



Банк России

№ 3

Март 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	7
2. АКТУАЛЬНЫЕ ТЕМЫ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ.....	13
2.1. Рынок валютных деривативов в условиях роста на валютных депозитах клиентов банков	13
2.2. Изменение параметров безотзывной кредитной линии	14
ПРИЛОЖЕНИЕ.....	16

Облако тегов¹



¹ 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.

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

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

РЕЗЮМЕ

В марте 2019 г. ФРС США и ЕЦБ скорректировали ожидания по динамике базовых процентных ставок в сторону снижения на фоне рисков замедления глобального экономического роста, отсутствия договоренностей по Brexit и неопределенности перспектив торгового соглашения между США и Китаем. В результате в марте продолжился приток капитала на долговые рынки развивающихся стран. При этом наблюдалось усиление волатильности на финансовых рынках отдельных ЕМЕ со слабыми фундаментальными показателями (Турции и Аргентине), что привело к некоторому ослаблению общего интереса к риску на глобальных рынках к концу месяца.

В России Минфин продолжил с учетом благоприятного спроса наращивать объем первичного размещения на еженедельных аукционах ОФЗ и по результатам месяца превысил ожидаемый плановый объем выпуска ОФЗ в I квартале на 14,2%. Месячный прирост остатков вложений в ОФЗ нерезидентов в размере 120,4 млрд руб.¹ стал максимальным за последние 18 месяцев, рост вложений за I квартал превысил отток средств нерезидентов с рынка ОФЗ за период с августа по декабрь 2018 года. Нерезиденты в марте в основном увеличивали вложения в ОФЗ с длинным сроком до погашения.

Низкая волатильность курса рубля и высокие рублевые ставки на денежном рынке увеличивают привлекательность стратегии керри-трейд для нерезидентов. Продажи валюты нерезидентами и дочерними иностранными банками на внутреннем рынке с начала года составили 355 млрд руб., что на 24,5% больше продаж за аналогичный период 2018 года. Нетто-позиция этой группы участников на валютных свопах достигла максимальных значений с апреля 2018 года. Предложение валюты на валютных свопах в основном формировали СЗКО.

Объем высоколиквидных активов на российском финансовом рынке в последние годы значительно вырос. На фоне сохранения профицита ликвидности большинство СЗКО имеют достаточно высоколиквидных активов для выполнения требований Банка России по соблюдению норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). В связи с этим снижается потребность в использовании открываемой Банком России безотзывной кредитной линии (БКЛ) для соблюдения НКЛ. В целях снижения зависимости банков от БКЛ Банк России увеличил плату за право пользования безотзывной кредитной линией, открываемой с 1 мая 2019 г., с 0,15 до 0,5% в год. Повышение платы за право пользования БКЛ будет способствовать усилению стимулов к соблюдению банками НКЛ за счет формирования портфеля высоколиквидных активов.

¹ По данным НРД.

1. ТЕКУЩИЕ РИСКИ НА ВНЕШНЕМ И ВНУТРЕННЕМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

1.1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

- **ЕЦБ и ФРС США на мартовских заседаниях существенно пересмотрели перспективы развития мировой экономики в сторону замедления.**
- **Изменение ожидаемой траектории динамики базовых процентных ставок в США и еврозоне в сторону снижения жесткости денежно-кредитной политики привело к смягчению условий на финансовых рынках.**
- **Накопление структурных дисбалансов в экономиках уязвимых к шокам ЕМЕ (Турция, Аргентина) продолжило оказывать негативное воздействие на динамику ключевых индикаторов финансового рынка в этих странах.**
- **В конце марта 2019 г. сложилась тенденция к постепенному ослаблению интереса инвесторов к рискованным активам на фоне событий в Турции и Аргентине.**

Решение ФРС США в марте привело к смягчению условий на финансовом рынке США.

По итогам заседания 19–20 марта ФРС США ожидаемо сохранила неизменным диапазон базовой процентной ставки на уровне 2,25–2,5%. Наибольшее внимание инвесторы уделили вопросам сокращения активов на балансе регулятора и будущей траектории изменения стоимости заимствований. Регулятор заявил о снижении темпов сокращения активов на балансе: было принято решение о снижении объема ежемесячного лимита с 30 до 15 млрд долл. США начиная с мая 2019 года. В сентябре 2019 г. продажа активов будет прекращена. По данным на 27 марта 2019 г. величина активов на балансе регулятора составила 3,96 трлн долл. США (на 3 января 2018 г. величина активов была равна 4,44 трлн долл. США, снижение

за этот период времени составило 488 млрд долл. США).

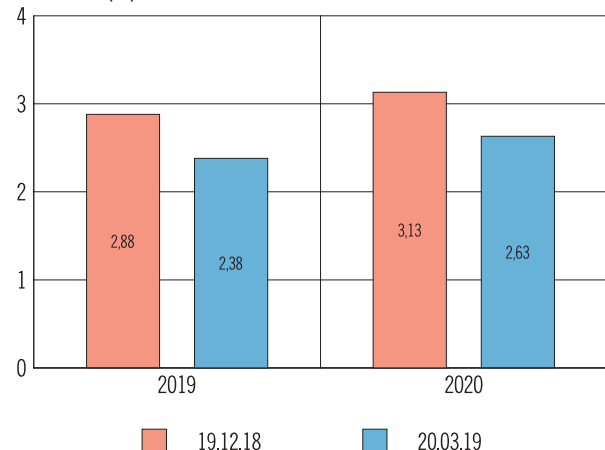
Ожидания членов комитета по денежно-кредитной политике ФРС США (FOMC) относительно будущей динамики процентной ставки претерпели существенные изменения. Члены комитета по денежно-кредитной политике ФРС США не ожидают ни одного повышения ставки в 2019 г. (по сравнению с двумя повышениями по итогам заседания 18–19 декабря 2018 г.) и прогнозируют одно повышение стоимости заимствований в 2020 г. (рис. 1). При этом в соответствии с рыночными ожиданиями базовая процентная ставка останется неизменной либо снизится в 2019 г. (рис. 2).

Таким образом, несмотря на изменение ситуации и взглядов ФРС США, расхождение между ожиданиями ФРС США и рынком остается существенным. Значительное изменение риторики ФРС США в марте повышает общий уровень неопределенности мировой экономической системы.

Решение ФРС США свидетельствует о существенном смягчении позиции регулятора в связи с рисками замедления глобально-экономического роста, неопределенности

УРОВЕНЬ СЕРЕДИНЫ ДИАПАЗОНА БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ФРС США НА КОНЕЦ ГОДА В СООТВЕТСТВИИ С ОЖИДАНИЯМИ ЧЛЕНОВ ФРС США (%)

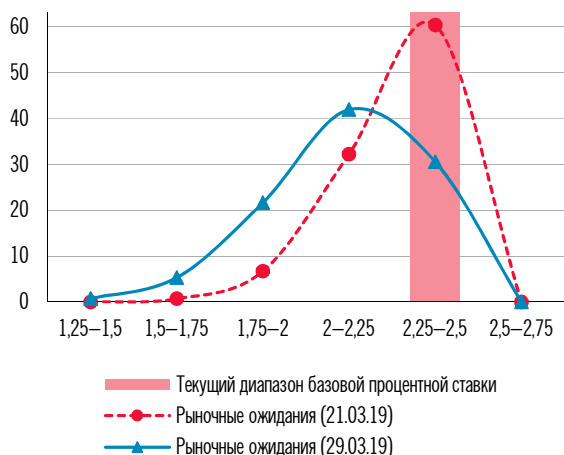
Рис. 1



Источник: Bloomberg.

ВЕРОЯТНОСТНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДИАПАЗОНА
БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ
НА КОНЕЦ 2019 Г. (%)

Рис. 2



Источник: Bloomberg.

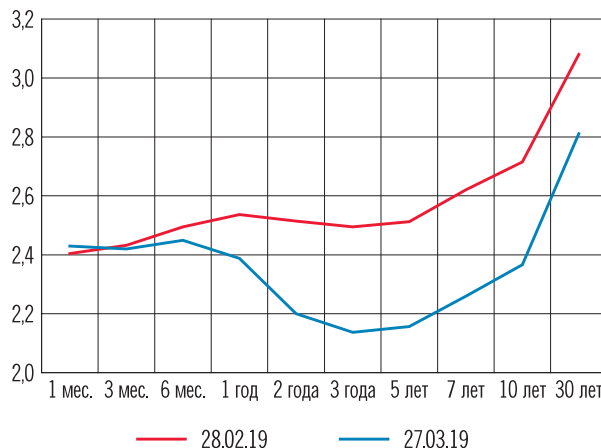
перспектив Brexit и торговых переговоров США и Китая. По итогам заседания ФРС США (20 марта) индекс доллара США снизился на 0,6%, фондовый индекс S&P 500 – на 0,3%, доходность казначейских облигаций США на срок 10 лет – на 9 б.п., до 2,53%.

Публикация статистических данных подтвердила опасения регулятора по поводу динамики экономики США. В феврале число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе экономики снизилось на 279 тыс., до 33 тыс. мест (первоначальная оценка была равна 20 тыс. рабочих мест), что ниже прогноза на уровне 180 тыс. мест. Темпы роста ВВП и потребления в IV квартале 2018 г. снизились на 40 и 30 б.п. соответственно, до 2,2 и 2,5% в годовом выражении. Значения обоих показателей зафиксированы ниже прогнозов на уровне 2,3 и 2,6% в годовом выражении соответственно.

На фоне ухудшения динамики индикаторов экономической активности в марте было достигнуто минимальное с декабря 2017 г. значение доходности 10-летних государственных облигаций США (2,37% на 27 марта). Наблюдалось увеличение масштаба инверсии среднего участка кривой безрисковой доходности: с 22 по 28 марта доходность суверенных облигаций на 3 месяца превышала доходность гособлигаций на 10 лет (рис. 3). Отрицательное значение спреда – один из индикаторов повышения риска наступления рецессии в экономике США.

ДИНАМИКА КРИВОЙ БЕЗРИСКОВОЙ
ДОХОДНОСТИ США (%)

Рис. 3



Источник: Bloomberg.

В то же время в марте наблюдалось улучшение экономической ситуации. За отчетный период индекс производственной активности PMI (ISM Manufacturing) вырос на 1,1 п., до 55,3 п., превысив ожидания на уровне 54,5 пункта. В марте число новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе экономики выросло на 163 тыс., до 196 тыс. мест, что выше ожиданий на уровне 177 тыс. мест.

Сигналы Европейского центрального банка на заседании 7 марта также указывают на сохранение мягкой денежно-кредитной политики в еврозоне.

Европейский центральный банк (ЕЦБ) сохранил неизменным уровень базовых процентных ставок на заседании 7 марта, а также объявил о сохранении текущего уровня ставок до конца 2019 г. и сообщил о новом раунде целевых операций долгосрочного финансирования банков (TLTRO) продолжительностью с сентября 2019 г. до марта 2021 года.

Динамика индикаторов экономической активности в Европе указывает на необходимость продления периода стимулирующей экономической политики. В марте индекс производственной активности PMI еврозоны и Германии снизился до 47,5 и 44,1 п. соответственно, что является минимальными уровнями за последние 36 месяцев.

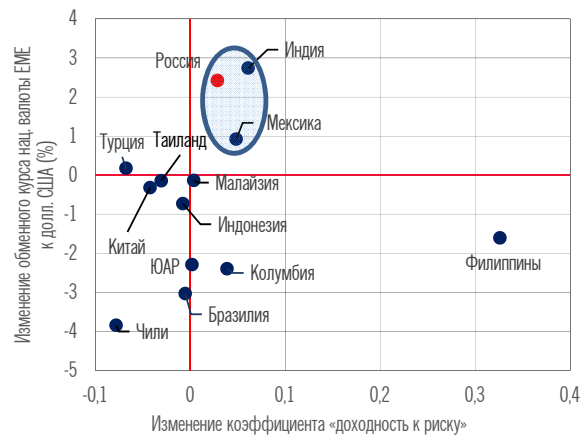
В течение марта 2019 г. сохранялась неопределенность на европейском финансовом рынке в связи с приближением срока,

когда Великобритания могла покинуть ЕС без соглашения (12 апреля 2019 г.). В результате переговоров ЕС согласовал отсрочку Brexit до 31 октября 2019 г. (в случае отсутствия договоренностей к этому сроку Великобритания покинет ЕС без сделки 1 ноября 2019 г.). Если проект Brexit не будет согласован сторонами до 22 мая 2019 г., Великобритания должна будет принять участие в выборах в Европарламент. Если в Великобритании не состоятся европейские выборы, продление отсрочки Brexit будет прекращено 31 мая 2019 г., а выход Великобритании из ЕС без сделки состоится 1 июня 2019 года.

В марте произошло увеличение чистой длинной позиции по операциям с валютами отдельных ЕМЕ (российский рубль и мексиканское песо) на Чикагской товарной бирже.

ИЗМЕНЕНИЕ КОЭФФИЦИЕНТА «ДОХОДНОСТЬ К РИСКУ» И ОБМЕННЫХ КУРСОВ НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ ЕМЕ (28.02.2019 – 26.03.2019)

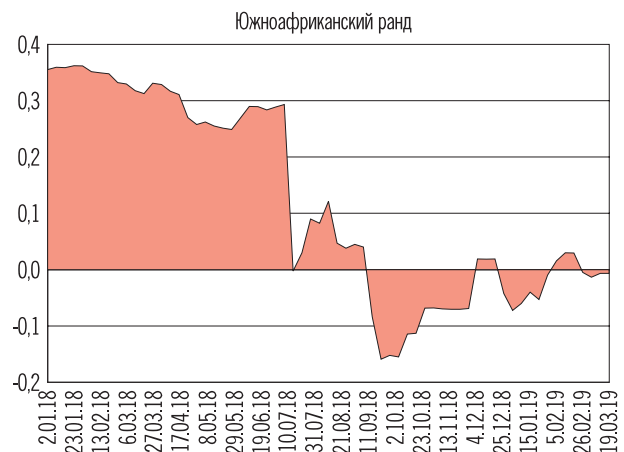
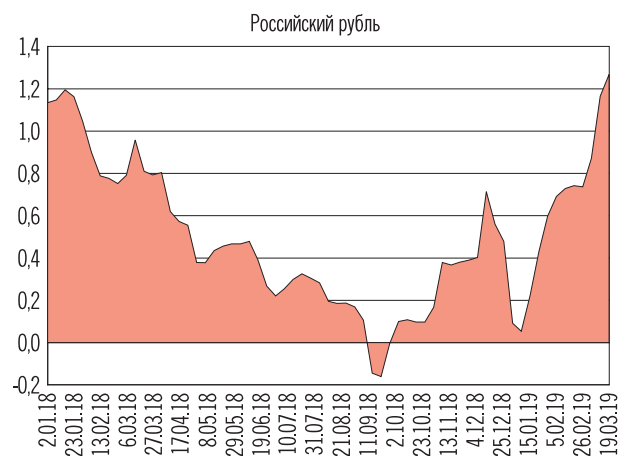
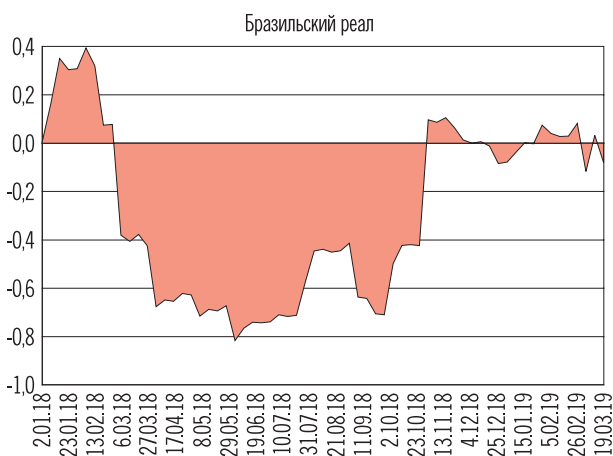
Рис. 4



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

СТОИМОСТЬ ЧИСТОЙ ДЛИННОЙ ПОЗИЦИИ ПО ОПЕРАЦИЯМ С НАЦИОНАЛЬНЫМИ ВАЛЮТАМИ ЕМЕ НА ЧИКАГСКОЙ ТОВАРНОЙ БИРЖЕ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 5



Источник: Bloomberg.

ИЗМЕНЕНИЕ ОСНОВНЫХ РЫНОЧНЫХ ИНДИКАТОРОВ НА РЫНКАХ ЕМЕ
В МАРТЕ 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.		
Турция	-4,2	-10,3	339	118	1
Аргентина	-9,7	-3,0	109	110	2
Бразилия	-4,2	-0,2	-4	21	3
ЮАР	-2,9	0,8	-9	22	4
Чили	-3,7	-0,5	-23	0	5
Малайзия	-0,4	-3,8	-13	-3	6
Таиланд	-0,5	-0,9	0	-3	7
Индонезия	-1,2	0,4	-14	-1	8
Россия	0,3	0,5	0	6	9
Мексика	-0,8	1,1	-16	-1	10
Колумбия	-3,4	6,9	-25	1	11
Филиппины	-1,6	2,8	-76	-1	12
Китай	-0,3	5,1	-13	-4	13
Индия	2,3	7,8	-25	-8	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 рынкам с **наименьшим** ее ростом.

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.

В марте наибольший интерес инвесторов был связан с финансовыми инструментами Индии, Мексики и России на фоне повышения привлекательности вложений в долговые инструменты с учетом риска и укрепления национальных валют в этих странах (рис. 4). По данным Комиссии по торговле товарными фьючерсами, с начала 2019 г. наблюдается значительное увеличение стоимости чистой длинной позиции по фьючерсам на мексиканское песо и российский рубль против доллара США на Чикагской товарной бирже (рис. 5). За неделю до 26 марта стоимость чистой позиции на укрепление российского рубля выросла до 1,29 млрд долл. США, что является максимальным уровнем с октября 2016 года.

В марте 2019 г. ситуация на финансовых рынках большинства ЕМЕ оставалась стабильной. Негативная динамика основных индикаторов финансового рынка была характерна для уязвимых ЕМЕ со слабыми фундаментальными показателями (Аргентина, Турция).

Ситуация на финансовых рынках отдельных ЕМЕ в марте была разнородной. Сохранение уязвимости экономики и финансовой системы Турции и Аргентины приводит к увеличению напряженности на финансовых рынках этих стран (табл. 1).

Наблюдается сохранение структурных дисбалансов в экономике **Аргентины**. В IV квартале 2018 г. произошло увеличение темпов снижения реального ВВП на 2,7 п.п., до -6,2% в годовом выражении. Годовая потребительская инфляция в феврале выросла на 2 п.п., до 51,3%. Для борьбы с угрозами для финансовой стабильности Банк Аргентины осуществляет ужесточение денежно-кредитного регулирования. Происходит увеличение процентных ставок денежного рынка Leliq на 7 дней, по которым предоставляется ликвидность на ежедневных аукционах. В марте процентная ставка Leliq выросла на 18 п.п., до 68,2%. Однако это не позволило предотвратить ослабление песо и создало условия для дальнейшего падения экономической активности.

Текущая ситуация в экономике и на финансовом рынке Турции

Экономика Турции находится в состоянии рецессии. В IV квартале 2019 г. ВВП Турции сократился на 3% в годовом выражении, что сильнее ожиданий на уровне -2,5% в годовом выражении. Дефицит текущего счета в январе 2019 г. составил 0,81 млрд долл. США, что выше прогноза на уровне 0,65 млрд долл. США.

Существенной проблемой остается высокий уровень валютизации экономики и низкий запас международных резервов Центрального банка Турции в иностранной валюте. По состоянию на январь 2019 г. величина краткосрочного внешнего долга составила 118 млрд долл. США (18,3% ВВП), при этом 78,5% внешних обязательств номинированы в долларах США и евро. За период с 1 по 22 марта международные резервы снизились на 9,7%, до 71,4 млрд долл. США (11,1% ВВП).

Причинами роста волатильности на финансовом рынке Турции в марте стали усиление политических рисков и ухудшение настроений инвесторов в отношении турецких активов, что привело к чистому оттоку капитала с финансового рынка страны.

В целях предотвращения ослабления национальной валюты денежные власти Турции приняли решение об ограничении объема операций по предоставлению турецкими коммерческими банками ликвидности в национальной валюте глобальным инвесторам. В результате произошло повышение процентной ставки по операциям «кросс-валютный своп» по покупке лиры и продаже долларов США на срок 1 день. Этот показатель вырос с 22,5% (22 марта) до 1000% (27 марта). Также было прекращено проведение операций репо. На фоне этого вмененная волатильность валютной пары «доллар США/турецкая лира» на срок 3 месяца в марте выросла на 15,3 п.п., до 30,1%. Максимальный уровень внутри месяца в 32,8% был достигнут 28 марта, что соответствовало периоду стресса в сентябре 2018 года. Доходность государственных облигаций Турции на срок 10 лет выросла на 339 б.п., до 17,9%.

Сохраняется подверженность экономики **Турции** внешним шокам (см. врезку).

Сохраняются опасения по поводу функционирования экономики **Китая** на фоне отсутствия торгового соглашения с США. В январе-феврале 2019 г. годовые темпы роста промышленного производства и розничных продаж составили 5,3% (минимальный уровень с апреля 2009 г.) и 8,2% (минимальный уровень с июля 2003 г.) соответственно.

С другой стороны, в марте индекс деловой активности в сфере производства вырос на 1,3 п., до 50,5 п., что выше ожиданий на уровне 49,6 п. и является максимальным уровнем с октября 2018 года.

Таким образом, в марте 2019 г. произошло существенное изменение позиции ключевых мировых центральных банков, ФРС США и ЕЦБ, относительно степени жесткости денежно-кредитного регулирования в 2019–2020 годах. Сохранение структурных дисбалансов экономики отдельных ЕМЕ выразилось в росте напряженности на финансовых рынках этих стран.

1.2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- **Сохранение высокого аппетита к риску на глобальных рынках и рост нефтяных цен на мировом рынке оказывали в марте благоприятное воздействие на российский рынок ценных бумаг и привели к возвращению части индикаторов на уровни, предшествующие всплеску волатильности в августе 2018 года.**
- **Ускорился приток иностранного капитала на рынок ОФЗ. При этом месячный прирост остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД стал максимальным за последние 18 месяцев и составил 120,4 млрд рублей.**
- **Нерезиденты и дочерние иностранные банки увеличили размещение рублевой ликвидности на валютных свопах в феврале-марте 2019 г. в рамках стратегии керри-трейд.**

Сохранение высокого аппетита к риску международных инвесторов, дальнейшее увеличение нефтяных цен на мировом рынке¹ способствовали формированию благоприятной ситуации на российском финансовом рынке в марте 2019 года.

РЫНОК ОФЗ

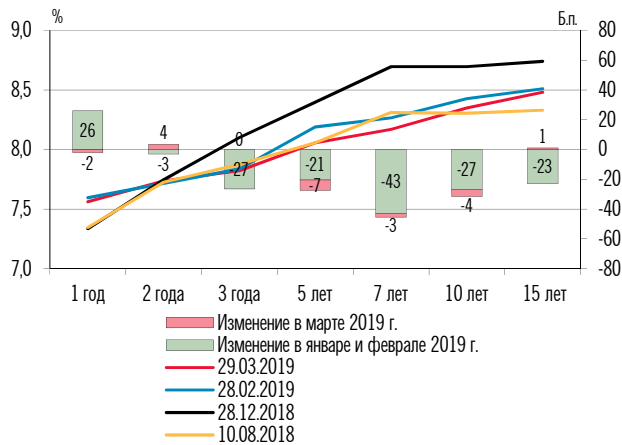
В последующую за мартовским решением ФРС неделю доходности 10-летних российских государственных облигаций упали на 20 базисных пунктов. При этом в целом за март кривая доходностей ОФЗ изменилась незна-

чительно, в среднем по всем срокам снизившись на 2 базисных пункта. С начала года наибольшее снижение отмечалось на длинных сроках: доходности на сроках от 5 до 15 лет снизились в среднем на 32 базисных пункта. Кривая доходности к концу месяца опустилась до уровня начала августовского периода повышенной волатильности (рис. 6).

Минфин продолжил с учетом благоприятного спроса наращивать объем первичного размещения на еженедельных аукционах ОФЗ и всего в марте привлек 269 млрд руб.², достигнув максимальных месячных зна-

УРОВНИ КРИВОЙ ДОХОДНОСТИ ОФЗ
И ИХ ИЗМЕНЕНИЕ ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД

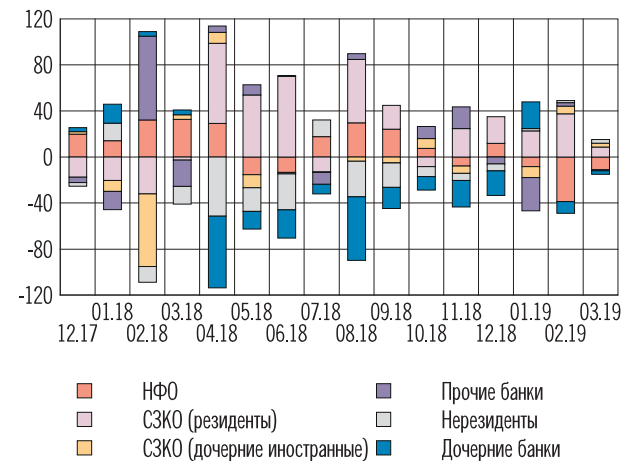
Рис. 6



Источник: Bloomberg.

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

Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ
НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ

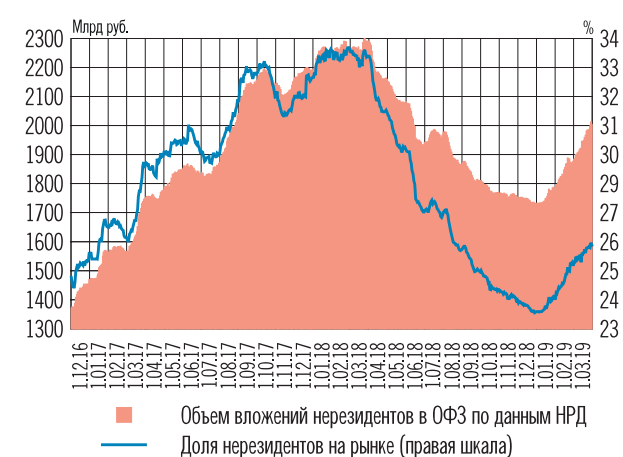
Рис. 7



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

¹ Цены на индикативные марки Brent и Urals в марте выросли на 3,6 и 5,6% соответственно (с начала года рост составил 27,1 и 34,8% соответственно).

² По номинальной стоимости.

ИЗМЕНЕНИЕ ДОХОДНОСТИ ОФЗ ПРИ РОСТЕ/СНИЖЕНИИ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ

Табл. 2

Период		Изменение вложений нерезидентов, млрд руб.	Доходность ОФЗ (5 лет до погашения) на начало периода, %	Доходность ОФЗ (5 лет до погашения) на конец периода, %	Изменение, п.п.	Изменение на 1 млрд руб., б.п.
Рост вложений						
1.03.17	1.04.17	191,24	8,45	8,00	-0,45	-0,23
1.08.17	1.09.17	135,29	7,73	7,58	-0,15	-0,11
1.09.17	1.10.17	143,66	8,00	7,73	-0,27	-0,19
1.03.19	1.04.19	120,41	8,19	8,12	-0,07	-0,06
Снижение вложений						
1.04.18	1.05.18	-136,82	6,54	6,83	0,29	0,21
1.06.18	1.07.18	-138,32	6,86	7,41	0,56	0,40
1.08.18	1.09.18	-90,25	7,39	8,44	1,05	1,16

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

Табл. 3

Изменение за временные интервалы			
Временные интервалы	Изменения за интервал, млрд руб.	Изменение доли за интервал, п.п.	Изменение объема рынка за интервал, млрд руб.
Январь-март 2017	283,74	3,37	315,13
Апрель-июнь 2017	79,85	0,59	148,99
Июль-сентябрь 2017	306,04	2,75	420,07
Октябрь-декабрь 2017	48,55	-0,17	183,96
Январь-март 2018	106,24	1,27	59,78
Апрель-июль 2018	-340,37	-6,46	365,49
Август-декабрь 2018	-224,49	-3,61	146,75
Январь-март 2019	272,24	2,52	335,58

чений с начала 2018 года. В целом Минфин превысил плановый объем размещения ОФЗ в I квартале 2019 г. на 14,2% (было размещено ОФЗ номинальной стоимостью 513,7 млрд руб. при плане 450 млрд руб.). Доля нерезидентов и дочерних иностранных банков в объеме мартовских размещений оставалась высокой и в целом составила 40,7% (рис. 7).

На вторичном биржевом рынке ОФЗ объем торгов был небольшим. ОФЗ приобретали в основном нерезиденты (нетто-покупки за месяц составили 3,1 млрд руб.) и системно значимые кредитные организации (СЗКО) (12,0 млрд руб., в том числе 3,5 млрд руб. пришлось на СЗКО, являющиеся дочерними иностранными банками) (рис. 8).

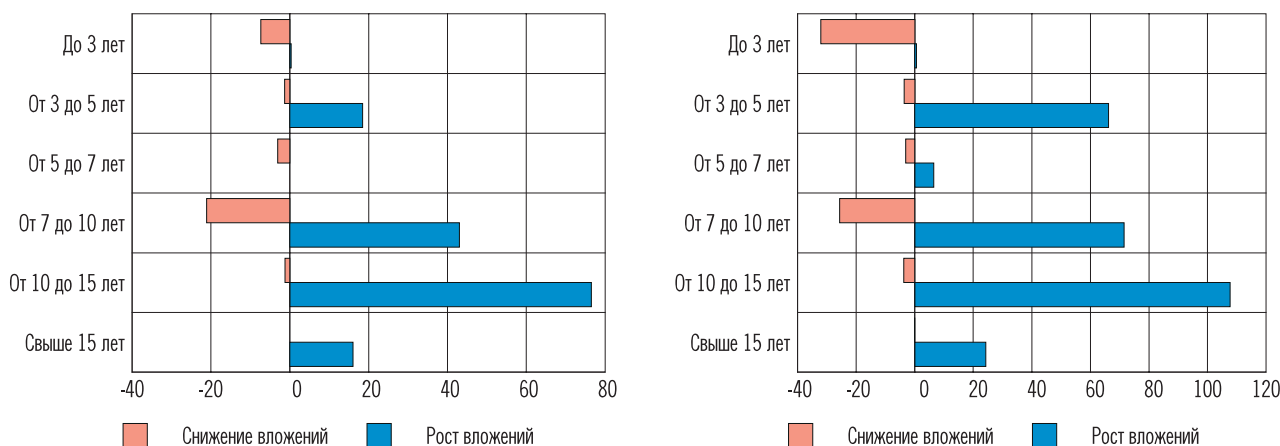
Доля остатков вложений в ОФЗ нерезидентов на счетах иностранных депозитариёв в НРД в общем объеме рынка ОФЗ за месяц выросла с 25,5% (на 28 февраля 2019 г.) до 26,2% (на 29 марта 2019 г.), рост в объемах вложений по номиналу составил 120,4 млрд руб., повысившись с 1884 до 2004 млрд руб.

Данное увеличение является наибольшим за последние 18 месяцев, а рост вложений за I квартал (272,2 млрд руб.) полностью покрыл отток средств нерезидентов с рынка ОФЗ за период с августа по декабрь 2018 г. (224,5 млрд руб.) (рис. 9, табл. 3). При этом Банк России отмечает, что в условиях сохранения геополитических рисков, а также текущих высоких объемов первичных размещений, предполагающих выплату небольшой премии к рынку (в среднем 3,2 б.п.) чувствительность доходности к возврату иностранных инвесторов меньше, чем к их выходу в апреле и августе 2018 г., а также входу иностранных инвесторов в марте, августе и сентябре 2017 г. (табл. 2).

В целом за март нерезиденты в основном увеличивали вложения в ОФЗ с длинным сроком до погашения (рис. 10). Данная динамика отчасти отражает изменение структуры первичного размещения ОФЗ Минфином в пользу выпусков с большим сроком до погашения и ростом на них спроса со стороны инвесто-

ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ ЗА МАРТ 2019 Г. С УЧЕТОМ СРОЧНОСТИ ВЫПУСКОВ (ЛЕВЫЙ ГРАФИК) И ЗА ФЕВРАЛЬ-МАРТ 2019 Г. (МЛРД РУБ.)

Рис. 10



Источник: НКО АО НРД.

ров. При этом увеличение вложений в ОФЗ с длинным сроком до погашения обуславливает большее снижение кривой доходности ОФЗ на сроках свыше 5 лет.

РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ
ЕВРООБЛИГАЦИЙ

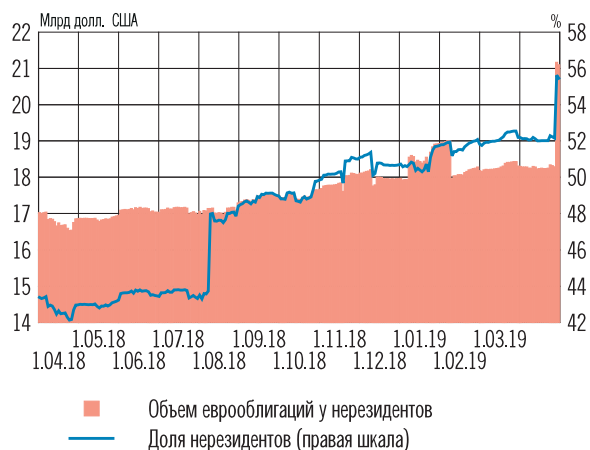
Рост вложений нерезидентов на рынке суверенных еврооблигаций РФ, начавшийся в августе 2018 г., в отчетном периоде продолжился (рис. 11). 21 марта 2019 г. Минфин разместил новый выпуск еврооблигаций объемом 3 млрд долл. США и осуществил доразмещение еврооблигаций на сумму 750 млн евро. В региональном аспекте покупки ев-

рооблигации в долларах США распределились по следующим странам и регионам: Великобритания (55%), США (21%), Россия (11%), Евросоюз (8%), страны Азии (4%) и Швейцария³ (1%). В доразмещении выпуска еврооблигаций в евро приняли участие инвесторы из следующих стран и регионов: Великобритания (40%), Евросоюз (18%), Россия (18%), США (17%), Швейцария (5%), страны Азии (2%).

В разрезе по типам инвестора⁴ 76% объема выпуска долларовых еврооблигаций (2,29 млрд долл. США) и 80% объема доразмещения выпуска еврооблигаций в евро (599 млн евро) купили нерезиденты. Общий прирост вложений нерезидентов в еврооблигации за март составил 2,673 млрд долл. США, доля на конец марта – 55,5% (рис. 11).

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ
В РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

Рис. 11



Источник: НКО АО НРД.

БИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ
И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

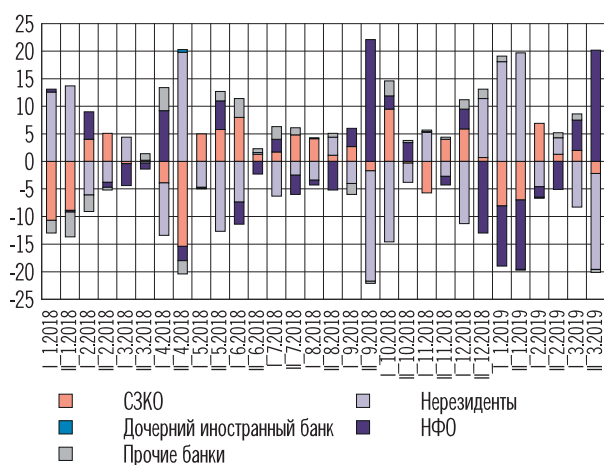
После крупных покупок акций в январе 2019 г. (на сумму 37,8 млрд руб.) и незначительных продаж в феврале (на сумму 1,6 млрд руб.) в марте наблюдалась значительная продажа акций нерезидентами совокупно на сумму 25,7 млрд руб. (рис. 12). Усиление выхода нерезидентов из российских акций

³ Источник: Министерство финансов Российской Федерации.

⁴ Тип инвестора указывается при покупке ценной бумаги на определенный счет депо.

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

Рис. 12



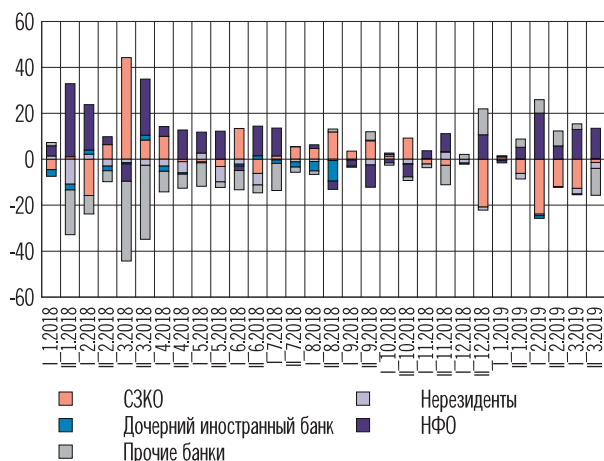
Источник: ПАО Московская Биржа.

согласуется с общей тенденцией снижения вложений в фонды, инвестирующие в акции стран ЕМЕ (рис. 14).

На вторичном рынке корпоративных облигаций чистые продажи на бирже со стороны нерезидентов и дочерних иностранных банков за март составили 5 млрд руб. (рис. 13). Больше всех за месяц купили российские некредитные финансовые организации (26,2 млрд руб.). Системно значимые кредитные организации и прочие банки являлись продавцами (14,1 и 9,3 млрд руб. соответственно). Около четверти объема покупок

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

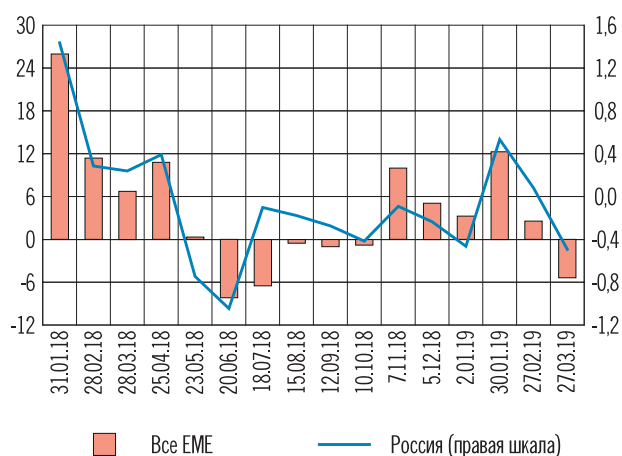
Рис. 13



Источник: ПАО Московская Биржа.

ВЛОЖЕНИЯ В ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ
EMERGING MARKETS, ПО ВСЕМ ЕМЕ И ОТДЕЛЬНО
ПО РОССИИ (МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 14



Источник: EPFR Global.

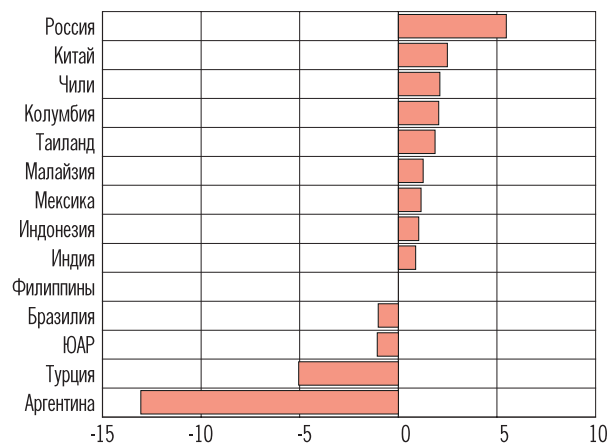
облигаций НФО связано со сделками крупного участника, который осуществлял их параллельно с сокращением позиции на рынке ОФЗ. Спред между индексами доходностей корпоративных и государственных ценных бумаг в марте практически не изменился⁵: 61 б.п. в начале месяца и 63 б.п. в конце.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК И РЫНОК ПФИ

Рост аппетита к риску глобальных инвесторов и рост цен на нефть также отразились на курсе рубля. Рост обменного курса национальной валюты России с начала года стал

ИЗМЕНЕНИЕ ОБМЕННЫХ КУРСОВ
НАЦИОНАЛЬНЫХ ВАЛЮТ ЕМЕ ПРОТИВ
ДОЛЛАРА США С НАЧАЛА 2019 Г. (%)

Рис. 15

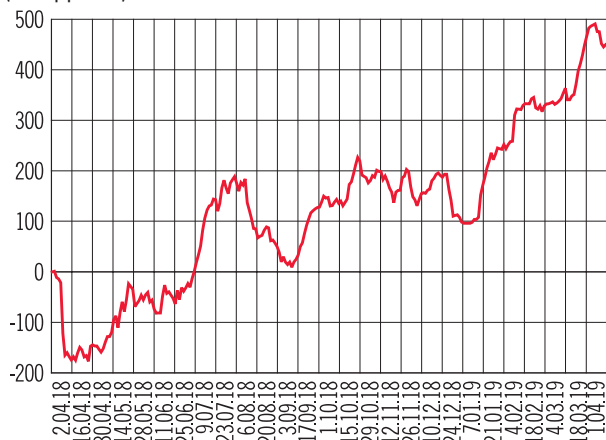


Источник: Bloomberg.

⁵ Индексы ПАО Московская Биржа: индекс ОФЗ – RGBITR; индекс корпоративных ценных бумаг – RUCBITR.

ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ИНОСТРАННОЙ ВАЛЮТЫ
(НАКОПЛЕННЫМ ИТОГОМ) НЕРЕЗИДЕНТАМИ
И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ БАНКАМИ
(МЛРД РУБ.)

Рис. 16



Источник: ПАО Московская Биржа.

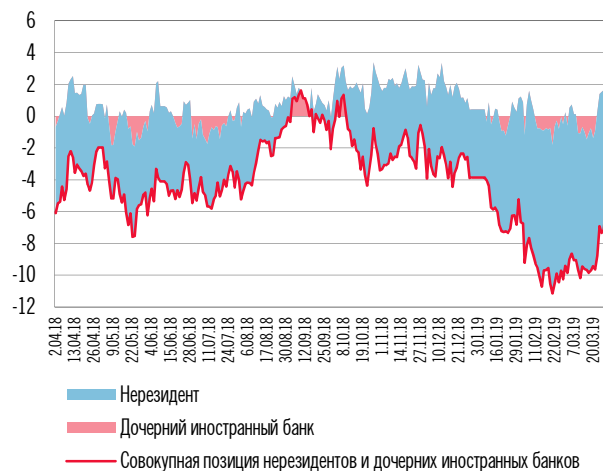
наибольшим среди других стран ЕМЕ (рис. 15). При этом с начала 2019 г. нерезиденты и дочерние иностранные банки продали на внутреннем рынке (накопленным итогом) иностранной валюты на 355 млрд руб. (в марте – 117 млрд руб.), что на 24,5% больше продаж за аналогичный период 2018 г. (285 млрд руб.) (рис. 16).

Пользуясь низкой волатильностью курса рубля (6,9% в среднем за март)⁶ и высокими рублевыми процентными ставками, нерезиденты и дочерние иностранные банки увеличили размещение рублевой ликвидности на валютных свопах в феврале-марте 2019 г. в рамках стратегии керри-трейд. Нетто-позиция этой группы участников на валютных свопах в I квартале достигала максимальных значений с апреля 2018 г. (рис. 17). В апрельский и августовский периоды повышенной волатильности размещение нерезидентами и дочерними иностранными банками рублевой ликвидности в рамках стратегии керри-трейд резко сокращалось.

Таким образом, март был благоприятным месяцем для российских финансовых рынков. Приток глобальных инвесторов на рынок ОФЗ за месяц был наибольшим за последние 18 месяцев, а прирост их вложений

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

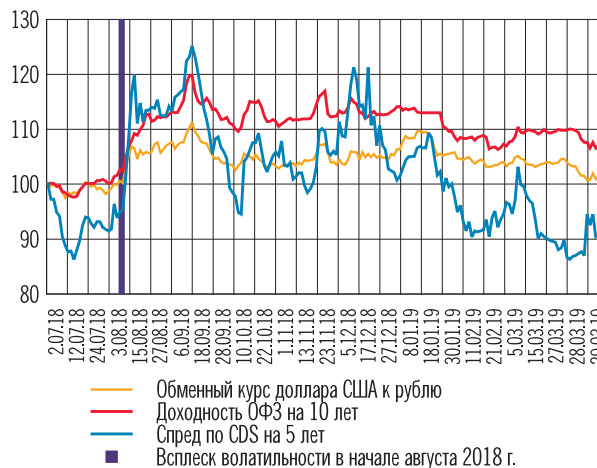
Рис. 17



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ИНДИКАТОРОВ
РОССИЙСКОГО ФИНАНСОВОГО РЫНКА
(2.07.2018 = 100%)

Рис. 18



Источники: Bloomberg, Thomson Reuters.

за I квартал полностью компенсировал снижение вложений после августовского периода повышенной волатильности⁷. Укрепление курса национальной валюты и снижение его волатильности способствовали возможности применения нерезидентами стратегии керри-трейд. В целом к концу марта ключевые индикаторы российского финансового рынка вернулись к предшествующим августовскому всплеску волатильности уровням (рис. 18).

⁶ Вмененная волатильность обменного курса доллара США по отношению к рублю по опционам со сроком овернайт.

⁷ Август-декабрь 2018 года.

2. АКТУАЛЬНЫЕ ТЕМЫ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. РЫНОК ВАЛЮТНЫХ ДЕРИВАТИВОВ В УСЛОВИЯХ РОСТА НА ВАЛЮТНЫХ ДЕПОЗИТАХ КЛИЕНТОВ БАНКОВ

- **Увеличение объема остатков на валютных депозитах клиентов банков по итогам I квартала 2019 г. на 10,6 млрд долл. США способствовало активизации СЗКО на рынке валютных свопов.**

С начала 2019 г. размер открытой позиции по валютным свопам вырос с 27 до 37 млрд долл. США (рис. 19). Основной объем данного прироста в части размещения иностранной валюты (первая сторона сделки) пришелся на российские системно значимые кредитные организации. Второй стороной сделок «валютный своп» в этот период в основном являлись нерезиденты, нарастившие свои позиции в рамках реализации стратегии керри-трейд¹. В структуре срочности валютных свопов до 2019 г. преобладали сделки на срок овернайт (рис. 19), прирост объема открытой позиции по валютным сво-

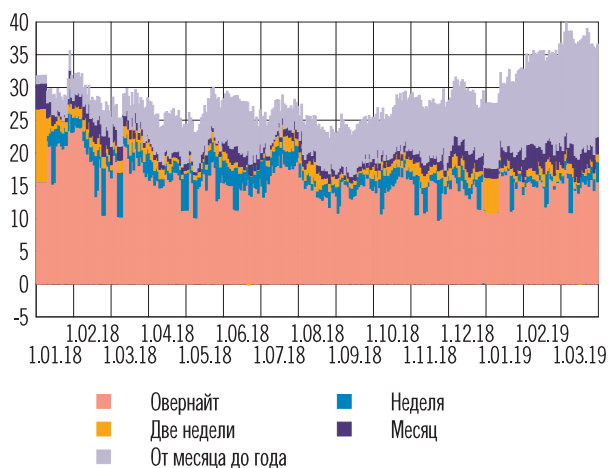
пам в I квартале 2019 г. был обеспечен в основном сделками на срок от месяца до года.

Активизация СЗКО на рынке валютных свопов совпала с наблюдаемым с начала 2019 г. ростом остатков на валютных депозитах клиентов кредитных организаций. Наибольшая доля данных накоплений была аккумулирована СЗКО за счет повышения ставок и привлекательности депозитов в валюте. Обязательства перед физическими и юридическими лицами в целом по кредитным организациям увеличились по итогам I квартала 2019 г. на 10,6 млрд долл. США, при этом прирост депозитов в СЗКО составил 8,9 млрд долл. США.

Увеличения объема открытой позиции по валютно-процентным свопам с начала года не наблюдалось, а позиции СЗКО в них практически не изменились (рис. 21). Таким образом, значительный объем аккумулированных СЗКО валютных средств был использован ими в рамках сделок «валютный своп» в основном на срок от месяца до года.

СРОЧНАЯ СТРУКТУРА ВАЛЮТНЫХ СВОПОВ
В ДИНАМИКЕ (МЛРД ДОЛЛ. США)

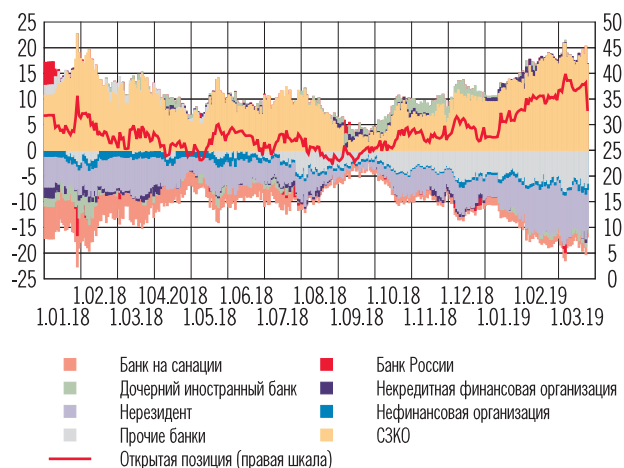
Рис. 19



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

ОТКРЫТАЯ ПОЗИЦИЯ И СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ
НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ
(МЛРД ДОЛЛ. США)

Рис. 20



Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

¹ Подробнее см. в разделе 1.2.

ОТКРЫТАЯ ПОЗИЦИЯ И СТРУКТУРА УЧАСТНИКОВ
НА ВАЛЮТНО-ПРОЦЕНТНЫХ СВОПАХ
(МЛРД ДОЛЛ. США) Рис. 21



Источник: НКО АО НРД.

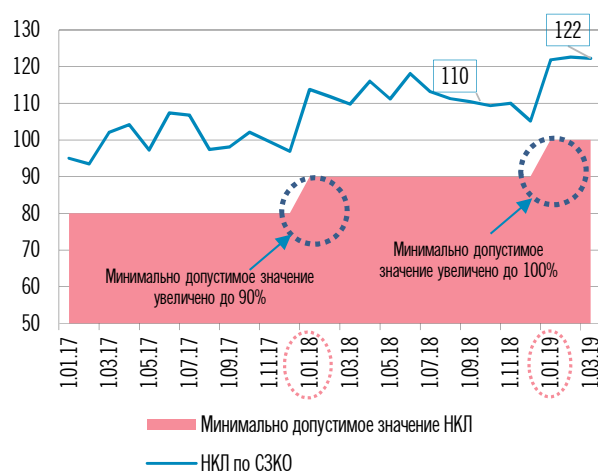
2.2. ИЗМЕНЕНИЕ ПАРАМЕТРОВ БЕЗОТЗЫВНОЙ КРЕДИТНОЙ ЛИНИИ

- **На российском финансовом рынке объем высоколиквидных активов за последние годы значительно вырос. В ближайшие годы ожидается сохранение профицита ликвидности и рост объема рынка ОФЗ.**
- **Большинство СЗКО имеют достаточно высоколиквидных активов для выполнения требований Банка России по соблюдению норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). Потребность в использовании безотзывной кредитной линии (БКЛ), открываемой Банком России, для соблюдения НКЛ снижается.**
- **В целях снижения зависимости от БКЛ Банк России установил плату за право пользования безотзывной кредитной линией, открываемой с 1 мая 2019 г., в размере 0,5% в год (ранее – 0,15%).**

С начала 2016 г. системно значимые кредитные организации (СЗКО) выполняют требования Банка России по соблюдению норматива краткосрочной ликвидности Н26 (Н27) (НКЛ)² в соответствии с Базелем III. Соблюдение норматива обеспечивает наличие

² НКЛ обязаны соблюдать системно значимые кредитные организации в соответствии с Положением Банка России от 03.12.2015 № 510-П «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями».

ДИНАМИКА ФАКТИЧЕСКОГО СРЕДНЕГО ЗНАЧЕНИЯ
НКЛ ПО СЗКО (%) Рис. 22



Источник: данные форм отчетности 0409805 и 0409135.

у СЗКО минимально необходимого объема высоколиквидных активов (ВЛА) для исполнения обязательств при возникновении дефицита ликвидности на горизонте до 30 дней. С 1 января 2019 г. минимально допустимое значение НКЛ составляет 100%. При внедрении НКЛ в связи с недостатком высоколиквидных активов, соответствующих критериям Базеля III, Банк России принял решение о возможности использования альтернативных опций для формирования ВЛА, в том числе безотзывных кредитных линий (БКЛ), открываемых Банком России³.

Большинство СЗКО имеют достаточно ВЛА для соблюдения НКЛ. В среднем по СЗКО объем ВЛА, принимаемых в расчет НКЛ, превышает размер, предусмотренный нормативом, на 13% по состоянию на 1 марта 2019 года. Фактические значения НКЛ на ту же дату у СЗКО составляли от 100 до 234%, среднее значение – 122%.

Основными источниками формирования ВЛА по-прежнему являются долговые ценные бумаги, номинированные в рублях, выпущенные Правительством РФ или Банком России, средства кредитных организаций в Банке России и наличная валюта. По состоянию на 1 марта 2019 г. на их долю приходится 86,1% совокупного объема ВЛА, при-

³ Более подробно см.: Анализ потребности в высоколиквидных активах в российском банковском секторе (<http://www.cbr.ru/Content/Document/File/50188/szco.pdf>).

нимаемых в расчет НКЛ, СЗКО⁴. Наиболее значимым источником традиционно выступают вложения кредитных организаций в ОФЗ и купонные облигации Банка России (43,8%).

Вместе с тем спустя три года после внедрения НКЛ отдельные СЗКО вместо повышения объема ВЛА на балансе для соблюдения норматива продолжают включать БКЛ в его расчет. Так, в период с 1 сентября 2018 г. по 1 марта 2019 г. из девяти кредитных организаций, заключивших договор об открытии БКЛ с Банком России, четыре банка включали БКЛ в расчет норматива на отчетную дату. При этом объем БКЛ, включенных в расчет НКЛ, за последние полгода увеличился на 78 млрд руб. и составил 619 млрд руб. по состоянию на 1 марта 2018 года. В результате доля БКЛ в числителе НКЛ этих банков возросла с 15,9 до 19,9%.

В то же время на российском финансовом рынке объем высоколиквидных активов за последние годы значительно вырос. В отличие от периода, предшествующего внедрению НКЛ, в настоящее время банковский сектор функционирует в условиях структурного профицита ликвидности. Ожидается, что в ближайшие годы объем доступных банкам

активов, соответствующих критериям Базеля III, продолжит расти. На фоне сохранения профицита ликвидности объем средств кредитных организаций, размещенных в депозитах и купонных облигациях Банка России, останется высоким и будет способствовать улучшению фактического значения НКЛ. Увеличится и предложение на рынке ОФЗ. В соответствии с планами Минфина России по выпуску ОФЗ объем рынка ОФЗ в течение ближайших трех лет может увеличиться на 5,1 трлн руб., до 12,4 трлн руб., к началу 2022 года.

В связи с этим и в целях снижения зависимости банков от БКЛ Банк России увеличил плату за право пользования безотзывной кредитной линией, открываемой с 1 мая 2019 г., с 0,15 до 0,5% в год. Принимая решение об изменении платы⁵, Банк России учитывал разницу между доходностью высоколиквидных и менее ликвидных активов сопоставимого кредитного качества. Повышение платы за право пользования БКЛ будет способствовать усилению стимулов к соблюдению банками НКЛ за счет формирования портфеля высоколиквидных активов.

⁴ На основе данных формы отчетности 0409122.

⁵ Текущий размер платы составляет 0,15% в год от установленного кредитной организации максимально возможного лимита БКЛ.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ИССЛЕДОВАНИЕ ВЛИЯНИЯ ШОКОВ
ДОХОДНОСТЕЙ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ
США И ВОЛАТИЛЬНОСТИ АКЦИЙ НА ДИНАМИКУ
ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ

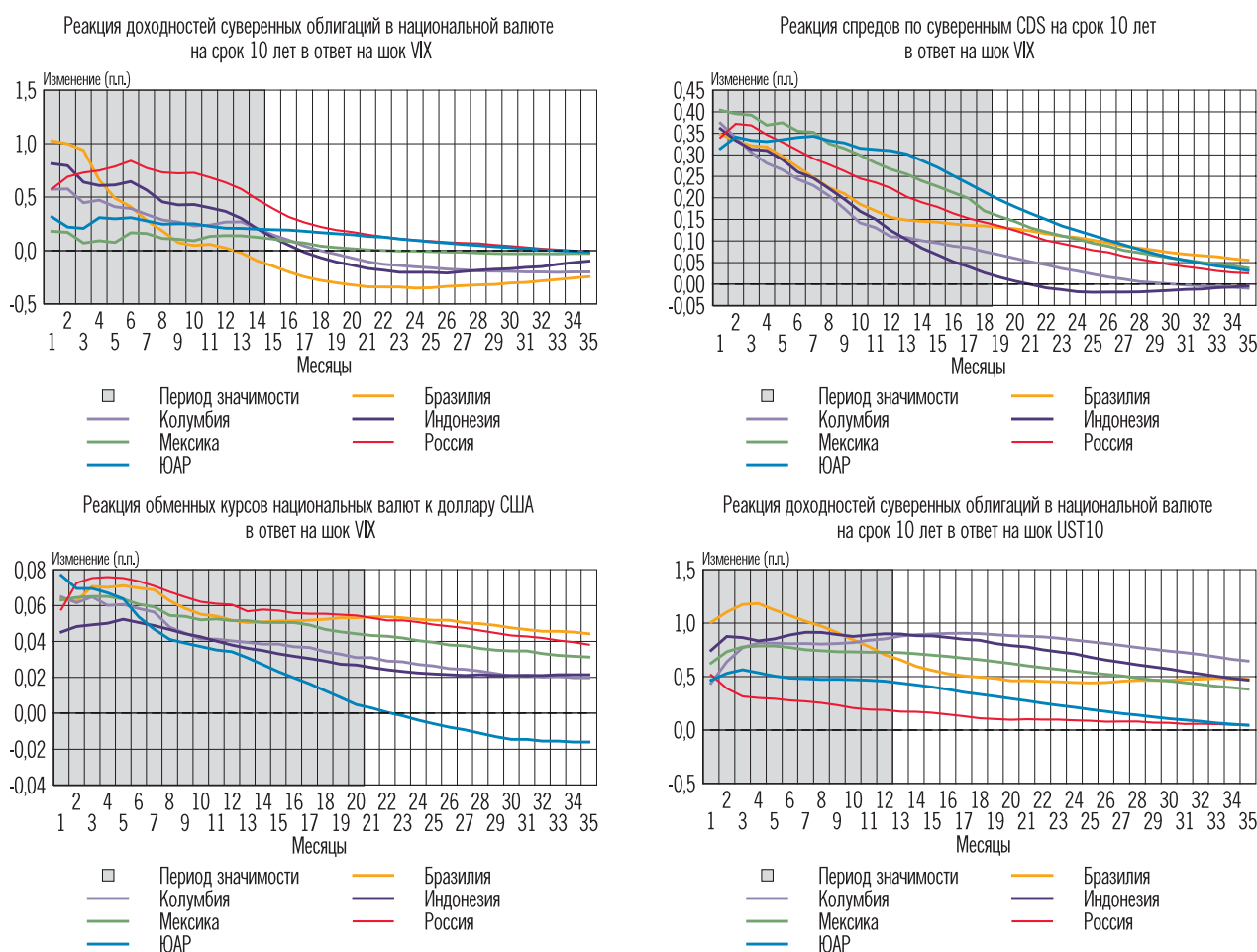
Анализ строится на основе модели векторной авторегрессии. Исследуемые страны: Бразилия, Россия, Индонезия, ЮАР, Колумбия, Мексика. Набор переменных модели временного ряда для каждой страны ЕМЕ: доходности 10-летних гособлигаций США (UST10), вмененная волатильность фондового рынка США (индекс VIX), индекс промышленного производства, индекс потребительских цен, доходности государственных облигаций ЕМЕ в национальной валюте на срок 10 лет,

спреды по 5-летним суверенным CDS, обменный курс доллара США к национальным валютам ЕМЕ. Все переменные (кроме доходностей гособлигаций) используются в виде логарифмов уровней.

На рис. 1 представлены медианные отклики финансовых индикаторов ЕМЕ в ответ на шоки UST10 и VIX. Для удобства выделены периоды статистической значимости реакции финансовых переменных в ответ на шоки.

ИМПУЛЬСНЫЕ ОТКЛИКИ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ В ОТВЕТ НА ШОКИ ДОХОДНОСТЕЙ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ США И ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ШОК VIX

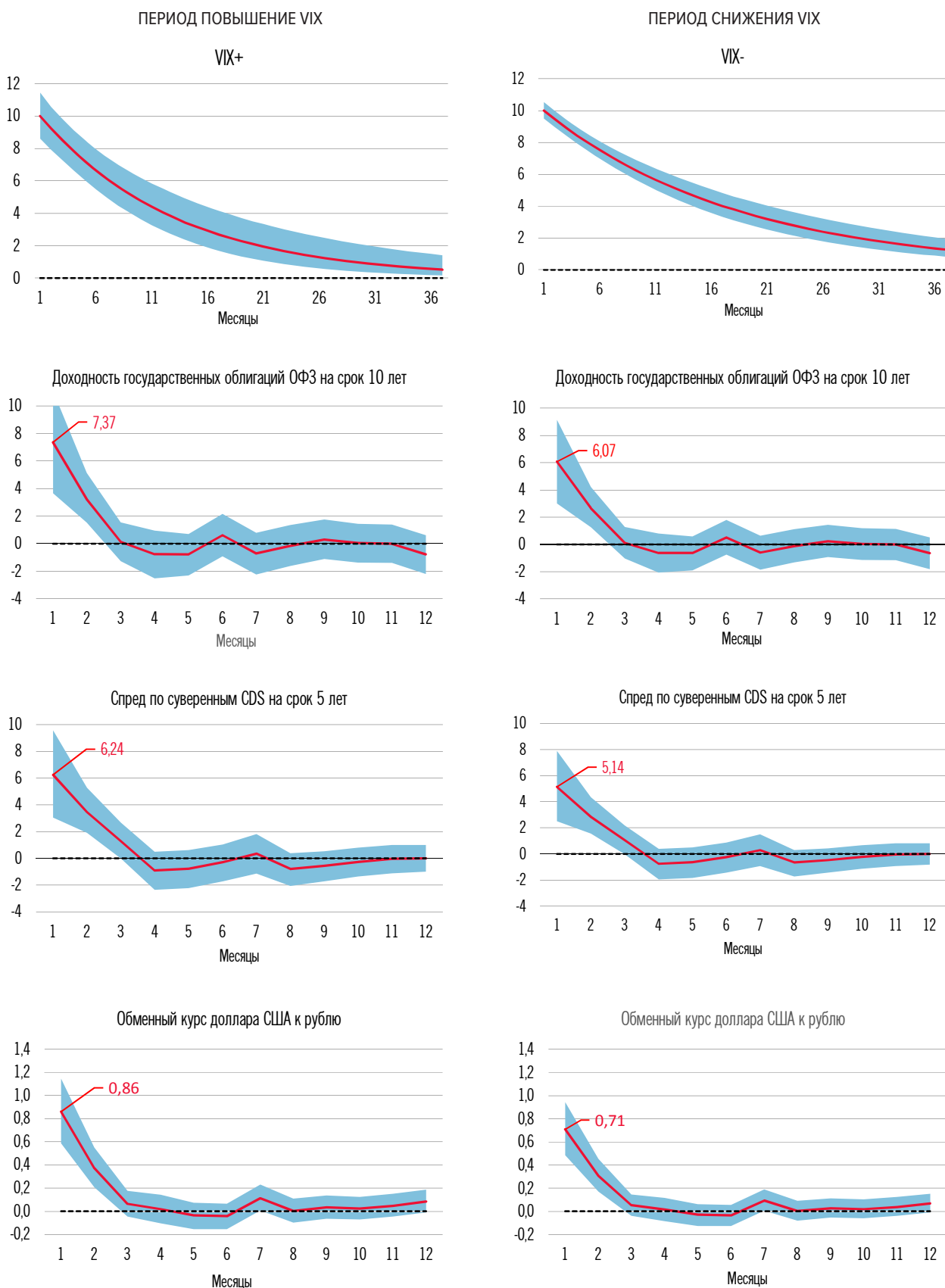
Рис. 1



Источник: расчеты Банка России.

ИМПУЛЬСНЫЕ ОТКЛИКИ ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ РОССИИ В ОТВЕТ НА ШОКИ ВОЛАТИЛЬНОСТИ
МИРОВОГО ФОНДОВОГО РЫНКА VIX

Рис. 2



Источник: расчеты Банка России.

Результаты исследования показали, что рост доходностей казначейских облигаций США и VIX приводит к ухудшению восприятия инвесторами риска. Это снижает спрос на активы EME, что выражается в росте доходностей гособлигаций, расширении спредов по CDS и ослаблении национальных валют EME против доллара США. Реакция показателей российского финансового рынка соответствует реакции EME с сопоставимым уровнем развития.

Важным является вопрос асимметрии воздействия глобального финансового шока на изменение финансовых индикаторов в странах EME, поскольку, согласно теории поведенческих финансов¹, реализация негативных событий вызывает более существенную рыночную реакцию.

Для исследования проблемы асимметрии влияния VIX на финансовые индикаторы России осуществляется переход к временным рядам $dVIX_t^+$ и $dVIX_t^-$, соответствующим периодам роста или снижения этого показателя:

$$dVIX_t^+ = \theta_i(\Delta VIX_i); \begin{cases} \theta_i = 1, & \text{если } \Delta VIX_i > 0 \\ 0, & \text{иначе} \end{cases}$$

$$dVIX_t^- = \theta_i^*(\Delta VIX_i); \begin{cases} \theta_i^* = 1, & \text{если } \Delta VIX_i < 0 \\ 0, & \text{иначе} \end{cases}$$

Прочие переменные включаются в модель в виде процентных изменений (для доходностей гособлигаций и спредов по CDS – изме-

нения в базисных пунктах) в месячном выражении.

На рис. 2 показано, что индикаторы российского финансового рынка более чувствительны к усилению волатильности на глобальном финансовом рынке (VIX+), нежели к ослаблению напряженности (VIX-).

Подводя итоги, можно сделать следующие выводы:

- шоки глобального финансового рынка оказывают значимое воздействие на динамику индикаторов финансовых рынков стран EME;
- усиление волатильности на фондовом рынке США или рост доходностей казначейских облигаций США приводят к увеличению неопределенности и оттоку капитала с формирующихся рынков;
- реакция переменных финансового рынка России соответствует тенденциям, характерным для EME в целом;
- доходности государственных облигаций ОФЗ России наименее чувствительны к шокам со стороны рынка долговых ценных бумаг США среди прочих исследуемых EME;
- влияние шоков глобального финансового рынка на показатели финансового сектора России является асимметричным: чувствительность переменных к негативным шокам выше, чем к положительным событиям.

¹ См., например: Kahneman D., Tversky A. Prospect theory: An analysis of decision under risk // *Econometrica*. 1979. Vol. 47. No. 2. Pp. 263–291.