рынков. Таким образом, несмотря на то, что нерезиденты присутствуют на российском рынке корпоративных облигаций в значительно меньшем масштабе³, их операции на рынке ОФЗ оказывают системное влияние на стоимость заимствований на российском рынке.

С точки зрения динамики биржевых покупок прослеживается тенденция к увеличению интереса к ОФЗ со стороны нерезидентов и дочер-

них иностранных банков⁴ в 2017 году. В I квартале 2017 года доля нерезидентов на аукционах ОФЗ выросла до 18% с одновременным сокращением доли других участников. В январе и марте 2017 года был более выражен рост доли нерезидентов в покупках на первичном рынке ОФЗ: доля нерезидентов увеличилась до 20 и 24% соответственно, тогда как в среднем за рассматриваемый период она составила 17% (рис. 23). Аналогичной была и динамика покупок дочерних иностранных банков на первичном рынке ОФЗ в январе и марте, их доли выросли на фоне динамики второго полугодия 2016 года, но в целом были немного ниже среднего уровня за рассматриваемый период.

На вторичном биржевом рынке в 2015–2016 годах нерезиденты в целом выступали как нетто-продавцы (рис. 24). Однако в I квартале 2017 года произошло изменение данной тенденции – нерезиденты, так же как и на первичных торгах, в январе и марте купили ОФЗ на 110 млрд рублей.

Вместе с тем на первичном и вторичном биржевом рынке за последние два года российские инвесторы были основными покупателями ОФЗ. На аукционах размещения ОФЗ с 2015 года доля нерезидентов в среднем составляла 13,7%, дочерних иностранных банков – 21,2%, прочих резидентов – 65,1%. Последующая продажа резидентами части купленных на аукци-

³ Более подробные комментарии – см. в Обзоре денежного рынка и рынка деривативов за III квартал 2016 года (Банк России).

⁴ В данную категорию включаются банки, связанные (или принадлежащие) с иностранными банками, за исключением системно значимых кредитных организаций.

Рисунок 25

Нетто-покупки корпоративных облигаций участниками вторичных биржевых торгов, среднее значение за месяц (млрд руб.)

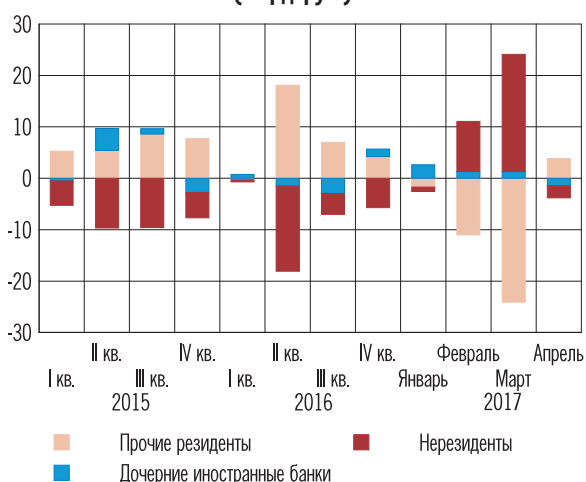
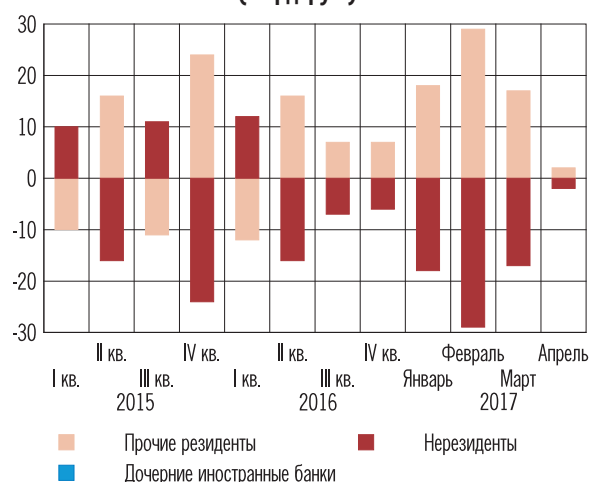


Рисунок 26

Нетто-покупки акций участниками вторичных биржевых торгов, среднее значение за месяц (млрд руб.)



онах ОФЗ происходит на фоне повышенного риск-аппетита иностранных инвесторов и сохранения привлекательных условий вложений.

Так же как и на биржевом рынке ОФЗ, на вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций в 2015–2016 годах нерезиденты выступали как нетто-продавцы, а в I квартале произошло изменение тенденции (рис. 25). Нерезиденты в феврале и марте купили облигаций на сумму 33 млрд рублей, что в масштабах рынка является небольшой величиной. Нетто-покупки дочерних иностранных банков были незначительными по сравнению с другими группами участников на биржевом корпоративном рынке.

На вторичном рынке биржевых торгов акциями, в отличие от рассмотренных выше рынков, нерезиденты только в трех кварталах 2015–2016 годов выступали как нетто-покупатели, а в первые четыре месяца 2017 года нарастили продажи акций (рис. 26). Данный эффект может быть связан с перетоком средств с облигационных рынков.

Несмотря на то, что в 2017 году наблюдается увеличение спроса иностранных инвесторов на государственные облигации, локальные инвесторы продолжают предъявлять стабильный спрос на первичном и вторичном рынках. Доля в покупках локальных инвесторов на данных рынках устойчива и составляет около 80% (или 60%, если вычесть все операции дочерних иностранных банков). В случае выхода нерезидентов с рынка ОФЗ повышение их доходности ста-

нет фактором роста спроса на ОФЗ со стороны локальных инвесторов. В связи с этим возможные неблагоприятные последствия проводимых на рынке ОФЗ операций кэрри трейд представляются ограниченными.

2.2. Анализ последствий введения нового подхода к формированию Ломбардного списка для операций рефинансирования Банка России

Потребность в ликвидности участников финансового рынка снижалась на фоне постепенного перехода банковского сектора к структурному профициту ликвидности в IV квартале 2016 года. В январе 2017 года переход к структурному профициту завершился, и в течение первых четырех месяцев 2017 года профицит сохранялся на относительно невысоком уровне⁵. На фоне перехода к профициту ликвидности⁶ Банк России уточнил подходы к формированию Ломбардного списка в связи с введением нового регулирования деятельности кредитных рейтинговых агентств (Федеральный за-

⁵ Ликвидность банковского сектора и финансовые рынки, № 14, 2017 год (Банк России).

⁶ Пресс-релиз Банка России «Об уточнении подходов к формированию Ломбардного списка Банка России» от 14.04.2017.

кон от 13.07.2015 №222-ФЗ). Так, начиная с 14 июля 2017 года при включении в Ломбардный список облигаций субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, а также облигаций юридических лиц – резидентов Российской Федерации (в том числе облигаций ипотечных агентств и облигаций с ипотечным покрытием) будет требоваться наличие у выпусков (эмитентов)⁷ указанных ценных бумаг кредитного рейтинга на уровне не ниже «BBB (RU)», присвоенного кредитным рейтинговым агентством «Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство» (АКРА)⁸. Помимо наличия у выпусков (эмитентов) ценных бумаг указанного кредитного рейтинга, при принятии решения о включении ценных бумаг в Ломбардный список будут учитываться результаты проводимой Банком России оценки кредитного качества выпусков ценных бумаг (кредитоспособности эмитентов). Кроме того, повышаются требования к рейтингам облигаций иностранных эмитентов, включаемых в Ломбардный список после 14 июля 2017 года: минимальный уровень кредитного рейтинга международных рейтинговых агентств⁹ повышен до «BB-»/«Ba3».

Все выпуски облигаций, включенные в Ломбардный список по состоянию на 14 июля 2017 года, сохраняются в Ломбардном списке до их погашения (кроме случаев, когда исключение ценных бумаг осуществляется в связи с неудовлетворительным, по мнению Банка России, финансовым положением эмитента или исключением соответствующей категории ценных бумаг из Ломбардного списка).

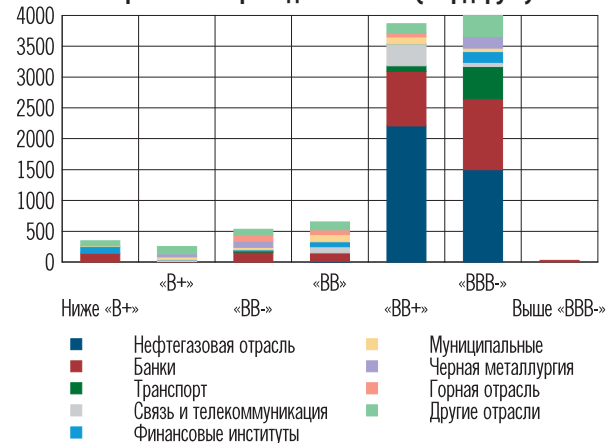
В связи с тем, что новый подход к формированию Ломбардного списка будет оказывать существенное влияние на его состав, был проведен анализ рейтинговой структуры Ломбардного списка и отраслевой принадлежности эмитентов. В анализ не включались государственные облигации, облигации с государственной гарантией или поручительством

⁷ В случае отсутствия кредитного рейтинга выпуска ценных бумаг Банк России учитывает кредитный рейтинг эмитента данных облигаций.

⁸ В дальнейшем Банк России может рассмотреть вопрос об использовании при формировании Ломбардного списка кредитных рейтингов иных кредитных рейтинговых агентств, внесенных Банком России в реестр кредитных рейтинговых агентств.

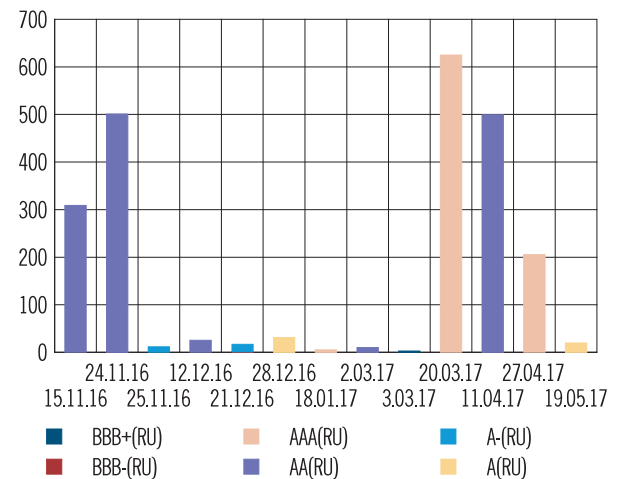
⁹ S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's Investors Service.

Рисунок 27
Структура Ломбардного списка по рейтингу и отраслевой принадлежности* (млрд руб.)



* Без учета государственных облигаций и облигаций с государственными гарантиями.
Примечание: данные по состоянию на 19.05.2017.

Рисунок 28
Динамика присвоения АКРА рейтингов эмитентам, ценные бумаги эмитентов (млрд руб.)



Примечание: данные по состоянию на 19.05.2017.

АО «АИЖК», так как у данных выпусков (эмитентов) сохраняется возможность включения в Ломбардный список без кредитных рейтингов, соответствующих требованиям Банка России (в соответствии с Указанием Банка России от 10.08.2012 № 2861-У).

В рейтинговой структуре Ломбардного списка преобладают корпоративные облигации с рейтингами «BBB-» и «BB+» с долями 41,4 и 40,0% соответственно¹⁰ (рис. 27). Чуть менее 73% облигаций с рейтингами «BBB-» и «BB+» составляют облигации нефтегазовой и банковской отраслей, а в общем объеме бумаг Ломбардного списка их доля составляет 64,3%.

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

Также в общем объеме бумаг в Ломбардном списке относительно большие доли составляют облигации транспорта и связи (6,5 и 5,7% соответственно), а доли остальных отраслей по отдельности – менее 5%.

Общий объем бумаг, которые имеют рейтинг АКРА, составляет 2,25 трлн рублей (рис. 28), из них 57,8% уже находятся в Ломбардном списке¹¹. Почти все облигации (97,5%) с рейтингом от АКРА являются облигациями банковского сектора экономики, оставшуюся часть составляют региональные и муниципальные облигации на сумму 56,9 млрд рублей.

Повышение требований к рейтингу иностранных эмитентов до «ВВ-»/«Вa3» не окажет влияния на объем бумаг в Ломбардном списке, так как все бумаги этой группы эмитентов по состоянию на 19.05.2017 соответствовали данному требованию.

На данный момент 54,6% объема всех бумаг из Ломбардного списка уже соответствует новым требованиям Банка России для включения в Ломбардный список (рис. 29). Из них 47% бумаг по объему составляют государственные облигации и ценные бумаги с государственной гарантией, 7% – облигации банковского сектора с рейтингом АКРА, 0,6% – муниципальные и региональные облигации с рейтингом АКРА.

Способность АКРА выставить рейтинг значительному объему облигаций будет зависеть от участия в рейтинговом процессе крупных эмитентов в нефтегазовой и банковской отраслях, так как именно в них сконцентрированы наиболее крупные эмитенты ценных бумаг. На долю двух крупнейших эмитентов в нефтегазовой отрасли приходится 76% объема нефтегазовых ценных бумаг в Ломбардном списке, а доля пяти крупнейших эмитентов в ценных бумагах банковской отрасли составляет 70%.

Эмитенты, у которых предстоят размещения новых выпусков облигаций, заинтересованы в получении рейтинга от АКРА: в 2017 году были размещены новые выпуски облигаций с рейтингом от АКРА на 69 млрд рублей.

Объем погашений корпоративных ценных бумаг в Ломбардном списке до 2019 года распределен неравномерно (рис. 30): в начале 2018 года наблюдается пик погашений (февраль)

Рисунок 29
Структура распределения бумаг в Ломбардном списке по отраслям и рейтинги АКРА (%)

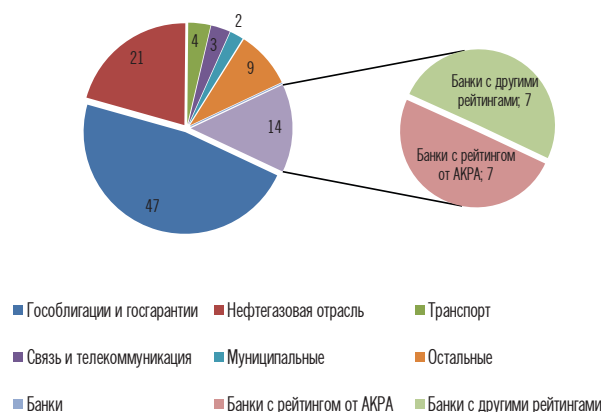
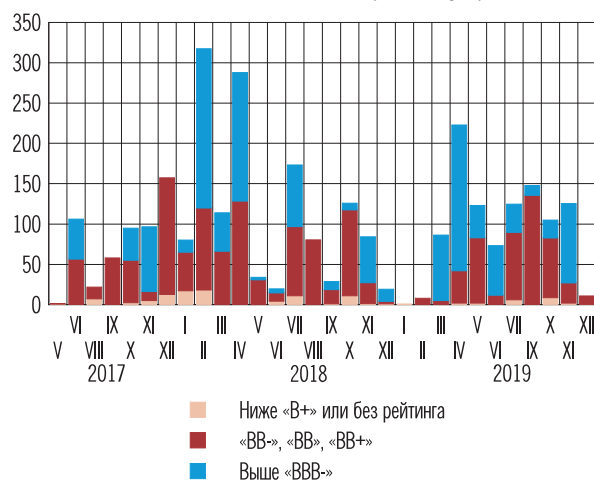


Рисунок 30
Динамика погашения ценных бумаг в Ломбардном списке* (млрд руб.)



* Государственные бумаги и бумаги с государственной гарантией исключены.

и затем неравномерное снижение до апреля 2019 года, а в 2019 году – рост среднего объема погашений. По состоянию на 19 мая 2017 года рейтинг от АКРА имеют 30% ценных бумаг с датой погашения в 2017 году, в 2018 году – 14%, а в 2019 году – 34%. С точки зрения рейтинговой структуры погашений 63% ценных бумаг с датой погашения в 2017 году имеют рейтинги «ВВ-», «ВВ», «ВВ+», 32% – выше «ВВВ-», 5% – ниже «ВВ-».

Новый подход к формированию Ломбардного списка не приведет к существенному сокращению потенциала рефинансирования банковского сектора или увеличению системного риска по следующим причинам:

¹¹ Данные по состоянию на 19.05.2017.

- значительный объем ценных бумаг уже имеет необходимый кредитный рейтинг (или не требует рейтинга для включения в Ломбардный список);
- объемы погашений в ближайшие месяцы незначительны относительно общего объема Ломбардного списка. Кроме того, многие бумаги уже имеют требуемый кредитный рейтинг.

3. РЫНОК ДЕРИВАТИВОВ

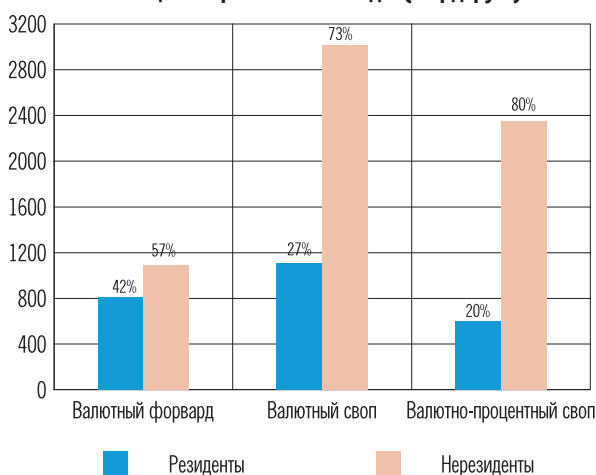
3.1. Активность нерезидентов на российском внебиржевом рынке деривативов

В условиях разницы ставок привлечения и размещения средств в разных валютах формируются предпосылки для осуществления операций кэрри трейд. На российском рынке активное присутствие нерезидентов, в том числе в форме операций кэрри трейд, характерно не только для рынка ОФЗ, но и для рынка внебиржевых деривативов. В связи с этим Банк России провел анализ присутствия нерезидентов на российском внебиржевом рынке деривативов.

Доля нерезидентов на российском внебиржевом рынке деривативов продолжает составлять более половины всех открытых позиций по валютным инструментам (рис. 31). Так, более 57% сделок по инструменту «валютный форвард» приходится на нерезидентов. На рынке валютных свопов и валютно-процентных свопов их доля превышает 70%.

Рисунок 31

Разбивка открытых позиций по внебиржевым валютным инструментам на резидентов и нерезидентов на конец I квартала 2017 года (млрд руб.)



Основной объем торговли на российском валютном внебиржевом рынке совершается с использованием валютных пар, где одной из валют является рубль, а другой – иностранная валюта. На рынке рублевых валютных свопов наблюдалось снижение доли нерезидентов с уровня 75–80% до 50% в течение 2015 года, однако к началу 2017 года их доля восстановилась до уровня 60–65% (рис. 32). Объемы чистой покупки рублей нерезидентами имеют ярко выраженную скачкообразную структуру, колеблясь в диапазоне от -400 до 400 млрд рублей.

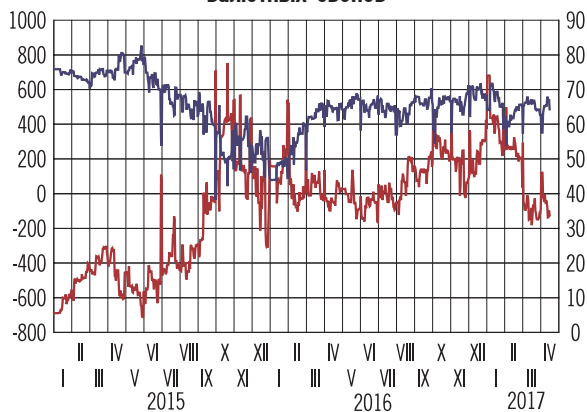
Доля нерезидентов на рынке рублевых валютно-процентных свопов также снижалась большую часть 2015 года, несколько восстановилась во второй половине 2016 года, но вновь снизилась до 76% на конец I квартала 2017 года (рис. 33). Несмотря на снижающуюся долю нерезидентов, чистый объем продажи рублей сохраняется на уровне 800–1000 млрд рублей.

На рынке рублевых валютных форвардов ситуация отличается от других сегментов внебиржевого рынка. Доля нерезидентов на данном рынке держалась на стабильном уровне 55–60% после некоторого падения с 70–75% в сентябре 2015 года (рис. 34). На данном рынке нерезиденты исторически выступали в качестве нетто-продавцов рублей, однако с IV квартала 2015 года чистый объем покупки рублей увеличивался, и на начало 2017 года нерезиденты стали нетто-покупателями рублей за валюту с чистой открытой позицией в 30 млрд рублей.

Стабильный рост нетто-покупок рублей за иностранную валюту нерезидентами может являться следствием участия нерезидентов в стратегии кэрри трейд. Результативность данной стратегии состоит из двух факторов: дифференциала процентных ставок и изменения обменного курса. Классическая стратегия кэрри трейд подразумевает привлечение средств в валюте с низкой процентной ставкой и инве-

Рисунок 32

**Чистый объем покупки рублей за валюту
нерезидентами и их доля на рублевом рынке
валютных свопов**

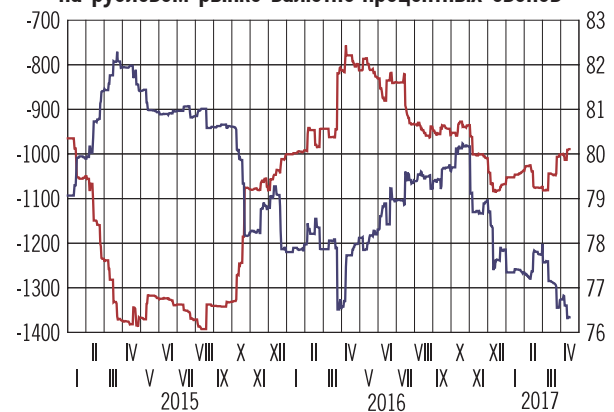


— Чистый объем покупки рублей за иностранную валюту, млрд руб.
— Доля нерезидентов на рублевом рынке, % (правая шкала)

Примечание: доля нерезидентов на рублевом рынке рассчитывалась как отношение объема открытых позиций сделок, одной из сторон которых являются нерезиденты, к общей величине рынка на каждую дату.

Рисунок 33

**Чистый объем покупки рублей за валюту
нерезидентами по второй части сделки и их доля
на рублевом рынке валютно-процентных свопов**



— Чистый объем покупки рублей за иностранную валюту, млрд руб.
— Доля нерезидентов на рублевом рынке, % (правая шкала)

Примечание: доля нерезидентов на рублевом рынке рассчитывалась как отношение объема открытых позиций сделок, одной из сторон которых являются нерезиденты, к общей величине рынка на каждую дату.

стирование данных средств в валюту с высокой процентной ставкой. Таким образом, доходность инвестора будет составлять:

$$R_{t+1}^f = \frac{S_{t+1}^d}{S_t^d} (1 + r_t^d) - (1 + r_t^f),$$

где S_t^d – спотовый обменный курс иностранной валюты к базовой в момент времени t ;

r^f – безрисковая процентная ставка в иностранной валюте;

r^d – безрисковая процентная ставка в базовой валюте.

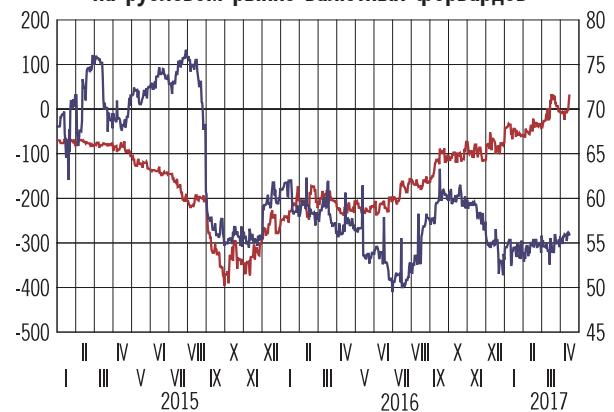
Данная стратегия может быть также осуществлена синтетически путем покупки форвардов определенной срочности и последовательным переносом позиции на необходимый срок. В данной стратегии дифференциал процентных ставок уже включен в стоимость форварда. Прибыльность такой стратегии составит:

$$R_{t+1}^f = \frac{S_{t+1}^d}{F_t^d} - 1 = \frac{S_{t+1}^d(1 + r_t^d)}{S_t^d(1 + r_t^f)} - 1.$$

Активный рост вложений нерезидентов в рублевые форварды начался ориентировочно с ноября 2015 года. Для оценки выгодности стратегии кэрри трейд на рынке форвардов на пару доллар США/рубль зафиксируем начало ноября 2015 года как дату начала реализа-

Рисунок 34

**Чистый объем покупки рублей за валюту
нерезидентами по второй части сделки и их доля
на рублевом рынке валютных форвардов**



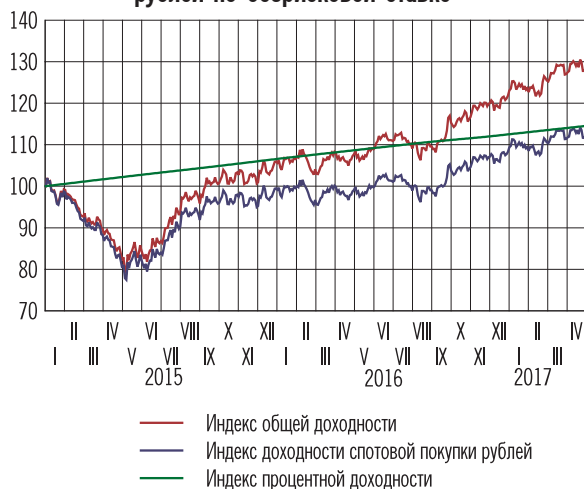
— Чистый объем покупки рублей за иностранную валюту, млрд руб.
— Доля нерезидентов на рублевом рынке, % (правая шкала)

Примечание: доля нерезидентов на рублевом рынке рассчитывалась как отношение объема открытых позиций сделок, одной из сторон которых являются нерезиденты, к общей величине рынка на каждую дату.

ции стратегии и примем значение стоимости портфеля в этот момент за 100%.

Простая стратегия инвестирования рублей по процентной ставке денежного рынка с ноября 2015 года по начало апреля 2017 года обеспечила бы доходность (без пересчета на год) на уровне 14,51% (рис. 35). В то же время, если бы инвестор воспользовался стратегией покупки рублей за доллары с последующей обратной сделкой по истечении этого периода, доходность курсовой разницы составила бы 12,02%. Таким образом, доходность всей стра-

Рисунок 35
Индексы доходности по стратегиям кэрри трейд, покупки
рублей за доллары США и простого инвестирования
рублей по безрисковой ставке



тегии кэрри трейд с учетом изменения валютного курса и дифференциала ставок принесла бы 28,28%.

Настоящий анализ показывает, что стратегия кэрри трейд могла иметь место в рассматриваемом периоде на российском рынке внебиржевых форвардов. Однако необходимо отметить, что в пересчете на год доходность данной стратегии составила 18,11% со стандартным отклонением 17,32%. Столь высокое значение волатильности доходности позволяет сделать вывод, что подобная стратегия кэрри трейд на российском рынке могла иметь положительную доходность в рассматриваемом периоде лишь случайно, и в будущем такая стратегия может оказаться невыгодной в условиях сужающегося дифференциала ставок и в случае неблагоприятного изменения валютного курса.

3.2. Перспективы введения обязательного маржирования внебиржевых ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг

После мирового финансового кризиса 2008 года, повлекшего за собой банкротства крупных финансовых институтов, лидеры стран, входящих в «Большую двадцатку» (G20), согла-

совали план реформирования глобальной финансовой системы. Одним из шагов, направленных на повышение стабильности финансовой системы, является решение о введении обязательного маржирования ПФИ, заключенных без центрального контрагента (ЦК).

Большинство сделок с ПФИ на внебиржевом рынке не являются стандартизированными, в связи с чем не могут заключаться через ЦК. Требования к маржированию призваны предотвратить возникновение череды дефолтов в случае неисполнения одной из сторон своих обязательств. Таким образом, данная мера направлена на сокращение системного риска и снижение уязвимости финансовой системы.

В соответствии со стандартами, представленными в совместном документе BCBS и IOSCO «Стандарты по маржевым требованиям для ПФИ, в отношении которых не осуществляется централизованный клиринг» (опубликован в марте 2015 года), по мнению Банка России, требования к маржированию должны быть распространены на все ПФИ без ЦК, информация о которых подлежит предоставлению в репозиторий, за исключением следующих сделок:

- поставочные валютные или товарные ПФИ (табл. 1);
- внутригрупповые ПФИ;
- ПФИ с отдельными субъектами.

При этом для распространения требования об обязательном маржировании ПФИ на конкретную сделку каждая из сторон по сделке должна достигнуть определенного Банком России порогового значения.

На валютной и товарных секциях российского внебиржевого рынка значительная часть сделок не будет подпадать под требования обязательного маржирования из-за высокой доли поставочных контрактов и внутригрупповых сделок. Так, например, на рынке валютных свопов и валютных форвардов на внутригрупповые сделки приходится 21 и 41% всех открытых позиций на конец I квартала 2017 года (рис. 36). Помимо этого, среди сделок, не являющихся внутригрупповыми, около 35% всех открытых позиций валютных ПФИ являются поставочными, то есть предусматривают обмен двумя различными валютами в определенную дату по фиксированному курсу, согласованному

Таблица 1

Требования об обязательном маржировании в зависимости от категории ПФИ без ЦК

	Поставочные валютные форвардные договоры и поставочные валютные своп-договоры; опционные, форвардные или своп-договоры, предусматривающие поставку базисного актива (товара)	Валютно-процентные своп-договоры, предусматривающие поставку номинальной суммы (валюты)	Все иные ПФИ без ЦК
Начальная маржа	Не применяются	Применяются с учетом особенностей инструмента	Применяются
Вариационная маржа	Не применяются	Применяются	

Рисунок 36

Валютные и товарные внебиржевые деривативы, открытые на конец I квартала 2017 года, в разбивке позиций по типам (трлн руб.)

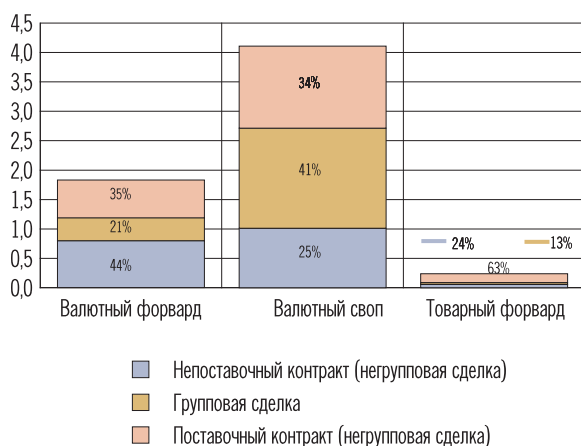
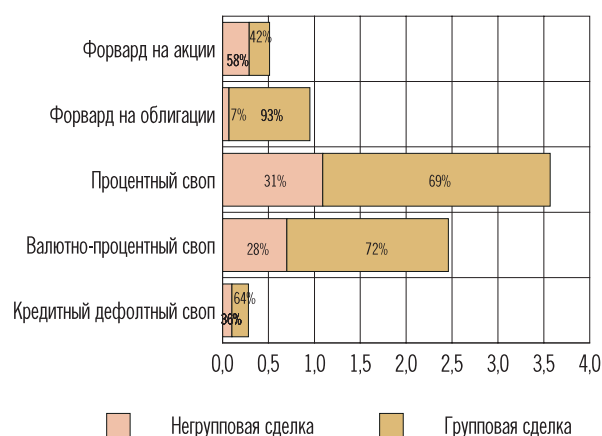


Рисунок 37

Иные ПФИ без ЦК, открытые на конец I квартала 2017 года, в разбивке позиций по типам (трлн руб.)



в дату заключения такого договора. Доля поставочных контрактов на рынке товарных форвардов превышает 63%.

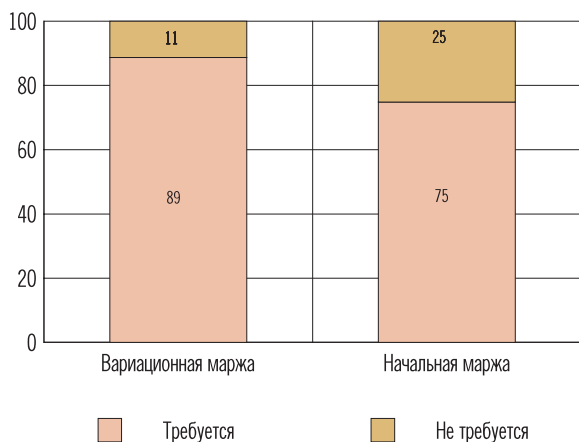
На иных секциях внебиржевых ПФИ без ЦК доля внутригрупповых сделок также преобладает (рис. 37). Доминирующая часть открытых позиций по форвардам на облигации приходится на внутригрупповые сделки финансовых холдингов. Наибольший объем негрупповых сделок сконцентрирован на секции процентных и валютно-процентных свопов, хотя и по данным инструментам доля внутригрупповых операций составляет около 70%.

Согласно опубликованным предложениям Банка России о введении обязательного маржирования внебиржевых ПФИ без ЦК, участники финансового рынка, заключающие внебиржевые ПФИ без ЦК, должны будут обмениваться начальной и вариационной маржой, размеры которой соответствуют рискам контрагента по таким сделкам (с использованием соответствующих пороговых значений). Для опре-

деления необходимости начала маржирования предполагается осуществлять расчет размера совокупной номинальной стоимости ПФИ без ЦК, заключенных группой, в которую входит соответствующая сторона по сделке. При превышении пороговых значений каждой из сторон сделки маржирование такой сделки становится обязательным. При этом на начальном этапе с 1 июля 2018 года предполагается установка первоначального порогового значения в 100 млрд рублей для вариационной маржи и 600 млрд рублей – для начальной маржи.

Учитывая данные пороговые значения, на российском внебиржевом рынке под требования обязательного внесения вариационной маржи на настоящий момент подпадает около 20 крупнейших организаций и финансовых холдингов, на которых сконцентрировано 89% всех открытых позиций (рис. 38). Под требования о внесении начальной маржи подпадают около 10 крупнейших участников рынка, охватывающих 75% всего рынка. Необходимо отме-

Рисунок 38
Доля рынка внебиржевых деривативов, которая приходится на участников, подпадающих под требование обязательного маржирования (%)



Примечание: к расчету принимаются в том числе ПФИ без ЦК, заключенные между лицами, входящими в одну группу (при этом каждый ПФИ без ЦК принимается к расчету однократно).

тить, что все участники относятся к категории 1¹ и в большинстве своем являются российскими системно значимыми кредитными организациями, однако среди них также есть дочерние структуры иностранных банков, а также банки-нерезиденты.

Учитывая большое разнообразие участников на российском внебиржевом рынке, которые имеют значительно различающиеся по своей величине позиции, предложенные Банком России подходы к введению обязательного мар-

жирования не представляются существенной преградой для сохранения целостности рынка и числа его участников, так как распространяются менее чем на 5% участников рынка, которые являются доминирующими по величине открытых позиций.

По имеющимся оценкам, предложенные правила обязательного маржирования не приведут к существенному изменению текущей структуры российского внебиржевого рынка ПФИ. Общий объем рынка рассматриваемых ПФИ составляет около 14 трлн рублей. С учетом внутригрупповых сделок, а также поставочных товарных и валютных контрактов под требования обязательного маржирования будет попадать около 30% рынка. При этом 75–90% объема российского рынка внебиржевых ПФИ приходится на узкий круг финансовых холдингов и крупных банков. Это означает, что только в отношении четверти рынка будут распространяться новые требования, при этом они затронут преимущественно крупнейших участников. Вместе с тем важно отметить, что российский внебиржевой рынок развивается и его структура может сильно измениться в будущем. В связи с этим Банк России будет проводить регулярный мониторинг рынка внебиржевых ПФИ без ЦК на предмет имплементации новых требований и связанных с этим рисков.

¹ Категория 1 – кредитные организации и профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление дилерской, брокерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами, а также организации, имеющие лицензию управляющей компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов. К данной категории также относятся иностранные юридические лица, имеющие право в соответствии с личным законом осуществлять банковскую деятельность или профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Категория 2 – иные организации – участники внебиржевого рынка ПФИ.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Регуляторные новации на финансовых рынках

Регулирование бенчмарков

17 февраля 2017 года Банк Англии опубликовал для сбора комментариев дополнительный документ по вопросу регулирования **бенчмарки SONIA**. Документ затрагивает методику усреднения данных для получения взвешенной по объемам сделок медианной ставки (volume-weighted trimmed mean).

Банк Англии предлагает использовать для расчета SONIA усеченное среднее значение процентных ставок. Использование данного показателя позволит исключить влияние выбросов ставок по отдельным сделкам, и в результате рассчитанная ставка SONIA не будет существенно отличаться от медианного значения. Метод усеченного среднего близок к применяемой в данный момент методике расчета бенчмарки SONIA, что особенно заметно при асимметричном распределении ставок, наблюдаемом в конце квартала в последние годы. Вместе с тем усеченное среднее позволяет исключить ошибочные и манипулятивные сделки.

Банк Англии также сдвинул на один квартал переходный период для расчета ставки SONIA по новой методике – с конца 2017 года на конец I квартала 2018 года.

Регулирование рынка производных финансовых инструментов

Сделки с биржевыми деривативами

16 января 2017 года Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) опубликовал консультативный документ о расширении списка доступных для обращения на товарной бирже производных финансовых ин-

струментов – опционов на биржевые товары. Таким образом, к торговле будут допущены опционы на товарные фьючерсы и опционы, переходящие в товарные фьючерсы в дату экспирации.

31 января 2017 года компания Nasdaq объявила о намерении прекратить торговлю деривативами на процентные ставки на своей лондонской платформе NLX начиная с 28 апреля 2017 года. По результатам 2016 года данное подразделение принесло убытки в 404 млн долларов США.

Nasdaq начала предлагать такие контракты в 2013 году на платформе NLX, однако объемы торговли росли медленно по причине несостоявшегося массового перехода клиентов с внебиржевого рынка свопов на торговые площадки. Как показали недавние оценки Банка международных расчетов (BIS)¹, обороты и доля внебиржевого рынка деривативов продолжают расти. При этом Nasdaq не собирается полностью отказываться от операций с деривативами на инструменты с фиксированной доходностью.

16 февраля 2017 года Корпорация бирж и клиринговых организаций Гонконга (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited – HKEX) объявила о начале торговли валютными опционами по валютной паре китайский юань/доллар США начиная с 20 марта 2017 года. Сроки исполнения указанных сделок: апрель, май, июнь, июль, сентябрь и декабрь 2017 года, март и июнь 2018 года.

17 февраля 2017 года Шанхайская биржа фьючерсов (China Financial Futures Exchange – CFFE) объявила о повышении дневного лимита новых открытых позиций с 10 до 20 контрактов для незахеджированных счетов (non-hedging account). Помимо этого, биржа объявила о снижении маржинальных требований с 40 до 20% в отношении фьючерсов на индексы CSI300 и SSE 50, и с 40 до 30% – в от-

¹ <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

ношении фьючерсов на индекс CSI Smallcap 500. Также биржа снизила комиссионное вознаграждение по фьючерсам на указанные индексы до 0,092% от стоимости контракта. Таким образом, биржа смягчила ограничения, введенные China Securities Commission в августе 2015 года вслед за обвалом китайского фондового рынка и серьезно снизившие объемы торгов фьючерсами на акции.

Сделки с внебиржевыми деривативами/деривативами вне централизованного клиринга

23 февраля 2017 года Федеральная резервная система США (FRS) опубликовала руководство по оценке надзорными органами степени соблюдения маржинального правила для сделок со свопами. Данное правило устанавливает маржинальные требования по сделкам со свопами, которые осуществляются вне централизованного клиринга. Компании, проводящие такие операции, должны сфокусировать свои усилия на внедрении данных требований по возможности до 1 марта 2017 года. Крайний срок внедрения требований – 1 сентября 2017 года.

24 февраля 2017 года Управление Суперинтенданта финансовых институтов Канады (OSFI) опубликовало руководство о маржинальных требованиях к сделкам со свопами, осуществляемым вне централизованного клиринга. Все финансовые институты должны в приоритетном порядке стремиться к своевременному внедрению данных требований (1 марта 2017 года). При этом OSFI ожидает, что имеющие значительные риски финансовые институты, связанные с такими сделками, внедрят требования до 1 марта 2017 года.

28 февраля 2017 года Государственное валютное управление Китая (State Administration of Foreign Exchange – SAFE) объявило о расширении доступа для иностранных институциональных инвесторов на внутренний рынок деривативов. SAFE издало циркуляр, в соответствии с которым иностранные институциональные инвесторы могут проводить операции с внебиржевыми деривативами (форварды, валютные свопы и опционы) с банками. Решение о расширении доступа было принято с учетом 10-кратного увеличения присутствия

иностранных инвесторов на рынке облигаций: по состоянию на конец 2016 года они были держателями облигаций на сумму 870 млрд юаней (126,6 млрд долларов США) по сравнению с 83 млрд юаней годом ранее. При этом согласно заявлению регулятора, разрешены лишь операции в рамках хеджирования позиций по облигациям на материковом рынке облигаций.

14 марта 2017 года Монетарное управление Сингапура (The Monetary Authority of Singapore – MAS) опубликовало предупреждение для инвесторов об опасности участия в торговле бинарными опционами на нерегулируемых торговых платформах. В документе подчеркивается спекулятивный и высокорисковый характер такого вида инвестиций, что чревато потерей основной суммы инвестиций. MAS рекомендует проверять, находится ли торговая платформа под регулированием MAS, а также заявлять в полицию о фактах мошенничества, связанных с бинарными опционами.

16 марта 2017 года Служба регулирования финансового сектора США (Financial Industry Regulatory Authority – FINRA) опубликовала предупреждение для инвесторов (Investor Alert) об опасности участия в торговле бинарными опционами через незарегистрированные в США компании. FINRA обращает внимание, что торговля бинарными опционами является крайне рискованной операцией по типу «all-or-nothing». Часто подобного рода торговые операции сопровождаются мошенничеством, например требованием уплаты налогов/штрафов по операциям с бинарными опционами, сообщением о возможном покрытии части убытков по операциям с бинарными опционами за дополнительную плату и прочее.

Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

Центральные контрагенты

18 января 2017 года Европейское банковское управление (EBA) и Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) опубликовали совместный доклад о резуль-

татах исследования пересекающихся требований Регулирования требований к капиталу (CRR) и Регулирования инфраструктуры европейского рынка (EMIR). В исследовании рассматривались требования к ЦК, в частности:

1. Требования к капиталу ЦК с банковской лицензией.
2. Требования к леввереджу и ликвидности ЦК.
3. Ограничения на крупные вложения.
4. Разное применение MPoR (Margin Period of Risk).
5. Риск клиентов на участников клиринга.

По итогам рассмотрения были сделаны выводы о возможном дублировании требований в отношении обеспечения покрытия определенных рисков к ЦК, имеющим банковскую лицензию. По мнению авторов доклада, Европейская комиссия должна выпустить дополнительные разъяснения об исключении части требований CRR для ЦК, выполняющих требования EMIR. Например, требования пунктов a-d и f статьи 2 (3) CRR (расчет совокупной величины принятых рисков) не должны применяться в отношении кредитного риска, CCR и рыночного риска. Кроме этого, не должны применяться статьи 300–309 (требования к собственным средствам при вложении в ЦК) в отношении вложений в ЦК, с которыми заключены соглашения о взаимной операционной совместимости (в соответствии со статьями 41–44 EMIR).

1 февраля 2017 года Совет по финансовой стабильности (СФС) опубликовал консультационный документ – Руководство по урегулированию несостоятельности центральных контрагентов (ЦК). Руководство основано на Ключевых атрибутах эффективных режимов урегулирования несостоятельности финансовых институтов.

В Руководстве затронуты следующие вопросы:

1. Основные задачи урегулирования несостоятельности ЦК в контексте ключевой цели по поддержанию финансовой стабильности.
2. Полномочия, которыми должны обладать соответствующие органы, для того чтобы обеспечить бесперебойность деятельности ЦК.
3. Применение инструментов распределения убытков для защиты кредиторов.

4. Шаги, которые соответствующие органы должны предпринять:

- для формирования антикризисных групп для ЦК, имеющих системное значение более чем в одной юрисдикции;
- для составления планов урегулирования несостоятельности;
- для проведения оценки возможности урегулирования несостоятельности.

Доработанный вариант Руководства ожидается к июлю 2017 года к Саммиту глав G 20.

23 февраля 2017 года Совет Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовал заявление о внедрении требований об обмене вариационной маржой, в котором выразил понимание того, что ряд стран-членов не сможет выполнить в срок все требования к вариационной марже, которые вступают в силу с 1 марта 2017 года, и при этом призвал регуляторов и соответствующие органы, устанавливающие стандарты, принять необходимые меры для обеспечения справедливых условий для всех участников рынка по мере того, как данные требования будут внедряться.

23 февраля 2017 года Европейское банковское управление (EBA), Европейская служба по надзору в сфере страхования и пенсионного обеспечения (EIOPA) и Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) (далее – ESAs) опубликовали совместное заявление в ответ на информацию, полученную от участников рынка, о сложностях, связанных с внедрением требования об обмене вариационной маржой в установленные сроки (1 марта 2017 года)². Как отмечается в заявлении, перенос срока внедрения возможен только путем внесения изменений в законодательство ЕС, что, учитывая длительность данного процесса, представляет

² Ранее, 8 марта 2016 года, европейские надзорные органы (EBA, ESMA, EIOPA) опубликовали Регулятивные технические стандарты (RTS) о маржинальных требованиях к сделкам с внебиржевыми деривативами, по которым централизованный клиринг не осуществляется (non-centrally cleared). Согласно RTS, в целях сокращения кредитного риска контрагента, минимизации любого потенциального системного риска и обеспечения соответствия международным стандартам контрагентам необходимо осуществлять обмен маржой (первоначальной и вариационной).

ся невозможным. По оценкам ESAs, трудности с внедрением требования возникли преимущественно у мелких контрагентов. ESAs ожидают соблюдения контрагентами требования об обмене маржой по сделкам, заключенным 1 марта 2017 года и после указанной даты.

20 марта 2017 года Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) заявило о подписании меморандумов о взаимопонимании в области обмена информацией о центральных контрагентах, учрежденных в Бразилии, Японии, Индии, Международном финансовом центре в Дубае и ОАЭ и подавших заявление на признание в рамках EMIR. Необходимым условием признания ЦК в ЕС является признание режима регулирования в стране эквивалентным ЕС.

20 марта 2017 года Европейский орган надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовал обновленный перечень центральных контрагентов, расположенных в третьих странах, имеющих право предоставлять услуги на территории ЕС. Перечень дополнен центральными контрагентами из ОАЭ, Индии, Японии, Бразилии и США. На сегодняшний день в список включены 28 ЦК.

23 марта 2017 года Европейское управление по ценным бумагам и рынкам (ESMA) опубликовало два руководства по внедрению Регулирования центральных депозитариев ценных бумаг. Первое руководство относится к доступу центральных депозитариев к данным об операциях участников рынка с центральными контрагентами и на торговых площадках – например, указаны поводы для отказа в таком доступе. В руководстве также прописаны виды рисков, которые должен оценить ЦК или торговая площадка после получения запроса на предоставление информации от центрального депозитария.

Второе руководство определяет правила и процедуры, которые должен установить депозитарий на случай дефолта одного или нескольких своих участников.

Торговые репозитории

31 января 2017 года Европейский орган надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовал для публичных консультаций руководство по передаче данных

между торговыми репозиториями (TR), авторизованными в ЕС в рамках EMIR. В настоящее время авторизовано шесть TR. В докладе рассматриваются две основные ситуации, когда может происходить передача данных из одного TR в другой:

1. Принудительная передача в случае ликвидации TR (или отзыва авторизации).

2. Добровольная передача в условиях нормального функционирования рынка.

Руководство устанавливает принципы высокого уровня, необходимые для исполнения TR, центральными контрагентами и остальными участниками рынка. В целом руководство призвано обеспечить:

- конкурентную среду среди TR;
- высокое качество данных, доступных национальным регуляторам, включая агрегированные данные различных TR;
- надежный и гармонизированный способ передачи данных между TR, не нарушающий непрерывность предоставления информации участниками рынка.

28 февраля 2017 года Комитет по платежам и инфраструктуре финансового рынка и Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовали техническое руководство по внедрению глобального уникального идентификатора сделок (UTI). В целях повышения прозрачности внебиржевого рынка техническое руководство разъясняет надзорным органам процесс определения индивидуальных сделок с внебиржевыми производными инструментами, которые в последующем должны быть отражены в учете торговых репозитариев. В техническом руководстве содержится понятие UTI, даны его характеристики, определены формат и применение UTI пользователями. Кроме того, технический стандарт содержит:

- обстоятельства, в которых должен быть использован UTI;
- влияние событий жизненного цикла на UTI через устанавливающие принципы, которые определяют, когда событие жизненного цикла предполагает или не должно вызывать применение нового UTI;
- подразделения, которые должны быть ответственны за генерирование UTI;
- структуру UTI.

13 марта 2017 года Совет по финансовой стабильности (FSB) опубликовал консультативный документ о предлагаемых механизмах использования глобального уникального идентификатора сделок (UTI). Применение UTI должно обеспечить эффективную обработку данных о сделках с внебиржевыми производными финансовыми инструментами, предоставляемых в торговые репозитории.

Предложения СФС дополняют работу Комитета по платежам и инфраструктуре финансового рынка и Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) по данному направлению (в конце февраля 2017 года было опубликовано техническое руководство по внедрению UTI).

В консультативном документе СФС дано описание ключевых критериев для механизмов использования UTI, а также функций по применению UTI.

Регулирование FinTech-сектора

18 января 2017 года Служба регулирования финансового сектора США (FINRA) опубликовала для сбора комментариев доклад, посвященный использованию технологии распределенного реестра на рынке ценных бумаг (Distributed Ledger Technology: Implications of Blockchain for the Securities Industry). В докладе представлен обзор технологии блокчейн, возможностей ее применения на рынках акций, облигаций и деривативов, а также регулирования в отношении ее использования брокерами-дилерами. В частности, в докладе указаны следующие возможности использования технологии DLT:

- отслеживание и сохранение информации об операциях с акциями частных компаний (публичных и непубличных), их владельцах;
- проведение клиринга и расчетов по синдицированным кредитам, что позволит существенно сократить время проведения операций;
- проведение расчетов по операциям репо;
- выпуск и торговые операции с корпоративными облигациями в цифровой форме (digital asset), что позволит полностью автоматизировать расчет и выплату купонов,

а также погашение корпоративных облигаций;

- проведение операций (торговля и клиринг) с кредитными дефолтными свопами;
- организация деятельности репозитариев;
- организация централизованного управления идентификацией участников.

Также FINRA выделяет возможность реализации:

- повышения эффективности рыночной инфраструктуры (сокращение времени расчетов, переход к расчетам в режиме реального времени и сокращение лимитов на контрагентов);
- повышения прозрачности операций с ценными бумагами (сохранение информации обо всех сделках и переходах прав собственности);
- изменения ролей посредников на рынке ценных бумаг.

В докладе рассматриваются конкретные вопросы управления сетями DLT, операционной структуры сетей, проверки операций, представления данных об активах в сетях, требования к качеству данных и прозрачности применительно к операциям на рынке ценных бумаг.

8 февраля 2017 года Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) выпустила доклад о потенциальных изменениях на рынке ценных бумаг в связи с развитием финансовых технологий. В докладе рассматриваются следующие технологии:

- платформы для финансирования: кредитование реер-to-реер, краудфандинг;
- платформы для розничной торговли и инвестиционные платформы, в том числе робосоветники и так называемые социальные трейдинговые платформы, которые позволяют сравнивать и копировать техники и стратегии торговли других участников рынка;
- институциональные трейдинговые платформы (особый фокус доклада на инновации в платформах для торговли облигациями);
- технологии распределенного реестра, в том числе применение блокчейн и ре-

стров с открытым доступом для совершения операций на рынке ценных бумаг.

Доклад выявляет риски, связанные с развитием финансовых технологий, например ошибки в алгоритмах, риски киберпреступлений, затруднение выполнения принципа «знай своего клиента» (который используется для противодействия отмыванию доходов и финансированию терроризма), недостаточное понимание новых технологий инвесторами, некоторые трансграничные проблемы, связанные с несоответствием масштабов регулирования и надзора глобальным масштабам операций.

Прочее

25 января 2017 года Совет по финансовой стабильности (FSB) опубликовал два доклада по перезакладыванию активов клиентов и повторному использованию обеспечения (Re-hypothecation and Collateral Re-use: Potential Financial Stability Issues, Market Evolution and Regulatory Approaches и Non-cash Collateral Re-Use: Measure and Metrics).

В части регулирования перезакладывания активов и рисков для финансовой стабильности, связанных с повторным использованием обеспечения, опубликован уже третий доклад. Основное внимание уделено вопросу необходимости гармонизации регулирования перезакладывания и повторного использования активов в разных юрисдикциях. Регулятивные ограничения на повторное использование обеспечения варьируются в различных юрисдикциях, а также зависят от типов организаций, вовлеченных в такую деятельность.

В докладе отмечается, что гармонизация регулятивных подходов в настоящее время не тре-

буется. Тем не менее регуляторам необходимо внедрять Рекомендацию 7, которая поможет создать единую базу для построения регулирования практик перезакладывания.

В соответствии с Рекомендацией 7 регулирование перезакладывания клиентских активов должно базироваться на следующих принципах:

- финансовые посредники должны предоставлять достаточную информацию в отношении перезакладывания своим клиентам;
- в юрисдикциях, где перезакладывание разрешено для финансирования длинных позиций клиента и покрытия коротких, клиентские активы не должны использоваться для финансирования собственных операций посредника;
- только организации с достаточным уровнем регулирования риска ликвидности могут заниматься перезакладыванием клиентских активов.

В части повторного использования обеспечения, несмотря на то, что существующие и запланированные инициативы помогут снизить системные риски, связанные с этой деятельностью, регуляторам необходимо рассмотреть возможность осуществления мониторинга повторного использования активов помимо операций по кредитованию ценными бумагами. Также Рабочей группе по параллельной банковской системе № 3 (риски инвестиционных фондов) рекомендовано учитывать при разработке рекомендаций по регулированию уровня левереджа фондов операции с повторным использованием обеспечения.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Динамика открытых позиций на рублевом денежном рынке	6
2. Распределение ликвидности по группам банков	6
3. Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России	7
4. Структура операций банков с профицитной позицией.....	7
5. Структура операций банков, находящихся на пороге перехода к профициту ликвидности	7
6. Структура операций банков с дефицитом ликвидности.....	8
7. Средневзвешенные ставки размещения рублевой ликвидности по группам банков	8
8. Средневзвешенные ставки привлечения рублевой ликвидности по группам банков.....	8
9. Трансмиссия потоков ликвидности из ЦБ и ФК на денежном рынке	8
10. Распределение средних значений норматива Н2 по группам банков.....	9
11. Распределение средних значений норматива Н3 по группам банков.....	10
12. Структура ПКЛ банков с различной ликвидной позицией	10
13. Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп».....	10
14. Структура операций валютного репо по типам участников	10
15. Чистая позиция на рынке «валютный своп» за скользящий месяц.....	11
16. Процентные ставки валютного рынка	11
17. Чистая позиция на валютном спот-рынке за скользящий месяц.....	11
18. Динамика прямых продаж иностранной валюты корпорациями	12
19. Вложения нерезидентов в ОФЗ	14
20. Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов	14
21. Динамика объемов ОФЗ на счетах иностранных депозитариев, курса рубля и нефти марки Brent.....	15
22. Динамика доходностей государственного и корпоративного сектора	15
23. Покупки ОФЗ на аукционах Минфина России.....	16
24. Нетто-покупки ОФЗ участниками вторичных биржевых торгов	16
25. Нетто-покупки корпоративных облигаций участниками вторичных биржевых торгов, среднее значение за месяц	17
26. Нетто-покупки акций участниками вторичных биржевых торгов, среднее значение за месяц	17
27. Структура Ломбардного списка по рейтингу и отраслевой принадлежности	18
28. Динамика присвоения АКРА рейтингов эмитентам, ценные бумаги эмитентов	18
29. Структура распределения бумаг в Ломбардном списке по отраслям и рейтинги АКРА	19
30. Динамика погашения ценных бумаг в Ломбардном списке	19
31. Разбивка открытых позиций по внебиржевым валютным инструментам на резидентов и нерезидентов на конец I квартала 2017 года.....	21
32. Чистый объем покупки рублей за валюту нерезидентами и их доля на рублевом рынке валютных свопов	22
33. Чистый объем покупки рублей за валюту нерезидентами по второй части сделки и их доля на рублевом рынке валютно-процентных свопов.....	22
34. Чистый объем покупки рублей за валюту нерезидентами по второй части сделки и их доля на рублевом рынке валютных форвардов	22

35. Индексы доходности по стратегиям кэрри трейд, покупки рублей за доллары США и простого инвестирования рублей по безрисковой ставке.....	23
36. Валютные и товарные внебиржевые деривативы, открытые на конец I квартала 2017 года, в разбивке позиций по типам	24
37. Иные ПФИ без ЦК, открытые на конец I квартала 2017 года, в разбивке позиций по типам	24
38. Доля рынка внебиржевых деривативов, которая приходится на участников, подпадающих под требование обязательного маржирования	25

