



Банк России

№ 4

Апрель 2019

# ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва  
2019



## РЕЗЮМЕ

*Решения ФРС США и ЕЦБ, принятые на апрельских заседаниях, указывают на сохранение мягкой денежно-кредитной политики на фоне рисков замедления мирового экономического роста. В отчетном периоде наблюдались рост склонности глобальных инвесторов к риску и увеличение чистого притока капитала на финансовые рынки развивающихся стран. Повышенная волатильность сохранялась на финансовых рынках уязвимых к шокам ЕМЕ (Аргентина и Турция). Динамика рыночных индикаторов российского финансового рынка была лучшей по сравнению с другими странами с формирующимися рынками.*

*На фоне сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры Минфин России в апреле разместил максимальный месячный объем ОФЗ за всю историю наблюдений (на 403,8 млрд руб. по номиналу). При этом нерезиденты и дочерние иностранные банки сохранили высокий спрос на государственные ценные бумаги, выкупив 41,6% объема первичного размещения. Высокому спросу на ОФЗ со стороны нерезидентов способствовали сохранение спроса иностранных инвесторов на активы развивающихся рынков в целом, а также растущая стоимость нефти.*

*Накопленный кредитными организациями запас валюты на фоне положительного сальдо текущего счета платежного баланса способствовал благоприятной ситуации с валютной ликвидностью. Нерезиденты и дочерние иностранные банки снизили длинные позиции по рублю на валютных свопах на фоне прекращения роста рублевых ставок. На валютном рынке спот было продано валюты на 25 млрд руб., большая часть этих средств была направлена на покупку ОФЗ на аукционах.*

## 1. РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

- **Риторика ФРС США и ЕЦБ в апреле указывала на сохранение мягкой денежно-кредитной политики.**
- **Повышение интереса глобальных инвесторов к риску привело к увеличению чистого притока капитала на финансовые рынки ЕМЕ в апреле 2019 года.**

По итогам заседаний ФРС США (30 апреля – 1 мая) и ЕЦБ (10 апреля) ожидаемо сохранили уровень базовых процентных ставок на неизменном уровне. Регуляторы отметили значимость рисков, связанных с замедлением мирового экономического роста, и сохранили мягкую риторику.

Опубликованные статистические данные по экономике США показали неожиданно высокие темпы роста реального ВВП, несмотря на снижение инфляции. В I квартале 2019 г. темп роста реального ВВП вырос на 1 п.п., до 3,2% в годовом выражении, что выше прогноза на уровне 2,3% в годовом выражении. За аналогичный период времени темп роста базового индекса расходов на личное потребление (Core PCE) снизился на 50 б.п., до 1,3% в годовом выражении, что ниже ожиданий на уровне 1,4% в годовом выражении.

В апреле были также опубликованы статистические данные, указавшие на восстановление экономической активности в Китае. Темпы роста промышленного производства и розничных продаж в марте составили 8,5 и 8,7% в годовом выражении соответственно и превысили ожидания на уровне 5,9 и 8,4% в годовом выражении соответственно.

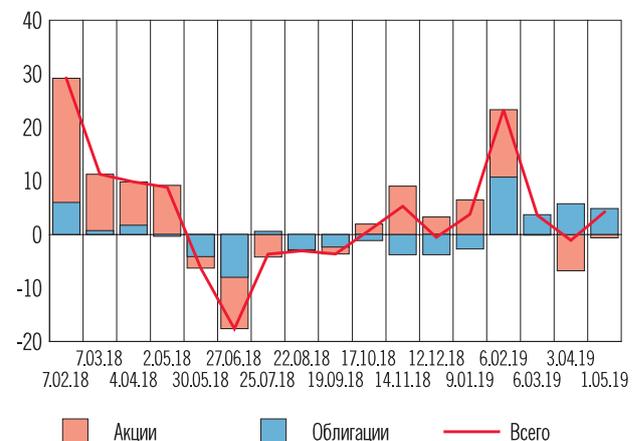
Для российских финансовых рынков внешний фон в апреле складывался благоприятно. Во-первых, наблюдалось повышение цен на нефть. Цены на индикативные марки Brent и Urals<sup>1</sup> в апреле выросли на 6,4 и 6,9% соответственно. Во-вторых, на фоне улучше-

ния статистики по экономической динамике в крупнейших экономиках (США, Китай) продолжился приток капитала на рынки ЕМЕ, в том числе на российский рынок.

При этом по сравнению с предыдущим месяцем в апреле 2019 г. наблюдалось повышение чистого притока капитала преимущественно за счет снижения величины оттока капитала с рынков акций ЕМЕ. По данным EPFR, с 3 апреля по 1 мая 2019 г. был зафиксирован чистый приток капитала на финансовые рынки развивающихся стран на уровне 4,2 млрд долл. США (чистый приток капитала на долговые рынки ЕМЕ составил 4,8 млрд долл. США, чистый отток капитала с рынков акций – 0,6 млрд долл. США).

На национальных финансовых рынках ЕМЕ со слабыми фундаментальными показателями (Турция и Аргентина) продолжилось усиление волатильности. При этом на большинстве формирующихся рынков сохранялась стабильная ситуация. Динамика российского рынка в разрезе ключевых индикаторов оказалась лучшей среди стран ЕМЕ.

ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА В ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ ЕМЕ, СКОЛЬЗЯЩАЯ СУММА ПО 4 НЕДЕЛИ (МЛРД ДОЛЛ. США) Рис. 1



Источник: EPFR Global.

<sup>1</sup> Среднее значение цен на нефть марки Urals, продаваемую в регионах Средиземноморья и Северо-Западной Европы.

## ИЗМЕНЕНИЕ ОСНОВНЫХ РЫНОЧНЫХ ИНДИКАТОРОВ НА РЫНКАХ ЕМЕ В АПРЕЛЕ 2019 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты против доллара США	Фондовый индекс	Доходности 10-летних гособлигаций	Спред по суверенным CDS на срок 5 лет	Ранг
	%		б.п.		
Аргентина	-2,0	-11,6	84	400	1
Турция	-6,6	1,7	109	28	2
Колумбия	-1,4	-2,2	15	-10	3
Китай	-0,3	-0,4	34	-4	4
Малайзия	-1,3	-0,1	3	-8	5
Филиппины	1,3	0,4	40	-10	6
Индонезия	-0,1	-0,2	14	-9	7
Индия	-0,6	0,9	7	-7	8
Чили	0,4	-1,4	1	-6	9
Бразилия	0,1	1,0	-2	-3	10
Таиланд	-0,5	2,1	-2	-6	11
Мексика	2,5	3,0	6	-9	12
ЮАР	1,4	3,7	-6	-12	13
Россия	1,8	2,5	-28	-11	14

Примечание:

1. Итоговый ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных значений в отрезке  $[0, 1]$  рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ. Линейное нормирование предполагает следующее преобразование:  $x'_{ij} = \frac{x_{ij} - x_{\min j}}{x_{\max j} - x_{\min j}}$  для валютных курсов и фондовых индексов и  $x'_{ij} = 1 - \frac{x_{ij} - x_{\min j}}{x_{\max j} - x_{\min j}}$  для доходностей государственных облигаций и спредов по суверенным CDS. Страны ранжируются от рынков с **наибольшим** ростом волатильности к **наименьшему**.

2. Регионы: **Европа, Ближний Восток и Африка; Азиатско-Тихоокеанский регион; Латинская Америка.**

3. В качестве доходности гособлигаций Аргентины используется доходность ценных бумаг на срок 9 лет.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

## 2. РЫНОК ОФЗ

- В апреле Минфин России разместил рекордный объем ОФЗ. При этом нерезиденты и дочерние иностранные банки сохранили высокий спрос на государственные ценные бумаги, выкупив 41,6% объема первичного размещения. На вторичном рынке ОФЗ нерезиденты увеличили покупки, основными продавцами выступали СЗКО.
- Высокому спросу на ОФЗ со стороны нерезидентов способствовали сохранение спроса на активы развивающихся рынков в целом, а также рост цен на нефть. В этих условиях кривая доходности государственных ценных бумаг в апреле продолжила снижаться (в среднем по срокам – на 16 б.п.).

В апреле Минфин России разместил ОФЗ на аукционах на сумму 403,8 млрд руб. по номиналу (67,3% планового объема размещения ОФЗ в II квартале) против 268,7 млрд руб. в марте. Доля нерезидентов и дочерних иностранных банков в объеме размещения составила 41,6% (в марте – 40,7%). Высокий спрос (130 млрд руб., или 33,5% в общем объеме) отмечался и со стороны СЗКО, которые с учетом необходимости выполнения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ) тра-

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ



Источник: ПАО Московская Биржа.

Рис. 2

диционно являются основными покупателями ОФЗ. Повышенный спрос на государственные облигации со стороны локальных участников также поддерживается на фоне значительного структурного профицита ликвидности.

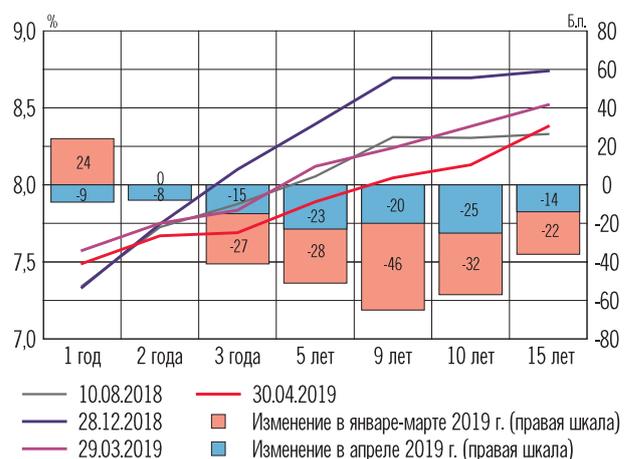
В условиях сохранения повышенного спроса на ОФЗ со стороны нерезидентов в апреле продолжилось снижение их доходностей (в среднем по срокам – на 16 б.п.). При этом наибольшее снижение отмечалось для ценных бумаг со сроками до погашения 5 и 10 лет. В среднем по срокам с начала 2019 г. кривая доходностей ОФЗ снизилась на 34 базисных пункта.

На вторичных торгах нерезиденты также проявили повышенный спрос на ОФЗ. Объем их покупок составил 23,5 млрд рублей. ОФЗ на сумму 12 млрд руб. приобрели НФО. Основными продавцами выступили СЗКО, хотя в течение последнего года они являлись покупателями.

Доля нерезидентов на рынке государственного долга в апреле выросла даже на фоне значительного увеличения общего объема рынка. Доля остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ увеличилась до 27,1% (на конец марта –

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД

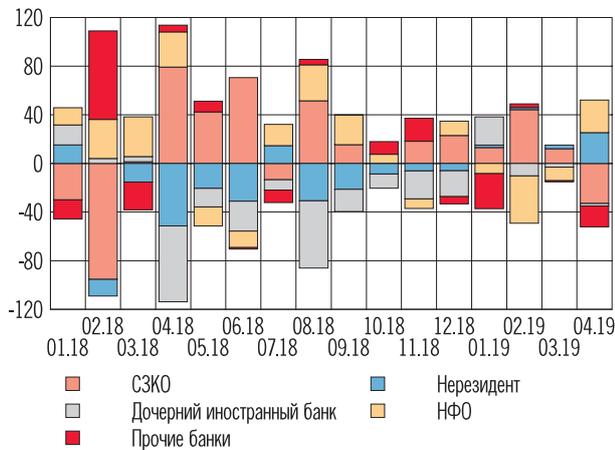
Рис. 3



Источник: Bloomberg.

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

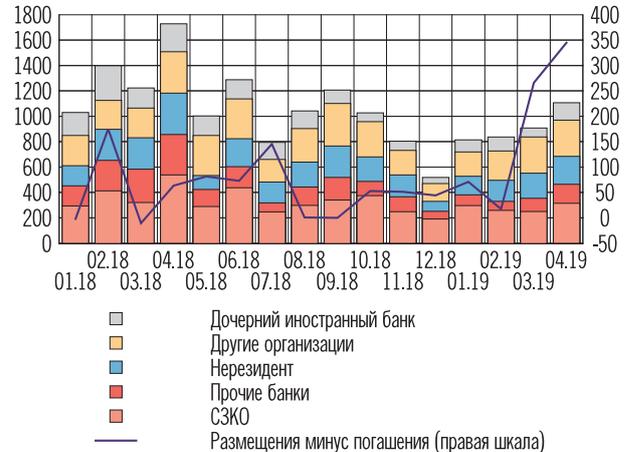
Рис. 4



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМОВ БИРЖЕВЫХ ТОРГОВ ОФЗ  
ПО ТИПАМ ОРГАНИЗАЦИЙ И ДИНАМИКА  
ЧИСТОГО ПРИРОСТА РЫНКА ОФЗ  
(МЛРД РУБ.)

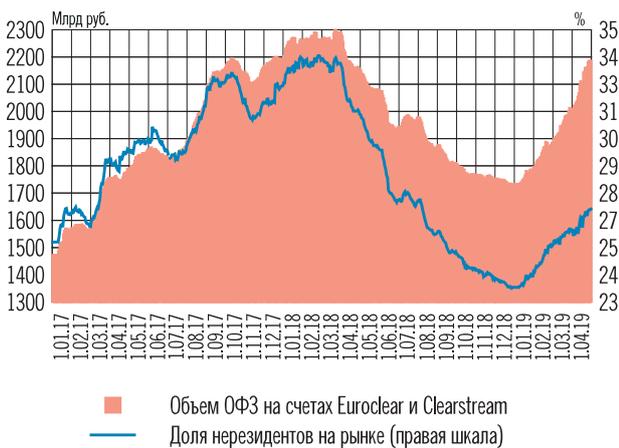
Рис. 6



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОСТАТКОВ ОФЗ  
У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ  
ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД

Рис. 5



Источник: НКО АО НРД.

26,2%), рост объема вложений по номиналу за месяц составил 183 млрд рублей. С начала 2019 г. нерезиденты увеличили объем вложений в ОФЗ на 455 млрд руб. (с начала апреля по декабрь 2018 г. объем вложе-

ний в ОФЗ со стороны нерезидентов снизился на 559 млрд руб.). Стоит отметить, что с учетом роста объемов рынка доля вложений нерезидентов в ОФЗ увеличивается более медленными темпами, чем объем вложений в ОФЗ.

На фоне растущих объемов размещений ОФЗ на аукционах, особенно в марте и апреле, объем вторичных биржевых торгов ОФЗ в первые четыре месяца 2019 г. стабильно растет (рис. 6). Увеличение объемов торгов ОФЗ в апреле по сравнению с мартом произошло за счет увеличения торгов дочерних иностранных банков (34% прироста) и СЗКО (32% прироста).

Таким образом, в последние два месяца структура спроса на рынке первичного размещения ОФЗ стабильна и характеризуется ростом заинтересованности со стороны нерезидентов. При этом нерезиденты в апреле также осуществляли заметные покупки ОФЗ и на вторичном рынке, в основном у СЗКО.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОСТАТКОВ ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ  
ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД ПО ОТДЕЛЬНЫМ ВРЕМЕННЫМ ИНТЕРВАЛАМ

Табл. 2

Изменение за временные интервалы			
Временные интервалы	Изменение за интервал, млрд руб.	Изменение доли за интервал, п.п.	Изменение объема рынка за интервал, млрд руб.
Февраль – апрель 2017	206,06	2,60	185,76
Август – октябрь 2017	283,80	3,52	390,09
06 апреля – декабрь 2018	-559,00	-9,88	492,06
Август – декабрь 2018	-224,49	-3,61	146,75
Январь – апрель 2019	454,78	3,45	747,79

Источник: НКО АО НРД.

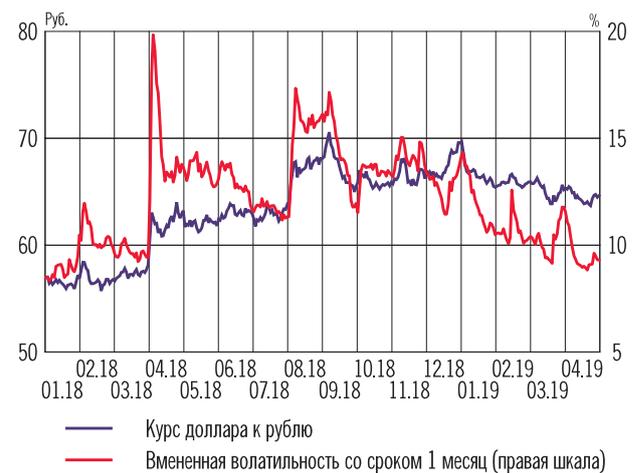
### 3. ВАЛЮТНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- В апреле ситуация с валютной ликвидностью оставалась благоприятной. На фоне роста цен на нефть курс рубля продолжил укрепляться по отношению к доллару США. Вмененная волатильность по опционам на курс USD/RUB вернулась к уровню, наблюдавшемуся до введения в апреле 2018 г. антироссийских санкций со стороны США.
- Нерезиденты снизили длинную позицию по рублю на валютных свопах на фоне прекращения роста рублевых ставок.
- Сохранению благоприятной ситуации с валютной ликвидностью в апреле также способствовали продажи нерезидентами и дочерними иностранными банками иностранной валюты на сумму 25 млрд руб. на рынке спот.

В апреле ситуация с валютной ликвидностью оставалась благоприятной. Этому способствовал запас валютной ликвидности, накопленный кредитными организациями на фоне положительного сальдо текущего счета платежного баланса (32,8 млрд долл. США в январе-марте 2019 г.). В условиях роста цен на нефть Банк России продолжил покупки иностранной валюты в рамках бюджет-

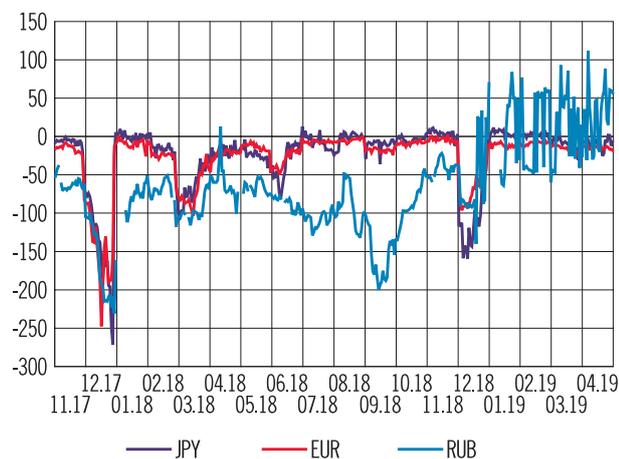
ного правила: покупки с 5 апреля по 13 мая составили 255,4 млрд руб. (и дополнительно отложенные покупки – около 2,8 млрд руб. в день). Вмененная волатильность опционов «при деньгах» на курс USD/RUB на срок 1 месяц в среднем составила 9,7%, вернувшись к уровню, наблюдавшемуся до введения санкций со стороны США год назад. Спред между вмененной рублевой ставкой на ва-

КУРС ДОЛЛАРА К РУБЛЮ И ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО ОПЦИОНАМ СО СРОКОМ 1 МЕСЯЦ Рис. 8



Источник: Bloomberg.

СПРЕД ВМЕНЕННЫХ РУБЛЕВЫХ СТАВОК НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ И СТАВКАХ МБК (Б.П.) Рис. 7



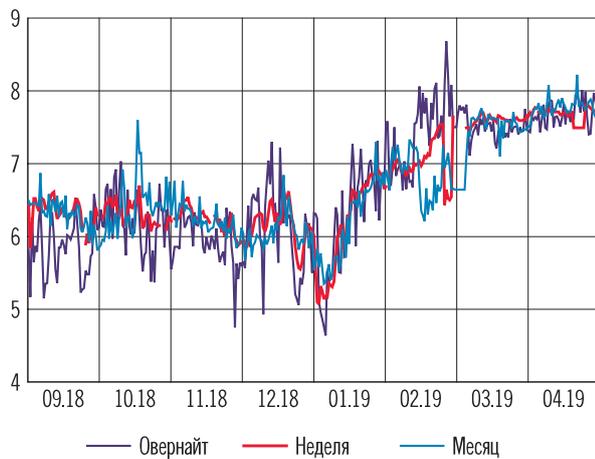
Источник: Thomson Reuters.

НЕТТО-ПОЗИЦИИ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ (МЛРД ДОЛЛ. США) Рис. 9



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ДИНАМИКА ВМЕНЕННЫХ РУБЛЕВЫХ СТАВОК  
НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ НА РАЗЛИЧНЫЕ СРОКИ  
(%) *Рис. 10*



Источник: Thomson Reuters.

валютных свопах и ставкой МБК на срок 1 месяц не расширился более чем на 40 базисных пунктов.

Сужение спреда с начала года было обусловлено ростом рублевых ставок на валютных свопах, начавшимся в ноябре 2018 г. (на срок до 1 месяца включительно ставки выросли в среднем на 75 б.п.). В апреле рост ставок на различные сроки (от овернайт до 1 месяца включительно) прекратился и ставки оставались практически неизменными. На фоне прекращения роста рублевых ставок на валютных свопах нерезиденты несколько снизили длинные позиции по рублю в рамках стратегии кэрри-трейд. Снижение позиций нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютных свопах за месяц составило 4,47 млрд долл. США

ДИНАМИКА ПРОДАЖ/ПОКУПОК ИНОСТРАННОЙ  
ВАЛЮТЫ НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ НЕРЕЗИДЕНТАМИ  
И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ, А ТАКЖЕ  
ИХ ПОКУПОК ОФЗ НА АУКЦИОНАХ ПО МЕСЯЦАМ  
(МЛРД РУБ.) *Рис. 11*



Источник: ПАО Московская Биржа.

(с 10,1 до 5,7 млрд долл. США). Спред ставок со сроком овернайт также имел тенденцию к сужению из-за роста ставок на валютных свопах. Среднее значение ставки RUONIA в апреле оставалось неизменным по сравнению с предыдущими месяцами – 7,65% против 7,61% в марте<sup>1</sup>.

На валютном рынке спот дочерние иностранные банки продолжили продавать иностранную валюту. За апрель нерезидентами и дочерними иностранными банками было продано валюты на 25 млрд руб., большая часть этих средств была направлена на покупку ОФЗ на аукционах (см. раздел 2). Поведение нерезидентов и дочерних иностранных банков на валютном рынке спот также способствовало благоприятной конъюнктуре внутреннего валютного рынка.

<sup>1</sup> 7,52 и 7,61% в феврале и марте соответственно.