



Банк России



Сентябрь 2021

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2021

РЕЗЮМЕ

В сентябре 2021 г. ожидания более раннего повышения базовой процентной ставки ФРС США и начало сворачивания монетарных стимулов отдельными центральными банками развитых стран привели к укреплению доллара США против основных мировых валют, снижению мировых фондовых индексов и росту доходности государственных облигаций развитых стран. В условиях восстановления глобального спроса на энергоресурсы в сентябре произошло резкое повышение цен на природный газ (а также на нефть) на фоне его недостаточных запасов в Европе и Китае. Произшедшие ценовые изменения не оказали влияния на устойчивость российского рынка, в том числе производных инструментов на эти товарные группы.

В сентябре на фоне роста волатильности на мировом рынке и повышения инфляционных ожиданий доходности ОФЗ выросли в среднем на 41 базисный пункт. Интерес нерезидентов был сосредоточен в основном на долгосрочных бумагах – их общие вложения за месяц выросли на 59,8 млрд, до 3284,7 млрд рублей. На первичном рынке ОФЗ в сентябре Минфин России благодаря высокому спросу со стороны локальных и иностранных инвесторов в первой половине месяца разместил ценных бумаг на сумму 182,4 млрд руб., обеспечив перевыполнение плана размещений на III квартал 2021 г. (108,1%).

Иностранные участники на фоне благоприятной конъюнктуры на рынке энергоносителей и укрепления рубля продолжили реализацию сделок керри-трейд и увеличили свою короткую позицию по валюте на рынке валютных свопов на 5 млрд долл. США, в конце сентября она достигла 24 млрд долл. США. На биржевом рынке спот эта категория участников действовала разнонаправленно и по итогам месяца стала нетто-покупателем валюты (17,4 млрд руб. в рублевом эквиваленте).

В 2020 г. покупки валюты физическими лицами значительно сократились на фоне снижения спроса на туристические поездки. В 2021 г. спрос на валюту начал восстанавливаться, однако по-прежнему остается ниже доковидного уровня. Изменилась структура спроса – в этом году больший объем нетто-покупок валюты совершается физическими лицами на биржевом рынке. Это способствует большей прозрачности курсообразования, повышению эффективности и ликвидности биржевого валютного рынка. Тем не менее в периоды нестабильной экономической конъюнктуры значительное участие физических лиц в биржевых торгах может быть фактором усиления волатильности валютного курса.

В обзоре проанализирована взаимосвязь операций керри-трейд и курса рубля. При ослаблении рубля нерезиденты сворачивают сделки керри-трейд, при укреплении – наращивают позицию на рынке валютных свопов.

1. РИСКИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

1.1. Ситуация на внешних рынках

- Постепенный переход ряда центральных банков к ужесточению денежно-кредитной политики, а также ожидание более раннего начала повышения базовой ставки в США привели к укреплению доллара США против основных мировых валют, снижению мировых фондовых индексов и росту доходности государственных облигаций в развитых странах в сентябре 2021 года.
- Начало сворачивания монетарных стимулов ведущими центральными банками и риски негативных системных эффектов в результате долговых трудностей китайского застройщика Evergrande привели к некоторому ухудшению конъюнктуры на формирующихся рынках в сентябре 2021 г. (ослабление национальных валют и снижение фондовых индексов), однако значимого усиления волатильности и оттока капитала с финансовых рынков ЕМЕ не наблюдалось.
- Восстановление глобального спроса на энергоресурсы на фоне ограниченного предложения в результате сокращения поставок сырья в период пандемии стало причиной энергетического кризиса в странах Европы и Китае и привело к рекордному росту цен на нефть и природный газ в сентябре 2021 года.

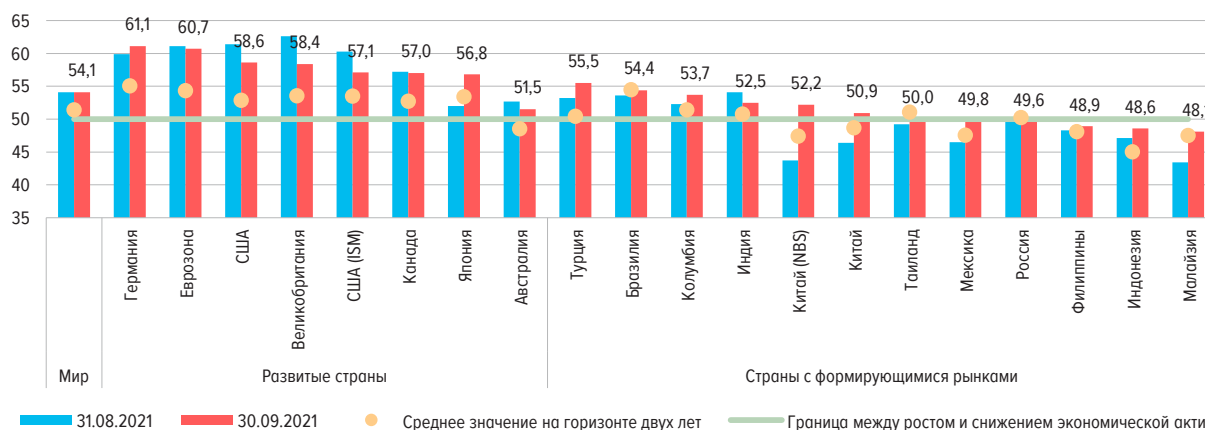
Распространение штамма «Дельта» COVID-19 привело к замедлению в сентябре 2021 г. темпов роста экономической активности во многих развитых странах (рис. 1). При этом в отдельных развитых странах Азиатского региона, напротив, наблюдалось улучшение экономической ситуации по мере постепенного снятия ограничительных мер (Япония).

Вследствие ужесточения денежно-кредитной политики некоторыми центральными банками мировые фондовые индексы снизились, выросла доходность государственных облигаций в развитых странах в сентябре 2021 года.

В сентябре 2021 г. ФРС США просигнализировала о приближающемся сворачивании монетарных стимулов и более быстром повышении базовой ставки. Это привело к значительному укреплению доллара США против основных мировых валют в сентябре 2021 года. В отчетном периоде индекс доллара США (DXY) вырос на 1,7%. Локальный максимум был до-

ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ИНДЕКСОВ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ PMI В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ МИРА В АВГУСТЕ – СЕНТЯБРЕ 2021 ГОДА (ПУНКТЫ)

Рис. 1

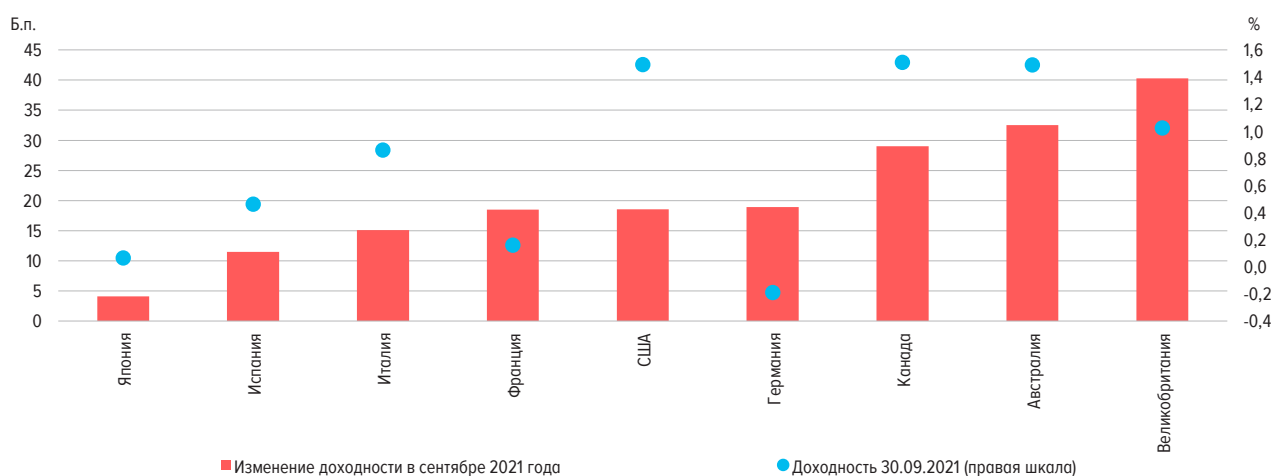


Примечание. Дополнительно приведена статистика по производственному индексу PMI в США на основе данных Institute for Supply Management (ISM) и в Китае – на основе данных National Bureau of Statistics of China (NBS).

Источники: Bloomberg, данные Markit Economics, Thomson Reuters.

ДОХОДНОСТЬ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА СРОК 10 ЛЕТ И ЕЕ ИЗМЕНЕНИЕ В КРУПНЕЙШИХ РАЗВИТЫХ СТРАНАХ

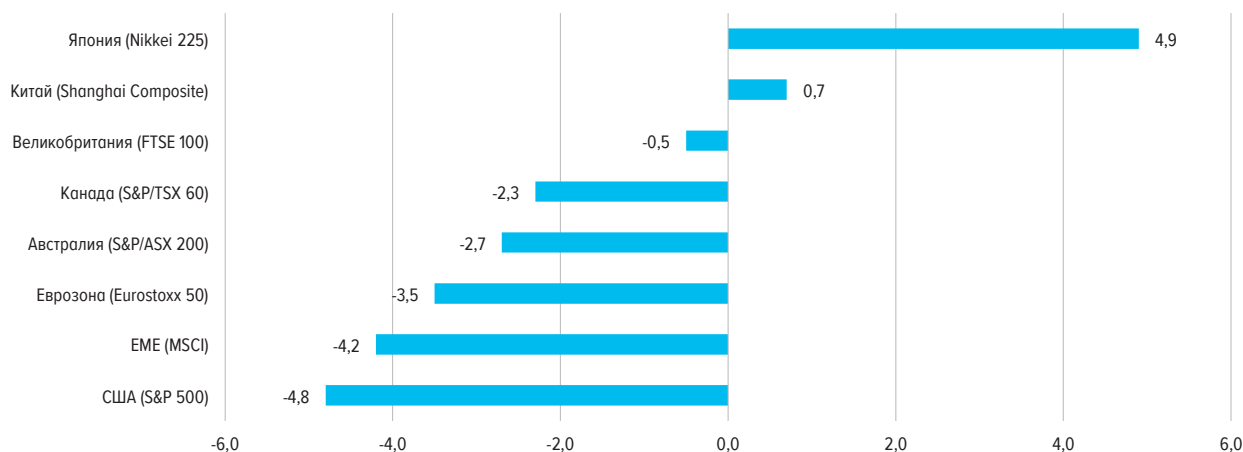
Рис. 2



Источник: Thomson Reuters.

ИЗМЕНЕНИЕ МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ (%)

Рис. 3



Источник: Bloomberg.

стигнут 29 сентября 2021 г. и составил 94,3 пункта (максимальный уровень с сентября 2020 г.). В сентябре 2021 г. доходность государственных облигаций США на срок 10 лет выросла на 18 б.п., до 1,49% (максимум с июня 2021 г.).

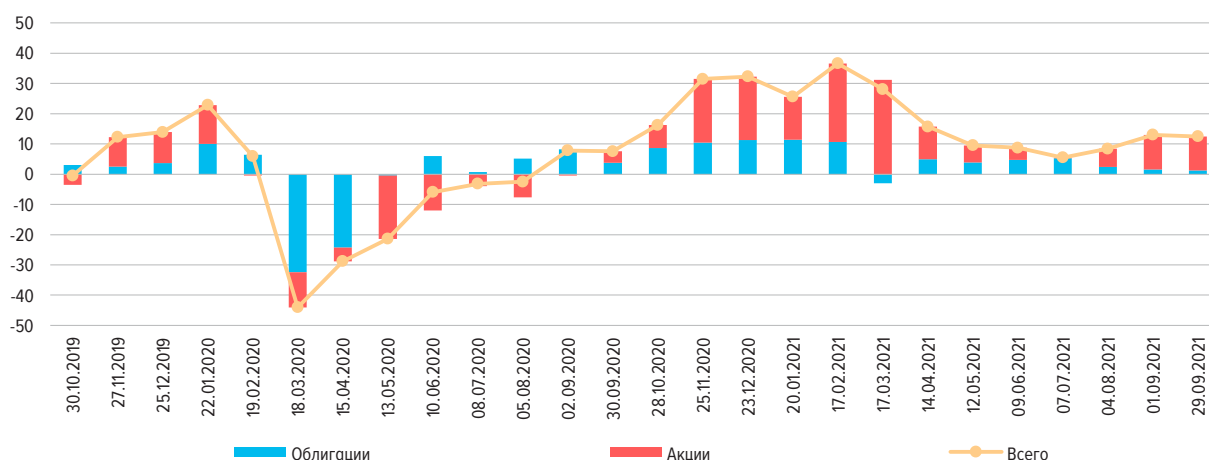
Центральные банки некоторых других развитых стран также приступили к сворачиванию монетарных стимулов (ЕЦБ) и ужесточению денежно-кредитной политики (Банк Норвегии, Резервный банк Новой Зеландии) в сентябре – октябре 2021 г., что стало причиной повышения доходностей государственных облигаций в этих странах (рис. 2) и снижения основных фондовых индексов (рис. 3).

Ситуация на формирующихся рынках в сентябре 2021 г. несколько ухудшилась в связи с постепенным переходом ведущих центральных банков к ужесточению денежно-кредитной политики и опасениями, что долговые проблемы крупного китайского девелопера Evergrande приведут к накоплению системных рисков.

Динамика финансовых индикаторов EME в сентябре 2021 г. указывает на некоторое ухудшение ситуации на формирующихся рынках по сравнению с предыдущим месяцем: произошло ослабление национальных валют, снижение фондовых индексов, рост доходности государственных облигаций и расширение спредов по суверенным CDS (табл. 1). Это связано с сокращением интереса глобальных инвесторов к рискованным активам в результате посте-

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

Рис. 4



Источник: EPFR Global.

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ В АВГУСТЕ – СЕНТЯБРЕ 2021 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.		б.п.			
	август 2021 г.	сентябрь 2021 г.	август 2021 г.	сентябрь 2021 г.	август 2021 г.	сентябрь 2021 г.	август 2021 г.	сентябрь 2021 г.	август 2021 г.	сентябрь 2021 г.
Турция	1,6	-6,5	5,7	-4,5	-10	126	-17	66	15	1
Бразилия	1,2	-5,4	-2,5	-6,6	143	61	0	28	1	2
Чили	-2,0	-4,4	5,6	-2,9	25	77	-8	24	3	3
ЮАР	0,5	-3,6	-2,2	-4,7	-5	45	-17	26	8	4
Мексика	-1,0	-2,7	4,8	-3,6	10	40	-11	16	7	5
Таиланд	2,1	-4,4	7,7	-2,0	0	29	-6	5	13	6
Польша	0,5	-3,8	5,1	-2,4	12	35	1	0	4	7
Венгрия	2,2	-4,8	6,9	1,7	8	29	0	4	9	8
Колумбия	2,6	-0,9	6,7	3,2	0	51	-15	35	16	9
Филиппины	0,5	-2,5	9,3	1,4	26	54	-6	7	10	10
Малайзия	1,6	-0,7	7,1	-4,0	3	17	-7	6	12	11
Румыния	-0,9	-2,2	2,8	3,8	20	31	1	8	2	12
Индонезия	1,4	-0,3	1,3	2,2	-23	28	-13	14	11	13
Китай	0,0	0,2	4,3	0,7	1	2	-6	13	6	14
Индия	1,9	-1,7	9,4	2,7	1	1	-10	9	14	15
Россия	-0,4	1,0	3,9	4,7	14	35	-8	9	5	16
Среднее ЕМЕ	0,7	-2,7	4,8	-0,7	14	41	-8	17		

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.

пенного ужесточения денежно-кредитной политики в развитых странах и опасений увеличения системных рисков на фоне долговых проблем Evergrande. По данным EPFR, в сентябре¹ 2021 г. чистый приток капитала на формирующиеся рынки несколько сократился по сравнению с предыдущим месяцем и составил 12,5 млрд долл. США (вложения в акции – 11,3 млрд долл. США, в облигации – 1,2 млрд долл. США) (рис. 4).

Повышение мирового спроса на энергоресурсы в результате восстановления глобальной экономики после пандемии на фоне сохранения проблем с поставками сырья на мировой рынок привело к росту цен на нефть и рекордному повышению цен на природный газ в сентябре 2021 года.

В сентябре 2021 г. цены на нефть марки Brent выросли на 7,6%, до 78,5 долл. США за барр. (максимум с октября 2018 г.), марки Urals – на 6,4%, до 75,8 долл. США за баррель. Страны – участники Мониторингового комитета ОПЕК+ приняли решение придерживаться в ноябре 2021 г. ранее достигнутой договоренности об увеличении производства нефти на 400 тыс. барр. сутки.

Также в отчетном периоде произошел рекордный рост цен на природный газ, что связано с постепенным восстановлением глобального спроса на энергоресурсы, ростом спроса на фоне сложившихся погодных условий (холодная зима 2020/2021 г., жаркое лето 2021 г.), истощением запасов газа после снижения его добычи во время пандемии и сохранением проблем с поставками, особенно в странах Европы и Китае. В сентябре 2021 г. цены на природный газ выросли на 34%, до 5,9 долл. США за 1 млн британских тепловых единиц², фьючерсы на газ на Лондонской бирже (ICE) с датой исполнения контракта в ноябре 2021 г. – на 91,5%, до 251,2 британского фунта за терм³.

1.2. Ситуация на российском финансовом рынке

- За сентябрь доходности ОФЗ значительно выросли (в среднем на 41 б.п. по наиболее ликвидным срокам). Наклон кривой уменьшился в большей степени благодаря ближнему концу кривой. Несмотря на продажи ОФЗ нерезидентами на вторичном биржевом рынке, совокупный объем их вложений вырос на 59,8 млрд руб. (за счет покупок на аукционах и внебиржевых сделок), доля их вложений в ОФЗ практически не изменилась, оставшись на уровне 21%.
- За III квартал 2021 г. Минфин России разместил 108,1% от планового номинального объема размещения ОФЗ. Основная доля пришлась на август – 55% (413 млрд руб.), а на сентябрь – 24,1% (182 млрд руб.). Доля нерезидентов на аукционах ОФЗ последние пять месяцев стабильно держится выше 20% (в сентябре – 27,8%).
- В сентябре 2021 г. на фоне рекордного увеличения цен на газ и нефть и существенного роста российских акций компаний нефтегазовой отрасли индекс МосБиржи вырос на 4,7% (на закрытии торгов 30.09.2021 вновь был обновлен исторический максимум – 4103,5 пункта), а индекс РТС – на 5,6% (на закрытии торгов 30.09.2021 достиг максимума с марта 2012 г. – 1777,7 пункта). Отраслевой индекс нефтегазовой отрасли вырос на 11,1%.

Рынок ОФЗ

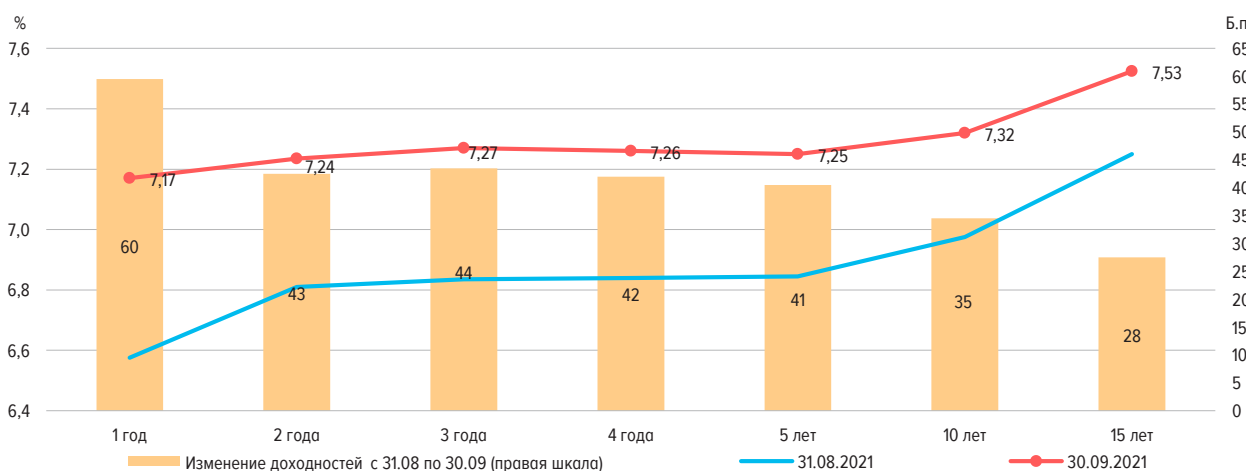
В сентябре наблюдалось сужение спреда между доходностями на ближнем и дальнем концах кривой ОФЗ (наклон кривой снизился). В среднем по наиболее ликвидным срокам кривая доходностей выросла на 41 б.п., а доходности со сроком до погашения 1 год выросли на 60 б.п. (рис. 5).

¹ Период с 01.09.2021 по 29.09.2021.

² MMBTU – миллион британских тепловых единиц, кубометр природного газа.

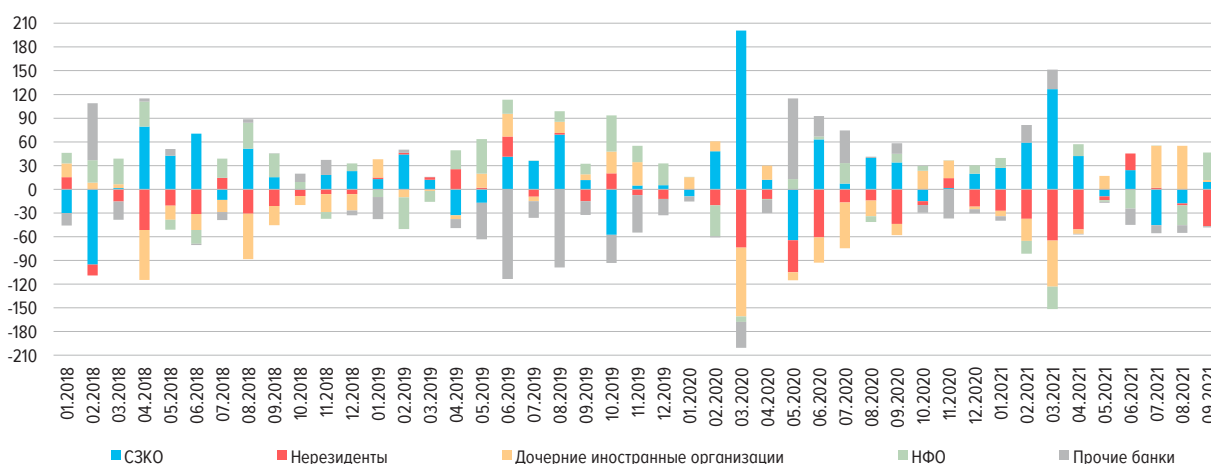
³ 1 терм = 100 тыс. BTU.

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



* Данные по доходностям представлены на конец дня.
Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ ОФЗ* (МЛРД РУБ.) Рис. 6



* Данные категории учитывают покупки/продажи участников от своего лица и от лица клиентов.
Источник: ПАО Московская Биржа.

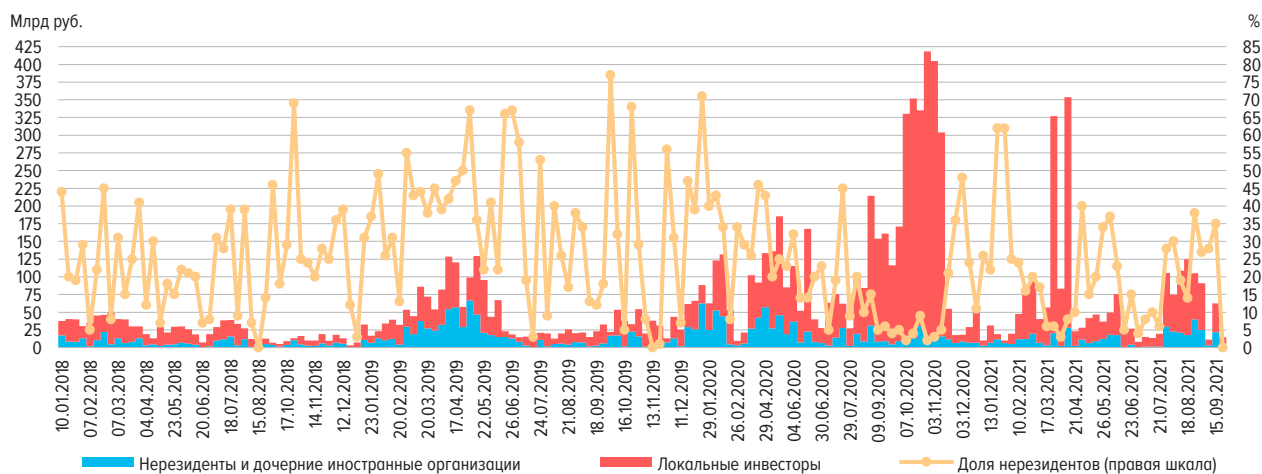
Рост доходностей происходил как по каналу трансмиссии внешних ставок, прежде всего рост доходностей государственных облигаций США, так и в силу внутренних причин – продолжающегося увеличения инфляции. Одним из факторов также были продажи нерезидентов на вторичных биржевых торгах (рис. 6). В целом за период нерезиденты сократили совокупные объемы вложений в краткосрочные и среднесрочные ценные бумаги (продажи составили 29 млрд руб.), нарастив вложения в ОФЗ со сроком до погашения свыше 10 лет (89 млрд руб.).

В сентябре Минфин России перевыполнил план квартального размещения ОФЗ благодаря высокому спросу со стороны локальных и иностранных инвесторов. За III квартал 2021 г. Минфин России разместил 108,1% от планового номинального объема размещения ОФЗ, из них 24% пришлось на сентябрь. Объем размещения ОФЗ на аукционах в сентябре 2021 г. составил 182,4 млрд руб. (рис. 7). В среднем за один аукцион в сентябре Минфин России продавал ОФЗ на сумму 45,6 млрд рублей⁴. Основными покупателями на аукционах ОФЗ по-прежнему выступали СЗКО, их доля от объема повысилась на 8 п.п., до 50,8%. За сентябрь доля нерезидентов на аукционах ОФЗ выросла на 3,3 п.п. по сравнению с показателем предыдущего месяца и составила 27,8%.

⁴ С учетом четырех аукционов в сентябре, поскольку последний аукцион 29.09.2021 не проводился.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ

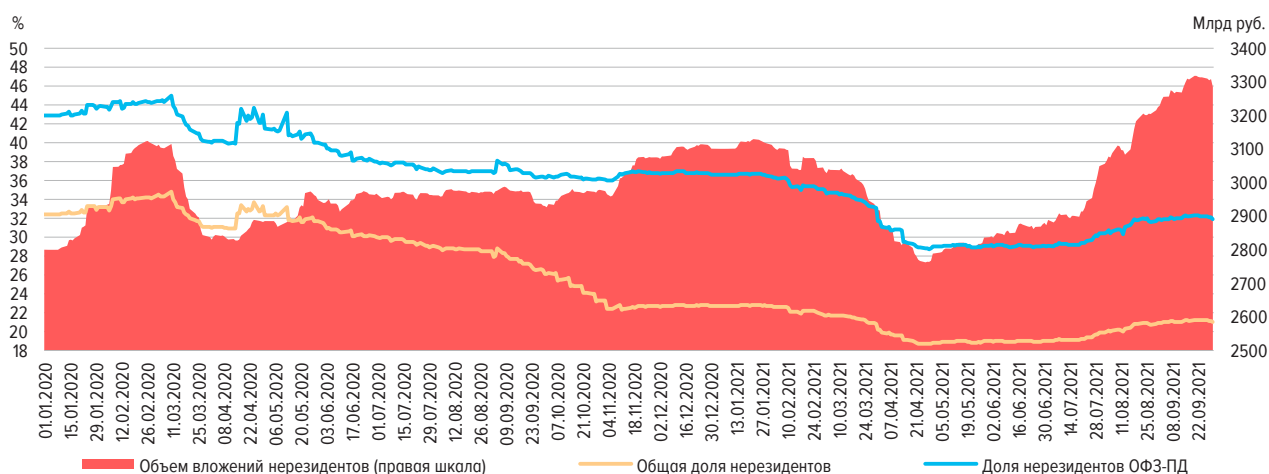
Рис. 7



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА ОФЗ У НЕРЕЗИДЕНТОВ НА СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ДЕПОЗИТАРИЕВ В НРД

Рис. 8



Источник: НКО АО НРД.

В сентябре объем вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД достиг своего исторического максимума (20.09.2021 – 3318,2 млрд руб.), незначительно скорректировавшись к концу отчетного периода – до 3284,7 млрд рублей. Причинами продаж ОФЗ (в конце месяца) со стороны нерезидентов выступали рост волатильности на мировых площадках на фоне ситуации с китайским застройщиком Evergrande, а также сообщения о возможном расширении санкций на вторичный рынок ОФЗ⁵.

Доля вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре осталась практически неизменной (выросла на 10 б.п. и к концу месяца составила 21%). В номинальном выражении объем вложений нерезидентов вырос на 59,8 млрд руб., при этом относительно предыдущих периодов темп прироста снизился (в июле и августе рост вложений составил 169,2 и 175,7 млрд руб. соответственно) из-за роста волатильности на российском и мировом рынках в конце месяца, а также сохраняющихся проинфляционных рисков (рис. 8). В отличие от рынка валютных свопов укрепление курса рубля не оказало значимого влияния на динамику нерезидентов на рынке ОФЗ (ввиду большей срочности сделок с ОФЗ). Рост объема вложений в ОФЗ-ПД составил 65 млрд рублей.

⁵ Палата представителей США одобрила проект оборонного бюджета, включающий расширение санкций на вторичный рынок ОФЗ. Однако прежде чем обрести юридическую силу, свой вариант бюджета должен одобрить Сенат США, после чего детали двух бюджетов согласуют и обе палаты вновь проголосуют за документ.

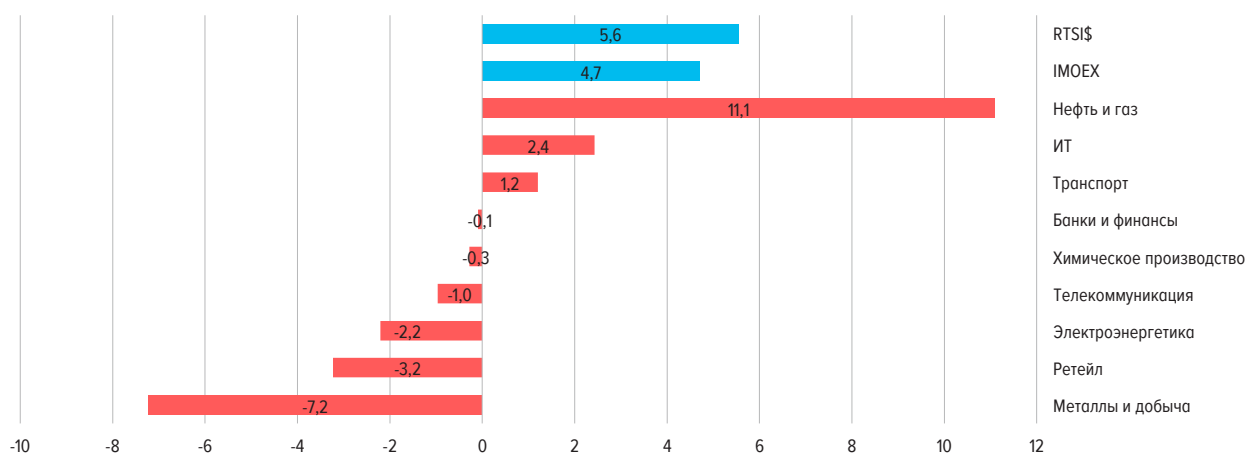
Рынок акций

Основным драйвером роста российского рынка акций стали компании нефтегазового сектора⁶ – отраслевой индекс вырос на 11,1%. Благодаря росту акций компаний нефтегазовой отрасли в сентябре наблюдался рост индекса МосБиржи на 4,7% (рис. 9). Очередной исторический максимум индекс МосБиржи обновил при отметке в 4103,5 пункта на закрытии торгов 30.09.2021. Индекс RTS также обновил исторический максимум 30.09.2021, закрывшись на уровне 1777,7 пункта.

Тем не менее на фоне снижения мировых фондовых индексов и нетто-продаж российских акций нерезидентами в сентябре движение отраслевых индексов было в основном отрицательным, за исключением небольшого роста в ИТ- и транспортной отраслях (их индексы выросли на 2,4 и 1,2% соответственно). Наибольшее снижение показал индекс металлургической отрасли – падение составило 7,2%. Основное давление на индекс оказывало недавнее решение увеличить фискальную нагрузку на отрасль, также в сентябре по отдельным акциям прошли выплаты дивидендов.

ДИНАМИКА ОТРАСЛЕВЫХ ИНДЕКСОВ МОСБИРЖИ В СЕНТЯБРЕ 2021 ГОДА (%)

Рис. 9



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

Рис. 10



* Данные категории учитывают покупки/продажи участников от своего лица и от лица клиентов.
Источник: ПАО Московская Биржа.

⁶ Более подробно о причинах роста см. раздел 1.1 «Ситуация на внешних рынках».

На вторичных биржевых торгах в сентябре нерезиденты и дочерние иностранные банки выступали основными продавцами акций российских компаний, реализовав ценные бумаги на сумму 20,7 млрд руб. (в августе продажи составили 14,0 млрд руб.). В разрезе категорий участников торгов НФО также продолжили осуществлять нетто-продажи акций, которые в сентябре составили 18,7 млрд рублей. СЗКО и прочие банки приобрели акций на сумму 19,5 и 19,6 млрд руб. соответственно (рис. 10). Основную объем покупок в размере 40,2 млрд руб. осуществили клиенты – физические лица (покупки совершались через кредитные и некредитные финансовые организации).

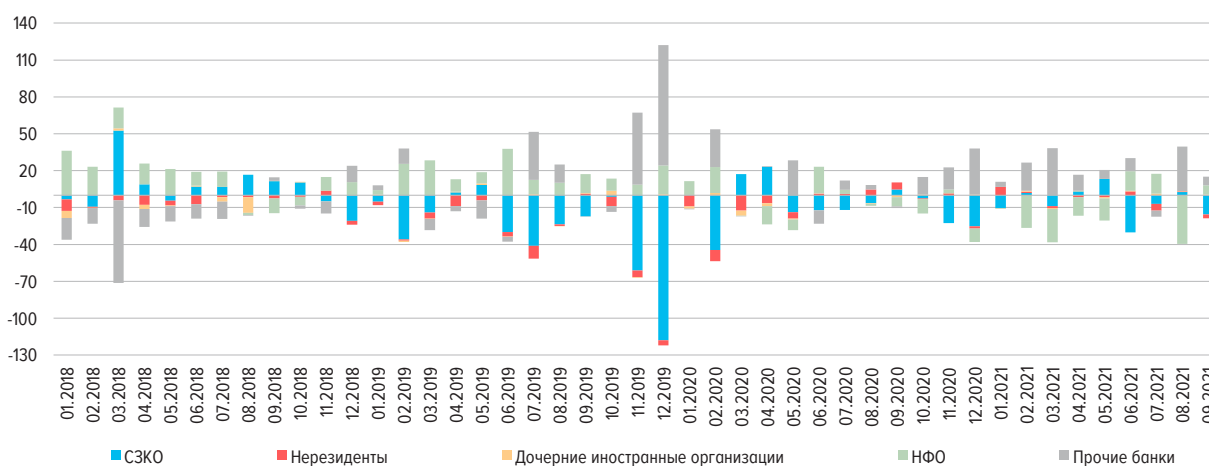
Рынок корпоративных облигаций

На вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций в сентябре 2021 г. нетто-продавцами выступали НФО, нерезиденты и СЗКО (в разрезе категорий участников торгов), продавшие ценные бумаги на сумму 5,2; 3,2 и 1,2 млрд руб. соответственно. Прочие банки и дочерние иностранные организации купили ценных бумаг на сумму 9,0 и 0,5 млрд руб. соответственно (рис. 11).

Спред доходности корпоративных облигаций к ОФЗ на вторичном рынке увеличился с 59,9 б.п. в августе до 66,0 б.п. в сентябре.

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

Рис. 11



* Данные категории учитывают покупки/продажи участников от своего лица и от лица клиентов.
Источник: ПАО Московская Биржа.

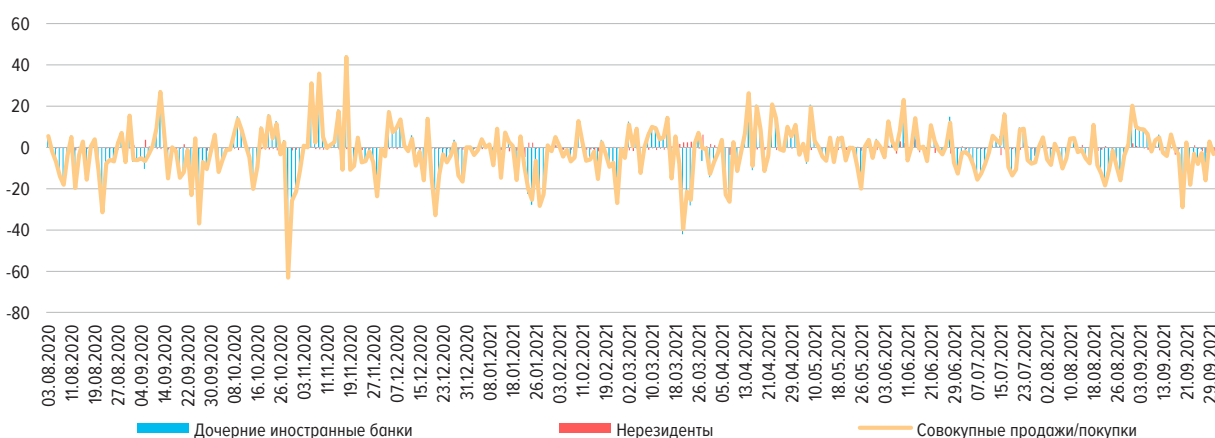
Валютный рынок

По сравнению с прошлым месяцем нерезиденты и дочерние иностранные банки снизили покупку иностранной валюты на внутреннем биржевом рынке (рис. 12). В сентябре ими в совокупности было куплено иностранной валюты на бирже (в рублевом эквиваленте) на 17,4 млрд руб. (106 млрд руб. в августе).

Несмотря на это, вмененная волатильность по опционам «при деньгах» по коротким инструментам увеличилась на 0,5 п.п., до 7,1%. Укрепление рубля способствовало увеличению нетто-позиции нерезидентов на валютных свопах на 5 млрд, до 24 млрд долл. США (короткая позиция по иностранной валюте), что стало новым историческим максимумом (рис. 13).

ДИНАМИКА БИРЖЕВОЙ ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ НЕРЕЗИДЕНТАМИ И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ
(МЛРД РУБ.)

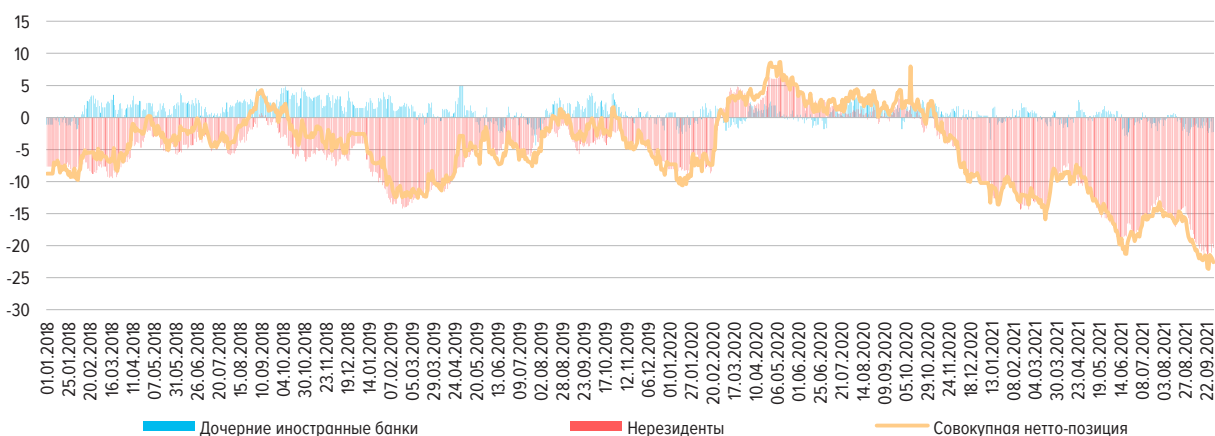
Рис. 12



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

Рис. 13



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ОСНОВНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ (В РАЗРЕЗЕ КОНЕЧНЫХ УЧАСТНИКОВ ТОРГОВ)
(МЛРД РУБ.)

Табл. 2

Сентябрь 2021	Валюта_спот («+» – продажа валюты за рубли)	Валюта_своп («+» – продажа валюты за рубли)	ОФЗ_первичный («+» – покупка, «-» – продажа)	ОФЗ_вторичный_МБ («+» – покупка, «-» – продажа)	Российские акции_МБ («+» – покупка, «-» – продажа)	Российские облигации_МБ («+» – покупка, «-» – продажа)
СЗКО	214,9	402,8	91,2	9,1	2,1	-15,7
не СЗКО	-102,9	68,1	18,8	-1,9	-0,8	7,0
Дочерние иностранные организации	-7,2	-30,6	13,6	2,8	-0,7	0,5
Нерезиденты	-10,3	-428,5	36,3	-46,5	-20,0	-3,2
НФО	-7,3	-39,4	19,8	34,6	-17,3	7,6
Нефинансовые организации	318,3	25,9	0,0	0,0	-3,5	1,7
Физические лица	-83,9	0,0	0,0	1,9	40,2	2,3
Банк России	-324,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Минфин России	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0

Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

В целом в сентябре нерезиденты на биржевых торгах осуществляли выход из российских активов, нарастив при этом свою короткую позицию по валюте на рынке валютных свопов (табл. 2), а также увеличили общий объем вложений на рынке ОФЗ (за счет покупок на внебиржевом и первичном рынках).

2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ АНАЛИЗА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. Рост спроса населения на иностранную валюту

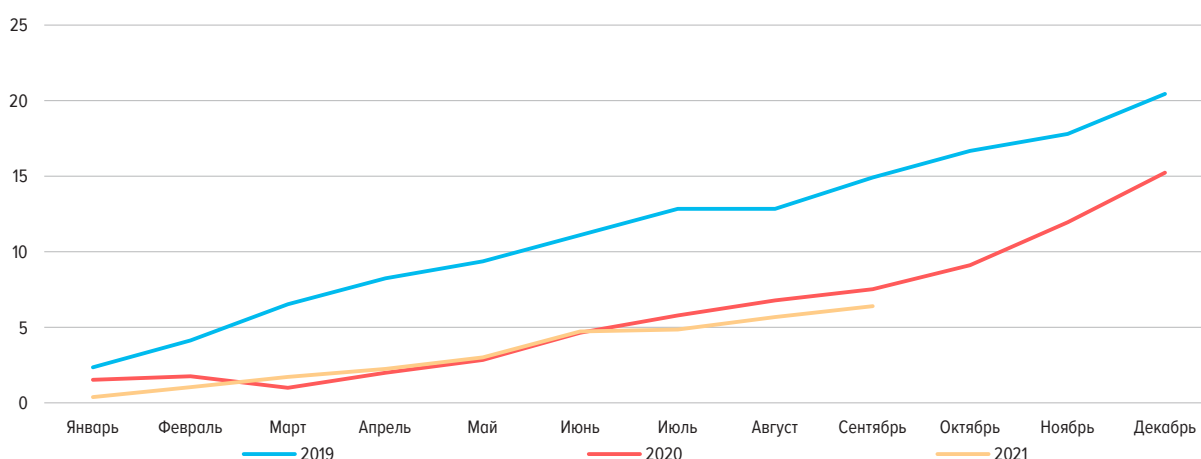
- На протяжении последних лет физические лица наращивают нетто-покупки иностранной валюты на биржевом сегменте при сохранении нетто-покупок на внебиржевом сегменте на уровне сопоставимого периода прошлого года.
- В целом нетто-покупки физических лиц на биржевом и внебиржевом рынках, несмотря на рост в 2021 г., остаются ниже доковидного уровня.

Пандемия коронавируса заставила население изменить модель поведения на валютном рынке. С момента реализации эпидемических рисков в прошлом году наблюдались две тенденции. С одной стороны, введение различных ограничений привело к практически полному прекращению туристических поездок по всему миру. В России в 2020 г. число выездных туристических поездок снизилось в 3,7 раза по сравнению с 2019 г.¹, а пассажирооборот² за этот период уменьшился на 47,5%³. В этих условиях снизился спрос физических лиц на иностранную валюту, поскольку сократились возможности ее использования в туристических целях. В 2021 г. ситуация не восстановилась: общее количество туристических поездок в зарубежные страны уменьшилось по отношению к аналогичному периоду 2020 г. – с 7,1 млн до 5,9 млн поездок.

В целях мониторинга спроса физических лиц на иностранную валюту Банк России использует данные формы отчетности 0409601 в части наличной валюты и результаты опроса крупнейших банков по безналичным конверсионным операциям физических лиц. Указанные данные подтверждают, что по сравнению с 2019 г. нетто-покупки иностранной валюты физическими лицами в 2020 г. (за исключением ноября – декабря) были почти в два раза меньше, чем в 2019 году. Динамика нетто-покупок в 2021 г. близка к профилю прошлого года, поэтому можно сделать вывод, что покупки иностранной валюты через банки не восстановились относительно доковидного периода (рис. 14).

НЕТТО-ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ*
(млрд. долл. США)

Рис. 14



* По данным формы 0409601 в части наличных операций, опрос крупнейших российских банков в части безналичных операций.
Источники: опрос крупнейших российских банков, форма отчетности 0409601.

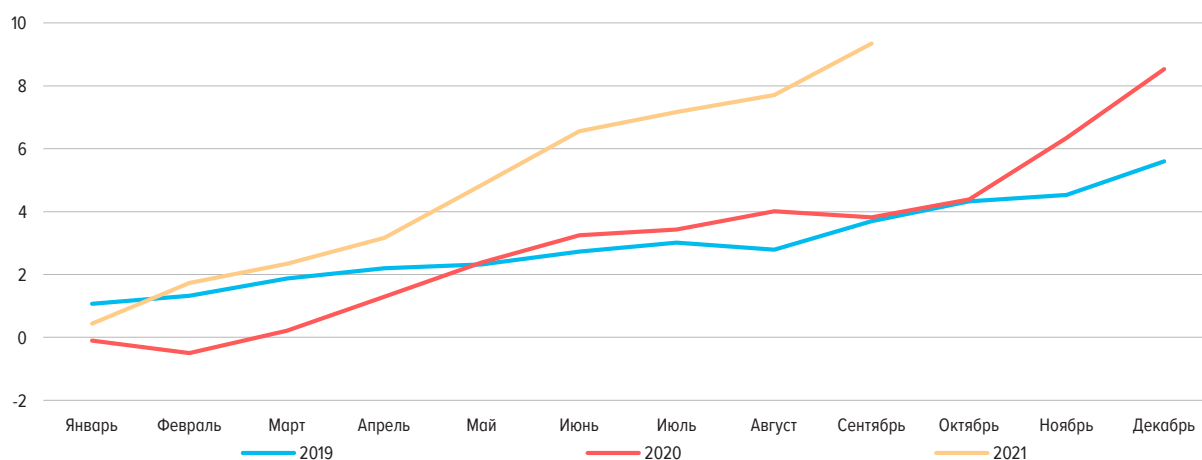
¹ Данные Федеральной службы государственной статистики.

² Пассажирооборот – показатель гражданской авиации, обозначающий перемещение одного пассажира на расстояние 1 километр. Пассажирооборот включает в себя внутренние и международные перевозки пассажиров и измеряется в пассажиро-километрах.

³ Данные Министерства транспорта Российской Федерации.

НЕТТО-ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

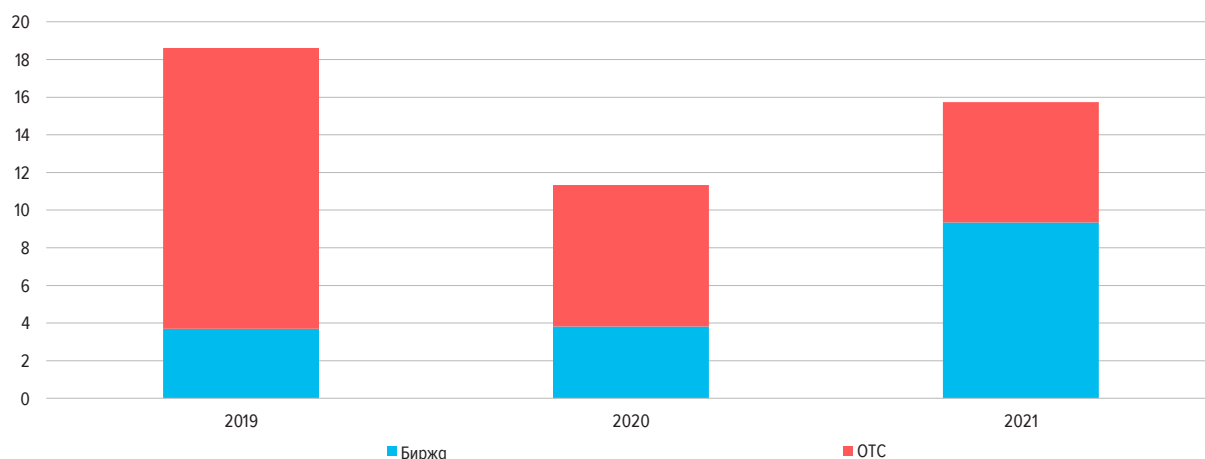
Рис. 15



Источник: ПАО Московская Биржа.

СТРУКТУРА НЕТТО-ПОКУПОК ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ*
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 16



*Данные приведены за 9 месяцев каждого года.

Источники: ПАО Московская Биржа, опрос крупнейших российских банков, форма отчетности 0409601.

С другой стороны, на фоне низких процентных ставок и расширения возможностей инвестиций физические лица повысили активность на финансовом рынке. Развитие российского финансового рынка делает торговлю на бирже более доступной для массового инвестора. Открытие брокерского счета позволяет физическим лицам не только заниматься биржевой торговлей ценными бумагами и ПФИ, но и совершать операции с иностранной валютой. Кроме того, интерес частных инвесторов, помимо российских бумаг, распространился и на иностранные, что также послужило основой для повышения спроса на иностранную валюту.

В результате роста торговой активности на биржах в постковидный период наблюдается значительное повышение спроса частных инвесторов на иностранную валюту. В этом году спрос физических лиц на иностранную валюту на Московской Бирже превышает показатели за сопоставимый период прошлых лет и в целом уже превысил объем нетто-покупок за 2020 г. (рис. 15). Такая динамика может быть связана с несколькими факторами. Во-первых, в постковидный период наблюдается рост вложений российских частных инвесторов в иностранные ценные бумаги. В 2020 г. на покупку иностранных ценных бумаг физические лица направили 6,4 млрд долл. США, а за три квартала 2021 г. этот показатель составил 6,3 млрд долл. США. Таким образом, за прошедший период 2021 г. физические лица купили иностранных ценных

бумаг на сумму, сопоставимую с объемом их покупок за весь прошлый год. Покупка иностранных ценных бумаг могла сопровождаться конверсией рублевых сбережений в иностранную валюту, что способствовало росту спроса на нее.

Во-вторых, рост биржевого спроса на иностранную валюту может быть обусловлен перемещением части спроса с внебиржевого рынка. После выхода на биржевой рынок часть физических лиц, которая ранее приобретала иностранную валюту через банки, могла начать совершать сделки покупки иностранной валюты через брокерские счета, что привело к росту биржевых сделок. Таким образом, рост активности физических лиц на фондовом рынке мог стать фактором повышения нетто-покупок валюты на бирже.

Несмотря на то, что совокупный объем покупок иностранной валюты физическими лицами на биржевом и внебиржевом рынках за первые 9 месяцев 2021 г. больше, чем за аналогичный период 2020 г., показатели доковидного периода еще не достигнуты. Основное изменение произошло в структуре покупок: теперь больший объем иностранной валюты физические лица приобретают на бирже, а не через банки. Это способствует большей прозрачности курсообразования, повышению эффективности и ликвидности биржевого валютного рынка. В то же время рост участия физических лиц в биржевых торгах в дальнейшем может стать фактором усиления волатильности валютного курса в периоды нестабильной экономической конъюнктуры.

2.2. Взаимосвязь операций керри-трейд и курса рубля

- **Динамика курса рубля по отношению к доллару США оказывает значимое влияние на объем заключаемых иностранными участниками сделок керри-трейд.**
- **При ослаблении рубля нерезиденты сворачивают сделки керри-трейд, оказывая некоторое дополнительное влияние на курс, при этом рост предложения валюты приводит к дальнейшей стабилизации.**

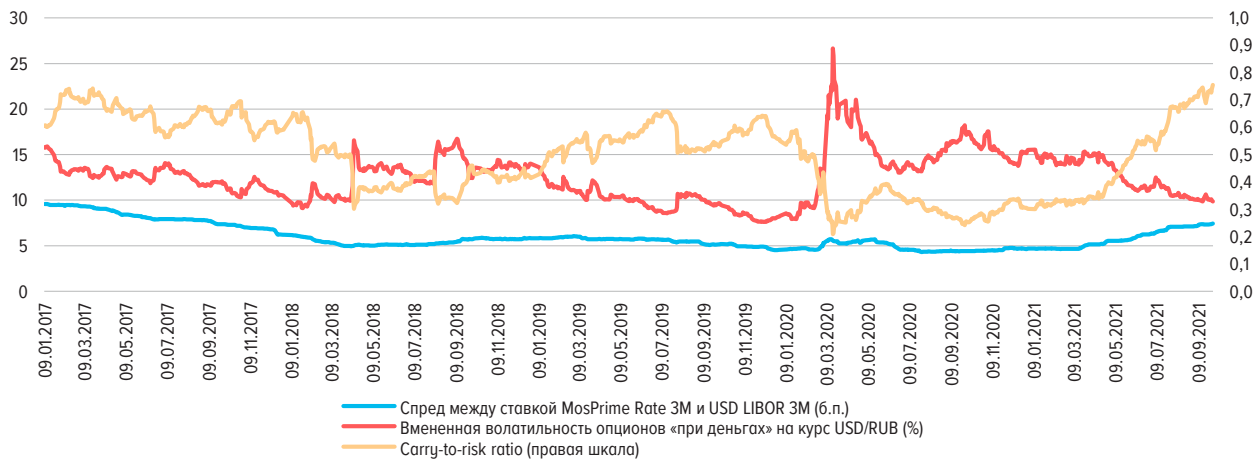
Нерезиденты являются одними из основных участников рынка валютных свопов. Иностранные участники заключают сделки на валютных свопах, как правило, в двух случаях: для управления своей валютной или рублевой ликвидностью либо в целях реализации стратегии керри-трейд. В последнем случае заключение сделки на валютных свопах сопровождается конверсионными операциями на биржевом или внебиржевом рынках, что позволяет иностранным участникам зарабатывать на разнице процентных ставок с учетом курсов совершаемой конверсии.

Индикатором интереса иностранных инвесторов к сделкам керри-трейд является коэффициент carry-to-risk, который увеличивается при росте дифференциала процентных ставок и низкой волатильности обменного курса. В 2021 г. коэффициент carry-to-risk для российского рынка имеет тенденцию к росту на фоне повышения дифференциала процентных ставок и снижения курсовой волатильности (рис. 16). Таким образом, привлекательность сделок керри-трейд значимо зависит не только от процентных ставок, но и от динамики курса рубля.

Анализ позиций иностранных участников на рынке «валютный своп» показывает, что динамика валютного курса существенно влияет на объем нетто-позиции нерезидентов (рис. 17). Это подтверждается результатами проведенного анализа временных рядов с января 2017 г. по сентябрь 2021 года. Согласно тестам Энгла-Грэнджера и Йохансена, между курсом рубля и нетто-позициями нерезидентов на свопах отсутствовало долгосрочное равновесие, при этом между первыми стационарными разностями рядов выявлена связь на краткосрочных периодах: изменение курса доллара США к рублю являлось причиной, по Грэнджеру, изменения нетто-позиции нерезидентов на валютных свопах. Основными факторами, оказывающими влияние на курс доллара США к рублю в 2021 г., по-прежнему оставались динамика цен на сырьевые энергоносители и санкционная риторика. В частности, укреплению рубля в период с середины апреля по середину июня способствовало снижение геополитической неопре-

КОЭФИЦИЕНТ CARRY-TO-RISK, ПРОЦЕНТНЫЙ СПРЕД И ВОЛАТИЛЬНОСТЬ КУРСА

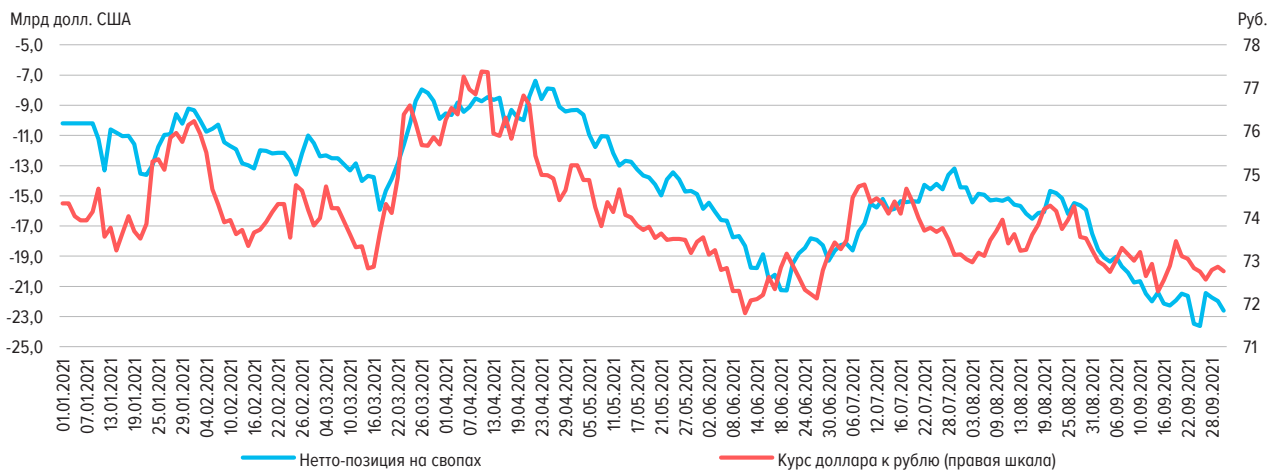
Рис. 17



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОЗИЦИИ (КОРОТКАЯ ПО РУБЛЮ/ВАЛЮТЕ +/-) ИНОСТРАННЫХ УЧАСТНИКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ И КУРС ДОЛЛАРА США К РУБЛЮ

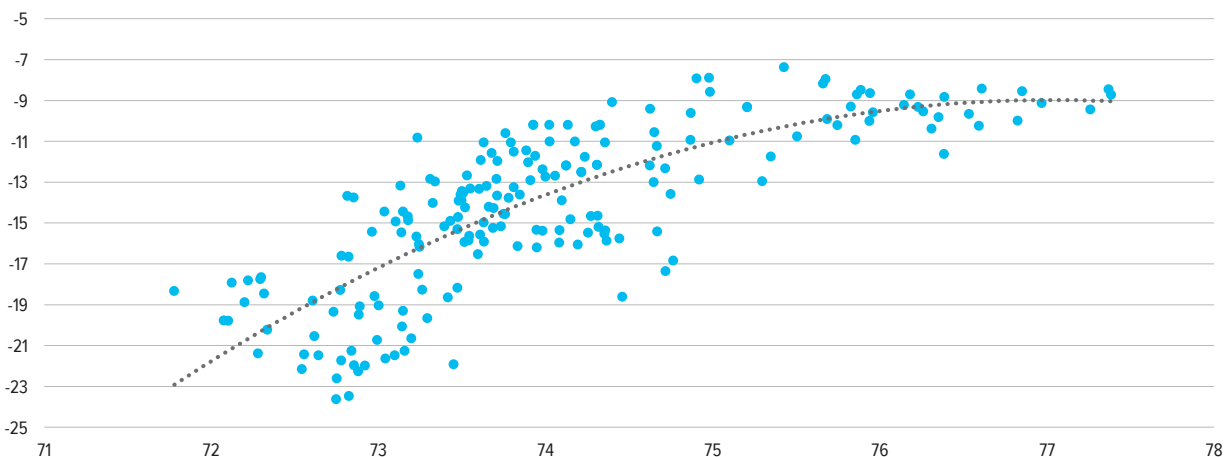
Рис. 18



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

СООТНОШЕНИЕ ПОЗИЦИИ ИНОСТРАННЫХ УЧАСТНИКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ И КУРСА РУБЛЯ

Рис. 19



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

деленности после введения менее жестких санкций, чем мог ожидать рынок. Нефтяные цены в этот период также росли, а снижение котировок началось именно во второй половине июня, что спровоцировало ослабление рубля.

При ожидании укрепления валютного курса иностранные участники наращивают позицию на рынке валютных свопов, а при ослаблении курса – сокращают. При этом соотношение между указанными показателями не является линейным: по мере ослабления рубля нерезиденты в среднем снижают темпы сворачивания нетто-позиций (рис. 17).

Таким образом, на рынке валютных свопов может происходить самореализация ожиданий (self-fulfilling expectations): ожидания укрепления рубля являются фактором роста позиции нерезидентов, который в свою очередь способствует дальнейшему укреплению рубля. Аналогично механизм работает и в обратную сторону, что создает более высокую волатильность на рынке. Вместе с тем российский рынок сохраняет устойчивость благодаря стабилизирующему механизму. При ослаблении рубля повышается предложение валюты, так как у экспортеров возникают стимулы к дополнительной продаже валюты по выросшему курсу⁴. По мере достижения баланса спроса и предложения сворачивание позиций нерезидентами замедляется, и рынок приходит в новое равновесие.

⁴ Более подробно см. «Обзор рисков финансовых рынков». №6. Июль 2021 года.