



Банк России



2022 год

РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ПРОИЗВОДНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

Ключевые выводы.....	2
Внебиржевые деривативы в 2022 году	3
Валютные форварды	6
Валютные свопы.....	8
Валютные опционы	9
Валютно-процентные свопы	11
Процентные свопы	13
Процентные форварды (FRA).....	15
Процентные опционы	16
Товарные форварды	18
Товарные свопы.....	20
Товарные индикаторы.....	22

Доклад подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования и Департаментом финансовой стабильности.

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2022

КЛЮЧЕВЫЕ ВЫВОДЫ

- Текущий год принес на рынок производных финансовых инструментов (ПФИ) кардинальные изменения, которые полностью трансформировали его структуру, глубину и ликвидность. Уход нерезидентов, риски заморозки средств в валюте, санкционные ограничения привели к резкому падению объемов открытых позиций, а также к полному прекращению отдельных видов операций.
- Российские участники лишились возможности перераспределять свои рыночные риски на глобальных игроков, что существенно осложнило управление рисками с помощью рыночных инструментов. Помимо этого, резкий уход нерезидентов и досрочное прекращение сделок привели к росту рыночных рисков банков, в ряде случаев – к фиксации убытков.
- Восстановление российского рынка ПФИ будет происходить на фоне перестройки российской экономики, изменения торговых потоков, а также валютной структуры расчетов. Со стороны нефинансовых компаний остается потребность в хеджировании валютных и процентных рисков, однако структура этих рисков, вероятно, будет меняться по мере перестройки бизнеса компаниями.
- Создание устойчивой расчетной инфраструктуры в валютах дружественных стран позволит развивать валютный рынок спот в этих валютах. В свою очередь, ликвидный рынок спот является основой для появления срочных операций.
- Восстановление рынка процентных ПФИ в текущих условиях потребует увеличения количества агентов, готовых *обдуманно* участвовать в перераспределении процентного риска в экономике. Развитие культуры хеджирования процентных рисков как у банков, так и у нефинансовых компаний позволит постепенно увеличить количество таких участников. Это поможет увеличить глубину и ликвидность рынка процентных ПФИ, а перераспределение процентного риска на большее количество участников будет способствовать снижению концентрации риска на индивидуальных участниках.
- Для формирования в России локального рынка товарных ПФИ необходимо наличие отечественных товарных индикаторов, которые корректно отражали бы ценообразование на российском рынке и учитывали бы разницу между ценами на мировых и российском финансовых рынках. Это будет способствовать развитию товарного хеджирования.
- Критически важным условием для функционирования деривативного рынка, а также для недопущения роста рисков для финансовой стабильности является осознанный подход к управлению рыночными рисками финансовыми и нефинансовыми компаниями. Выстраивание систем риск-менеджмента позволит рационально подходить к принятию рыночных рисков участниками, не приводя к бесконтрольному их накоплению.

ВНЕБИРЖЕВЫЕ ДЕРИВАТИВЫ В 2022 ГОДУ

В докладе рассматриваются три наиболее массовых сегмента российского рынка ПФИ: валютные, процентные и товарные внебиржевые деривативы. Эти инструменты используют банки, некредитные финансовые организации и нефинансовые компании; существенную долю также занимали иностранные участники. Внебиржевой рынок предоставляет гибкость в структурировании инструментов для управления рыночными рисками благодаря возможности заключать сделки на индивидуальных (а не стандартных) условиях. Нерезиденты активно использовали внебиржевые инструменты, в том числе во многом вследствие отсутствия необходимости регистрироваться для участия в биржевых торгах. Срочный рынок Московской Биржи (на котором торгуются фьючерсы на валютные, индексные и иные инструменты, а также опционы на данные фьючерсы) не входит в периметр нашего анализа.

Российская экономика в текущем году столкнулась с серьезными вызовами, в результате которых кардинально изменились условия функционирования финансового рынка в целом и рынка ПФИ в частности. Ключевым последствием произошедших изменений стала изоляция российского рынка от рынков развитых недружественных стран. Первое время это означало практически полную изоляцию российского сегмента от мировых рынков, так как основными иностранными участниками рынка в России являлись контрагенты из США и стран Европы.

КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК, ЗАКЛЮЧЕННЫХ В СООТВЕТСТВУЮЩИЙ ПЕРИОД
(ЕД.)

Табл. 1

Тип контракта	2021						2022					
	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь
FX Forward, NDF	12 299	9 623	16 061	15 486	19 920	16 907	16 747	12 484	1 497	2 365	1 615	1 838
FX Swap	18 326	18 595	18 667	18 555	25 187	30 898	20 797	18 978	3 133	2 779	2 061	3 176
FX Option	2 064	1 937	2 088	2 098	1 978	2 079	1 630	2 071	80		37	56
Cross-Currency Swap (CCS)	85	54	35	65	113	62	56	101	10	16	6	6
Interest Rate Swap (IRS)	368	462	353	608	520	474	306	313	2 010	47	56	23
Interest Rate Option (Cap, Floor)	185	199	286	190	160	281	78	118		24	16	53
Forward Rate Agreement (FRA)	13	5	18	26	9	8	5	3				
Swaption	6	16	5	2	6	1						
Bond Forward	79	39	93	104	109	84	87	38	9	50		4
Bond Basket Option	6	12	20	44	19	528	376	504	25		3	59
Equity Forward	2 130	1 943	2 113	1 707	1 637	2 303	1 103	1 243	290	709	825	1 874
Equity Option	110	127	178	198	146	327	186	117	22	247	269	490
Commodity Swap	414	421	469	473	632	610	652	475		50		1
Commodity Forward	409	709	526	419	741	451	322	404	55	4		9
Commodity Option	197	201	207	171	65	53	623	128				
Credit Default Swap (CDS)		14	19	3	4	16	3					
По всем типам	36 691	34 357	41 138	40 149	51 246	55 082	42 971	36 977	7 131	6 291	4 888	7 589

Примечание. Анализируются сделки, по которым участники рынка отчитываются в рамках Указания Банка России от 16.08.2016 № 4104-У «О видах договоров, заключенных не на организованных торгах, информация о которых предоставляется в репозиторий, лицах, представляющих в репозиторий информацию о таких договорах, порядке, составе, форме и сроках предоставления ими информации в репозиторий, дополнительных требованиях к порядку ведения репозиторием реестра договоров, порядке и сроках предоставления информации репозиторием, а также порядке, составе, форме и сроках предоставления репозиторием в Банк России реестра договоров».

Источник: НКО АО НРД.

Нараставшие проблемы с расчетами в основных иностранных валютах, риски заморозки средств, санкционные риски, а также уход нерезидентов лишили российских участников доступа к гораздо более ликвидным и емким иностранным рынкам. Быстрое переключение на работу с рынками дружественных стран оказалось затруднительным, так как для работы с валютами и инструментами этих стран не было готовой расчетной инфраструктуры.

Все это происходило на фоне прекращения функционирования привычных связей в экономике, нарушения цепочек контрагентов и путей поставок по внешнеторговым операциям. Нефинансовые компании оказались вынуждены в сжатые сроки перестраивать бизнес своих компаний, что, в свою очередь, повлекло переосмысление потребностей в валюте, хеджировании и управлении рыночными рисками в целом.

Начиная с марта резко сократилось количество новых сделок практически во всех сегментах рынка ПФИ (табл. 1). Отдельные типы сделок перестали заключаться или стали разовыми. В тех сегментах, в которых операции продолжались, сроки сделок сократились, а операции стали максимально простыми.

Российский рынок ПФИ столкнулся в этом году со следующими основными проблемами:

- Уход нерезидентов (и сопровождавшее его досрочное прекращение сделок) оставил российских участников (прежде всего банки) с открытым рыночным риском (нерезидентами досрочно прекращались в том числе сделки, которые хеджировали операции с клиентами). Это вызвало аккумуляцию валютных и процентных рисков банками.
- Инфраструктурные проблемы существенно осложнили процессы заключения и последующего сопровождения сделок. Ключевыми из них являлись разрушение платежной инфраструктуры в валютах недружественных стран (риски заморозки средств, долгое прохождение трансграничных платежей), а также отсутствие работающей платежной системы в валютах дружественных стран.
- Прекращение доступа к ликвидности международных рынков практически лишило банки возможности управлять процентным риском с помощью рыночных инструментов.
- Нарушение корректного функционирования рынка товарных деривативов: в *отсутствие российских товарных индикаторов*, которые отражали бы ценообразование российских товаров, в том числе поставляемых на экспорт, привязка хеджирующих сделок к ценам мирового рынка не отражала реальной стоимости российских товаров. В результате этого сделки нефинансовых компаний фактически потеряли хеджирующий характер и стали приводить к убыткам добывающих и перерабатывающих компаний.
- При сохраняющемся спросе на хеджирующие операции со стороны клиентов банки оказались в ситуации, когда они не имели возможности покрыть весь объем потенциальных потребностей корпоративных клиентов.

К перечисленным проблемам добавилось прекращение работы информационных и торговых систем в России (прежде всего Bloomberg Finance L.P. и Reuters/Refinitiv). Их уход из России лишил широкий круг участников доступа к данным по внебиржевому рынку ПФИ и осложнил как процесс заключения самих сделок, так и их последующую переоценку.

Восстановление рынка ПФИ в новых условиях является непростой и важной задачей. Основа рынка валютных деривативов – это наличие ликвидного рынка спот в соответствующих валютах. Особую важность приобретает создание работающей платежной инфраструктуры для расчетов в валютах дружественных стран. Это даст толчок развитию рынка спот в таких валютах и позволит постепенно создавать срочный рынок.

В то же время сам переход на расчеты в валютах дружественных стран осложняется тем, что валютные рынки этих стран часто менее развиты по сравнению с традиционными рынками в недружественных валютах. Многие валюты являются неконвертируемыми или ограниченно конвертируемыми. Помимо этого, валюты дружественных стран нередко гораздо более волатильны, нежели традиционные валюты, что существенно снижает доверие к таким валютам.

Еще одной проблемой, которая может существенно осложнить переход на расчеты в валютах дружественных стран, выступают низкие двусторонние внешнеторговые обороты между странами и (или) перекосы в торговле с ними (Россия может только экспортировать товары или услуги в эти страны либо, наоборот, только импортировать их).

На текущий момент наиболее очевидной тенденцией является развитие расчетов в китайских юанях. Возможно, с течением времени к китайским юаням присоединятся расчеты еще в одной-двух валютах. Тем не менее для построения ликвидного рынка спот, а также развития производных инструментов потребуется время, при этом на рынке в первую очередь будут появляться простые инструменты и лишь затем – более сложные.

Развитие сегмента процентных ПФИ в нынешних условиях существенно затруднено отсутствием участников с естественной потребностью в получении долгосрочной процентной ставки в соответствии с их бизнес-моделями. Как правило, такие участники – это институциональные инвесторы, у которых есть долгосрочные обязательства по уплате фиксированной процентной ставки. Однако в России эти инвесторы не являются активными участниками рынка ПФИ. До недавнего времени стороной, предоставлявшей ликвидность российским банкам на рынке процентных ПФИ, были не институциональные инвесторы, а нерезиденты.

С уходом нерезидентов развитие рынка процентных ПФИ возможно только при увеличении количества агентов, готовых разумно и обдуманно участвовать в перераспределении процентного риска. Расширение количества участников позволит постепенно повысить ликвидность на рынке процентных ПФИ, однако важным моментом будет *понимание* участниками *последствий принятия на себя процентного риска* или его хеджирования. Большое внимание в связи с этим должно уделяться выстраиванию систем управления рыночным риском, в том числе у нефинансовых компаний.

Развитие отечественных товарных индикаторов, которые отражали бы реальную стоимость российских товаров, является критически важным для развития сегмента *товарных ПФИ*. Банк России совместно с заинтересованными федеральными органами исполнительной власти и российскими инфраструктурными организациями финансового рынка ведет активную работу по организации процедуры межведомственной оценки качества индикаторов (индексов) на российские товары.

Важным условием развития рынка ПФИ является развитие рыночной инфраструктуры, предоставляющей удобный способ заключения сделок, а также их дальнейший учет. Существенную роль может сыграть развитие функционала, позволяющего заключать сделки ПФИ с центральным контрагентом с нестандартными условиями (возможно, на базе секции стандартизированных производных финансовых инструментов Московской Биржи).

Также представляется важным и необходимым появление информационных сервисов по переоценке заключенных сделок ПФИ (включая переоценку сделок с нестандартными графиками потоков платежей и иными индивидуализированными условиями). Такие сервисы могут оказаться востребованными среди нефинансовых компаний и некрупных банков, не обладающих соответствующими внутренними системами для проведения самостоятельной переоценки.

Восстановление и развитие рынка ПФИ в текущих условиях потребует от всех участников усилий в выстраивании подходов к управлению рыночным риском, участию в решении инфраструктурных задач, поиске новых контрагентов и так далее. При этом постепенная перестройка бизнеса компаний будет приводить к появлению спроса на те или иные инструменты. Решение вопросов с платежной инфраструктурой и появление ликвидного рынка краткосрочных деривативов позволят поступательно развивать долгосрочные инструменты.

ВАЛЮТНЫЕ ФОРВАРДЫ

С началом роста волатильности и ухудшения отношения к риску на мировых финансовых рынках в январе и феврале 2022 г. объем открытых валютных позиций на российском рынке начал увеличиваться (рис. 3). Это связано прежде всего с тем, что в периоды повышенной волатильности участники, как правило, стремятся захеджировать свои валютные позиции, приобретая иностранную валюту на еще приемлемых уровнях.

Однако в конце февраля рыночные условия кардинально изменились. Санкционные ограничения, коснувшиеся как российских банков, так и компаний, а также уход нерезидентов привели к резкому сокращению ликвидности на рынке. В то же время в отличие от валютно-процентных и процентных свопов, где уход нерезидентов выражался не только в отказе от заключения новых сделок, но и в досрочном прекращении уже заключенных сделок, массового досрочного прекращения форвардных сделок не происходило (рис. 1). Вероятно, это объясняется более краткосрочным характером форвардных сделок по сравнению с валютно-процентными и процентными свопами.

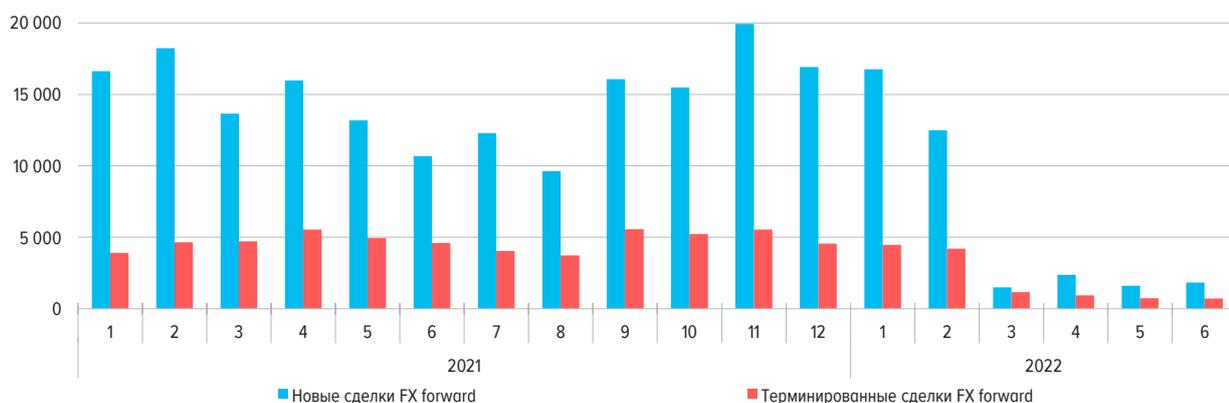
Риск блокировки средств в валютах недружественных стран и начавшийся процесс перестройки бизнеса и торговых потоков на другие географические рынки являлись дополнительными сдерживающими факторами для заключения валютных ПФИ в валютах *недружественных стран* (на которые приходился основной объем сделок на российском рынке). В результате объемы открытых позиций по валютным форвардам сократились к июлю по сравнению с началом февраля почти в три раза в валютных парах доллар США/рубли и евро/рубли, а в валютной паре доллар США/евро – в 40 раз (рис. 2).

Из-за резкого роста курса доллара США и евро, а также из-за сокращения импорта снизились как спрос, так и предложение валюты через сделки валютных форвардов со стороны нефинансовых компаний. Предложение валюты через валютные форварды тоже уменьшилось на фоне ослабления рубля в феврале – марте, неопределенности дальнейшей траектории валютного курса, а также общей экономической ситуации. В результате объем открытых позиций в сделках валютных форвардов упал к началу лета более чем в три раза (рис. 4, 5).

Восстановление рынка валютных ПФИ будет определяться динамикой и структурой внешнеторговых потоков. Потребности в хеджировании валютного риска со стороны клиентов

КОЛИЧЕСТВО НОВЫХ И ДОСРОЧНО ПРЕКРАЩЕННЫХ СДЕЛОК ВАЛЮТНЫХ ФОРВАРДОВ
(ЕД.)

Рис. 1

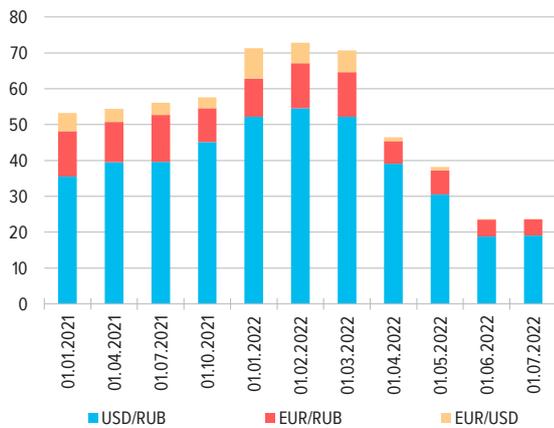


Примечание. К досрочно прекращенным относятся сделки, обязательства по которым прекращаются зачетом (неттингом), а также по основаниям, предусмотренным статьей 4.1 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)», сделки, обязательства по которым прекращались надлежащим исполнением досрочно, а также прекращались по иным основаниям.

Источник: НКО АО НРД.

ОТКРЫТЫЕ ПОЗИЦИИ ПО СДЕЛКАМ ВАЛЮТНЫХ
ФОРВАРДОВ В ОСНОВНЫХ ВАЛЮТНЫХ ПАРАХ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

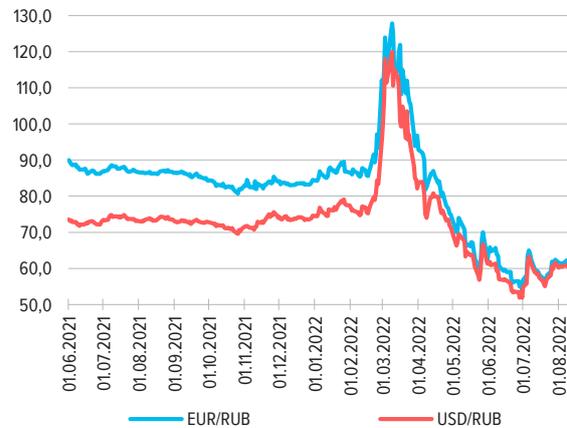
Рис. 2



Источник: НКО АО НРД.

ДИНАМИКА ВАЛЮТНОГО КУРСА

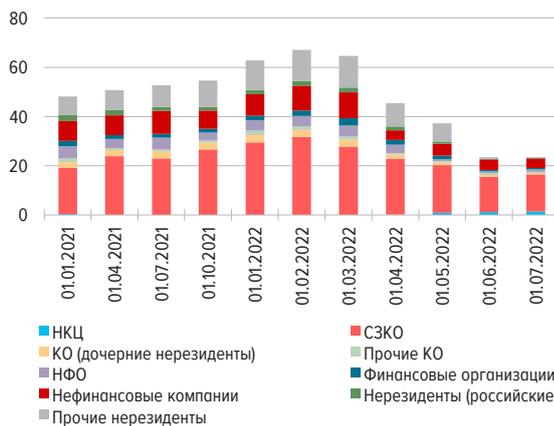
Рис. 3



Источник: ПАО Московская Биржа.

ПРОДАВЦЫ ВАЛЮТЫ (ВАЛЮТНЫЕ ПАРЫ ДОЛЛАР
США/РУБЛЬ, ЕВРО/РУБЛЬ)
(МЛРД ДОЛЛ. США)

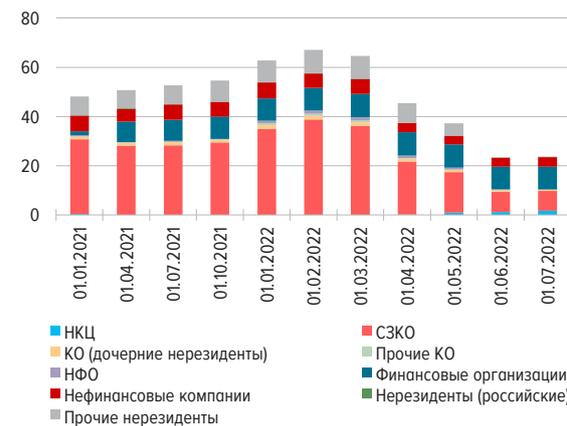
Рис. 4



Источник: НКО АО НРД.

ПОКУПАТЕЛИ ВАЛЮТЫ (ВАЛЮТНЫЕ ПАРЫ ДОЛЛАР
США/РУБЛЬ, ЕВРО/РУБЛЬ)
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 5



Источник: ПАО Московская Биржа.

останутся и в будущем, однако их структура будет зависеть от скорости перестройки бизнеса компаний, а также возможностей по переводу расчетов в национальные валюты дружественных стран, которые могут быть более волатильными по сравнению с традиционными валютами расчетов.

Развитие рынка ПФИ в валютах дружественных стран осложняется отсутствием стабильно работающей расчетной инфраструктуры и достаточной ликвидности в этих валютах. Проблемы перекосов во внешнеторговых отношениях с дружественными странами и ограниченная конвертируемость или неконвертируемость этих валют также затрудняют быстрое появление ликвидного рынка спот в данных валютах.

По нашему мнению, на текущий момент наиболее очевидным является развитие рынка в китайских юанях. Возможно, по мере перестройки внешнеторговых потоков, появятся еще одна-две валюты расчетов.

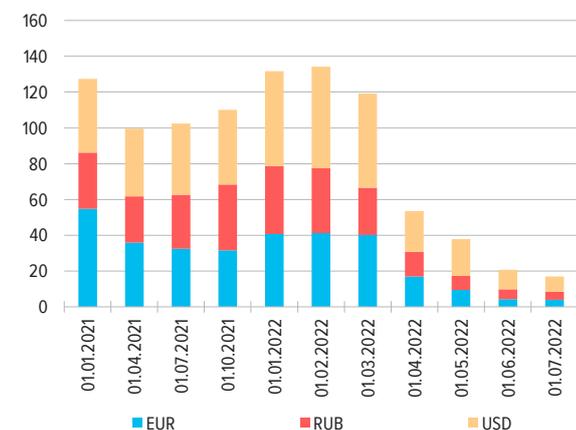
Решение проблемы доступа российских участников к финансовым рынкам дружественных стран, валюты которых будут использоваться во внешней торговле (через биржевые площадки этих стран, развитие межбанковских операций с местными банками), будет способствовать углублению ликвидности рынка спот, что позволит постепенно развиваться срочным операциям.

ВАЛЮТНЫЕ СВОПЫ

Традиционными участниками операций валютных свопов являлись нерезиденты и крупнейшие российские банки. Нерезиденты, как правило, в спокойные периоды использовали сделки валютных свопов для операций керри-трейд, заключавшихся в продаже имеющейся валюты за рубли и размещении полученных рублей в рамках валютных свопов под относительно высокую ставку с обратным привлечением валюты под низкую ставку (иными словами, нерезиденты покупали доллары США и продавали рубли на «ближней» ноге валютного свопа и продавали доллары США, покупая рубли, на «дальней» ноге). Российские банки, имея на своих счетах валюту от клиентов-экспортеров, традиционно размещали ее на денежном рынке через валютные свопы. В периоды роста волатильности на рынке нерезиденты сокращали объемы своих операций на рынке валютных свопов. Подробно о механизме операций керри-трейд мы писали в докладе [«Рынок производных инструментов: тенденции и риски», 2021 г. \(стр. 11–12\)](#).

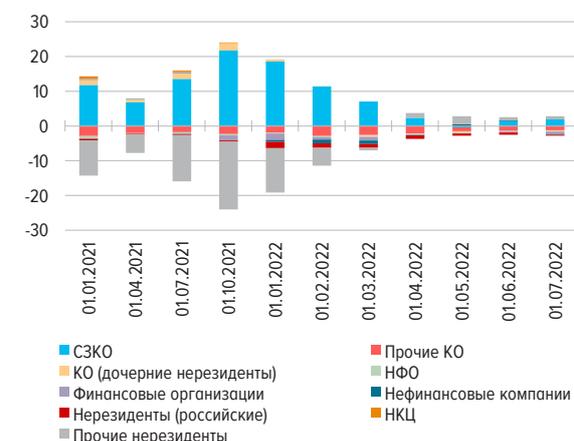
В начале 2022 г. волатильность на валютном рынке стала расти, и нерезиденты начали сокращать объемы валютных свопов (рис. 6, 7). В феврале происходило активное закрытие позиций нерезидентами, что привело к резкому падению объема открытых позиций валютных свопов (при этом после февраля их позиция «перевернулась»: они покупали валюту на «дальней» ноге). Начиная с марта ситуация изменилась еще сильнее. Подпадание под санкции большей части СЗКО, низкий спрос на валюту и риски заморозки валютных счетов в валютах недружественных стран привели к еще большему сжатию объема рынка валютных свопов.

ОБЪЕМ СДЕЛОК ПО ИНСТРУМЕНТУ «ВАЛЮТНЫЙ СВОП» ПО ВАЛЮТНЫМ ПАРАМ ДОЛЛАР США/РУБЛЬ, ЕВРО/РУБЛЬ (ПО НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ) (млрд долл. США) Рис. 6



Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+) ВАЛЮТЫ (ПО ВАЛЮТНЫМ ПАРАМ ДОЛЛАР США/РУБЛЬ, ЕВРО/РУБЛЬ) (млрд долл. США, КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА) Рис. 7



Источник: НКО АО НРД.

ВАЛЮТНЫЕ ОПЦИОНЫ

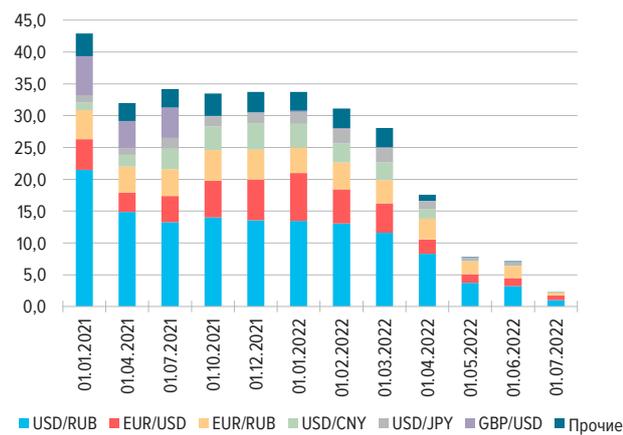
Валютные опционы избежали проблемы массового досрочного терминирования сделок со стороны нерезидентов, однако новые сделки стали единичными (57 заключенных сделок в июне по сравнению со среднемесячным количеством почти в 2 тыс. сделок с июня 2021 г. по февраль 2022 г.).

Наиболее крупным сегментом исторически являлись опционы в валютных парах доллар США/рубль и евро/рубль, ликвидность по которым традиционно «поставлялась» нерезидентами. После февраля 2022 г. участие нерезидентов сократилось до минимальных уровней, однако это происходило в связи с истечением ранее заключенных сделок при отсутствии нового бизнеса со стороны нерезидентов.

Ухудшение отношения к риску на мировых финансовых рынках в январе – феврале 2022 г. способствовало росту спроса на хеджирование и, в частности, интереса к валютным опционам. При этом выросли позиции банков – СЗКО в опционах с более высокими (и относительно отда-

ОБЪЕМЫ ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК ПО ВАЛЮТНЫМ ОПЦИОНАМ В РАЗРЕЗЕ ВАЛЮТНЫХ ПАР ПО НОМИНАЛУ
(млрд долл. США)

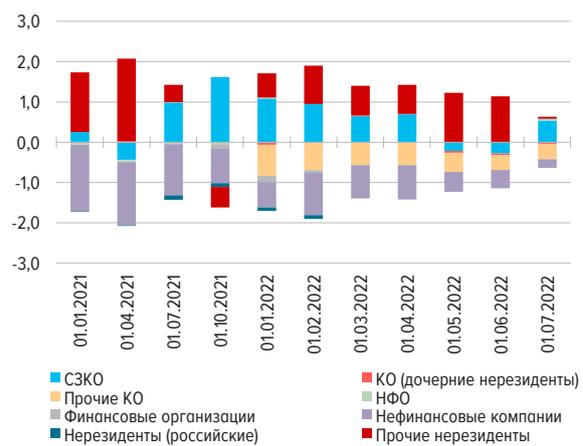
Рис. 8



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМЫ ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК ПО ВАЛЮТНЫМ ОПЦИОНАМ НА ПОКУПКУ (+) И ПРОДАЖУ (-) ДОЛЛАРОВ США И ЕВРО ЗА РУБЛИ ПО НОМИНАЛУ
(млрд долл. США)

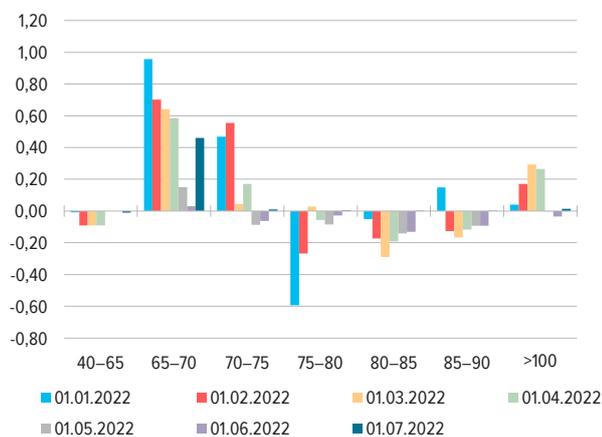
Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

СТАВКА НА РОСТ (+)/СНИЖЕНИЕ (-) КУРСА ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ (ПО СЗКО; КАЖДЫЙ ОПЦИОН СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА)
(млрд долл. США)

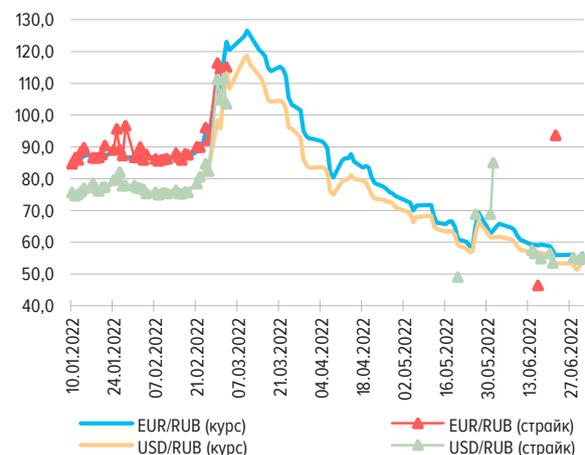
Рис. 10



Источник: НКО АО НРД.

СРЕДНИЙ СТРАЙК И РЫНОЧНЫЙ КУРС

Рис. 11



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

ленными от текущего уровня спот) страйками. Такие сделки часто заключались либо на случай хеджирования от наихудших условий (в случае покупки опционов call), либо спекулятивно (в случае их продажи), в расчете на то, что курс спот не превысит уровень страйка по проданным опционам и продавцу опциона не придется поставлять валюту покупателю на невыгодных для него условиях.

В январе – феврале вырос объем открытых позиций банков – СЗКО в валютных опционах со страйками от 100 руб./долл. США, в случае исполнения которых банки покупают иностранную валюту (рис. 10). Мы связываем это с ростом опасений относительно резкого ослабления рубля (выше 100 руб./долл. США) из-за глобального ухудшения отношения к риску начиная с января 2022 года.

На агрегированной основе средний курс страйк по всем заключенным (в определенную дату) опционам часто превышает рыночный курс на момент заключения сделки (из-за разницы процентных ставок по рублям и иностранной валюте форвардный курс валюты, определяющий уровень страйка «у денег», выше, чем текущий уровень спот). Однако разница между средним уровнем курса страйк и рыночным курсом отличается в спокойное время и в период роста волатильности. В конце февраля и в марте разница между текущим курсом спот и страйками заключенных сделок выросла в несколько раз (рис. 11).

В мае и июне сделки стали единичными, но страйки в основном превышали курс спот, при этом в моменты ослабления рубля разница между страйками и рыночным курсом также возрастала. Это говорит о сохранении опасений участников рынка относительно потенциального резкого ослабления рубля, а также о подстройке ожиданий по будущей траектории курса под более высокую волатильность на внутреннем валютном рынке в сложившихся условиях.

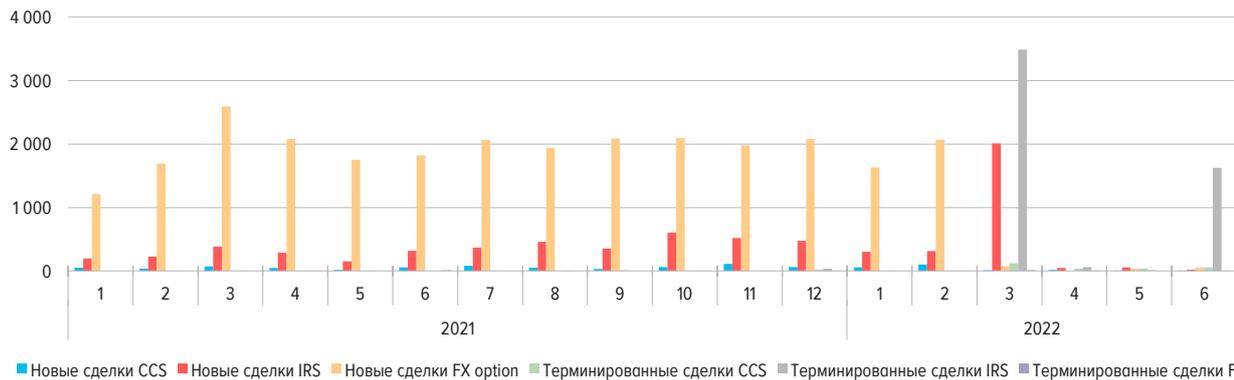
ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

В сегменте валютно-процентных свопов, падение объемов операций было в первую очередь связано с резким сокращением позиций иностранными участниками начиная с марта (рис. 13).

Нерезиденты досрочно прекращали заключенные ранее сделки, и это происходило на фоне резкого ослабления рубля (рис. 12). В результате российские банки оставались с незахеджированными позициями по операциям с клиентами: досрочно терминировались сделки, которые хеджировали как риски банков от операций с клиентами по ПФИ, так и валютные и процентные риски от других операций банков.

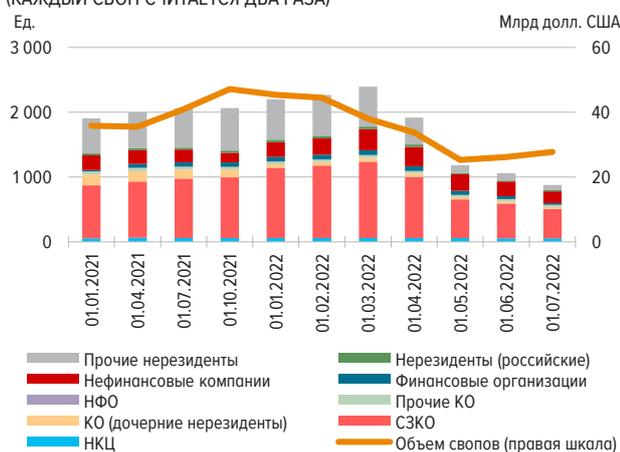
Нефинансовые компании в январе и начале февраля продолжали активно использовать сделки валютно-процентных свопов для привлечения синтетического финансирования в валюте. Эти стратегии начали развиваться примерно после 2009 г. и стали достаточно популярными у компаний-экспортеров. В соответствии с такой стратегией компания привлекала заемные ре-

КОЛИЧЕСТВО НОВЫХ И ДОСРОЧНО ПРЕКРАЩЕННЫХ СДЕЛОК ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ И ПРОЦЕНТНЫХ СВОПОВ Рис. 12 (ЕД.)



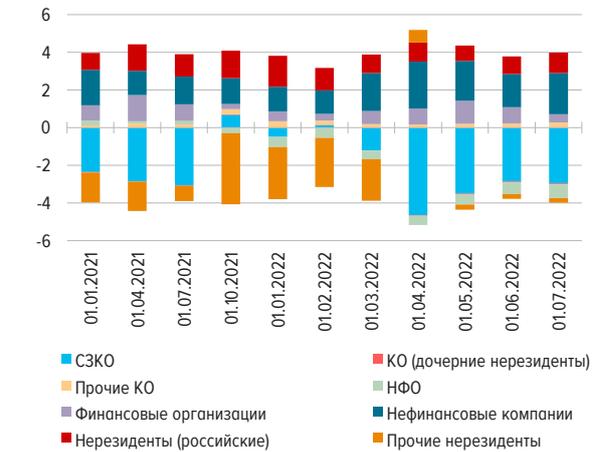
■ Новые сделки CCS ■ Новые сделки IRS ■ Новые сделки FX option ■ Терминированные сделки CCS ■ Терминированные сделки IRS ■ Терминированные сделки FX option
Примечание. К досрочно прекращенным относятся сделки, обязательства по которым прекращаются зачетом (неттингом), а также по основаниям, предусмотренным статьей 4.1 Федерального закона от 26.10.2002 № 127-ФЗ, сделки, обязательства по которым прекращались надлежащим исполнением досрочно, а также прекращались по иным основаниям. В марте, по данным НКО АО НРД, наблюдался всплеск новых сделок процентных свопов, а также рост досрочно прекращенных сделок, включая вновь заключенные. Новые сделки были преимущественно связаны с особенностями структурирования досрочного прекращения сделок, а не с новым бизнесом банков. Источник: НКО АО НРД.

КОЛИЧЕСТВО ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК И ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ С ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ В РУБЛЯХ Рис. 13 (КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ДВА РАЗА)



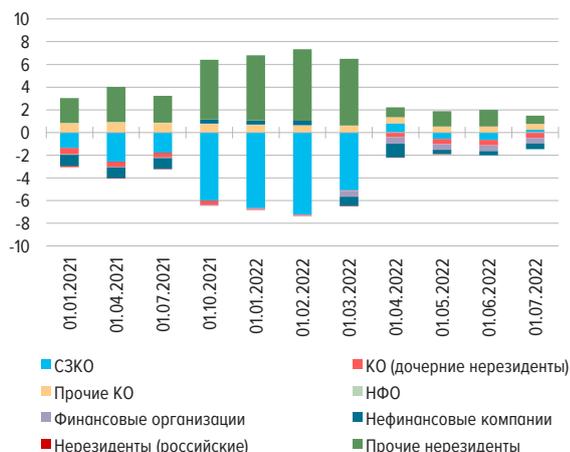
Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+) ПЛАВАЮЩЕЙ РУБЛЕВОЙ СТАВКИ Рис. 14 (МЛРД ДОЛЛ. США ПО НОМИНАЛУ СВОПОВ)



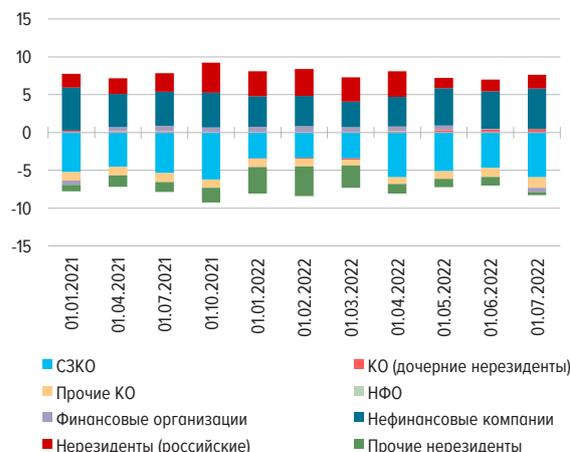
Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+) ПЛАВАЮЩЕЙ
ВАЛЮТНОЙ СТАВКИ Рис. 15
(МЛРД ДОЛЛ. США ПО НОМИНАЛУ СВОПОВ)



Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+)
ФИКСИРОВАННОЙ РУБЛЕВОЙ СТАВКИ Рис. 16
(МЛРД ДОЛЛ. США ПО НОМИНАЛУ СВОПОВ)



Источник: НКО АО НРД.

сурсы в рублях (через выпуск корпоративных облигаций или получение кредита) и с помощью валютно-процентного свопа «конвертировала» обязательство в рублях в валютное обязательство. Подробно об этих операциях мы писали в [«Обзоре финансового сектора и финансовых инструментов», 2020 г. \(стр. 47\)](#). По всей видимости, в начале 2022 г. клиенты банков стремились зафиксировать ставку в валюте до начала цикла повышения ставок основными центральными банками. Причем в качестве базовой ставки в рублях (которая менялась на ставку в валюте) часто использовалась ключевая ставка (до недавнего времени основной ставкой в рублях, на которую заключались валютно-процентные свопы, являлась MosPrime Rate).

Некоторые российские холдинговые компании, которые до февраля 2022 г. заключали сделки ПФИ на свои зарубежные юридические лица, после февраля переносили эти сделки на российские компании, благодаря чему в апреле несколько увеличился объем валютно-процентных свопов с нефинансовыми компаниями. В то же время происходили досрочные прекращения сделок между российскими компаниями и банками, однако общий объем открытых сделок сокращался не так резко, как объем сделок банков с нерезидентами.

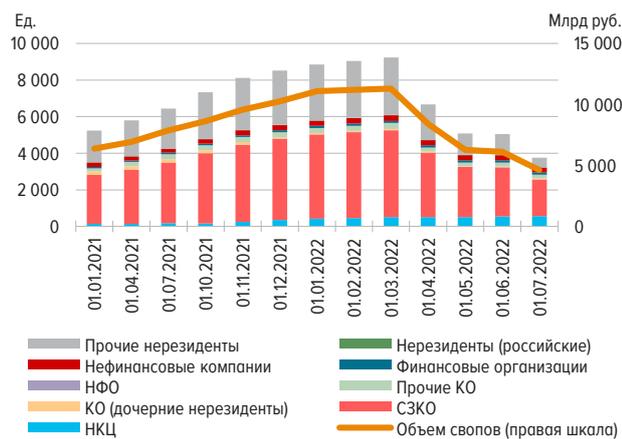
ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ

Уход нерезидентов с российского рынка вызвал резкое сокращение объемов открытых позиций не только в валютных, но и в процентных деривативах. Прежде всего это коснулось сегмента процентных свопов, где нерезиденты являлись одними из ключевых участников. В результате российские банки лишились доступа к международным рынкам, что раньше давало им возможность перераспределять процентный риск на иностранных игроков.

В марте происходило массовое досрочное прекращение сделок – как в иностранной валюте, так и в рублях (рис. 12). В последующие месяцы сокращение позиций нерезидентами продолжалось, в результате чего нерезиденты сохраняли лишь остаточные позиции (рис. 17, 18).

КОЛИЧЕСТВО ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК И ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ С ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ В РУБЛЯХ

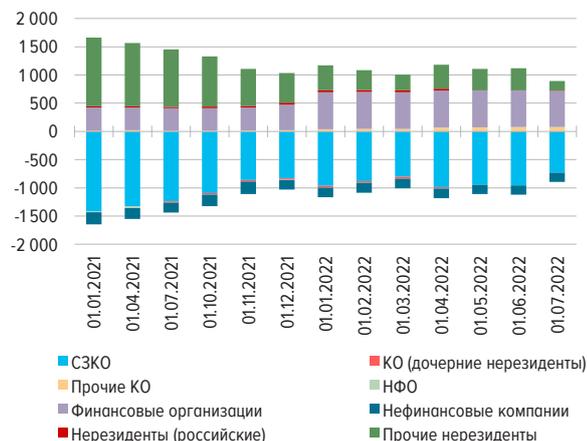
Рис. 17



Примечание. Количество сделок считается по каждому контрагенту (то есть каждая сделка учитывается дважды).
Источник: НКО АО НРД

ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ В РУБЛЯХ. ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+) ФИКСИРОВАННОЙ РУБЛЕВОЙ СТАВКИ (МЛРД РУБ. ПО НОМИНАЛУ СВОПОВ)

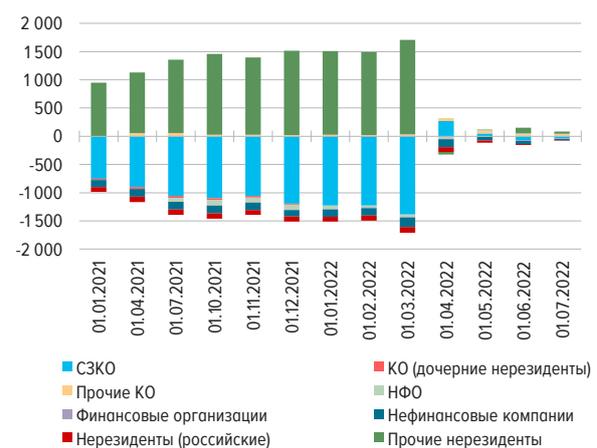
Рис. 19



Источник: НКО АО НРД.

СВОПЫ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ. ПЛАТЕЛЬЩИКИ (-)/ПОЛУЧАТЕЛИ (+) ФИКСИРОВАННОЙ ВАЛЮТНОЙ СТАВКИ (МЛРД РУБ. ПО НОМИНАЛУ СВОПОВ)

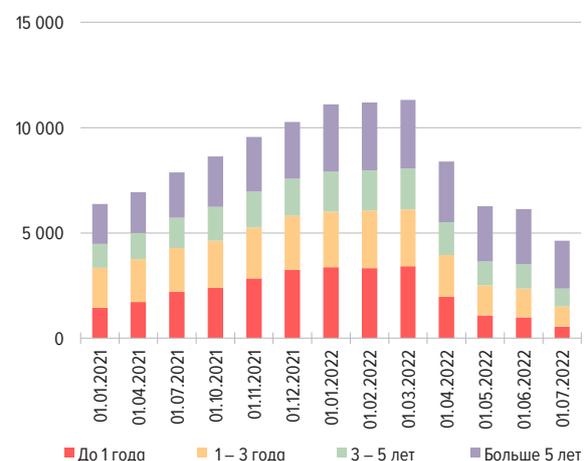
Рис. 18



Источник: НКО АО НРД.

ДИНАМИКА ПО СРОКАМ – ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ С ПРОЦЕНТНЫМИ СВОПАМИ В РУБЛЯХ (МЛРД РУБ., КАЖДЫЙ СВОП СЧИТАЕТСЯ ОДИН РАЗ)

Рис. 20



Источник: НКО АО НРД.

Новые сделки на рынке стали разовым явлением, некоторые типы сделок перестали заключаться¹. Так, начиная с апреля не было заключено ни одной новой сделки овернайт индекс свопа (OIS) и базисного процентного свопа². В целом открытые позиции процентных свопов в рублях на начало июня (по сравнению с объемом в феврале) сократились в 2,4 раза. В результате массового прекращения сделок иностранными участниками и отсутствия нового бизнеса с их стороны (в связи с чем сделки, срок которых истекал, не заменялись новыми) выросла доля длинных сделок на рынке сроком выше 5 лет (с 30 до 49% от объема открытых позиций). Изменение срочной структуры связано с тем, что досрочно терминировались сделки с нерезидентами, однако сделки с другими контрагентами/клиентами часто продолжали исполняться (рис. 20).

На наш взгляд, самым существенным последствием ухода нерезидентов с рынка ПФИ стала изолированность российского сегмента от *развитых финансовых рынков недружественных стран*. Эти рынки обладают гораздо большей ликвидностью и глубиной по сравнению с российским сегментом. Отсутствие активных классических институциональных инвесторов на рынке ПФИ, готовых принимать на себя процентный риск благодаря потребностям в долгосрочных активах, осложняет развитие рынка процентных деривативов в условиях отсутствия нерезидентов, которые традиционно «забирали» часть риска через процентные деривативы.

В результате того, что банки лишились возможности переносить процентный риск на внешних (иностраннх) участников, для них значительно осложнилось управление процентным риском: при отсутствии естественных «потребителей» в текущих условиях процентный риск может быть только перераспределен на других российских участников. На данном этапе развития рынка повышается значимость систем риск-менеджмента – как у банков, так и у нефинансовых компаний. При этом уменьшение возможностей управления процентным риском может сказаться на разнице в срочности активов и пассивов и росте подверженности процентному риску крупных банков, которые раньше задействовали для управления рыночными рисками процентные ПФИ, однако этот вопрос требует дополнительного анализа и проработки.

Постепенное выстраивание систем управления рыночными рисками большим количеством участников позволит постепенно развить культуру хеджирования как в банках, так и в компаниях и будет способствовать увеличению количества участников рынка процентных деривативов. В свою очередь, рост количества участников рынка постепенно поможет увеличить ликвидность деривативного рынка, способствуя перераспределению рыночного риска от тех агентов, которые не готовы его принимать, к участникам, которые обдуманно и в определенных лимитах готовы брать этот риск на себя.

¹ В марте, по данным НКО АО НРД, наблюдался всплеск новых сделок процентных свопов, а также рост досрочно прекращенных сделок, включая вновь заключенные. Новые сделки были преимущественно связаны с особенностями структурирования досрочного прекращения сделок, а не с новым бизнесом банков.

² Сделки базисного процентного свопа подразумевают обмены платежами, рассчитанными исходя из разных ставок в одной валюте.

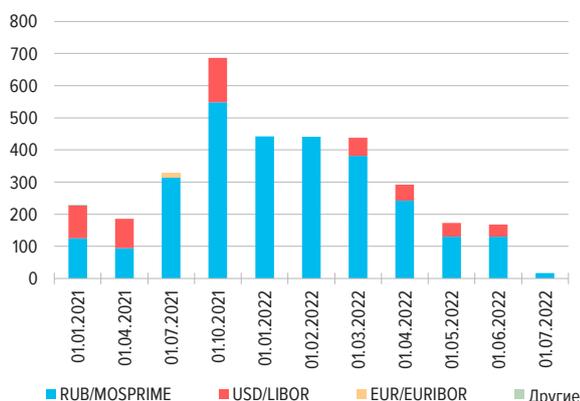
ПРОЦЕНТНЫЕ ФОРВАРДЫ (FRA)

Сделки процентных форвардов перестали заключаться на российском рынке начиная с марта 2022 г. (рис. 21, 23). Снижение объемов открытых позиций происходило как в результате истечения в срок ранее заключенных сделок (такие сделки не заменялись новыми), так и путем досрочного прекращения.

По состоянию на начало июля открытые позиции остаются на минимальных уровнях (16 млрд руб.), при этом контрагентами по этим сделкам являются банки – СЗКО и нерезиденты, связанные с российскими резидентами. По сравнению с началом года объем открытых позиций по инструменту FRA сократился более чем в 25 раз.

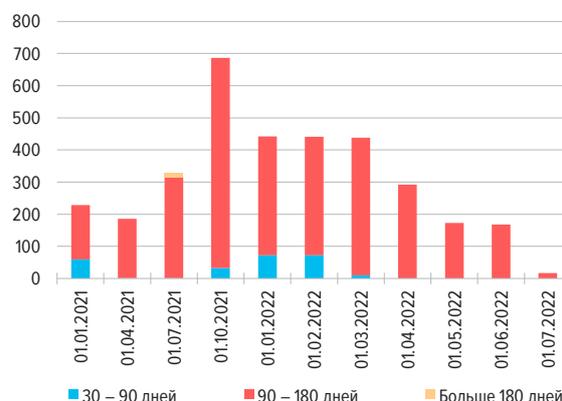
В связи с приближающимся [отказом от публикации](#) ставок семейства MosPrime Rate после 30.06.2023 восстановление рынка форвардов на ставки в рублях, вероятно, будет происходить с использованием других индикаторов денежного рынка. Мы рассчитываем, что в качестве основной базовой ставки, на которую будут ориентироваться процентные ПФИ, станет ставка RUONIA. В свою очередь, развитие процентных форвардов и свопов на ставку RUONIA будет способствовать формированию репрезентативной краткосрочной форвардной кривой в рублях.

ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ ПОЗИЦИЙ ПО ИНСТРУМЕНТУ FRA (МЛРД РУБ.) Рис. 21



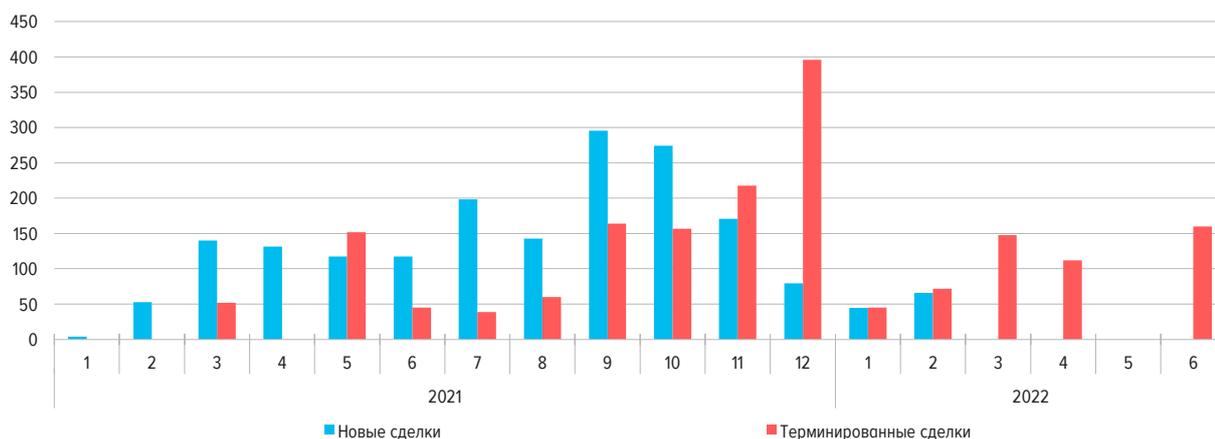
Источник: НКО АО НРД.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ ИНСТРУМЕНТОВ ПО СРОКАМ (МЛРД РУБ.) Рис. 22



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМ НОВЫХ И ТЕРМИНИРОВАННЫХ СДЕЛОК FRA ПО МЕСЯЦАМ (МЛРД РУБ.) Рис. 23



Источник: НКО АО НРД.

ПРОЦЕНТНЫЕ ОПЦИОНЫ

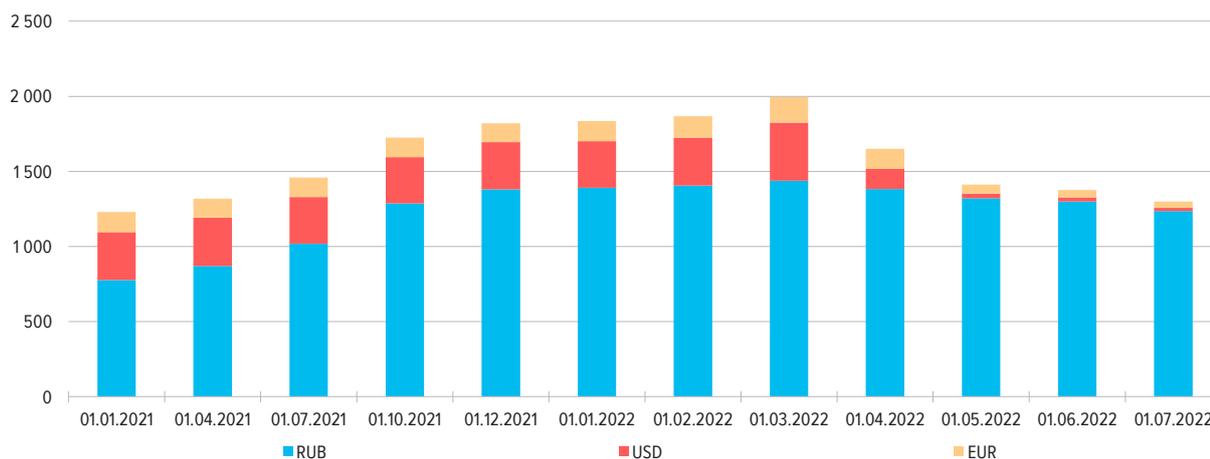
Сегмент процентных опционов, на первый взгляд, пострадал в 2022 г. меньше других сегментов деривативного рынка. Сделки процентных опционов в основном заключались между российскими банками и нефинансовыми клиентами, без участия нерезидентов. Как правило, участие нерезидентов в этом сегменте рынка ограничивалось лишь сделками в иностранной валюте, и начиная с мая эти сделки уже не заключались.

Благодаря невысокому уровню присутствия нерезидентов на рынке объем открытых позиций сократился незначительно (рис. 24). Однако новые сделки процентных опционов в рублях стали единичными: в мае и июне было заключено сделок всего на 7 млрд руб. (по номинальной стоимости) (в феврале: 88 млрд руб.) (рис. 25).

По сравнению с первыми месяцами года заметно изменилась структура страйков по заключенным процентным опционам (рис. 27). Так, страйки процентных опционов по сделкам,

ОБЪЕМ ОТКРЫТЫХ СДЕЛОК ПО ОПЦИОНАМ НА ПРОЦЕНТНУЮ СТАВКУ (ПО НОМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ)
(МЛРД РУБ.)

Рис. 24



Источник: НКО АО НРД.

ОБЪЕМ НОВЫХ СДЕЛОК ПО ОПЦИОНАМ
НА ПРОЦЕНТНУЮ СТАВКУ (ПО НОМИНАЛЬНОЙ
СТОИМОСТИ)
(МЛН РУБ.)

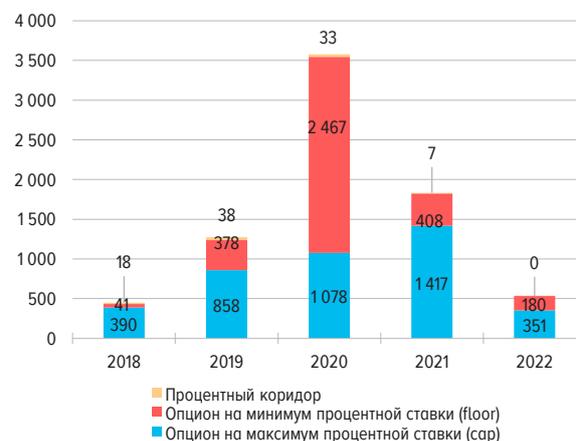
Рис. 25



Источник: НКО АО НРД.

НЕФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ – ПОКУПАТЕЛИ
ОПЦИОНОВ НА ПРОЦЕНТНУЮ СТАВКУ, ОБЪЕМ
СДЕЛОК ЗА ПЕРИОД
(МЛРД РУБ.)

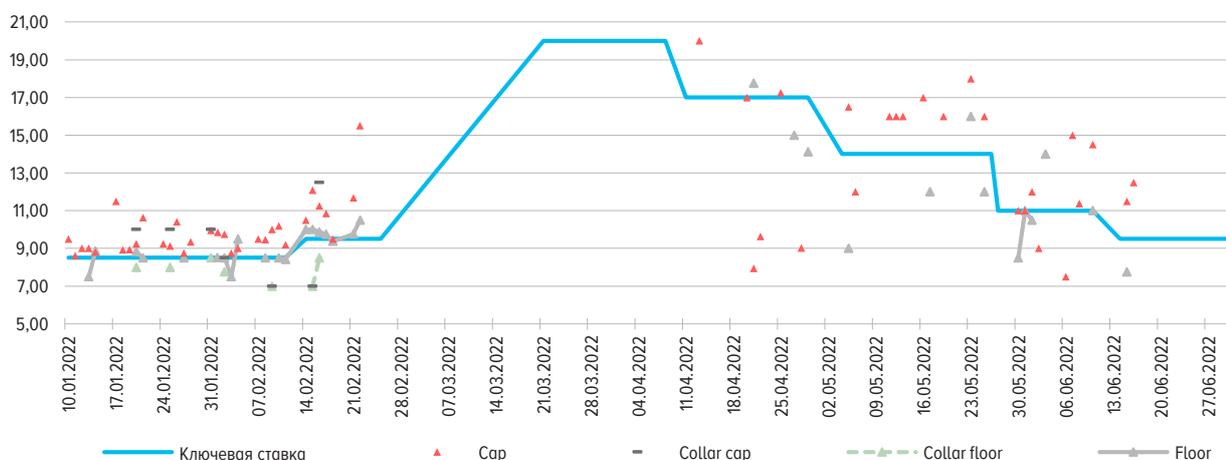
Рис. 26



Источник: НКО АО НРД.

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

Рис. 27



Источники: НКО АО НРД, Банк России.

которые были заключены в январе и феврале, находились в целом вблизи ключевой ставки. Компании хеджировались от потенциального повышения ключевой ставки, однако максимальные уровни страйков не указывали на ожидания ее резкого повышения. После возобновления сделок в апреле разброс страйков по заключенным сделкам указывает на то, что существовали ожидания как достаточно активного снижения ставок на рынке, так и сохранения их вблизи текущих уровней.

Падение объема новых сделок мы связываем с сокращением объема выданных кредитов, в том числе кредитов по плавающей ставке, которые компании хеджируют с помощью процентных опционов. По мере возобновления роста кредитного портфеля можно ожидать восстановления сегмента процентных опционов.

ТОВАРНЫЕ ФОРВАРДЫ

Исторически российские участники рынка использовали товарные форварды в основном для сделок на драгоценные металлы (в большей степени на золото) (рис. 28). В конце 2021 г. появились в заметных объемах сделки на другие товары, такие как нефть (эквивалентно 0,17 млрд долл. США на 1 января 2022 г.) и зерно (0,04 млрд долл. США). При этом объем открытой позиции по товарным форвардам на драгоценные металлы с сентября 2021 г. по 1 февраля 2022 г. снизился с 2,63 до 1,24 млрд долл. США.

Начиная с марта по 1 июля 2022 г. суммарный объем открытой позиции действующих товарных форвардов на фоне сокращения числа новых сделок до нескольких десятков уменьшился до 0,77 млрд долл. США.

Снижение открытой позиции произошло, как и в случае большинства валютных и процентных ПФИ, вследствие прекращения сделок со стороны нерезидентов. До марта 2022 г. нефинансовые организации хеджировали риски изменения цен товаров (в основном золота), заключая контракты с банками, относящимися к СЗКО. На пике суммарная нетто-позиция по получению фиксированной цены на товары составляла 0,88 млрд долл. США (рис. 29). В свою очередь, СЗКО заключали зеркальные сделки с нерезидентами. Помимо хеджирования рисков от сделок с нефинансовыми компаниями, СЗКО могли держать позицию по товарным форвардам для хеджирования собственных рисков – контрагентами также выступали нерезиденты. Таким образом, уход нерезидентов с рынка в марте 2022 г. привел к ситуации, когда банки – СЗКО могут заключать сделки с нефинансовыми компаниями лишь на минимальный объем, что вызвало существенное сокращение объема хеджирования товарных рисков нефинансовыми компаниями.

Восстановление рынка товарных форвардов будет возможно при развитии инфраструктуры внешней торговли с дружественными странами, выступающими импортерами товаров, на цены которых заключаются сделки ПФИ. Переориентация экспортных потоков из России, в частности по золоту, будет способствовать созданию устойчивых торговых связей, что повлечет за собой потребность в создании соответствующих рынков ПФИ.

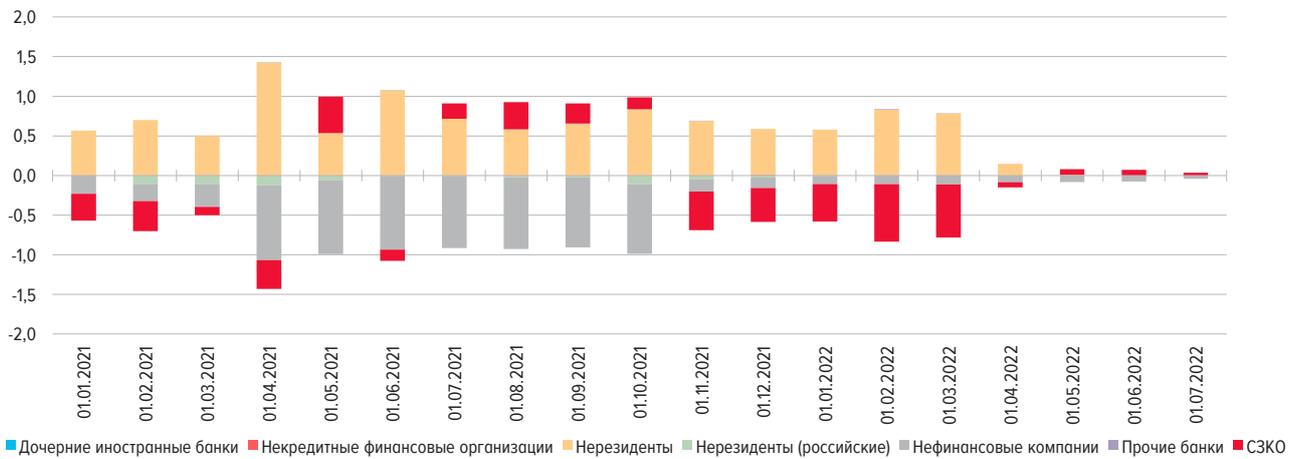
ОТКРЫТАЯ ПОЗИЦИЯ ТОВАРНЫХ ФОРВАРДОВ
(МЛРД ДОЛЛ. США ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ)

Рис. 28



ПЛАТЕЛЬЩИКИ (+)/ПОЛУЧАТЕЛИ (-) ФИКСИРОВАННОЙ ЦЕНЫ ПО ТОВАРНЫМ ФОРВАРДАМ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 29



Источник: НКО АО НРД.

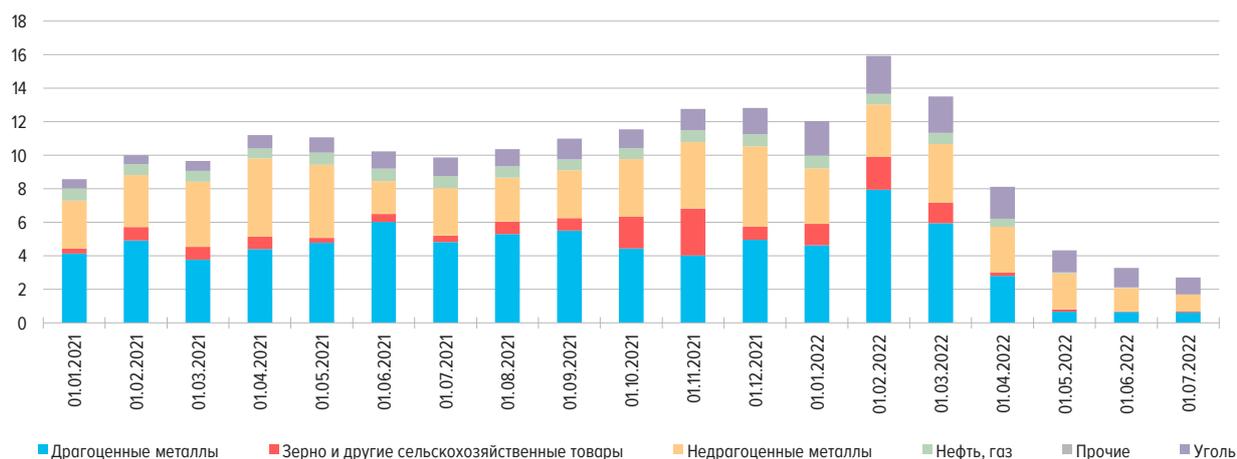
ТОВАРНЫЕ СВОПЫ

Рынок товарных свопов является более крупным, чем рынок товарных форвардов, как по совокупному объему сделок, так и по числу товаров, на цены которых заключались ПФИ. При этом основным товаром также являются драгоценные металлы – на 1 февраля 2022 г. на них приходилось около половины открытой позиции (7,95 из 16 млрд долл. США, рис. 30). Однако крупные позиции были сформированы и по другим следующим товарам: недрагоценные металлы (3,1 млрд долл. США), уголь (2,3 млрд долл. США), зерно и другие сельскохозяйственные товары (2 млрд долл. США), нефть (0,6 млрд долл. США). Начиная с марта 2022 г. открытая позиция активно сокращалась и на 1 июля 2022 г. составила около 2,7 млрд долл. США.

Основными участниками рынка товарных свопов на драгоценные металлы выступали нерезиденты, которые покрывали потребности в хеджировании со стороны нефинансовых компаний и СЗКО. После ухода нерезидентов, СЗКО оказались вынуждены покрывать риски нефинансовых компаний без возможности передачи на других контрагентов. Более того,

ОТКРЫТАЯ ПОЗИЦИЯ ТОВАРНЫХ СВОПОВ
(МЛРД ДОЛЛ. США ПО ГРУППАМ ТОВАРОВ)

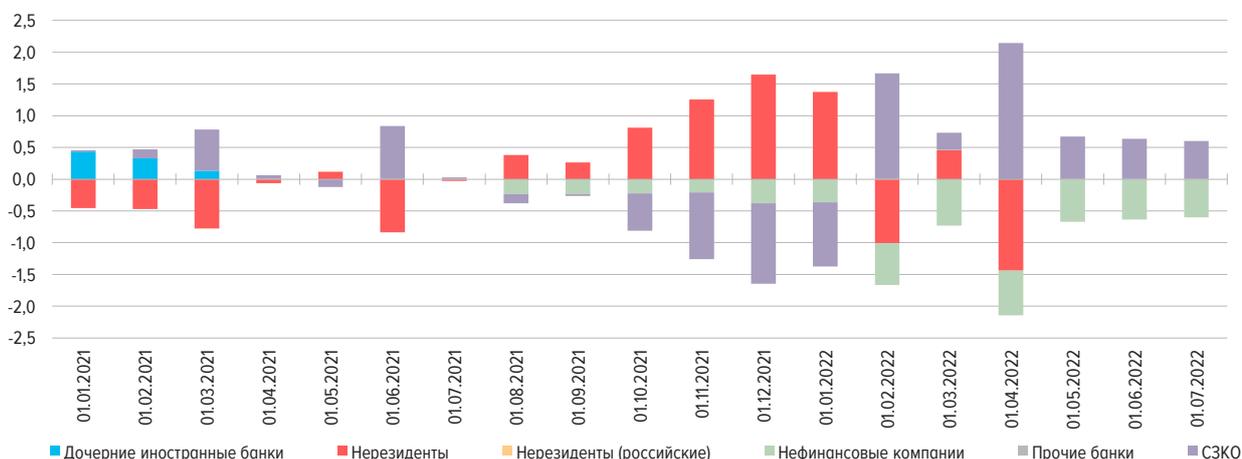
Рис. 30



Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (+)/ПОЛУЧАТЕЛИ (-) ФИКСИРОВАННОЙ ЦЕНЫ ПО ТОВАРНЫМ СВОПАМ НА ДРАГОЦЕННЫЕ МЕТАЛЛЫ (МЛРД ДОЛЛ. США)

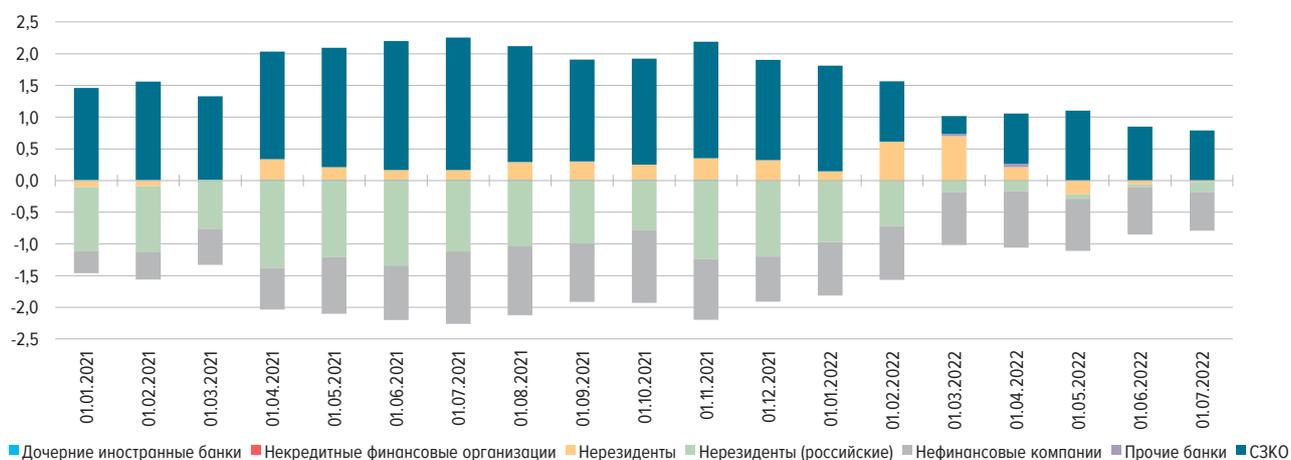
Рис. 31



Источник: НКО АО НРД.

ПЛАТЕЛЬЩИКИ (+)/ПОЛУЧАТЕЛИ (-) ФИКСИРОВАННОЙ ЦЕНЫ ПО ТОВАРНЫМ СВОПАМ
(КРОМЕ ДРАГОЦЕННЫХ МЕТАЛЛОВ)
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 32



Источник: НКО АО НРД.

из-за небольшого количества новых сделок сокращается текущий объем открытой позиции нефинансовых компаний, который составлял 0,6 млрд долл. США на 1 июля 2022 г. (рис. 31). Таким образом, данные организации теряют возможность хеджировать свои риски.

Относительно участников рынка свопов на товары, за исключением драгоценных металлов, наблюдались несколько другие тенденции. До марта 2022 г. СЗКО принимали на себя заметную часть рисков от нефинансовых компаний и от организаций-нерезидентов, связанных с Россией. Однако у банков была возможность проводить зеркальные сделки с нерезидентами для сокращения принимаемых рисков до приемлемого уровня. Начиная с марта 2022 г. данная возможность фактически исчезла, что привело к сокращению объемов позиций. В итоге на 1 июля 2022 г. СЗКО покрывали риски лишь на 0,8 млрд долл. США со стороны нефинансовых организаций (0,6 млрд долл. США) и российских нерезидентов (0,2 млрд долл. США).

Развитие рынка товарных свопов в текущей ситуации может быть связано как с расширением торговли с дружественными странами, так и с развитием российских товарных бирж. В частности, Банк России, Правительство Российской Федерации и инфраструктурные организации проводят работу по развитию товарных индикаторов, увеличению ликвидности на товарных рынках, а также созданию условий, мотивирующих участников заключать сделки с ПФИ на внутренние индикаторы.

ТОВАРНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

До февраля 2022 г. высокий спрос на товарные ПФИ проявляли экспортно ориентированные нефинансовые компании. Заключение таких сделок позволяло им зафиксировать стоимость базового актива (базовыми активами выступали мировые индексы на цену продукции), застраховав себя от снижения мировых цен. В II квартале начался резкий рост цен на сырьевые товары на мировых рынках, при этом мировые цены превысили внутренние. Кроме того, санкционные ограничения со стороны недружественных стран привели к ограничению экспорта продукции и экспорту продукции с ценовым дисконтом. В этой ситуации товарные ПФИ как инструменты хеджирования начали работать некорректно, генерируя убытки для российских добывающих и перерабатывающих компаний.

Ряд нефинансовых компаний также столкнулись с трудностями при исполнении обязательств по ПФИ перед российскими банками. В сочетании с массовым прекращением сделок нерезидентами с отечественными контрагентами в рамках хеджирования товарных ПФИ (передачи части риска от российских участников крупнейшим мировым финансовым институтам) конечные риски по сделкам все больше стали аккумулироваться на российских банках. Дополнительной проблемой стало ограничение со стороны провайдеров рыночной информации о доступности сведений по текущим значениям мировых индексов на цену продукции и, как следствие, невозможности заключения и использования базирующихся на них ПФИ.

Принимая во внимание тот факт, что большинство зарубежных поставщиков ценовой информации ушли с российского рынка, а также то, что со стороны недружественных стран оказывается санкционное давление, возникла необходимость создания перечня национальных ценовых индикаторов на товарно-сырьевые активы взамен зарубежных аналогов. Для достижения этих целей Банк России предложил Правительству Российской Федерации процедуру межведомственной оценки качества формирования ценовых индикаторов на товары, которая была поддержана большинством заинтересованных федеральных органов исполнительной власти. В рамках апробации процедуры 04.07.2022 проведена пилотная межведомственная оценка качества методики формирования товарного индикатора совместно с Минфином России, Минсельхозом России и ФАС России¹. Российские индикаторы могут быть использованы в фискальных целях, а также для формирования новых товарных ПФИ.

Структурные изменения российской экономики, наряду с новыми направлениями экспорта продукции и использования российских товарных индикаторов, в перспективе должны способствовать восстановлению и развитию рынка товарных производных финансовых инструментов.

¹ Рассмотрена методика индекса на пшеницу на условиях поставки до порта Новороссийск, который рассчитывается АО «Национальная товарная биржа» на основе информации об итогах организованных торгов.