



Банк России



Сентябрь 2020

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2020

РЕЗЮМЕ

В сентябре 2020 г. наблюдалось увеличение числа заражений коронавирусом в различных странах мира, что привело к возобновлению в некоторых из них ряда карантинных ограничений. В то же время дополнительных жестких ограничений не вводилось, что помогло избежать существенного всплеска волатильности на рынках. Реализованные ранее монетарными и фискальными властями меры поддержки экономики и финансовой стабильности позволили избежать масштабного ухудшения рыночных настроений. Однако риски, связанные с проблемами устойчивости государственного долга, независимости центральных банков, в отношении отдельных стран с формирующимися рынками сохраняются.

На российском финансовом рынке, как и на иностранных площадках, в первый месяц осени наблюдался рост волатильности. Помимо общего негативного фона, связанного с риском распространения коронавируса, на российский рынок оказывали влияние геополитические факторы. В этих условиях Минфин России в сентябре увеличил объем размещения ОФЗ-ПК на аукционах, что позволило перевыполнить план по размещению ОФЗ на III квартал (123,8% от планового объема). Сохранилась тенденция на увеличение доли участия СЗКО в аукционах (82,9% в сентябре, что по номиналу составило 690,7 млрд руб.), тогда как доля иностранных участников снизилась до 7,6%. Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре сократилась на 2,5 п.п. и составила 26,0%, при этом объем их вложений снизился на 42,8 млрд рублей. На рынке акций наблюдались нетто-продажи со стороны иностранных участников (83,8 млрд руб.), при этом индекс МосБиржи снизился незначительно (-2%).

Иностранные участники нарастили короткую позицию по рублю на валютных свопах, хеджируя валютный риск на фоне нарастания пандемии COVID-19. Ослабление рубля в сентябре до 77,63 руб./долл. США сопровождалось ростом вмененной волатильности опционов USD/RUB «при деньгах» по инструментам на различных сроках (121 б.п. для инструментов со сроком 3 месяца). Валютные вклады населения снижались (срочные депозиты по итогам августа снизились на 1 млрд долл. США). Хотя физические лица покупали валюту через крупнейшие банки и Московскую Биржу, их спрос на валюту в сентябре был значительно меньше, чем в аналогичный месяц в предыдущие два года.

Развитие рынка структурных продуктов активно продолжается – объем размещений вырос за два года более чем в 6 раз (до 393 млрд руб. на 1 сентября 2020 г.). Принятие Федерального закона №75-ФЗ от 18 апреля 2018 г. способствовало дальнейшему увеличению размещений, так как позволило выпускать по российскому праву структурные облигации без защиты капитала. Однако на текущий момент они являются слабо распространенным инструментом среди населения – объем вложений в них составил 17,5 млрд руб. на 1 сентября 2020 года. Структурные продукты с защитой капитала представляют собой более востребованный инструмент со стороны розничных инвесторов.

Структурные продукты могут служить более доступной альтернативой вложениям в облигации в иностранных валютах для розничных инвесторов, так как их купон и/или номинал зачастую зависят от колебаний в стоимости иностранных активов. При этом по объему вложений населения они пока уступают альтернативным инструментам: в сентябре 2020 г. объем вложений населения в структурные продукты (во всех валютах) составил 239 млрд руб., тогда как в облигации нерезидентов и резидентов в иностранной валюте – 568 и 700 млрд руб. соответственно.

1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

- В сентябре 2020 г. произошло ускорение распространения пандемии коронавируса в мире, что привело к возобновлению весенних ограничительных мер в отдельных странах. Тем не менее по состоянию на конец сентября – начало октября вводимые ограничения не носят широкомасштабного характера.
- Реакция рынков на текущие события является более спокойной, чем весной 2020 г., что связано как с более осторожным возобновлением старых ограничений, отсутствием новых ограничений, так и с тем, что центральные банки и правительства уже реализовали широкомасштабные меры поддержки экономики и купирования рисков финансовой стабильности.
- При этом некоторые риски сохраняются. Риски на финансовых рынках ЕМЕ могут быть связаны с опасениями относительно устойчивости государственного долга и потери независимости отдельными центральными банками.

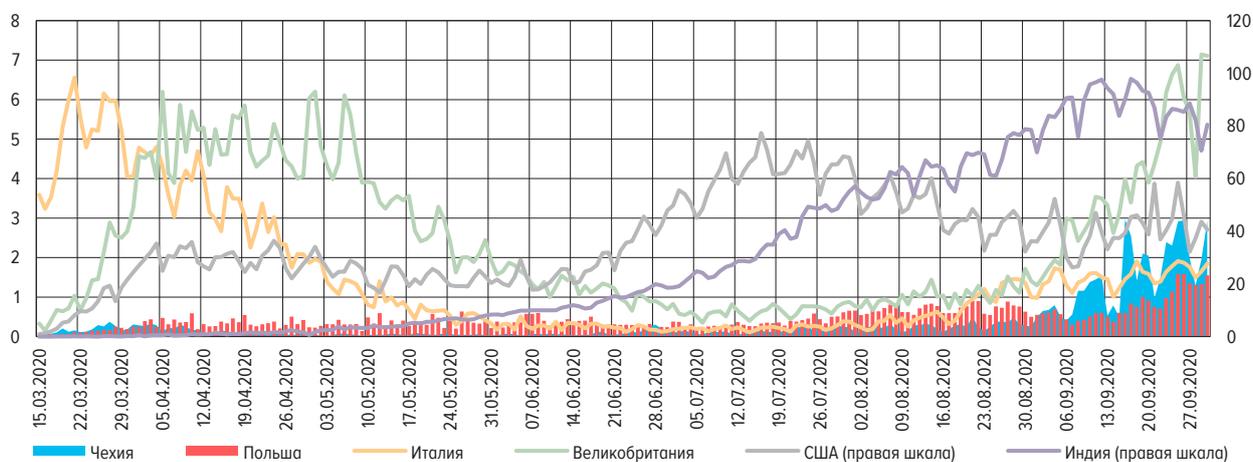
В сентябре 2020 г. наблюдались увеличение скорости распространения коронавирусной инфекции в мире и увеличение количества смертей в отдельных странах, что приводило к повторному введению ряда весенних карантинных ограничений.

В отчетном периоде в некоторых регионах продолжилось увеличение числа заражений (Индия). Во многих странах был зафиксирован рост скорости заражения: в США, Великобритании, Канаде, в европейских странах (Франция, Испания, Италия, Центральная и Восточная Европа¹, Россия), в азиатском регионе (Индонезия, Малайзия), в Латинской Америке (Аргентина) (рис. 1). В некоторых странах также наблюдалось увеличение количества смертей от коронавируса (рис. 2).

Рост заболеваемости коронавирусом в мире приводил к необходимости повторного точечного введения ограничительных мер в различных странах: с 18 сентября 2020 г. действует полноценный вторичный карантин в Израиле, отмечается постепенное ужесточение мер в Великобритании, на карантин закрыты некоторые районы Мадрида (Испания), введены ограничения в Марселе (Франция), действуют жесткие ограничения на передвижение в отдельных районах штата Сабах (Малайзия), до конца октября продлен «выборочный» карантин в Колумбии.

ЧИСЛО НОВЫХ ПОДТВЕРЖДЕННЫХ СЛУЧАЕВ ЗАРАЖЕНИЯ КОРОНАВИРУСОМ
(ТЫС. ЧЕЛ.)

Рис. 1

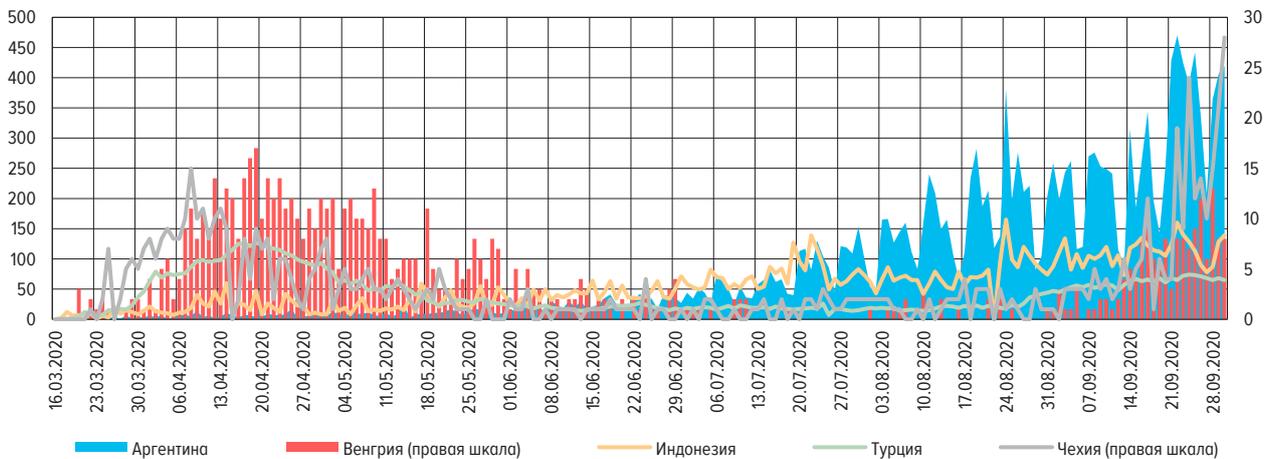


Источник: Thomson Reuters.

¹ Венгрия, Польша, Чехия, Румыния.

ЧИСЛО НОВЫХ ЗАФИКСИРОВАННЫХ СМЕРТЕЙ ОТ КОРОНАВИРУСА
(ЧЕЛ.)

Рис. 2



Источник: Thomson Reuters.

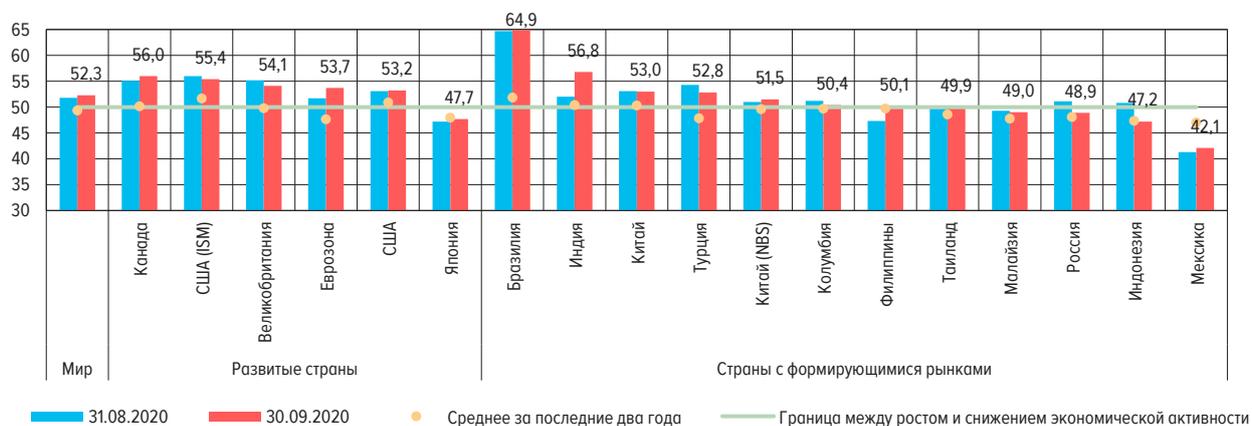
Повторное введение карантинных ограничений может привести к очередному снижению глобальной экономической активности, особенно в сфере услуг. В сентябре 2020 г. замедление экономического восстановления было зафиксировано в странах, где произошло ухудшение ситуации с развитием пандемии.

Несмотря на продолжение в сентябре роста производственной активности во многих регионах мира, в ряде стран, для которых был характерен существенный рост скорости заражения коронавирусом, наблюдалось ухудшение экономических настроений (Великобритания, Индонезия, Малайзия) (рис. 3). Сфера услуг наиболее подвержена ухудшению ожиданий, связанных с рисками коронавируса, и действию карантинных ограничений. В сентябре 2020 г. в США и Великобритании произошло замедление роста экономической активности в сфере услуг (PMI снизился на 0,4 п., до 54,6 п., и на 2,7 п., до 56,1 п., соответственно), в еврозоне – снижение экономической активности в сфере услуг (PMI снизился на 2,5 п., до 48 п.).

Дальнейшее развитие экономической ситуации в мире во многом будет зависеть от динамики заражений коронавирусом и эффективности мер, принимаемых локальными правительствами, для сдерживания пандемии. Страны со слабыми структурными параметрами и низкой

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ИНДЕКСОВ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ МИРА
В АВГУСТЕ-СЕНТЯБРЕ 2020 Г. ПО ДАННЫМ MARKIT ECONOMICS
(п.).

Рис. 3



Примечание: дополнительно приведена статистика по производственному индексу PMI в США на основе данных Institute for Supply Management (ISM) и в Китае – на основе данных National Bureau of Statistics of China (NBS).

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

контролируемостью развития пандемии в наибольшей степени подвержены рискам ухудшения экономической ситуации (врезка 1).

Врезка 1. Изменение прогноза роста глобальной экономики в 2020 г. в зависимости от структурных особенностей экономики и динамики заражений коронавирусом в отдельных странах в материалах ОЭСР

16 сентября 2020 г. ОЭСР¹ опубликовала обзор, в котором повысила прогноз роста глобальной экономики и большинства включенных в выборку стран в 2020 г. по сравнению с оценкой в июне 2020 года. Прогноз годового темпа роста мирового ВВП в 2020 г. был повышен на 1,5 п.п., до -4,5%, среди отдельных стран самый существенный пересмотр в сторону повышения произошел в США (+3,5 п.п., до -3,8%) и Китае (+4,4 п.п., до 1,8%)².

Однако в некоторых странах прогноз роста, наоборот, был понижен: снижение прогнозных значений роста экономики в 2020 г. по сравнению с предыдущей оценкой было зафиксировано в Индии (на 6,5 п.п., до -10,2%), ЮАР (на 4 п.п., до -11,5%), Аргентине (на 2,9 п.п., до -11,2%), Мексике (на 2,7 п.п., до -10,2%). Факторами пересмотра оценок в сторону снижения стали рост случаев заражения коронавирусом и потребность в ужесточении режима карантина, а также высокий уровень бедности и значительная доля теневого сектора экономики, что усиливает негативные экономические последствия карантинных ограничений.

¹ [OECD Interim Economic Assessment. Coronavirus: Living with uncertainty. 16 September 2020.](#)

² Стоит отметить, что улучшение прогноза роста глобальной экономики, вероятно, происходило до ухудшения эпидемиологической ситуации в мире в конце сентября 2020 г. и не учитывает последних негативных тенденций.

Повышение скорости заражения коронавирусом в мире и необходимость точечного ужесточения карантинных мер оказывают негативное влияние на мировую экономическую активность и увеличивают потребность в новых экономических стимулах со стороны глобальных регуляторов.

В сентябре 2020 г. ФРС США подтвердила приверженность мягкой денежно-кредитной политике до стабилизации занятости на максимальном уровне и инфляции и инфляционных ожиданий вблизи целевого уровня в 2% годового изменения. На заседании 15–16 сентября ФРС США сохранила неизменными диапазон базовой ставки на уровне 0,00–0,25% и объем программы выкупа активов в размере 120 млрд долл. США в месяц. Регулятор намерен поддерживать диапазон ставок на прежнем уровне до тех пор, пока инфляция не будет умеренно превышать целевой ориентир 2% в течение определенного времени. Также произошло смягчение риторики денежных властей в США: согласно новому заявлению, текущие параметры денежно-кредитной политики ФРС США оказывают стимулирующее влияние на экономику и финансовые рынки по сравнению со стабилизирующим воздействием ранее. Согласно обновленному прогнозу членов Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) ФРС США («точечная диаграмма» FOMC), диапазон базовой ставки будет сохранен на неизменном уровне 0,00–0,25% до конца 2023 года.

Несмотря на стимулирующий характер монетарной политики ФРС США, сохраняется потребность в дополнительных фискальных стимулах со стороны бюджетных властей в условиях ухудшения динамики распространения коронавируса в мире. Неопределенность относительно согласования пакета стимулов в Конгрессе США продолжила оказывать негативное влияние на настроения глобальных инвесторов в течение сентября 2020 года. По последним данным, демократическая партия США пошла на уступки республиканцам, снизив общую стоимость пакета до 2,2 трлн долл. США для ускорения процесса согласования законопроекта. Администрация Д. Трампа представила проект стимулов на сумму 1,5 трлн долл. США.

Повышение рисков Brexit в сентябре 2020 г. привело к усилению волатильности на европейском финансовом рынке в отчетном периоде.

В сентябре 2020 г. наблюдалось усиление рисков Brexit на фоне приближения конечного срока достижения соглашения относительно «торговой сделки» между Великобританией и ЕС (заседание Совета Европы 15 октября 2020 г.). Однако представление Правительством Вели-

кобритании законопроекта, который, по мнению ЕС, противоречит условиям выхода Великобритании из ЕС и нормам международного права, повысило риски Brexit без «сделки».

В результате в сентябре 2020 г. британский фунт ослаб на 3,4% относительно доллара США, вмененная волатильность валютной пары «британский фунт – доллар США» на срок 1 месяц выросла на 2,0 п.п., до 10,7%.

Нарастание опасений относительно снижения мирового спроса на сырьевые товары в результате усиления пандемии привело к снижению их стоимости в сентябре 2020 года. Снижение мировых цен на нефть в месячном выражении было зафиксировано впервые с апреля 2020 года.

В сентябре 2020 г. цены на нефть марки Brent снизились на 9,6%, до 41,0 долл. США, марки Urals² – на 11,3%, до 40,3 долл. США (месячное снижение нефтяных котировок зафиксировано впервые с апреля 2020 г.).

Причиной снижения стоимости сырьевых товаров на глобальных рынках стало ухудшение ожиданий инвесторов относительно развития экономической ситуации в мире, что приведет к снижению производства и падению спроса на сырье. В начале сентября 2020 г. индикатором будущего сокращения спроса на нефть стало снижение нефтяными компаниями Саудовской Аравии и Кувейта стоимости октябрьских поставок нефти на азиатские рынки. Также в отчетном периоде ОПЕК снизила прогноз мирового спроса на энергоресурсы: в сентябре 2020 г. прогнозируемое снижение мирового спроса на нефть в 2020 г. составило 9,46 млн барр. в сутки после ожидаемого в предыдущем месяце снижения в размере 9,06 млн барр. в сутки в текущем году. Отрицательное влияние на динамику нефтяных котировок также оказали сообщения о возможном снятии запрета на экспорт нефти из Ливии, что приведет к увеличению мирового предложения сырья в размере около 1 млн барр. в сутки. В отчетном периоде также произошло увеличение экспорта нефти из Ирана.

Цены на другие категории сырьевых товаров также снизились впервые с апреля 2020 года. Стоимость меди изменилась незначительно, стоимость промышленных металлов на основе индекса Bloomberg Industrial metals – на 2,8%, индекс S&P Precious metals сократился на 5,7%.

Нарастание опасений инвесторов относительно мирового экономического роста и ускорения заражения коронавирусом³ привело к усилению бегства глобальных инвесторов из рискованных активов и увеличению спроса на защитные активы в сентябре 2020 года.

Ухудшение восприятия риска глобальными инвесторами стало причиной распродажи активов на мировых фондовых рынках в отчетном периоде. В сентябре 2020 г. американский фондовый индекс S&P 500 снизился на 3,9% (падение в месячном выражении впервые с апреля 2020 г.), китайский фондовый индекс Shanghai Composite – на 5,2%, фондовый индекс стран с формирующимися рынками MSCI Emerging Markets – на 1,8%.

Вместе с этим в сентябре 2020 г. наблюдался рост спроса на защитные активы на фоне усиления неприятия риска. В отчетном периоде индекс доллара США (DXY)⁴ вырос на 1,9%, до 93,9 п. (показатель вернулся к уровням, наблюдаемым в конце июля 2020 г.), доходность государственных облигаций США на срок 10 лет изменилась незначительно (-2 б.п., до 0,68%).

Усиление неопределенности перспектив развития глобальной экономики на фоне роста числа заражений коронавирусом привело к снижению склонности иностранных инвесторов к риску в сентябре 2020 года. В отчетном периоде была зафиксирована корреляция между

² Среднее из цен на нефть марки Urals, реализуемой на рынках Средиземноморья и Северо-Западной Европы.

³ Сохранение неопределенности относительно согласования пакета стимулов в Конгрессе США, напряженности в отношениях между США и Китаем, а также приближение президентских выборов в США продолжили оказывать негативное влияние на рыночные настроения.

⁴ Динамика индекса доллара США (DXY) показывает изменение стоимости доллара США по отношению к основным мировым валютам (EUR, JPY, GBP, CAD, SEK, CHF).

ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА В ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ, СУММИРОВАНИЕ ПО 4 НЕДЕЛИ (млрд долл. США) Рис. 4



Источник: EPFR Global.

скоростью распространения пандемии и динамикой конъюнктуры на формирующихся рынках.

В сентябре 2020 г. произошло усиление неприятия риска глобальными инвесторами, что стало причиной снижения спроса на активы стран с формирующимися рынками. Динамика финансовых индикаторов ЕМЕ указала на рост напряженности на этих рынках в отчетном периоде (табл. 1). В сентябре 2020 г. произошли практически повсеместное ослабление национальных валют, снижение фондовых индексов, расширение спредов по суверенным CDS в странах ЕМЕ. Для отчетного периода была характерна корреляция между изменением финансовых индикаторов на формирующихся рынках и динамикой заражений в этих странах.

По данным EPFR Global, в сентябре 2020 г.⁵ произошло незначительное сокращение чистого притока капитала на формирующиеся рынки на 0,3 млрд долл. США, до 7,5 млрд долл. США (чистый приток на фондовые рынки составил 3,7 млрд долл. США, на долговые рынки – 3,8 млрд долл. США) по сравнению со статистикой за предыдущие четыре недели (рис. 4). Ухудшение статистики по капитальным потокам произошло в конце отчетного периода. По данным Института международных финансов (ИМФ), чистый приток капитала на финансовые рынки ЕМЕ в сентябре 2020 г. составил 2,1 млрд долл. США (чистый приток на долговые рынки – 12,9 млрд долл. США, чистый отток из акций – 10,8 млрд долл. США). Несмотря на сохранение чистого притока капитала на рынки ЕМЕ в сентябре 2020 г., величина оттока капитала в конце месяца была сопоставима с оттоком капитала с ЕМЕ в период taper tantrum в 2013 г. и периодом волатильности в Китае в 2015 году.

Также в отдельных странах ЕМЕ произошло усиление волатильности на финансовых рынках в связи с локальными событиями (врезка 2). Ослабление российского рубля в сентябре 2020 г. было связано с общим для всех ЕМЕ снижением склонности мировых инвесторов к риску на фоне увеличения числа заражений коронавирусом, снижением мировых цен на нефть и усилением геополитических рисков.

⁵ Четыре недели – с 02.09.2020 по 30.09.2020.

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ СТРАН С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ В АВГУСТЕ-СЕНТЯБРЕ 2020 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты к доллару США		Фондовый индекс		Доходность государственных облигаций (10 лет)		Спред по суверенным CDS (5 лет)		Ранг 1 – наихудший 17 – наилучший	
	%				б.п.					
	в августе 2020 г.	в сентябре 2020 г.	в августе 2020 г.	в сентябре 2020 г.	в августе 2020 г.	в сентябре 2020 г.	в августе 2020 г.	в сентябре 2020 г.	в августе 2020 г.	в сентябре 2020 г.
Бразилия	-4,9	-2,1	-3,4	-4,8	64	52	-3	35	1	1
Россия	0,2	-4,7	1,9	-2,0	15	17	-4	24	7	2
Индонезия	0,3	-2,1	1,7	-7,0	4	7	-22	21	14	3
Венгрия	-1,9	-4,0	0,5	-5,5	22	13	0	-2	4	4
Колумбия	-0,2	-2,3	7,2	-3,6	-3	-12	-12	33	16	5
Польша	1,7	-4,7	1,8	-4,9	11	-8	1	0	9	6
Чехия	1,3	-4,7	2,4	-3,9	28	-28	0	2	6	7
Чили	-2,4	-1,0	-6,2	-3,4	11	35	-10	8	3	8
Таиланд	0,6	-1,7	-1,3	-5,6	24	-11	-4	10	5	9
Мексика	1,8	-1,0	-0,5	1,7	12	0	-25	32	15	10
Китай	1,9	0,8	2,6	-5,2	8	10	-8	14	11	11
ЮАР	0,8	1,2	-0,4	-2,2	4	16	-20	26	12	12
Филиппины	1,3	-0,2	-0,7	-0,3	-7	30	-10	9	10	13
Индия	1,6	-0,2	2,7	-1,5	24	-6	-17	19	13	14
Малайзия	1,8	0,2	-4,9	-1,3	5	11	-11	8	8	15
Турция	-5,1	-4,8	-4,3	6,2	86	-63	-31	5	2	16
Румыния	1,2	-2,5	7,4	0,1	-10	-39	-14	-25	17	17
Среднее ЕМЕ	0,0	-2,0	0,4	-2,6	17	1	-11	13		

 Латинская Америка

 Европа, Ближний Восток и Африка

 Азиатско-Тихоокеанский регион

Примечание: сводный ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных в отрезке [0, 1] значений рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ.
Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

Врезка 2. Локальные риски на финансовых рынках ЕМЕ в сентябре 2020 года

В сентябре 2020 г. произошло усиление напряженности на финансовом рынке **Индонезии** по мере роста **рисков нарушения независимости центрального банка** страны (independence at risk).

Триггером усиления беспокойства инвесторов стало предложение о внесении изменений в закон о центральном банке: изменение мандата денежных властей (включение целевых ориентиров по экономическому росту и безработице в перечень основных целей центрального банка) и предоставление членам правительства права принимать участие в заседаниях регулятора по ставке. Таким образом, опасения инвесторов были связаны с тем, что изменение закона о центральном банке может привести к усилению давления на регулятор со стороны органов исполнительной власти.

Это происходило после запуска в Индонезии схемы прямого финансирования государственного долга: Банк Индонезии осуществляет выкуп на первичном рынке государственных облигаций с возвратом процентных платежей в бюджет (общая сумма покупок должна составить 28 млрд долл. США, что является частью пакета финансовой помощи в условиях пандемии на сумму 40 млрд долл. США).

В результате в сентябре 2020 г. произошел рост напряженности на финансовом рынке Индонезии. Денежные власти проводили интервенции на спотовом валютном рынке и рынке внутренних беспоставочных форвардов (DNDF) для предотвращения излишнего ослабления национальной валюты. В отчетном периоде валютные резервы Банка Индонезии сократились на 1,3%, до 135,2 млрд долл. США.

Проблема ограничения независимости центрального банка может затронуть и другие ЕМЕ по мере постепенного сворачивания буфера макроэкономической и финансовой устойчивости в странах

с формирующимися рынками. Как отмечают аналитики S&P Global¹, если схема монетизации государственного долга в странах с формирующимися рынками приобретет длительный характер и сохранится после пандемии, то центральные банки в этих странах могут столкнуться с потерей доверия (credibility at risk), что чревато оттоком капитала с национальных финансовых рынков и снижением суверенных кредитных рейтингов. Поэтому **поддержание независимости политики монетарных властей в ЕМЕ** в условиях пандемии является необходимым для обеспечения стабильности финансового рынка.

В сентябре 2020 г. продолжилось усиление волатильности на финансовом рынке **Турции**. Рейтинговое агентство Moody's 12 сентября 2020 г. понизило суверенный кредитный рейтинг страны с «B2» до «B1» (худшая оценка кредитного рейтинга Турции в истории) на фоне повышения уязвимости внешней позиции и сворачивания буфера фискальной устойчивости. За период с 28 февраля (начало пандемии) до 25 сентября 2020 г. величина валютных резервов снизилась на 45,2%, до 42,4 млрд долл. США (эквивалентно 7,3% ВВП). Ослабление доверия глобальных инвесторов к национальной валюте было также связано с постепенным ростом инфляции и инфляционных ожиданий (в сентябре 2020 г. темп роста потребительских цен составил 11,75% в годовом выражении, инфляционные ожидания – 10,2% при целевом ориентире Банка Турции на уровне 5%). В отчетном периоде лира обновила очередной исторический минимум на уровне 7,8 турецкой лиры за доллар США (29 сентября 2020 г.). Негативное влияние на финансовый рынок Турции также оказывают геополитические риски (напряженность в Средиземноморье, конфликт в Нагорном Карабахе).

Для устранения рисков в отношении ценовой и финансовой стабильности на заседании 24 сентября 2020 г. Банк Турции повысил уровень базовой ставки на 2 п.п., до 10,25%, что стало неожиданностью для участников рынка. Также 25 сентября Агентство по банковскому регулированию и надзору (BDDK) смягчило политику путем расширения лимитов на банковские операции с деривативами (валютно-процентный своп, форварды, опционы) с участием иностранных инвесторов.

В отчетном периоде **Аргентина** успешно реструктуризировала обязательства по суверенному долгу на сумму свыше 100 млрд долл. США, после чего произошло повышение суверенного рейтинга страны международными агентствами. Тем не менее сохранение глубоких структурных проблем и плохо контролируемое развитие пандемии привели к дальнейшему ухудшению конъюнктуры финансового рынка. В результате в отчетном периоде власти страны приняли решение об **ужесточении требований валютного контроля**: были введены ограничения на покупку долларов США на валютном рынке, на покупку еврооблигаций и кредитных карт, номинированных в иностранной валюте. Это оказало лишь временный эффект на рынок и не позволило остановить падение национальной валюты: в сентябре 2020 г. песо ослаб на 2,6% относительно доллара США.

¹ S&P Global. *EM central banks risk reputations with bond-buying programs. 14 September 2020.*

2. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- В сентябре 2020 г. на российском финансовом рынке, как и на иностранных площадках, наблюдался рост волатильности. Помимо общего негативного фона, связанного с риском распространения коронавируса, на российский рынок оказывали влияние геополитические факторы, способствовавшие большему росту волатильности относительно среднего уровня в странах с формирующимися рынками. Несмотря на негативные факторы, влияющие на рынок, в целом ситуация оставалась менее волатильной, чем весной 2020 года.
- На рынке ОФЗ наблюдался рост доходностей кривой ОФЗ по всей ее длине (в среднем на 11 б.п.). Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре сократилась на 2,5 п.п. и составила 26,0%, при этом объем их вложений снизился на 42,8 млрд рублей.
- На рынке акций в сентябре наблюдались разнонаправленная динамика отраслевых индексов и продолжение нетто-продаж со стороны нерезидентов и дочерних иностранных организаций. Фондовый индекс МосБиржи снизился на 2,0%.
- Несмотря на рост волатильности, в сентябре Минфин России увеличил объем размещения ОФЗ на аукционах (833,2 млрд руб. по номиналу) относительно июля и августа (225,6 и 178,9 млрд руб. соответственно), чему способствовали увеличение премии к вторичному рынку и высокий спрос к ОФЗ-ПК со стороны локальных инвесторов. Значительный объем размещения в последний месяц III квартала позволил Минфину перевыполнить квартальный план (123,8% от планового объема в 1 трлн руб.). Сохранялась тенденция на увеличение участия СЗКО в аукционах ОФЗ (доля в месячном выражении выросла с 57,2% в июле до 82,9% в сентябре), тогда как доля иностранных участников снизилась и составила 7,6%.
- В сентябре иностранные участники нарастили короткую позицию по рублю на валютных свопах, также покупая валюту на биржевых торгах. Основными продавцами валюты были СЗКО и нефинансовые организации. Валютные вклады населения немного снизились, однако существенного спроса на иностранную валюту со стороны физических лиц не наблюдалось.

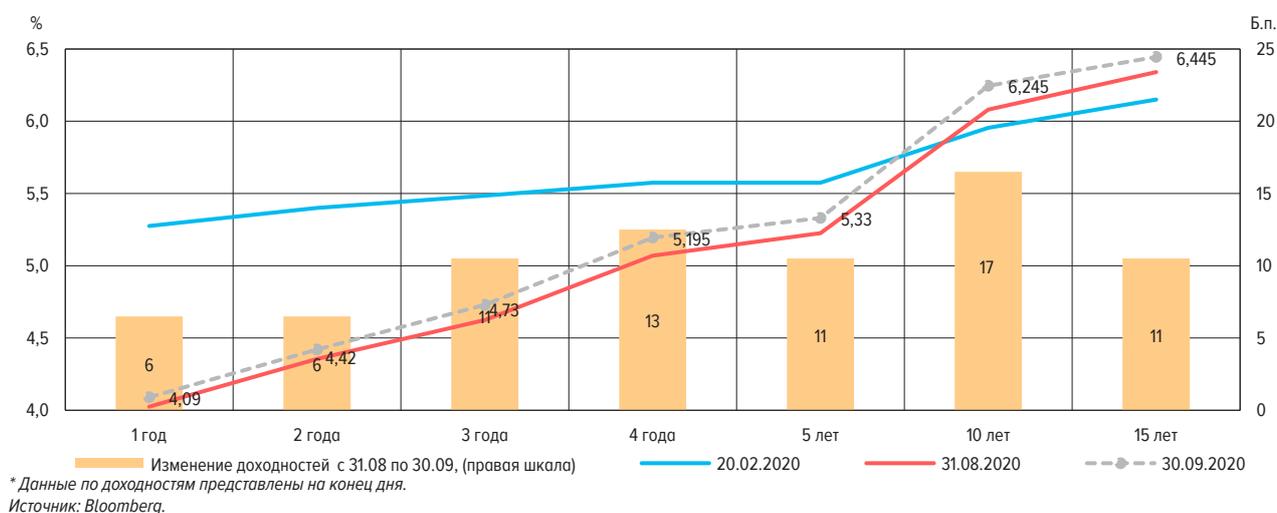
Рынок ОФЗ

В сентябре на фоне опасений усиления распространения коронавируса и сохранения значения ключевой ставки наблюдался рост доходностей кривой ОФЗ по всей ее длине (при этом в последние несколько дней отчетного периода доходности снижались, скорректировав часть месячного роста), в среднем по наиболее ликвидным срокам до погашения доходности выросли на 11 б.п. (рис. 5).

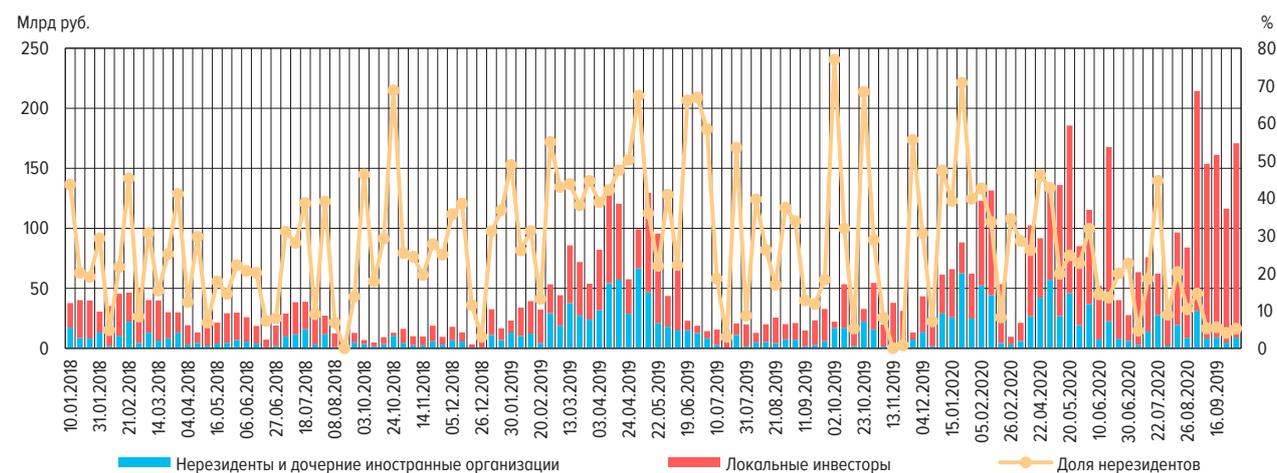
Несмотря на рост волатильности, на первичном рынке ОФЗ в сентябре 2020 г. наблюдалось увеличение объема размещения относительно июля и августа, чему способствовали повышение премии к вторичному рынку и высокий спрос к ОФЗ-ПК со стороны локальных инвесторов.

В сентябре Минфин России привлек через выпуски ОФЗ на аукционах 833,2 млрд руб. по номиналу (рис. 6), что составило 67,3% от всех размещений в III квартале и позволило перевыполнить квартальный план (123,8% от планового объема в 1 трлн руб.). На фоне сохранения значения ключевой ставки, также как и в предыдущие два месяца, преобладающую долю в размещениях занимали ценные бумаги с плавающим купоном (86% от общего объема выпущенных в сентябре ОФЗ).

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД ПО СРОКАМ С НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОФЗ* Рис. 5



ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ Рис. 6



Разместить столь значительный объем ОФЗ на аукционах позволили увеличение премии к вторичному рынку и высокий спрос на ОФЗ-ПК со стороны локальных инвесторов, которые используют их в качестве инструмента управления процентным риском.

В III квартале 2020 г. наблюдалось продолжение тенденции увеличения доли участия СЗКО в аукционах ОФЗ, их доля в месячном выражении выросла с 57,2% в июле до 82,9% в сентябре. В связи с этим доля нерезидентов и дочерних иностранных организаций на аукционах в среднем в сентябре снизилась и составила 7,6% (63,5 млрд руб. по номиналу), что меньше на 8,1 п.п. среднего уровня за август. Доля НФО и прочих банков также снизилась и составила по 5% от объема размещения (рис. 7).

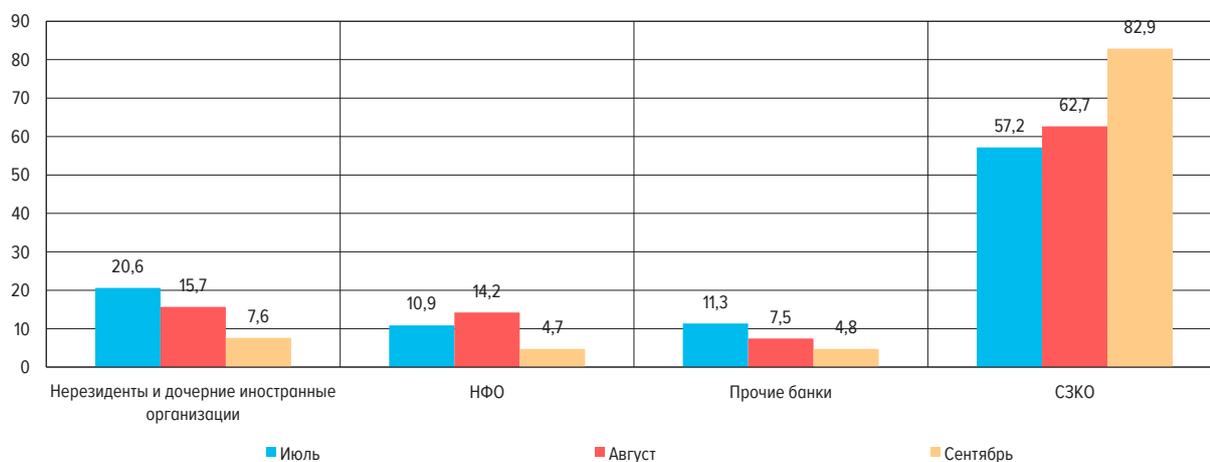
В целом за три квартала 2020 г. Минфин разместил ОФЗ на сумму 2843,9 млрд руб. по номиналу. Новый план заимствований на IV квартал предусматривает размещение на аукционах ценных бумаг на сумму 2 трлн рублей.

На вторичном рынке ОФЗ в сентябре 2020 г. на фоне распространения COVID-19 и влияния геополитических факторов наблюдался рост нетто-продаж со стороны нерезидентов и дочерних иностранных организаций относительно августа, поддержку рынку оказывали покупки со стороны СЗКО и прочих банков.

ДИНАМИКА ПРИСУТСТВИЯ КАТЕГОРИЙ УЧАСТНИКОВ НА АУКЦИОНАХ ОФЗ В III КВАРТАЛЕ 2020 Г. В РАЗБИВКЕ ПО МЕСЯЦАМ

Рис. 7

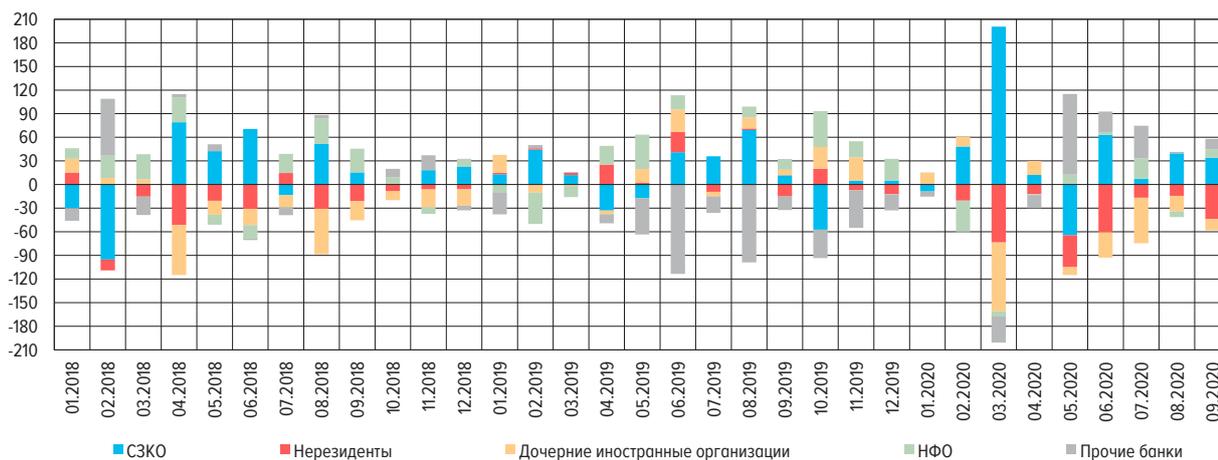
(%)



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ (МЛРД РУБ.)

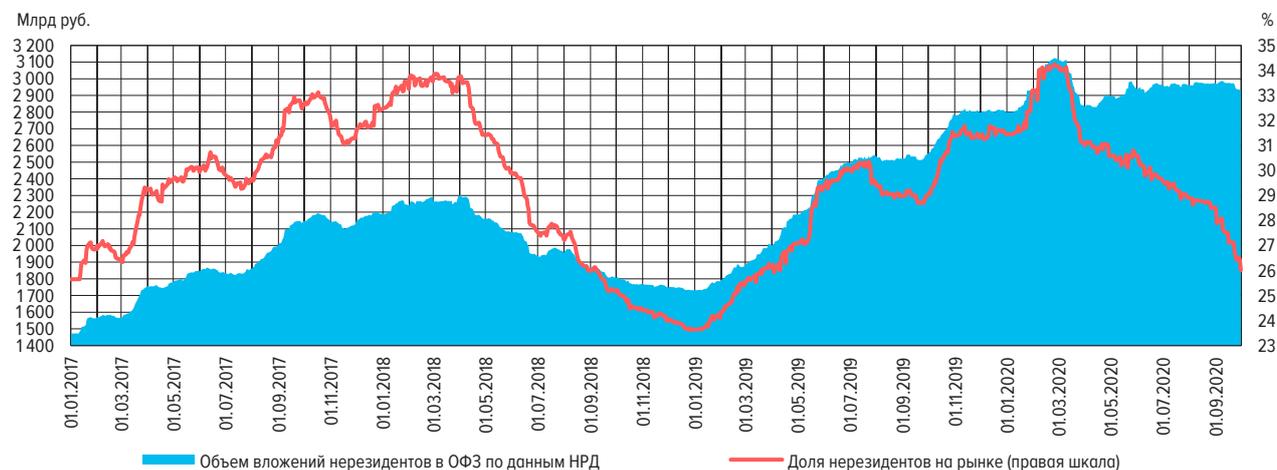
Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

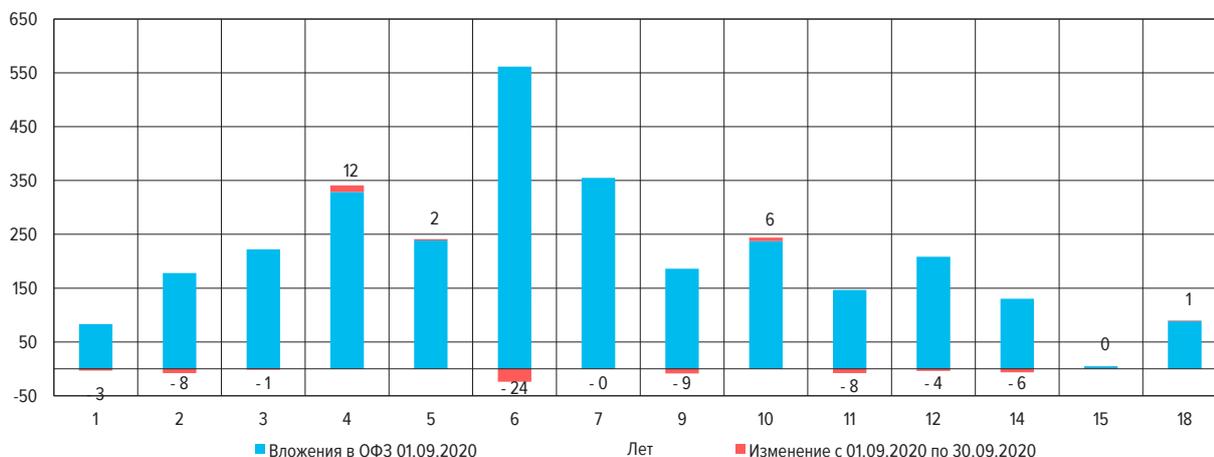
ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД (МЛРД РУБ.)

Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ ПО СРОКУ ДО ПОГАШЕНИЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД (МЛРД РУБ.) *Рис. 10*



Источник: НКО АО НРД.

В сентябре на вторичных биржевых торгах все категории локальных участников покупали ОФЗ. Основными покупателями выступали СЗКО (34,2 млрд руб.) и прочие банки (13,3 млрд руб.), НФО приобрели ОФЗ на сумму 10,6 млрд рублей. Нерезиденты и дочерние иностранные организации осуществляли нетто-продажи ОФЗ (58,1 млрд руб.), в августе объем продаж составлял 33,9 млрд руб. (рис. 8).

Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре сократилась на 2,5 п.п. и составила 26,0%, при этом объем их вложений снизился на 42,8 млрд руб. (рис. 9).

Снижение доли вложений нерезидентов на 2,5 п.п. объясняется: на 2,1 п.п. – общим ростом рынка и невысокой долей участия в новых размещениях ОФЗ на первичном рынке, на 0,4 п.п. – нетто-продажами ОФЗ нерезидентами.

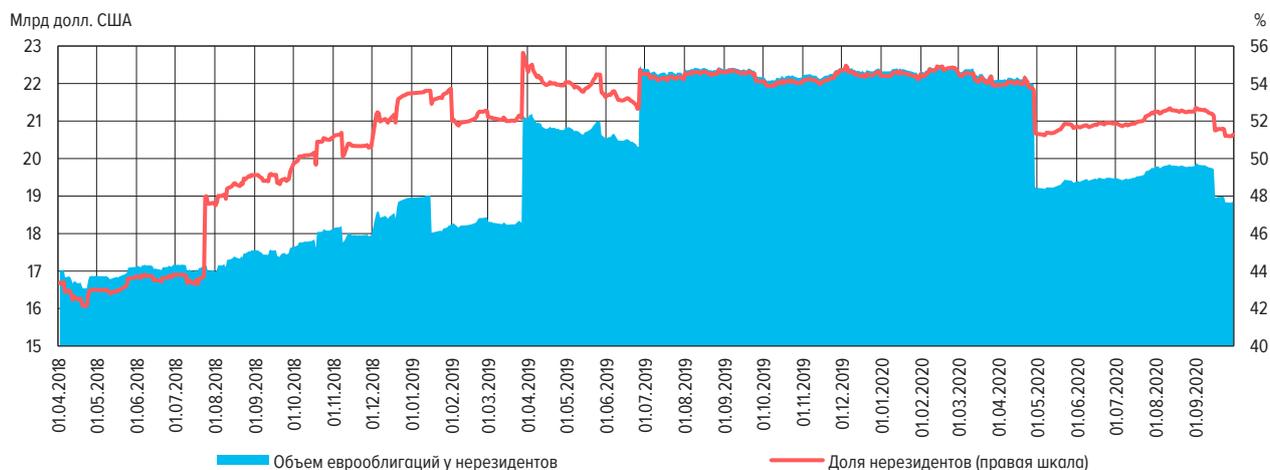
Если рассматривать изменение вложений нерезидентов в сентябре по отдельным выпускам, то из 35 выпусков ценных бумаг у нерезидентов по 14 произошло снижение, а по 15 – рост вложений. Наибольшее снижение вложений происходило в ОФЗ со сроком 6 лет до погашения (-24 млрд руб.). Средний срок до погашения ОФЗ, в которые нерезиденты уменьшили объем вложений, составляет 7,25 года, а средний срок до погашения всего портфеля ОФЗ у нерезидентов в отчетный период снизился по сравнению с августом 2020 г. на 0,1 года и составил 7,11 года (рис. 10).

Рынок государственных еврооблигаций

Доля вложений нерезидентов в еврооблигации на счетах иностранных депозитариев в НРД снизилась на 1,2 п.п. (в номинальном выражении вложения уменьшились на 943,3 млн долл. США) и составила 51,3% на конец сентября, а объем вложений – 18,9 млрд долл. США (рис. 11). В основном снижение объема вложений нерезидентов произошло из-за погашения одного из выпусков еврооблигаций 16 сентября, в котором данная категория участников занимала значительную долю на дату погашения – 82,5% (общий объем эмиссии выпуска составлял 750 млн евро).

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Рис. 11



Источник: НКО АО НРД.

Рынок акций

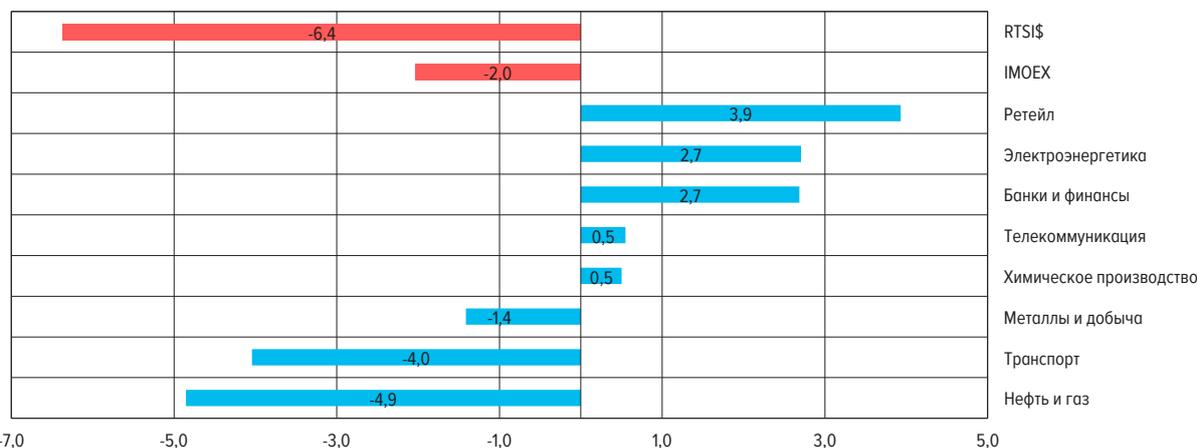
На рынке акций в сентябре наблюдались разнонаправленная динамика отраслевых индексов и продолжение нетто-продаж со стороны нерезидентов и дочерних иностранных организаций.

На фоне снижения мировых фондовых рынков и рисков усиления пандемии на российском рынке акций в сентябре наблюдалось разнонаправленное движение отраслевых индексов. Лучшую динамику показали индексы розничной (3,9%), электроэнергетической (2,7%) и банковской отраслей (2,7%). Наибольшее снижение наблюдалось в нефтегазовой отрасли (-4,9%) на фоне коррекции на мировом рынке нефти. Индексы транспортной (-4,0%) и металлургической (-1,4%) отраслей также показали негативную динамику. В целом за отчетный месяц снижение фондового индекса МосБиржи составило 2,0% (рис. 12).

Снижение аппетита к риску иностранных инвесторов привело к продажам на вторичном биржевом рынке акций, нерезиденты и дочерние иностранные организации продали акций на сумму 83,8 млрд рублей. Остальные категории участников выступали покупателями, СЗКО

ДИНАМИКА ОТРАСЛЕВЫХ ИНДЕКСОВ МОСБИРЖИ В СЕНТЯБРЕ 2020 ГОДА (%)

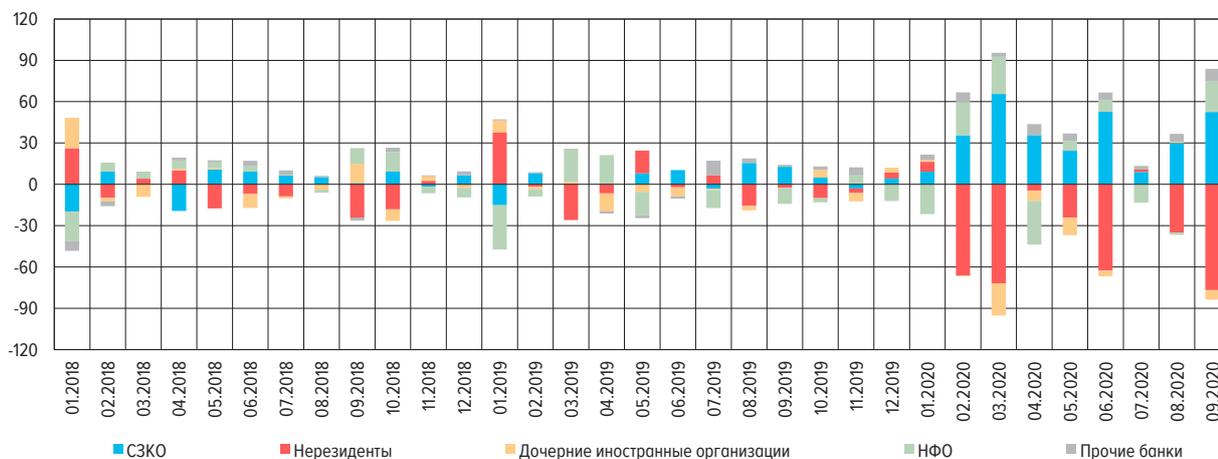
Рис. 12



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ АКЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 13



Источник: ПАО Московская Биржа.

приобрели акций на сумму 52,6 млрд руб., НФО и прочие банки – на сумму 22,1 и 9,1 млрд руб. соответственно (рис. 13).

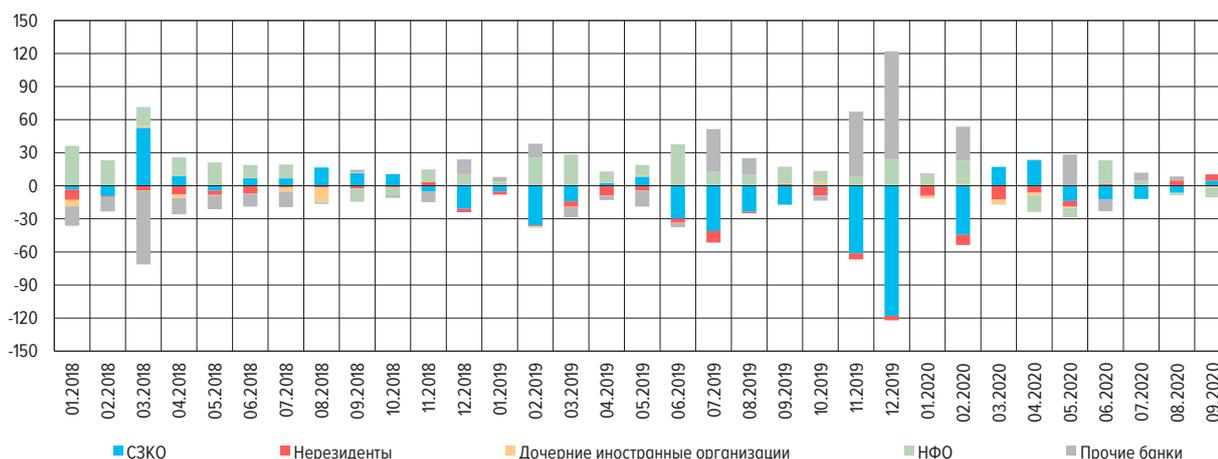
Рынок корпоративных облигаций

На вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций волатильность и объем нетто-позиций участников торгов находились на сопоставимо низких уровнях августа и июля. Основными покупателями в сентябре 2020 г. выступали СЗКО (4,7 млрд руб.), нерезиденты и дочерние иностранные организации приобрели ценных бумаг на сумму 4,1 млрд рублей. НФО и прочие банки осуществляли нетто-продажи (7,6 и 1,2 млрд руб. соответственно) (рис. 14).

Спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ на вторичном рынке продолжил сужаться, сократившись с 50,5 б.п. в августе до 30,6 б.п. в сентябре. Сужение спреда произошло за счет роста доходностей ценных бумаг государственного сектора.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 14



Источник: ПАО Московская Биржа.

Валютный рынок

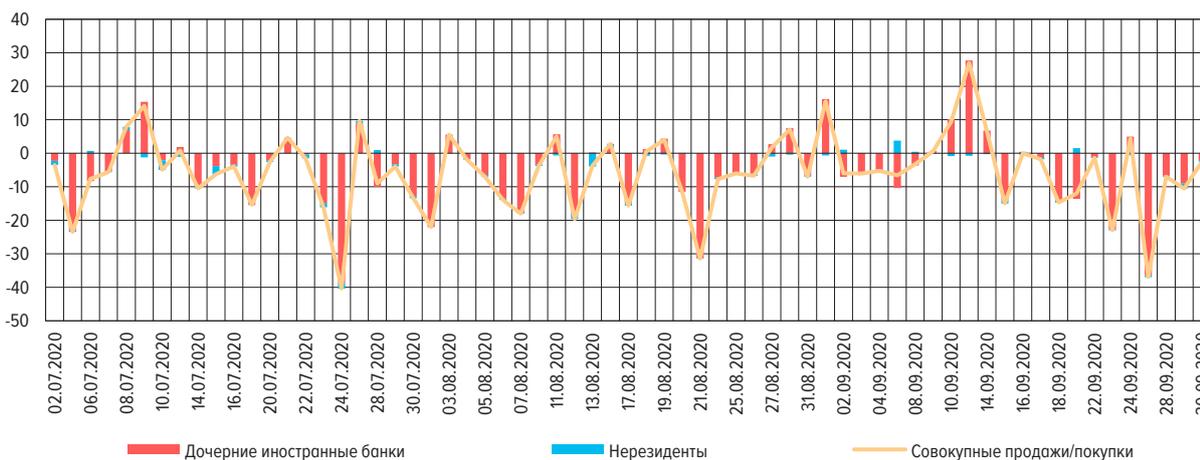
В середине сентября нерезиденты и дочерние иностранные банки перешли от нетто-продаж (в первой половине месяца) к нетто-покупкам иностранной валюты на внутреннем биржевом (спот) рынке.

В совокупности иностранные участники приобрели в сентябре валюты в рублевом эквиваленте на сумму 88,5 млрд руб., при этом объем нетто-покупок не превысил показатели предыдущих месяцев (в июле и августе иностранные участники приобрели валюту на сумму 153,2 и 127,1 млрд руб. соответственно) (рис. 15). Основными нетто-покупателями валюты стали прочие банки (108,3 млрд руб.), основными нетто-продавцами – СЗКО и нефинансовые организации, которые в совокупности продали валюты на 154,4 млрд рублей.

На рынке валютных свопов совокупная нетто-позиция нерезидентов и дочерних иностранных банков (короткая позиция по рублю) в первой половине сентября снижалась, а в середине месяца произошли смена тенденции и переход к наращиванию короткой позиции по рублю, что означает повышение интереса нерезидентов к хеджированию валютного риска.

ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ СПОТ
(МЛРД РУБ.)

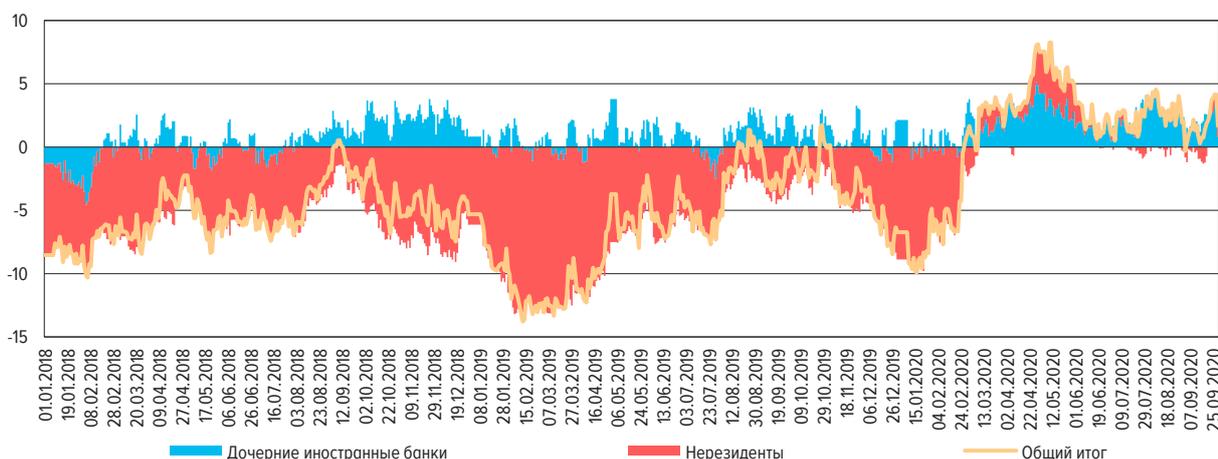
Рис. 15



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДОЧЕРНИЕ ИНОСТРАННЫЕ БАНКИ И НЕРЕЗИДЕНТЫ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 16



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

В сентябре нерезиденты и дочерние иностранные банки наращивали совокупную короткую позицию по рублю на валютных свопах (рис. 16). Данная тенденция развернулась на фоне ослабления рубля (рис. 17), вызванного преимущественно внешними факторами – в частности, риском неопределенности на фоне нарастания пандемии COVID-19. Короткая позиция по рублю на валютных свопах у иностранных участников свидетельствует о хеджировании валютного риска, а также о рублевом фондировании. Тем не менее это не оказало давления на стоимость заимствования валюты на денежном рынке. Кросс-валютные спреды в сентябре не расширились.

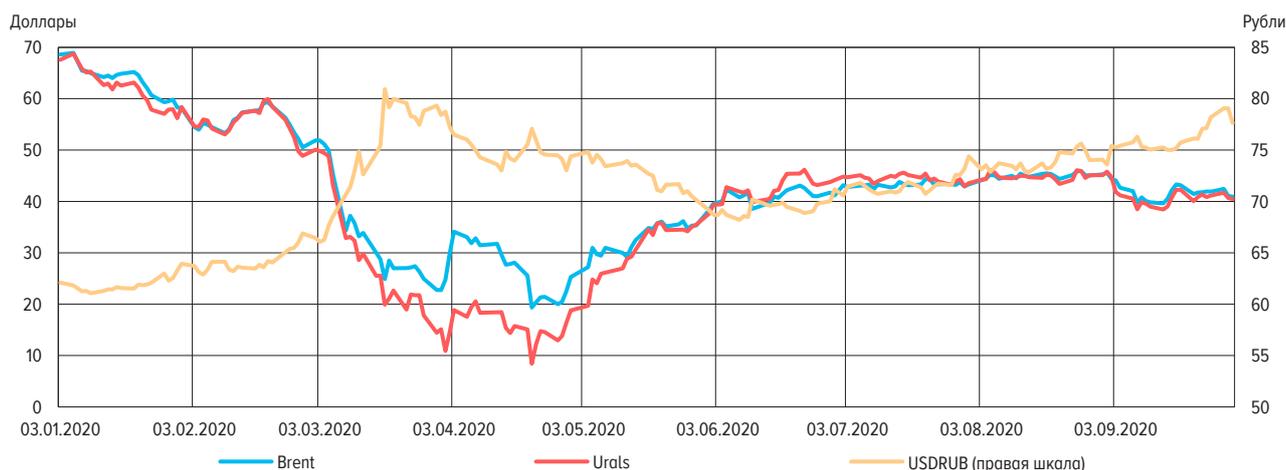
Вмененная волатильность опционов USD/RUB «при деньгах» в сентябре росла по инструментам с различными сроками.

В среднем рост вмененной волатильности был более значительным у опционов с длинными сроками экспирации (49 б.п. у опционов со сроком овернайт и 121 б.п. со сроком 3 месяца) (рис. 18). Этому способствовало постепенное ослабление рубля – до 77,63 руб./долл. США на конец сентября.

Валютные вклады населения в августе немного снизились после некоторого роста в мае-июле, при этом сохранялась тенденция частичного замещения срочных депозитов остатками на текущих счетах.

ДИНАМИКА НЕФТЯНЫХ ЦЕН И КУРСА ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ

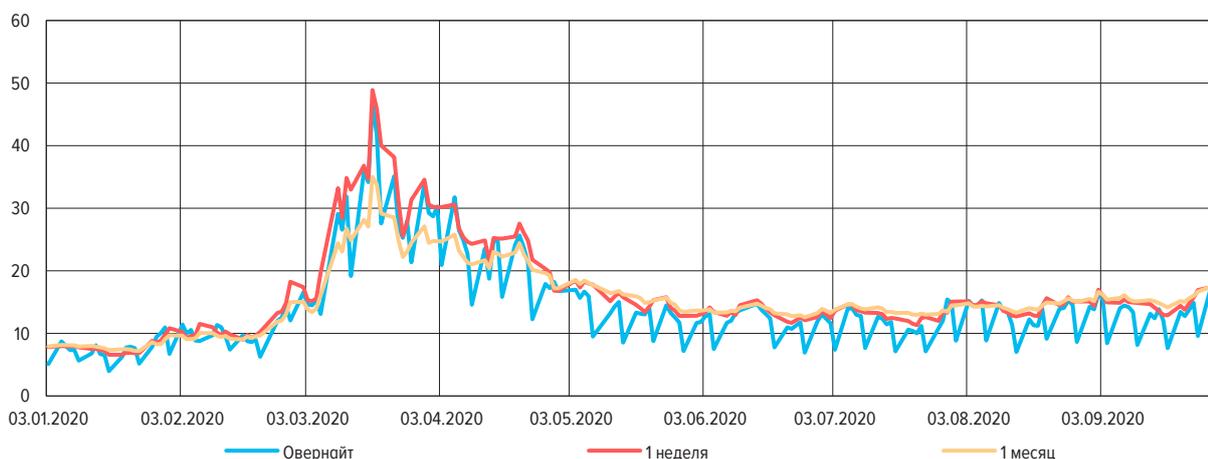
Рис. 17



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО ОПЦИОНАМ «ПРИ ДЕНЬГАХ» НА РАЗЛИЧНЫХ СРОКАХ (%)

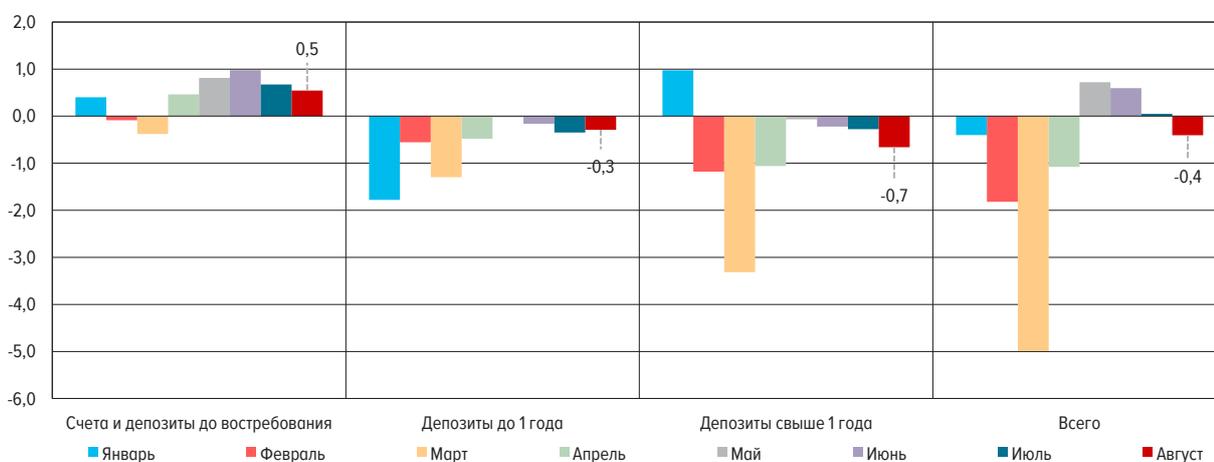
Рис. 18



Источник: Bloomberg.

ИЗМЕНЕНИЕ ВКЛАДОВ ФИЗИЧЕСКИХ ЛИЦ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 19



Источник: форма отчетности 0409101.

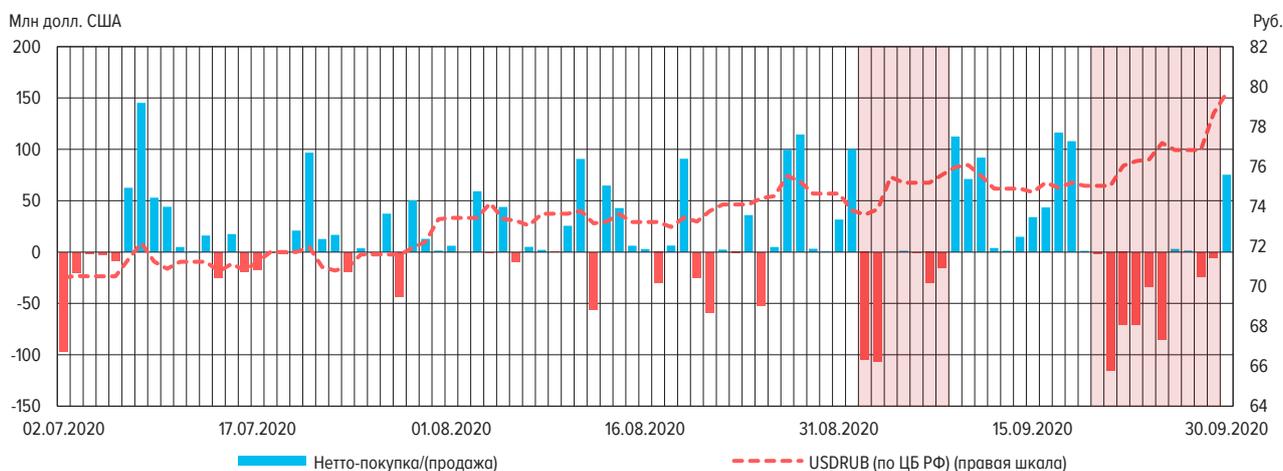
На фоне рекордно низких ставок по депозитам в долларах США (0,6% в июле 2020 г.) физические лица сократили размещение на срочных депозитных счетах в иностранной валюте на 1 млрд долл. США за период с 01.08.2020 по 01.09.2020.¹ В то же время остатки на текущих счетах физических лиц и депозитных счетах до востребования увеличились (рис. 19). К 01.09.2020 их доля в объеме валютных вкладов возросла до 30% (на 5,8 п.п. с начала года). Валютизация вкладов остается вблизи равновесного уровня – 20,7% по состоянию на 01.09.2020. Снижение валютных вкладов населения было компенсировано ростом остатков на валютных счетах юридических лиц (приток по итогам августа составил 3,3 млрд долл. США). Таким образом, оттока валютной ликвидности в банковском секторе не наблюдалось.

Население по-прежнему не предъявляло существенного спроса на иностранную валюту.

В сентябре в периоды ослабления рубля физические лица преимущественно продавали иностранную валюту (рис. 20). В результате нетто-покупка наличной и безналичной иностранной валюты населением в крупнейших российских банках и на Московской Бирже через брокеров – НФО за сентябрь составила около 117 млн долл. США, что существенно меньше покупок прошлых лет (более 1 млрд долл. США в сентябре 2018 и 2019 гг.).

ЧИСТАЯ ПОКУПКА/(ПРОДАЖА) НАСЕЛЕНИЕМ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ В КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ БАНКАХ
И НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ ЧЕРЕЗ БРОКЕРОВ-НФО

Рис. 20



Источники: опрос крупнейших российских банков, ПАО Московская Биржа.

¹ По оперативной информации, в сентябре продолжился отток валютных вкладов.

3. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

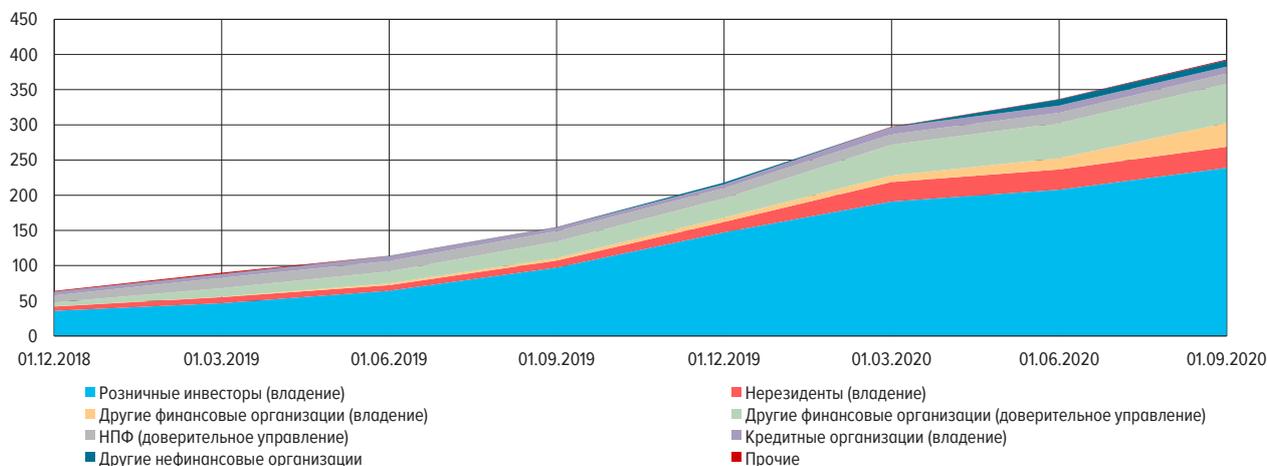
Тенденции на рынке структурных продуктов

- Рынок структурных продуктов активно развивается – в последние два года объем размещений по номиналу вырос более чем в 6 раз. Розничные инвесторы владеют основной долей подобных инструментов (более 60% на 1 сентября 2020 г.).
- Принятие Федерального закона №75-ФЗ от 18 апреля 2018 г. способствовало развитию этого рынка, позволив осуществить выпуск структурных облигаций по российскому праву. Тем не менее объем размещенных облигаций во владении остается невысоким (около 17,5 млрд руб. по номиналу на 1 сентября 2020 г.).

Структурные продукты – широкий класс финансовых инструментов, сочетающих в себе элементы облигаций, акций, финансовых индексов и ПФИ. За счет своей гибкой структуры такие инструменты могут обеспечить практически любое соотношение «риск – доходность». В связи с процессом снижения доходности по традиционным и менее рискованным инструментам (депозиты, ОФЗ) финансовые посредники все чаще предлагают клиентам подобные структурные продукты, обещающие повышенную доходность. Структурные продукты в России обычно имеют форму облигаций, которые зачастую свободно обращаются на Московской Бирже. Такие облигации могут быть либо с защитой капитала (далее – инвестиционные облигации), либо без защиты капитала (далее – структурные облигации). Выпуск структурных облигаций по российскому праву стал возможен после принятия Федерального закона №75-ФЗ от 18 апреля 2018 г.¹ (далее – Закон), который разрешил эмитентам не гарантировать возврат номинала облигации в зависимости от обстоятельств, прописанных в проспекте эмиссии². До принятия Закона по российскому праву эмитентам был доступен выпуск структурных продуктов в форме инвестиционных облигаций (у которых только размер купона не являлся гарантированным) или выпуск структурных облигаций с привлечением иностранных организаций (что уменьшало маржинальность продукта).

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СТРУКТУРНЫХ ПРОДУКТОВ ПО НОМИНАЛУ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 21



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415, Cbonds.ru.

¹ Вступил в силу 16 октября 2018 года.

² Приобрести структурные облигации могут только квалифицированные инвесторы.

В обзоре проанализирована динамика рынка структурных продуктов на основе данных форм 0409711 и 0420415, преимущественно рынка облигаций (инвестиционных и структурных)³. К моменту принятия Закона совокупный размещенный объем таких облигаций в конце 2018 г. был невелик и составлял 63,9 млрд руб. по номиналу. За последующие два года объем размещений заметно вырос и на 1 сентября 2020 г. составил 393 млрд руб. по номиналу (рис. 21).

Структурные продукты предназначены в основном для розничных инвесторов, в связи с чем их доля среди всех держателей является наибольшей (60,8% на 1 сентября 2020 г.⁴). Помимо этого, значительная доля номинального объема, находящаяся на доверительном управлении в других финансовых организациях⁵ (14,1% на 1 сентября 2020 г.), скорее всего, также относится к розничным инвесторам. Рост доли структурных продуктов, находящихся во владении у других финансовых организаций (с 0,4% на 1 декабря 2018 г. до 8,6% на 1 сентября 2020 г.), может быть связан с их низкой ликвидностью, вследствие чего данным организациям приходится выкупать облигации в случае продажи розничными инвесторами.

Поскольку купон и/или номинал структурных продуктов зачастую зависят от колебаний стоимости иностранных активов, то данные инструменты могут служить более доступной альтернативой вложениям в облигации в иностранных валютах для розничных инвесторов. Сравнение разных вариантов вложений населения и НКО показывает, что в 2020 г. номинальная стоимость всех рассматриваемых классов активов во владении у населения и НКО активно росла. В частности, вложения в облигации российских эмитентов в иностранных валютах увеличилось на 12,2%, в облигации иностранных эмитентов – на 20,1%, в структурные продукты – на 23,4%. Таким образом, вложения в структурные продукты увеличиваются несколько быстрее, чем в более классические альтернативы.

ВЛОЖЕНИЯ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В ОБЛИГАЦИИ В ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЕ
(МЛРД РУБ.)

Табл. 2

Страна эмитента/Тип облигации	01.01.2020	01.09.2020	Прирост за январь–август 2020 года
Россия	624	700	76
Корпоративные облигации	378	435	56
Государственные облигации	232	244	12
Облигации КО	13	21	8
Прочие страны	473	568	95
Корпоративные облигации	304	387	83
Государственные облигации	38	51	13
Облигации КО	131	130	-1
Общий итог	1096	1267	171
Структурные продукты (во всех валютах)	166	239	64

Примечание: таблица построена по данным банковской отчетности 0409711 раздел 1.2, валютная переоценка исключена.

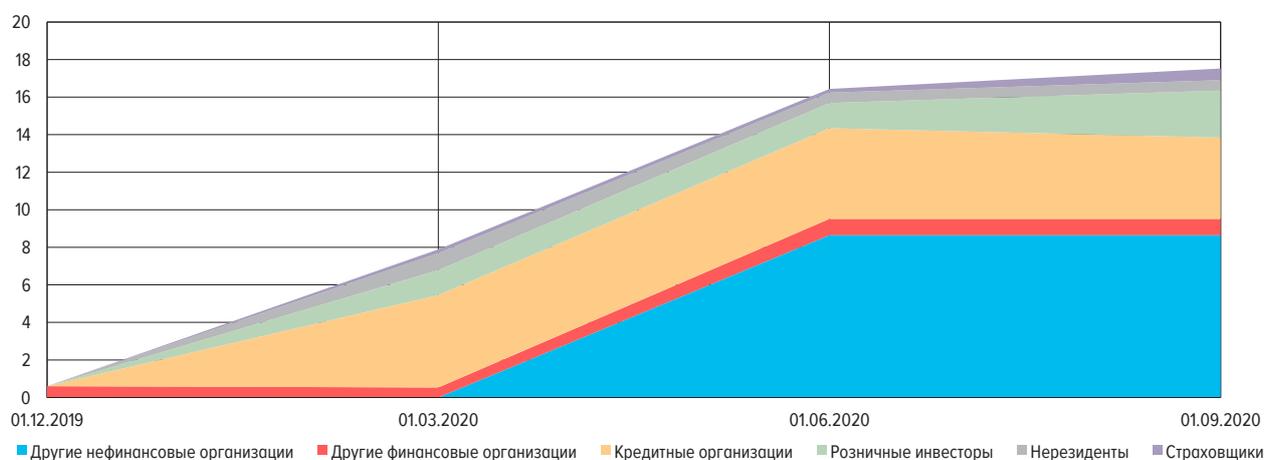
³ При анализе были исключены некоторые обесцененные структурные продукты.

⁴ Под розничными инвесторами понимается категория владельцев по формам 0409711 и 0420415 «Население и некоммерческие организации, обслуживающие население».

⁵ Полное наименование категории – «Другие финансовые организации (за исключением страховщиков и негосударственных пенсионных фондов)».

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ СТРУКТУРНЫХ ОБЛИГАЦИЙ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 22



Источники: формы отчетности 0409711 и 0420415, Cbonds.ru.

После разрешения в 2018 г. выпускать структурные облигации по российскому праву первые розничные инвесторы стали владеть ими только в 2020 году. На текущий момент подобные облигации остаются слабо распространенным инструментом. Совокупный объем у владельцев ценных бумаг составил 17,5 млрд руб. на 1 сентября 2020 г. (рис. 22). При этом доля розничных инвесторов гораздо ниже, чем в целом по структурным продуктам, и составляет 14,3% на 1 сентября 2020 года.

Таким образом, рынок структурных продуктов находится в фазе активного развития. Объем размещенных облигаций по номиналу за последние два года увеличился более чем в 6 раз (с 63,9 млрд руб. до 393 млрд руб.). В условиях снижения процентных ставок некоторые розничные инвесторы вкладываются в подобные инструменты, о чем свидетельствует высокая доля по владению. Структурные облигации, выпуск которых по российскому праву стал возможен в конце 2018 г., на текущий момент не являются распространенным продуктом, так как совокупный объем во владении невелик и доля розничных инвесторов также остается невысокой. С учетом вышесказанного риски финансовой стабильности со стороны структурных продуктов в настоящее время являются небольшими.