



Банк России



№ 5

Май–июнь 2019

# ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

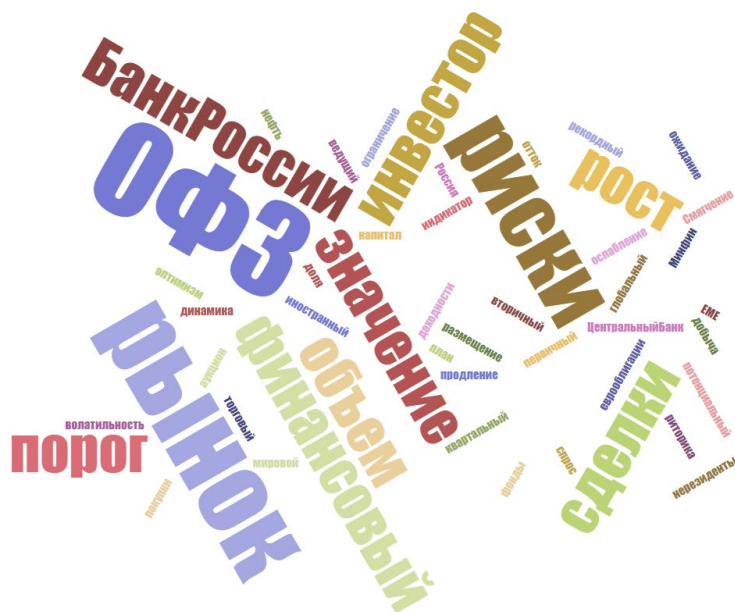
Информационно-аналитический материал

Москва  
2019

# СОДЕРЖАНИЕ

Резюме .....	2
1. Текущие риски на внешнем и внутреннем финансовых рынках .....	3
1.1. Уязвимости и риски на внешних рынках .....	3
1.2. Риски на российском финансовом рынке .....	5
2. Актуальные вопросы российских финансовых рынков .....	10
2.1. Оценка планов по переводу внебиржевых сделок «процентный своп» на централизованный клиринг .....	10
2.2. Рынок репо с КСУ и новый индикатор денежного рынка .....	12
2.3. Использование различных источников информации об объеме, динамике и структуре вложений иностранных инвесторов в ОФЗ .....	14

## Облако тегов<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Облако тегов показывает наиболее часто встречающиеся слова в обзоре. Величина слова отражает частоту его упоминания.

Материал подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

При использовании материалов выпуска ссылка на Банк России обязательна.

Фото на обложке: Shutterstock.com

107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## РЕЗЮМЕ

Смягчение риторики ведущих центральных банков мира, ослабление опасений по поводу торговых противостояний и ожидания по продлению сделки по ограничению добычи нефти способствовали оптимизму на мировых финансовых рынках в июне 2019 года. На этом фоне рост аппетита к риску среди глобальных инвесторов содействовал снижению чистого оттока капитала из фондов развивающихся стран по сравнению с маем текущего года. Динамика финансовых индикаторов стран ЕМЕ в июне улучшилась. В целом потенциальные риски роста волатильности на рынках остаются высокими с учетом сохраняющихся рисков замедления экономического роста.

В России в июне продолжилось снижение кривой доходности ОФЗ, но более существенными, чем в мае, темпами (на 36 б.п. в июне и 22 б.п. в мае<sup>1</sup>). Минфин России второй раз в этом году успешно разместил еврооблигации на сумму 2,5 млрд долл. США. Покупателями выступили исключительно иностранные инвесторы. На этом фоне, а также учитывая рекордные объемы размещений ОФЗ в 2019 г. и досрочное выполнение квартального плана, Минфин России снизил предлагаемый на аукционах объем ОФЗ. В итоге средний размещенный объем ОФЗ за один аукционный день в июне составил 36,2 млрд руб. (в мае – 91,9 млрд руб.).

Нерезиденты и дочерние банки сохраняли высокий спрос на российские ОФЗ и в условиях сокращения первичного предложения переместили покупки на вторичный рынок. В то же время снижение ставок способствовало сокращению объемов сделок в рамках стратегии керри-трейд на рынке, а рост доли вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ замедлился: за июнь доля увеличилась на 0,7 п.п. (с 29,3 до 30,0%) после роста в мае на 2,2 процентного пункта.

Банк России в июне опубликовал для обсуждения проект документа для выполнения международных обязательств по переводу на централизованный клиринг договоров «процентный своп». Рынок процентных свопов в части контрактов на ставки MosPrime срочностью от 1 недели до 5 лет и RUONIA срочностью от 1 недели до 1 года активно развивается – объемы сделок выросли более чем в 2 раза по сравнению с концом 2016 года. В целях сохранения устойчивых темпов развития данного сегмента рынка перевод договоров «процентный своп» на централизованный клиринг предполагается осуществлять постепенно. В связи с этим в опубликованном для обсуждения проекте документа предусмотрены условия, в рамках которых пороговое значение номинальной стоимости контрактов установлено на уровне 100 млрд рублей<sup>2</sup>. При таком уровне порогового значения, по оценке Банка России, на централизованный клиринг могли бы быть переведены всего несколько участников рынка.

<sup>1</sup> В среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками.

<sup>2</sup> Три квартала подряд, без учета внутригрупповых договоров и договоров, относящихся к инструментам хеджирования по Международному стандарту финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты».

# 1. ТЕКУЩИЕ РИСКИ НА ВНЕШНЕМ И ВНУТРЕННЕМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

## 1.1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

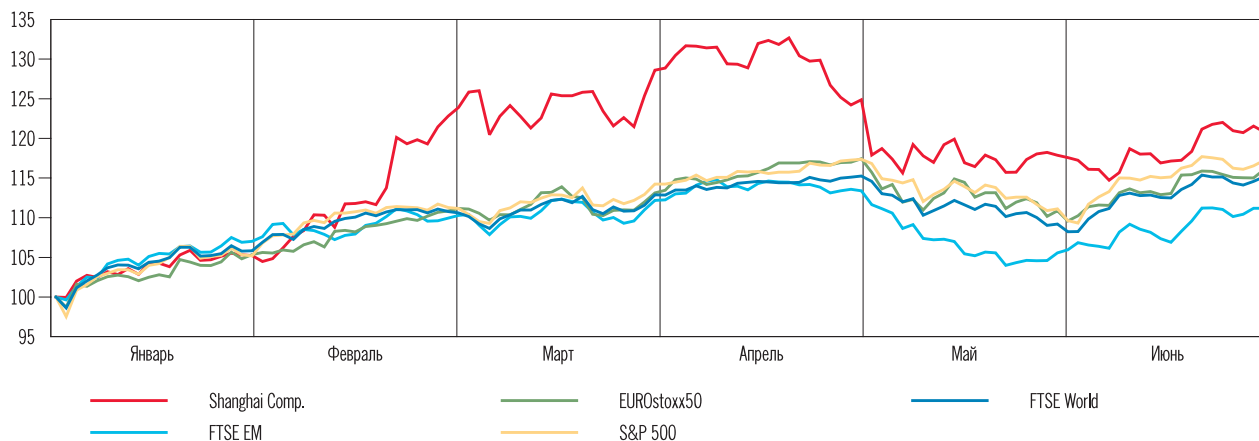
- **Ситуация на мировых финансовых рынках в июне 2019 г. характеризовалась благоприятными тенденциями. По итогам месяца рост индексов акций на мировых фондовых площадках компенсировал падение в мае, цены на нефть возобновили рост, в странах с развивающимися рынками (ЕМЕ) наблюдалось укрепление валют и снижение доходности гособлигаций.**
- **Высокий оптимизм на рынках в июне был обусловлен тремя факторами: 1) смягчением риторики ФРС США и ЕЦБ в отношении денежно-кредитной политики; 2) ослаблением напряженности по торговым вопросам между США и Китаем (по итогам саммита «Группы двадцати» в конце июня достигнут ряд договоренностей); 3) ожиданиями продления сделки ОПЕК+ по ограничению добычи нефти (в начале июля сделка продлена на 9 месяцев).**

В июне 2019 г. на глобальных финансовых рынках наблюдалось усиление оптимизма. На фондовых площадках произошел достаточно существенный рост стоимости акций, который компенсировал падение в мае (мировой индекс акций FTSE World за июнь увеличился на 6,4% после обвала в мае на 6,1%). При этом снижение фондовых индексов в США было полностью компенсировано, тогда как в Китае – примерно наполовину (рис. 1).

На фоне усиления аппетита к риску среди глобальных инвесторов наблюдалось снижение чистого оттока капитала из фондов акций и облигаций ЕМЕ (данные EPFR). При этом чистый отток капитала из акций заметно сократился – с 8,1 млрд долл. США в мае до 4,9 млрд долл. США в июне, – а в фонды облигаций был зафиксирован чистый приток инвестиций в размере 4,7 млрд долл. США после оттока на сумму 2,4 млрд долл. США в мае<sup>1</sup>. В целом восприятие рисков ЕМЕ улучшилось, что отразилось в снижении страновых премий за риск (CDS). В среднем для выборки из 16 ЕМЕ (табл. 1) показатель CDS за июнь снизился на 35 б.п. после роста в мае на 13 базисных пунктов.

ДИНАМИКА МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ В ЯНВАРЕ–ИЮНЕ 2019 ГОДА  
(01.01.2019 = 100)

Рис. 1



Источник: Bloomberg.

<sup>1</sup> В мае рассчитывается сумма за 4 недели – с 1 по 29 мая, в июне также за 4 недели – с 29 мая по 26 июня.

ИЗМЕНЕНИЕ ОСНОВНЫХ РЫНОЧНЫХ ИНДИКАТОРОВ В ЕМЕ  
В МАЕ И ИЮНЕ 2019 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты против доллара США		Фондовый индекс		Доходность государственных облигаций на срок 10 лет		Суверенные CDS на срок 5 лет		Ранг (1 – хуже всех, 16 – лучше всех)	
	%				б.п.				Май	Июнь
	Май	Июнь	Май	Июнь	Май	Июнь	Май	Июнь		
Индия	-0,2%	1,0%	1,7%	-0,8%	-38	-15	0	0	16	1
Венгрия	-0,7%	2,4%	-3,8%	-1,5%	-30	-33	-5	-2	10	2
Китай	-2,5%	0,6%	-5,8%	2,8%	-12	-2	18	-15	3	3
Малайзия	-1,3%	1,4%	0,5%	1,3%	0	-15	18	-19	7	4
Польша	-0,3%	2,7%	-3,7%	3,9%	-36	-26	-3	-4	11	5
Филиппины	-0,5%	1,7%	0,2%	0,4%	-38	-54	14	-16	13	6
Таиланд	1,2%	2,8%	-3,2%	6,8%	-12	-21	2	-4	9	7
Мексика	-3,4%	2,0%	-4,1%	1,0%	-2	-51	17	-18	2	8
Чили	-4,7%	4,6%	-4,0%	1,9%	-43	-39	13	-13	6	9
Индонезия	-0,1%	1,0%	-3,8%	2,4%	22	-65	18	-22	4	10
Россия	-1,3%	3,5%	4,1%	3,8%	-23	-50	5	-16	14	11
ЮАР	-1,9%	3,5%	-4,9%	4,6%	-7	-39	14	-33	5	12
Колумбия	-4,3%	5,2%	-5,7%	4,6%	-17	-48	19	-25	1	13
Бразилия	-0,1%	1,9%	0,7%	4,1%	-49	-100	7	-29	15	14
Турция	2,2%	0,8%	-5,1%	6,5%	-79	-196	33	-86	12	15
Аргентина	-1,3%	5,4%	14,8%	23,1%	52	49	37	-254	8	16
<b>Среднее значение показателей</b>	-1,2%	2,5%	-1,4%	4,0%	-20	-44	13	-35		

Примечания:

- Итоговый ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных значений в отрезке [0, 1] изменения рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ. При этом при нормировании минимальные и максимальные значения заданы с учетом исторических изменений показателей за месяц по данным с 2018 г. (-15 и +15% – для курсов валют, -20 и +20% – для фондовых индексов, -150 и +150 б.п. – для доходности 10-летних гособлигаций, -100 и +100 б.п. – для суверенных CDS соответственно).
- Регионы: Европа, Ближний Восток и Африка; Азиатско-Тихоокеанский регион; Латинская Америка.
- В качестве доходности гособлигаций Аргентины используется доходность ценных бумаг на срок 9 лет.

Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

На фоне оптимизма на рынках в ЕМЕ также отмечалось укрепление валют относительно доллара США и снижение доходности государственных облигаций (сопоставление динамики показателей по странам в мае и июне 2019 г. приведено в табл. 1). Динамика финансовых индикаторов улучшилась в том числе в одной из проблемных стран – в Турции, чему способствовал целый ряд мер центрального банка по ограничению рисков<sup>2</sup>.

Улучшение ситуации на мировых финансовых рынках в июне 2019 г., по сути, продемонстрировало уверенность участников рынка в принятии мер регуляторами для поддержки рынка в случае обострения торговых противостояний и возможного экономического спада.

Ведущие центральные банки неоднократно сигнализировали о готовности принять стимулирующие меры в случае необходимости. ФРС США по итогам заседания 18–19 июня ожидаемо сохранила диапазон базовой процентной ставки на уровне 2,25–2,50% и просигнализиовала о готовности в дальнейшем снизить стоимость заимствований с целью поддержания экономической активности. В среднем ожидания членов Комитета по операциям на открытых рынках (FOMC) по процентной ставке на 2019 г. не изменились (сохранение текущего диапа-

<sup>2</sup> Повышение резервных требований по валютным обязательствам, предоставление дополнительной ликвидности банкам – первичным дилерам (primary dealer banks) посредством операций repo со сроком овернайт по ставке 23% (на 1 п.п. ниже базовой ставки 24%).



зона ставки), при этом на 2020 г. они сместились в сторону снижения на 25 б.п. (вместо повышения на 25 б.п., ожидавшегося в марте). Тем не менее прогноз членов FOMC по-прежнему существенно расходится с рыночными ожиданиями. По состоянию на 28 июня возможность снижения диапазона базовой процентной ставки на 25 б.п., до 2,00–2,25%, на ближайшем заседании 30–31 июля оценивается рынком с вероятностью 76%.

Смягчение позиции по денежно-кредитной политике было характерно и для других ведущих центральных банков. По итогам заседания 6 июня ЕЦБ сообщил о переносе сроков повышения ставок на более поздний срок (не ранее второй половины 2020 г.). При этом в конце месяца глава Европейского центрального банка М. Драги заявил о готовности регулятора нарастить монетарные стимулы (в частности, он заявил о наличии опции понижения ставки и запуска новой программы выкупа активов). Резервный банк Австралии впервые с августа 2016 г. снизил уровень базовой процентной ставки с 1,5 до 1,25% в июне и до 1% в июле 2019 г. в целях стимулирования экономического роста. Народный банк Китая неоднократно проводил вербальные интервенции, заявляя о наличии большого пространства для маневра в плане процентных ставок, требований к банковским резервам, а также для применения других инструментов бюджетной и монетарной политики.

Благоприятное влияние на настроения участников рынка также оказали ожидания разрешения торговых споров между США и Китаем. На состоявшемся 28–29 июня саммите «Группы двадцати» между президентом США Д. Трампом и председателем КНР Си Цзиньпином была достигнута договоренность о возобновлении торгово-экономических консультаций, отказе США от введения дополнительных пошлин на время проведения переговоров, частичного снятия запрета на продажу программного обеспечения и оборудования компании Huawei. Краткосрочное негативное влияние на рынки было вызвано угрозами США ввести пошлины на мексиканские товары (однако ситуация была быстро урегулирована).

Возобновлению роста нефтяных цен способствовали сигналы о готовности продлить сделку ОПЕК+ по ограничению добычи нефти (продление на 9 месяцев было согласовано 1–2 июля на заседании мониторингового комитета ОПЕК+). В результате за июнь цена на нефть марки Brent увеличилась на 3,2% (после снижения в мае на 11,4%). Тем не менее риски снижения цен на нефть сохраняются на фоне продолжающегося наращивания добычи нефти в США рекордными темпами.

В целом потенциальные риски роста волатильности на рынках остаются высокими с учетом сохраняющихся рисков замедления экономического роста. В США отмечается инверсия кривой доходности казначейских облигаций на участке 3 месяца – 10 лет (исторически это индикатор приближающейся рецессии). В июне 2019 г. наблюдалось дальнейшее замедление роста/снижение деловой активности в производственном секторе в ведущих странах. В США показатель ISM Manufacturing снизился в июне 2019 г. до 51,7 пункта, что является минимумом с октября 2016 г. (52,1 пункта в мае 2019 г.); в еврозоне показатель PMI Markit Manufacturing остается ниже 50 пунктов – на уровне 47,7 пункта (47,7 пункта в мае); в Китае PMI Markit/Caixin Manufacturing снизился до 49,4 пункта (50,2 пункта в мае).

## 1.2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- **В июне 2019 г. кривая доходности ОФЗ снизилась еще более существенно, чем в мае (на 36 б.п. в июне и 22 б.п. в мае).**
- **Динамика увеличения объема покупок ОФЗ нерезидентами в июне замедлилась. Доля вложений иностранных инвесторов, по данным НРД, за отчетный период выросла на 0,7 п.п., до 30,0%.**
- **Минфин России на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры провел размещение двух выпусков еврооблигаций. Размещение ценных бумаг произошло исключительно среди иностранных участников.**

## РЫНОК ОФЗ

Тенденция к снижению доходности ОФЗ в июне продолжилась. В среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками доходности за июнь снизились на 35,5 б.п (в мае снижение составляло 22,3 б.п.) (рис. 2).

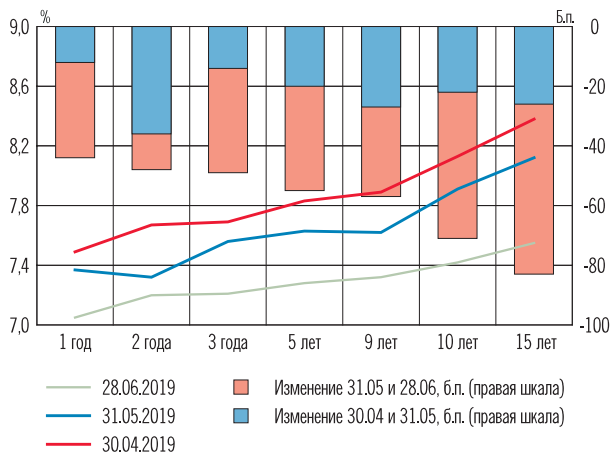
Минфин России, учитывая рекордные объемы размещений ОФЗ в 2019 г.<sup>3</sup> и досрочное выполнение квартального плана, снизил предоставляемый на аукционах объем ОФЗ. На фоне увеличения объема налоговых поступлений Минфин России планирует снизить планку максимальных заимствований, закрепленную в бюджете на 2019 г., приблизительно на 127 млрд рублей. Кроме того, размещения еврооблигаций сверх установленного лимита со стороны Минфина России позволяют сократить объем привлечения средств на внутреннем рынке (перераспределить объемы привлекаемых средств между займами в национальной и иностранной валюте).

В итоге средний размещенный объем ОФЗ за один аукционный день в июне составил 36,2 млрд руб., тогда как в мае данный показатель составлял 91,9 млрд рублей. Объем покупок ОФЗ нерезидентами и дочерними иностранными банками на аукционах в июне составил 42 млрд руб., или 39% объема размещения.

На вторичном биржевом рынке ОФЗ в июне нерезиденты и дочерние иностранные банки купили ценных бумаг на 53 млрд руб. (рис. 4), что на 30 млрд руб. больше, чем в прошлом месяце, и является максимальной величиной за месяц с 2018 года. При этом на внебиржевом рынке в июне, напротив, имели место чистые продажи со стороны нерезидентов (табл. 2).

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ  
ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД ПО СРОКАМ С НАИБОЛЕЕ  
ЛИКВИДНЫМИ ВЫПУСКАМИ ОФЗ (%)

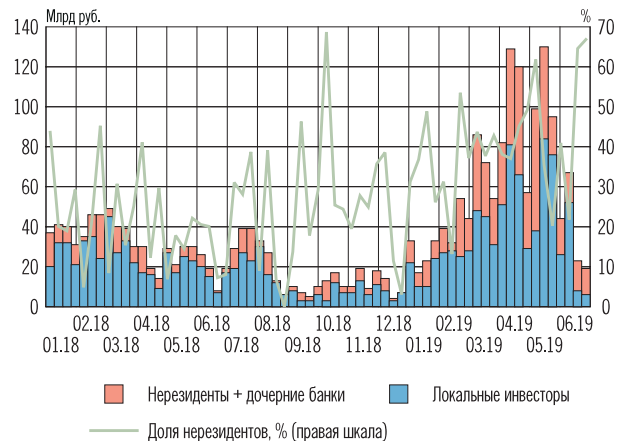
Рис. 2



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ  
И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ  
(МЛРД РУБ.)

Рис. 3



Источник: ПАО Московская Биржа.

СТАТИСТИКА ПОКУПОК НЕРЕЗИДЕНТОВ НА РАЗЛИЧНЫХ СЕГМЕНТАХ РЫНКА ОФЗ (МЛРД РУБ.)

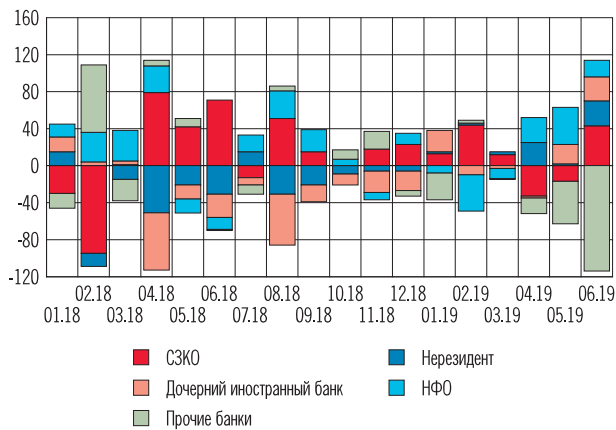
Табл. 2

Месяц/объемы ОФЗ	Размещения на аукционе Минфина России	Покупки нерезидентов			Прирост суммы вложений нерезидентов в ОФЗ по данным НРД
		На аукционах	На биржевых торгах	Внебиржевые торги	
Июнь	109	42	53	-6	89
Май	368	144	23	50	217

Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

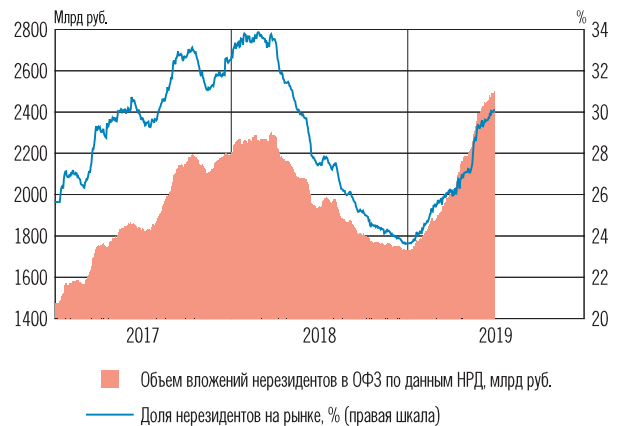
<sup>3</sup> 1352 млрд руб. по рыночным ценам.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ  
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ  
(МЛРД РУБ.) *Рис. 4*



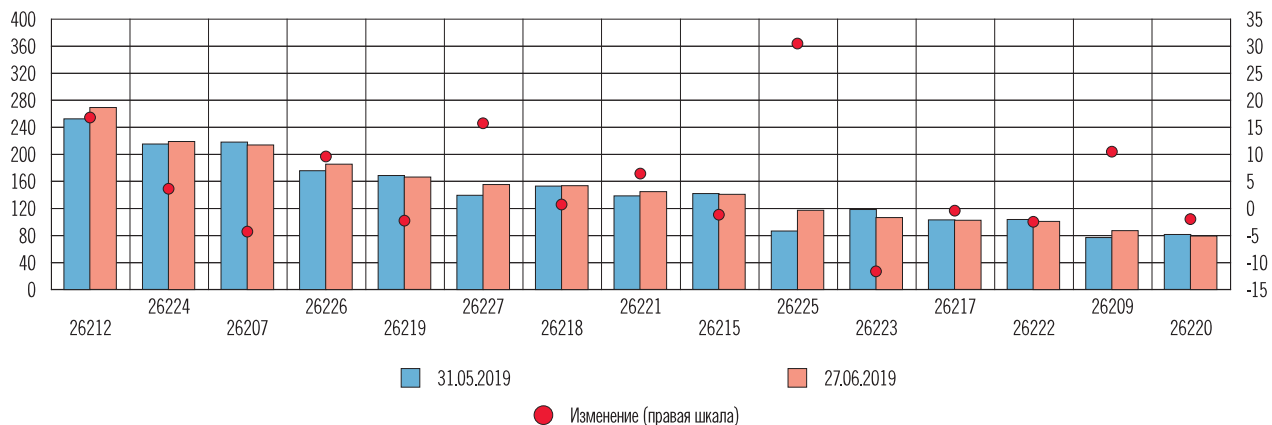
Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОСТАТКОВ ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ  
НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД *Рис. 5*



Источник: НКО АО НРД.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОТДЕЛЬНЫЕ ОФЗ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ  
ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД\* (МЛРД РУБ.) *Рис. 6*



\* Первые 15 ОФЗ с наибольшим объемом вложений нерезидентов.  
Источник: НКО АО НРД.

Нерезиденты и дочерние банки сохраняют высокий спрос на российские ОФЗ и в условиях сокращения первичного предложения переместили покупки на вторичный рынок (табл. 2): в июне 53% прироста вложений нерезидентов в ОФЗ произошло на вторичных торгах, тогда как в мае аналогичный показатель был равен 34%. В то же время объем покупок нерезидентов на рынках не превышает объемы предложения бумаг со стороны Минфина России. Снижение ставок способствовало сокращению объемов сделок в рамках стратегии керри-трейд на рынке. При этом рост доли остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ<sup>4</sup> замедлился: за июнь доля увеличилась на 0,7 п.п. (с 29,3 до 30,0%) после роста в мае на 2,2 п.п. (рис. 5). В целом в июне нерезиденты в основном увеличивали вложения в ОФЗ с длинным сроком до погашения (рис. 6). Средний срок до погашения ОФЗ<sup>5</sup>, в которые нерезиденты нарастили объем вложений, составляет 9 лет, а ОФЗ, вложения в которые сократились, – 6,2 года.

<sup>4</sup> Данный показатель не покрывает весь портфель ОФЗ, принадлежащий нерезидентам, так как часть бумаг у нерезидентов находится в других депозитариях или у других организаций, торгующих ОФЗ за счет клиента.

<sup>5</sup> Средний срок до погашения ОФЗ, взвешенный по изменению объема вложений нерезидентов за отчетный период.

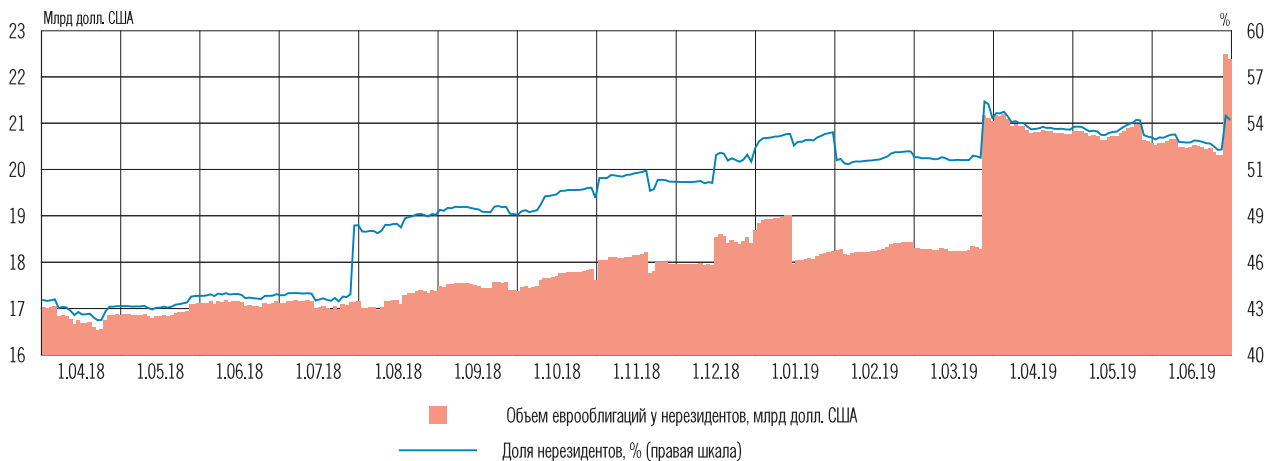


## РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

20 июня произошло доразмещение суверенных еврооблигаций двух выпусков: с погашением в 2029 и 2035 гг. в объеме 1,5 и 1,0 млрд долл. США соответственно. Оба транша были размещены исключительно среди иностранных инвесторов<sup>6</sup>. В итоге за 2019 г. объем привлечения средств с помощью еврооблигаций составил 5,5 млрд долл. США и 750 млн евро. По данным иностранных депозитариев, вложения нерезидентов на рынке суверенных еврооблигаций Российской Федерации в июне увеличились на 1,96 млрд долл. США, а их доля возросла до 54,5% (по состоянию на 28.06.2019) (рис.7)<sup>7</sup>.

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ  
В РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Рис. 7



Источник: НКО АО НРД.

## БИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

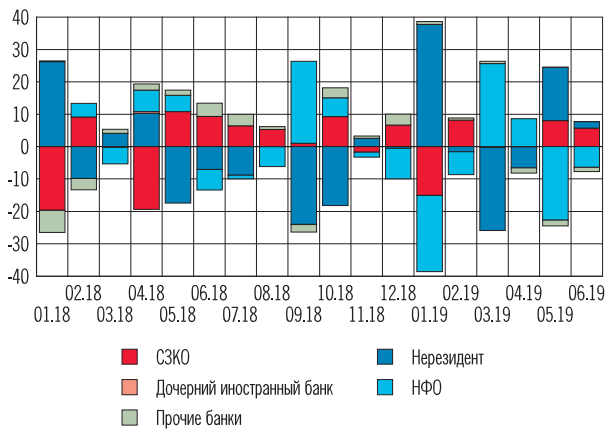
На вторичном биржевом рынке акций не было ярко выраженной динамики: нерезиденты и дочерние иностранные банки в июне купили акций на 2 млрд руб. (рис. 8). Индекс МосБиржи за отчетный период продолжил рост и 20 июня достиг исторического максимума – 2780 пунктов.

На вторичном рынке корпоративных облигаций в июне наибольшие покупки осуществили некредитные финансовые организации (23 млрд руб.), системно значимые кредитные организации являлись продавцами (17 млрд руб.). Чистые продажи со стороны нерезидентов и дочерних иностранных банков составили 4 млрд руб. (рис. 9).

<sup>6</sup> Распределения инвесторов по странам: при размещении бумаг с погашением в 2029 г. 55% удовлетворенных заявок пришлось на инвесторов из Великобритании, 24% – из США, 17% – из Европы, 4% – из Азии; при размещении бумаг с погашением в 2035 г. 64% выкупили инвесторы из Великобритании, 29% – из США, 7% – из континентальной Европы и Азии.

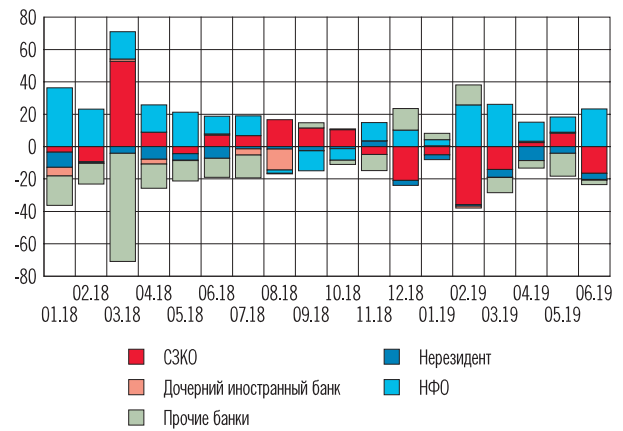
<sup>7</sup> Ввиду особенностей депозитарного учета покупка ценных бумаг может отражаться в депозитариях с задержкой 2–5 дней.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ  
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ АКЦИЙ  
(МЛРД РУБ.) *Рис. 8*



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ  
НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ  
ОБЛИГАЦИЙ (МЛРД РУБ.) *Рис. 9*



Источник: ПАО Московская Биржа.

Таким образом, в июне на фоне сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры Минфин России успешно разместил еврооблигации и, перевыполнив квартальный план, снизил предлагаемые на аукционе объемы ОФЗ. На этом фоне нерезиденты увеличили объемы приобретения ОФЗ на вторичном рынке, но объем сделок в рамках стратегии керри-трейд снизился, и динамика роста доли вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ замедлилась. Темп снижения доходностей ОФЗ возрос, а индекс ММВБ достиг новых исторических максимумов.

## 2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

### 2.1. ОЦЕНКА ПЛАНОВ ПО ПЕРЕВОДУ ВНЕБИРЖЕВЫХ СДЕЛОК «ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП» НА ЦЕНТРАЛИЗОВАННЫЙ КЛИРИНГ

- **Банк России в июне опубликовал проект документа для выполнения международных обязательств по переводу на централизованный клиринг договоров «процентный своп».**
- **Рынок процентных свопов в части контрактов на ставки MosPrime срочностью от 1 недели до 5 лет и RUONIA срочностью от 1 недели до 1 года активно развивается, объемы сделок по номинальной стоимости выросли более чем в 2 раза по сравнению с концом 2016 года.**
- **При внедрении требований об обязательном централизованном клиринге, согласно опубликованному Проекту, по оценке Банка России, на централизованный клиринг по сделкам с ПФИ на процентную ставку могли бы быть переведены всего несколько участников рынка.**

В целях повышения стабильности мировой финансовой системы после кризиса 2008 г. страны «Группы двадцати» 25.09.2009 приняли в Питтсбурге декларацию, предписывающую странам вводить централизованный клиринг по стандартизированным внебиржевым производным финансовым инструментам. В рамках данной глобальной реформы Банк России подготовил проект указания «О случаях, когда договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, заключаются только при условии, что другой стороной по таким договорам является лицо, осуществляющее функции центрального контрагента», опубликованный для публичного обсуждения на сайте Банка России 10 июня 2019 г. (далее – Проект).

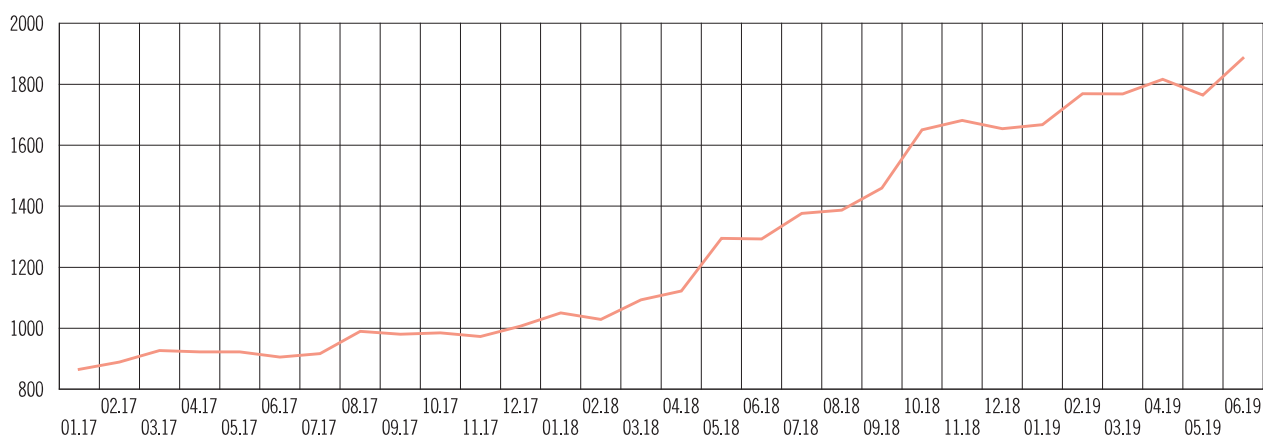
Согласно Проекту, централизованный клиринг планируется распространить на ПФИ, относящиеся к категории свопов на процентную ставку, в которых в качестве плавающей процентной ставки используются индикаторы MosPrime при сроке контракта от 1 недели до 5 лет или RUONIA при сроке контракта от 1 недели до 1 года. Обязанность участника рынка перейти на централизованный клиринг наступает в случае, если номинал открытых договоров (далее – открытая позиция) превышает 100 млрд руб. (далее – пороговое значение) три квартала подряд (расчеты осуществляются на конец квартала). При вычислении открытой позиции, согласно Проекту, не будут учитываться договоры, заключенные между участниками, входящими в одну группу; договоры, заключенные с участниками, зарегистрированными не в России (далее – нерезиденты), а также договоры, относящиеся к инструментам хеджирования по Международному стандарту финансовой отчетности (IFRS) 9 «Финансовые инструменты». Если на участника рынка начинает распространяться требование об обязательном клиринге, то все новые договоры должны будут заключаться с центральным контрагентом (ЦК).

Банк России проанализировал состояние сегмента рынка процентных свопов, оценил количество участников, которые могут подпасть под действие указания в случае его введения согласно Проекту. Поскольку в настоящее время участники рынка не маркируют отдельные сделки «процентный своп» в качестве хеджированных при предоставлении информации в репозиторий, поэтому данные сделки из анализа не исключались.

Рынок процентных свопов в части контрактов на ставки MosPrime срочностью от 1 недели до 5 лет и RUONIA срочностью от 1 недели до 1 года быстро развивается в последние полтора года (рис.10). За I квартал 2019 г. в репозитории НКО АО «Национальный расчетный де-

ОТКРЫТАЯ ПОЗИЦИЯ ПО СДЕЛКАМ «ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП» НА СТАВКИ MOSPRIME СРОЧНОСТЬЮ  
ОТ 1 НЕДЕЛИ ДО 5 ЛЕТ И RUONIA СРОЧНОСТЬЮ ОТ 1 НЕДЕЛИ ДО 1 ГОДА  
ЗА ПЕРИОД 2017 – 1 ИЮНЯ 2019 Г. (МЛРД РУБ.)

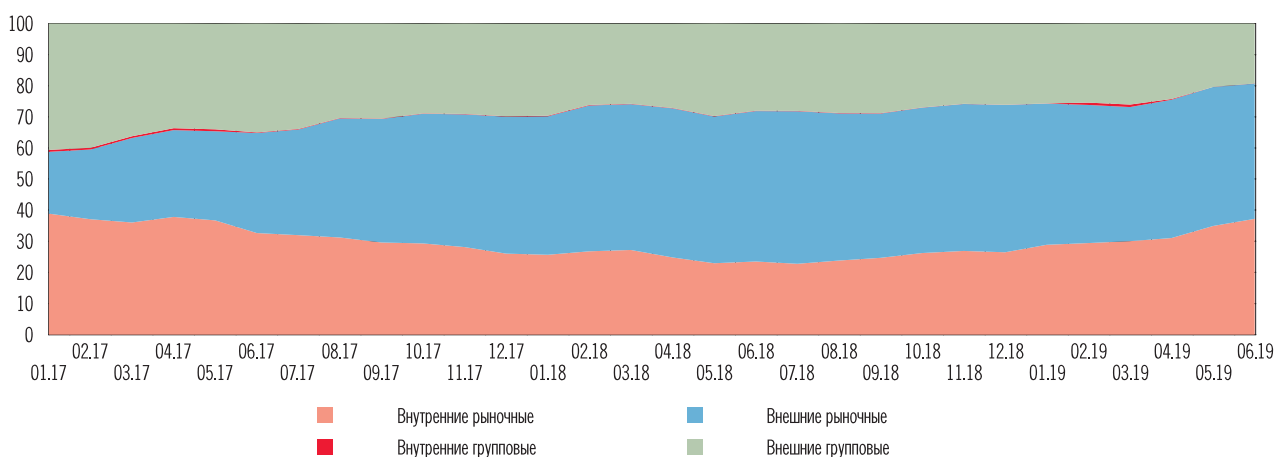
Рис. 10



Источник: НКО АО НРД.

СТРУКТУРА СДЕЛОК «ПРОЦЕНТНЫЙ СВОП» НА СТАВКИ MOSPRIME СРОЧНОСТЬЮ  
ОТ 1 НЕДЕЛИ ДО 5 ЛЕТ И RUONIA СРОЧНОСТЬЮ ОТ 1 НЕДЕЛИ ДО 1 ГОДА  
ПО СТАТУСУ УЧАСТНИКОВ ЗА ПЕРИОД 2017 – 1 ИЮНЯ 2019 Г. (%)

Рис. 11



Источник: НКО АО НРД.

позитарий» было зарегистрировано 190 таких новых контрактов, что является наибольшим значением в сравнении с предыдущими кварталами. При этом за апрель-май уже зарегистрировано 157 контрактов. Сумма открытых позиций также растет, достигнув 1885,73 млрд руб. на 1 июня 2019 года. С конца 2016 г. объем открытых позиций вырос в 2,18 раза, а с начала 2019 г. – на 13%.

В рамках анализа все сделки были разделены на четыре группы: сделки внутри групп между резидентами (внутренние групповые), сделки внутри групп между резидентами и нерезидентами (внешние групповые), сделки за периметром групп между резидентами (внутренние рыночные), сделки за периметром групп между резидентами и нерезидентами (внешние рыночные). На 1 июня 2019 г. наибольшую долю среди открытых позиций занимали внешние рыночные договоры – 43,6% (рис. 11). При этом доля сделок, которые потенциально, согласно Проекту, могут перейти на централизованный клиринг, последовательно растет на протяжении 2019 г. и составляет 37,2%, или 701,6 млрд рублей. Внутренние групповые сделки практически не заключаются, в связи с чем их доля близка к нулю.

По данным Банка России, на 1 июня 2019 г. у четырех участников были открытые позиции, превышающие 100 млрд руб. и относящиеся к типу «внутренние рыночные»<sup>1</sup>. Сумма номинальных стоимостей процентных свопов по указанным открытым позициям равна 569,6 млрд руб., сумма модулей справедливых стоимостей – 30,8 млрд рублей. Данные значения являются максимальной оценкой, так как на централизованный клиринг переходят только новые сделки. Поэтому сопоставимый объем будет достигнут не сразу, а через несколько лет. В частности, в мае 2019 г. упомянутыми четырьмя участниками были заключены контракты номиналом на 89,2 млрд руб. и суммой модулей справедливых стоимостей 1,7 млрд рублей.

После завершения срока публичного обсуждения Проекта Банк России получил комментарии от участников рынка и профессиональных ассоциаций об увеличении размера порогового значения до 200 млрд руб. и использовании его для каждой из сторон сделки, а также применении исключения на инструменты хеджирования не только по IFRS, но и по российскому праву, в частности, согласно Налогового кодекса Российской Федерации.

По оценке Банка России, на 1 июня 2019 г. (при пороговом значении 200 млрд руб. и применении его для каждой из сторон сделки) обязанности переводить на централизованный клиринг сделки «процентный своп» у участников рынка не возникает.

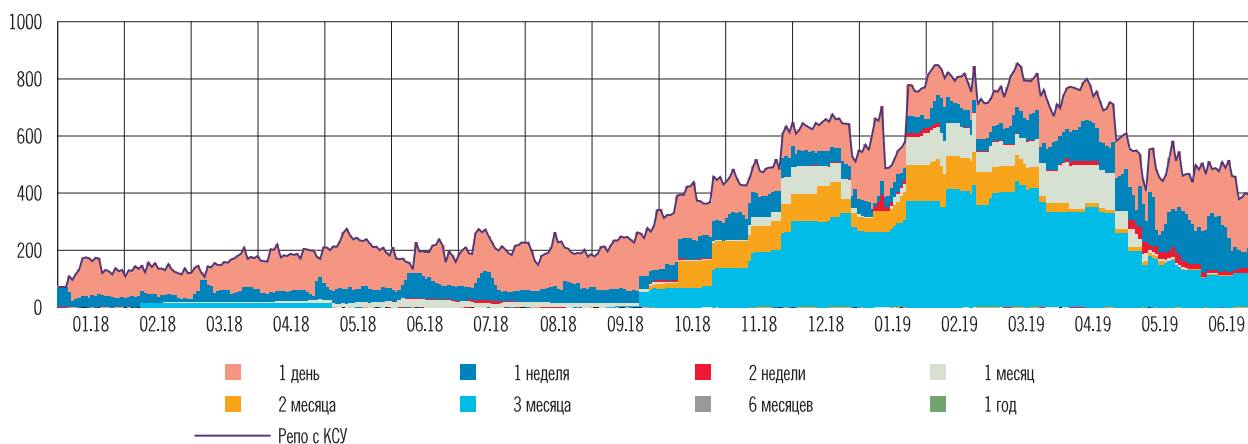
Банк России с учетом полученных предложений участников рынка прорабатывает возможность по маркированию хеджирующих сделок сторонами при предоставлении о них информации в репозиторий.

## 2.2. РЫНОК РЕПО С КСУ И НОВЫЙ ИНДИКАТОР ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

- После достижения исторического максимума в марте 2019 г. открытая позиция по рублевым сделкам репо с ЦК с КСУ (клиринговыми сертификатами участия) на сроки больше недели резко сократилась. Размер открытой позиции по сделкам на срок овернайт оставался стабильным.
- Основным типом обеспечения в сделках репо с ЦК с КСУ являются биржевые облигации, а на крупнейшего нетто-заемщика и нетто-кредитора приходится более 30% рынка.
- ПАО Московская Биржа запустило новый индикатор денежного рынка RUSFAR, рассчитываемый на основе заявок и сделок репо с ЦК с КСУ. Динамика ставки RUSFAR близка к значениям ставки RUONIA.

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ СРОЧНОСТИ РУБЛЕВЫХ СДЕЛОК  
НА РЫНКЕ РЕПО С ЦК С КСУ (МЛРД РУБ.)

Рис. 12



Источник: ПАО Московская Биржа.

<sup>1</sup> Из них открытые позиции, превышающие 100 млрд руб. три квартала подряд, имели два участника.

В период с сентября 2018 г. по март 2019 г. рынок репо с КСУ был одним из наиболее быстро растущих сегментов российского рынка. Исторический максимум совокупной открытой позиции по рублевым сделкам на этом рынке был достигнут в марте 2019 г. и составил 854 млрд руб. (рис. 12). Традиционно основной объем заключенных сделок на этом рынке приходится на сроки овернайт и 1 неделя. Однако начиная с IV квартала 2018 г. некоторые участники открывали более долгосрочные позиции, преимущественно на срок 3 месяца. К апрелю 2019 г. тенденция роста размера открытой позиции по рублевым сделкам репо с ЦК с КСУ прекратилась. Так, в период с 05.04.2019 по 28.06.2019 открытая позиция по рублевым сделкам репо с ЦК с КСУ сократилась с 800,3 до 494,5 млрд руб. (на 305,8 млрд руб., или 38,2%). Причиной резкого снижения открытой позиции на рынке являлось закрытие большинства сделок на срок 3 месяца ввиду исчерпания потребности в дополнительной рублевой ликвидности отдельных участников российского финансового рынка, в то время как обороты по сделкам на срок овернайт продолжают оставаться стабильными.

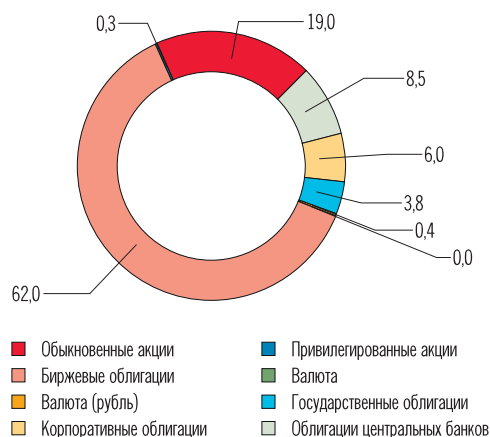
Основными типами обеспечения по рублевым сделкам репо с ЦК с КСУ выступают биржевые облигации и обыкновенные акции. На конец мая 2019 г. на них приходилось 62 и 19% соответственно (рис. 13). Несмотря на то что количество участников на рынке выросло, рынок по-прежнему остается высококонцентрированным. На трех крупнейших участников (как нетто-кредиторов, так и нетто-заемщиков) приходится более 60% открытых позиций (по объему заключенных сделок). По состоянию на конец июня доля одного крупнейшего участника (и кредитора, и заемщика) была высокой и превысила 30% (рис. 14). Доля нефинансовых организаций, допущенных на этот рынок, остается низкой, а крупнейшими участниками являются кредитные организации.

Риск высокой концентрации на рынке по участникам и типу обеспечения во многом нивелируется за счет специфики инструмента КСУ. Поскольку все сделки заключаются через ЦК, качество конечного контрагента не имеет значения, а значит, не влияет на стоимость заимствования. Возможность замены ценных бумаг, находящихся в обеспечении КСУ, позволяет избегать ситуации возникновения возможного дефицита ценных бумаг. Риски также ограничены с учетом системы риск-менеджмента НКЦ, включающей в том числе достаточно жесткие требования к обеспечению (и по критерию кредитного качества, и по критерию ликвидности), лежащему в основе КСУ.

На фоне развития рынка репо с ЦК с КСУ появляются и новые индикаторы. 18 апреля 2019 г. ПАО Московская Биржа запустило новый индикатор денежного рынка – ставку RUSFAR

СТРУКТУРА ОБЕСПЕЧЕНИЯ КСУ  
ПО ТИПАМ АКТИВОВ (%)

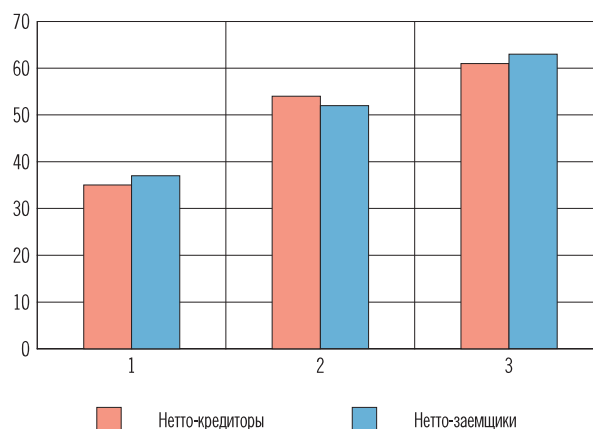
Рис. 13



Источник: ПАО Московская Биржа.

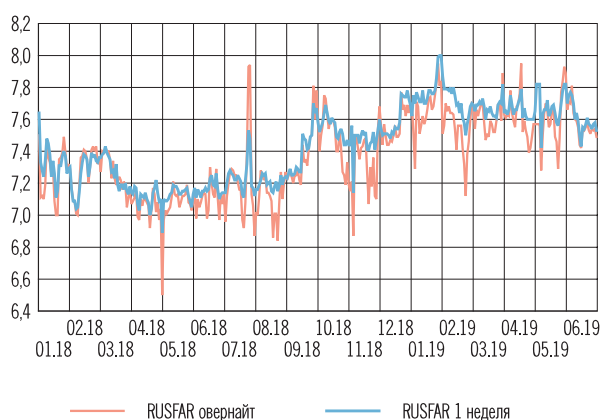
КОНЦЕНТРАЦИЯ 1, 2 И 3 КРУПНЕЙШИХ  
НЕТТО-КРЕДИТОРОВ И НЕТТО-ЗАЕМЩИКОВ (%)

Рис. 14

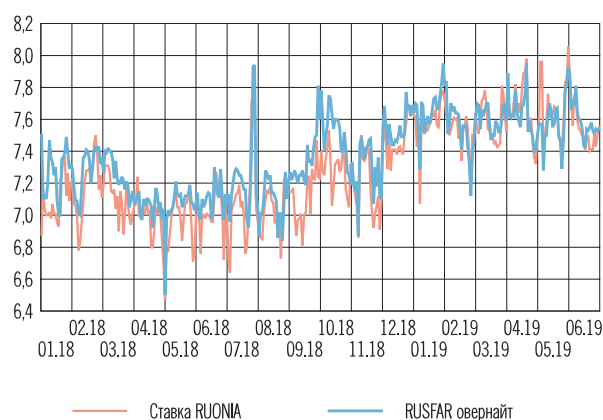


Источник: ПАО Московская Биржа.



ДИНАМИКА СТАВКИ RUSFAR НА СРОКИ ОВЕРНАЙТ  
И 1 НЕДЕЛЯ (%) *Рис. 15*

Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА СТАВОК RUONIA  
И RUSFAR ОВЕРНАЙТ (%) *Рис. 16*

Источник: ПАО Московская Биржа.

(Russian Secured Funding Average Rate). Этот индикатор рассчитывается на основе сделок и заявок репо с ЦК с КСЧ по 18 маркет-мейкерам. Одной из особенностей данного показателя является методика расчета, которая основывается как на заявках, так и на сделках. Динамика данной ставки схожа с динамикой RUONIA, однако RUSFAR рассчитывается на рынке обеспеченного кредитования. Средние значения ставок RUSFAR овернайт и RUONIA за период с начала 2018 г. по конец мая 2019 г. составили 7,37 и 7,28% соответственно, а стандартное отклонение ставок – 0,25 и 0,3% соответственно. Московская Биржа предполагает в будущем также запустить стандартизированные производные финансовые инструменты на новую ставку RUSFAR-OIS, а также фьючерсы на RUSFAR.

Таким образом, развитие рынка репо с ЦК с КСЧ происходит на фоне высокой волатильности размера совокупной открытой позиции участников. Высокая концентрация сегмента рынка по участникам и типу обеспечения нивелируется особенностями инструмента (высоким качеством ценных бумаг, лежащих в его основе).

### 2.3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ РАЗЛИЧНЫХ ИСТОЧНИКОВ ИНФОРМАЦИИ ОБ ОБЪЕМЕ, ДИНАМИКЕ И СТРУКТУРЕ ВЛОЖЕНИЙ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ОФЗ

Банк России сравнил информацию об объемах и структуре вложений нерезидентов в российские облигации, представляемую Emerging Portfolio Fund Research (EPFR), с данными депозитарной отчетности НРД.

- Данные EPFR позволяют предположить, что продажи ОФЗ нерезидентами в 2018 г. осуществлялись международными инвесторами с активной стратегией (без привязки к индексу или бенчмарку).
- При этом малый размер выборки инвесторов по объему портфеля в исследованиях EPFR не дает возможности уверенно подтвердить указанную выше гипотезу: соотношение оттока вложений фондов из российских облигаций, согласно данным EPFR и депозитарным данным НРД, в период повышенной волатильности в 2018 г. составило только 14,8%.

EPFR еженедельно осуществляет сбор и обработку информации о потоках капитала в фонды, инвестирующие в ценные бумаги стран ЕМЕ, в том числе в Россию. Информация о потоках капитала собирается у ограниченного круга инвестиционных фондов. Перечень фондов, географическая принадлежность, а также доля рынка, охватываемая ими, не раскрываются. Кроме

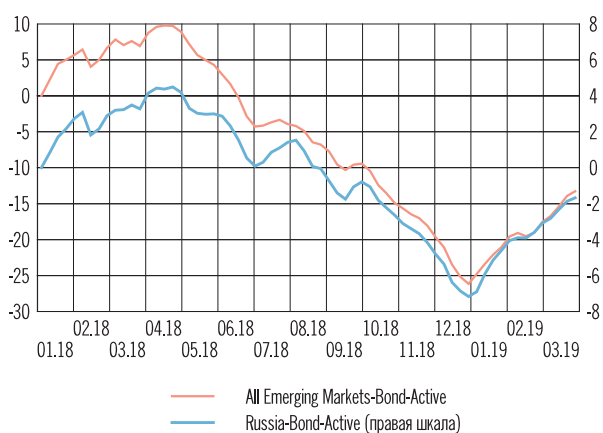
того, в EPFR отсутствует возможность выбирать классификацию ценных бумаг: по типу эмитента (государственные и частные), типу инструмента (облигации и еврооблигации) и валюте инструмента (рублевые и валютные).

## ИНВЕТОРЫ С АКТИВНОЙ И ПАССИВНОЙ СТРАТЕГИЕЙ В EPFR

Согласно данным EPFR за период с 2018 г., динамика вложений международных инвесторов в облигации EME и России имеет схожие однонаправленные профили. Корреляция вложений в облигации инвесторов с активной стратегией (без привязки к индексу или бенчмарку) и вложений в целом в активы стран с развивающимися рынками и России составила 0,94. По пассивной стратегии<sup>2</sup> корреляция вложений в облигации составила 0,97 (рис. 17 и 18). Снижение вложений в Россию в 2018 г. происходило только за счет активных стратегий. В 2019 г. рост вложений по активным и пассивным стратегиям был приблизительно одинаковым и составил в сумме 1 млрд долл. США.

НЕДЕЛЬНЫЕ ЧИСТЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В ФОНДЫ  
ОБЛИГАЦИЙ EME И РОССИИ ПО АКТИВНОЙ СТРАТЕГИИ  
(НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ, МЛРД ДОЛЛ. США)

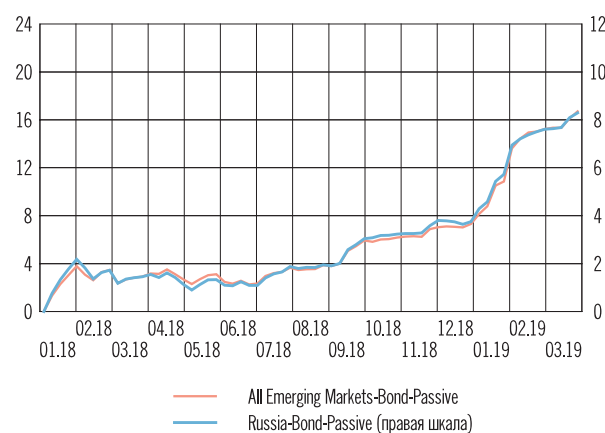
Рис. 17



Источник: EPFR.

НЕДЕЛЬНЫЕ ЧИСТЫЕ ВЛОЖЕНИЯ В ФОНДЫ ОБЛИГАЦИЙ  
EME И РОССИИ ПО ПАССИВНОЙ СТРАТЕГИИ  
(НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ, МЛРД ДОЛЛ. США)

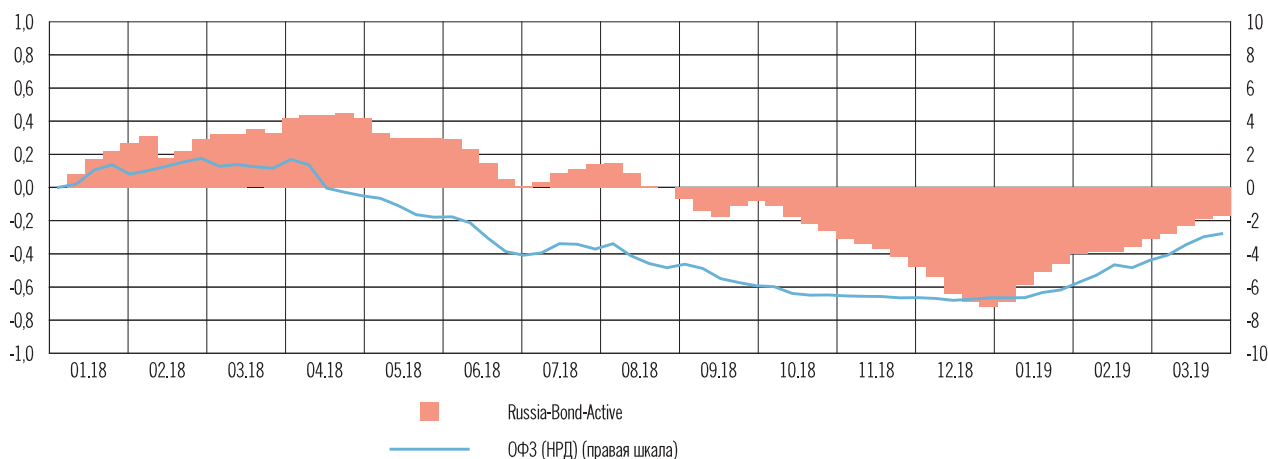
Рис. 18



Источник: EPFR.

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ (НРД) И ВЛОЖЕНИЯ В ФОНДЫ, АКТИВНО ТОРГУЮЩИЕ  
ОБЛИГАЦИЯМИ В РОССИИ (НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ, МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 19



Источники: EPFR, НКО АО НРД.

<sup>2</sup> Инвесторы осуществляют вложения в рамках следования индексу или на длительный срок.

Данные EPFR по вложениям инвесторов с активной стратегией в фонды на российские облигации и данные НРД по вложениям нерезидентов в ОФЗ имеют схожую динамику (рис. 19), и можно сделать предположение, что в ОФЗ инвестируют фонды с активной стратегией.

#### СОПОСТАВЛЕНИЕ ОБЪЕМОВ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ ПО ДАННЫМ EPFR И НРД

Проведенное Банком России сопоставление информации по вложениям нерезидентов в долговые обязательства по данным EPFR и НРД показало, что суммарные нетто-притоки инвестиций нерезидентов согласно данным EPFR в абсолютном объеме составляют только небольшую долю от суммарного объема нетто-притока инвестиций нерезидентов, отраженного в сведениях НРД (табл. 3). Так, отношение оттока вложений фондов в твердых валютах из российских облигаций в период повышенной волатильности в 2018 г. согласно данным EPFR составило только 14,8% от отраженного совокупного оттока вложений нерезидентов в ОФЗ и еврооблигации по данным НРД. В период с начала 2019 г., когда происходил приток иностранных инвесторов в российские долговые ценные бумаги, соотношение данных о вложениях нерезидентов по информации EPFR сократилось до 7,8% от значений по сведениям депозитария НРД. При этом в силу закрытости методологии сбора и обработки информации, а также списка фондов, участвующих в опросе EPFR Global, оценить адекватность размера и состава выборки EPFR данным НРД не представляется возможным.

Таким образом, проведенный анализ данных EPFR, позволяет сделать ряд предположений:

- Вложения международных инвесторов с активной стратегией в российские облигации могут во многом состоять из вложений в ОФЗ.
- Активно увеличивают вложения на российском рынке фонды, номинированные в твердых валютах и являющиеся в основном нерезидентами;
- Абсолютный объем суммарных притоков/оттоков инвестиций нерезидентов в российские облигации по информации EPFR составляет только небольшую долю от суммарного объема притока/оттока инвестиций нерезидентов по данным НРД.

НАКОПЛЕННЫЕ ПОКУПКИ/ПРОДАЖИ ПО ДАННЫМ НРД И EPFR ЗА ПЕРИОДЫ:  
01.04.2018–29.12.2018 и 01.01.2019–29.05.2019 (МЛРД ДОЛЛ. США)

Табл. 3

Показатель	С 01.04.2018 по 29.12.2018	С 01.01.2019 по 29.05.2019
ОФЗ (НРД)	-9,1	11,2
Государственные еврооблигации (НРД)	3	1,6
Фонды в рублях* (EPFR)	0,2	0
Фонды в твердой валюте (EPFR)	-0,9	1,0
Отношение фондов в твердой валюте (EPFR) к сумме ОФЗ + еврооблигации (НРД)	14,8%	7,8%

\* Информация EPFR позволяет осуществить сравнение потоков капитала международных инвесторов в фонды облигаций в разрезе типов валюты, в которых номинирован фонд: локальной валюты (внутренней валюты отдельной EME) и твердых валют. Инвестиции каждого фонда могут быть в любой валюте: как в основной для фонда, так и в локальной валюте для страны.

Источники: EPFR, НКО АО НРД.