



Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№ 1

IV КВАРТАЛ 2017

Информационно-
аналитические
материалы

**ОБЗОР РИСКОВ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ**

МОСКВА



Настоящий обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

Статистические данные, использованные в обзоре, а также методические комментарии публикуются на сайте Банка России в разделе «Финансовая стабильность» (http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin_stab).

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания обзора, можно направлять по адресу reports@cbr.ru.

При использовании материалов выпуска ссылка на Центральный банк Российской Федерации обязательна.

Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ.....	2
РЕЗЮМЕ	3
1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК	6
1.1. Рублевый денежный рынок.....	6
1.2. Рынок репо с ЦК.....	9
1.3. Валютный денежный рынок	10
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ	15
3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ.....	23
4. КОМПЛЕКСНОЕ СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА.....	30
5. ИТОГИ РЕФОРМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ КОНТРАГЕНТОВ	34
ПРИЛОЖЕНИЕ	36
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	44
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ	46
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	46

Облако тегов¹



¹ Облако тегов показывает наиболее часто встречающиеся слова в Обзоре. Величина слова отражает частоту его упоминания.

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

В соответствии со статьей 45² Федерального закона от 10.07.2002 № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» Банк России проводит мониторинг состояния финансового рынка Российской Федерации, в том числе для выявления ситуаций, угрожающих финансовой стабильности Российской Федерации. В целях информирования участников финансового рынка и других заинтересованных лиц о результатах мониторинга финансового рынка и выявленных рисках Банк России ежеквартально публикует «Обзор рисков финансовых рынков» (далее – Обзор).

Конечной целью издания является содействие финансовой стабильности в части минимизации системных рисков путем повышения транспарентности финансового рынка. Рост степени информированности участников о структуре и тенденциях финансового рынка позволит им лучше понимать и оценивать собственные риски. Кроме того, Банк России стремится оповестить участников рынка о возможных коллективных последствиях их индивидуальных решений в случае возникновения системных эффектов.

Структура Обзора включает описание состояния и рисков финансовых рынков в разрезе ключевых сегментов: денежный, валютный, фондовый рынки и рынок деривативов. При этом Обзор ориентирован на выявление и анализ тенденций, связанных с накоплением и/или реализацией рисков, а также на описание их возможных последствий с точки зрения обеспечения устойчивости финансового рынка. По этой причине часть изложенных вопросов носит «сквозной» характер и затрагивает функционирование всего финансового рынка.

При реализации функций мегарегулятора Банк России осуществляет мониторинг состояния и выявление рисков функционирования финансового рынка на кросс-секторальной основе, поскольку, во-первых, большинство крупных участников финансового рынка входят в состав финансовых групп, что требует проведения межсекторального анализа. Во-вторых, участники проводят операции, как правило, одновременно в нескольких сегментах финансового рынка, поэтому риски таких операций необходимо оценивать в совокупности.

Сочетание выделенных сегментов финансового рынка и кросс-секторального подхода к выявлению и анализу рисков обуславливает формирование матричной структуры изложения материала. В рамках данной структуры приводится описание состояния отдельных сегментов финансового рынка, при этом вопросы анализа потенциальных рисков и их возможной реализации могут затрагивать смежные секторы финансового рынка и иметь системные последствия.

Обзор не является официальным изданием Банка России, а представляет собой информационно-аналитический материал, посвященный анализу состояния и оценке рисков финансовых рынков в отчетном периоде. Обзор выходит в электронном виде на русском и английском языках на сайте Банка России в сети Интернет.

РЕЗЮМЕ

Денежный рынок

- В целом ситуация на денежном рынке в IV квартале 2017 года оставалась стабильной. Накопление структурного профицита ликвидности на фоне повышенных бюджетных расходов способствовало росту объемов открытых позиций на российском денежном рынке в IV квартале 2017 года. Положительная ликвидная позиция¹ (чистое размещение краткосрочной ликвидности) в отчетном периоде увеличивалась преимущественно у банков с государственным участием в капитале. По состоянию на конец года положительная ликвидная позиция была характерна для вышеотмеченной категории банков, а также для банков за пределами списка топ-30 по активам. Основным инструментом по размещению свободной ликвидности указанных банков стали депозиты Банка России.
- На фоне сформировавшегося структурного профицита ликвидности в IV квартале 2017 года показатель краткосрочной ликвидности (ПКЛ) не имел устойчивой тенденции к росту, а норматив краткосрочной ликвидности СЗКО (НКЛ), напротив, снижался в течение отчетного периода (за исключением конца декабря в силу календарного эффекта). Основной причиной низкой степени влияния структурного профицита ликвидности на показатель краткосрочной ликвидности банков является то, что накопление структурного профицита ликвидности сопровождается ростом остатков на счетах клиентов банков, потенциально чувствительных к шокам, и поэтому не приводит к снижению системного риска ликвидности.
- Сохранение неравномерности в распределении ликвидности и отрицательной ликвидной позиции у ряда банков может сопровождаться повышением рисков ликвидности в условиях системного стресса. Анализ достаточности обеспечения банков с отрицательной ликвидной позицией в условиях гипотетического закрытия рынка МБК и отрицательной переоценки обеспечения по сделкам репо указывает на отсутствие существенных рисков ликвидности у большинства участников. Вместе с тем отдельным банкам целесообразно ограничить леввередж на денежном рынке или повысить размер необремененных рыночных активов.
- Тенденция повышения открытой позиции на рынке репо с ЦК продолжилась в IV квартале. Основной рост был сосредоточен в сегменте рублевых сделок, в том числе сделок репо с клиринговыми сертификатами участия (КСУ). В то же время рынок характеризовался снижением доли крупнейших участников в объемах привлеченных и размещенных средств, что ограничивает риски концентрации контрагентов. Кроме того, снижению рисков на рынке репо с КСУ также способствовал рост доли государственных облигаций в структуре активов КСУ.
- На российском рынке в конце IV квартала наблюдался повышенный спрос на валютную ликвидность, традиционный для конца года. Повышение стоимости долларовых заимствований в конце декабря 2017 года было характерно также для европейского и японского рынков, где спреды по валютным свопам на срок один месяц находились в пиковые дни на уровне около 250 б.п. Достижению баланса спроса и предложения на российском рынке способствовали краткосрочные операции валютный своп sell/buy Банка России, потребности в проведении аукционов репо по предоставлению иностранной валюты не наблюдались.

¹ Положительная ликвидная позиция возникает в случае, если объемы размещений средств на денежном рынке и в инструменты Банка России превышают объемы заимствований. В противном случае позиция признается отрицательной.

Рынок ценных бумаг

- На рынке ценных бумаг в IV квартале 2017 года риски оставались низкими. Доходности ОФЗ по всем срокам до погашения снижались. При этом кривая доходностей приобрела положительный («нормальный») наклон к концу квартала, тогда как в начале квартала она была близка к горизонтальной форме. Повышение наклона кривой происходило за счет снижения краткосрочных и среднесрочных ставок, что отражает тенденцию к снижению инфляционных ожиданий в IV квартале 2017 года. Одновременно с этим рост цен на нефть способствовал фундаментальному укреплению параметров бюджета и снижению премий за суверенный риск. На этом фоне продолжался рост вложений нерезидентов в ОФЗ, преимущественно в среднесрочные выпуски (с дюрацией 6–8 лет). В отдельных выпусках доля вложений нерезидентов превышает 75%. Риск повышенной концентрации иностранных держателей потенциально может стать фактором неустойчивости в их ценообразовании.
- С 1 января по 1 декабря 2017 года системно значимые кредитные организации (в основном дочерние организации иностранных банков) увеличили объемы вложений в ОФЗ на 101 млрд рублей. Наиболее значимый вклад в рост объема вложений в ОФЗ внесли негосударственные пенсионные фонды, портфель которых за отчетный период увеличился с 164 до 547 млрд руб. (то есть в 3,34 раза), тем самым в структуре пенсионных средств доля портфеля ОФЗ увеличилась с 5 до 15%. Таким образом, наблюдались признаки снижения спроса на ОФЗ со стороны крупнейших российских банков. При этом СЗКО продолжают использовать безотзывные кредитные линии Банка России (БКЛ) для выполнения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). В целях стимулирования СЗКО к выполнению НКЛ рыночными инструментами Банк России может рассмотреть вопрос о повышении платы за БКЛ в будущем.

Рынок деривативов

- В 2017 году на рынке внебиржевых валютных и процентных деривативов отмечался рост всех сегментов. Согласно данным СРО НФА, объем торгов по инструменту «валютный своп» увеличился в 2,7 раза, по инструментам «процентный своп» и «индексный своп» торги возросли в 5,3 раза по сравнению с 2016 годом. Отдельно стоит выделить сегмент «валютный форвард», где со второй половины 2017 года наблюдается активный рост открытых позиций. Наибольший рост открытых позиций в отчетном периоде произошел по инструментам на срок до 30 дней (с 3 до 12 млрд долл. США). Таким образом, рост позиций формируется в основном за счет активного заключения краткосрочных форвардов. При этом факторами уязвимости рынка выступает низкая диверсификация участников как по покупке, так и по продаже иностранной валюты, а также концентрация объемов исполнений форвардов в отдельные периоды. В то же время практика исполнения крупных форвардных контрактов на российском рынке состоит в пересмотре условий и реструктурировании сделок с переносом их исполнений на более поздние периоды.

Комплексное стресс-тестирование

- По итогам 2017 года Банк России провел комплексное стресс-тестирование финансового рынка в целях сопоставления результатов и сравнительной оценки изменения устойчивости рынка за прошедший год. Как и в IV квартале 2016 года, в текущей реализации комплексный стресс-тест призван оценить устойчивость центрального контрагента и риски ликвидности участников рынка при реализации существенного двухдневного шока на финансовом рынке. Результаты стресс-тестирования позволяют заключить, что кредитные организации располагают достаточными ликвидными активами для покрытия потребности в дополнительной ликвидности в случае реализации рыночного стресса. Общая потребность в дополнительной ликвидности составила 135,8 млрд руб., из них по биржевым позициям – 81,7 млрд руб., по внебиржевым – 54 млрд рублей. Повышение общей потребности в ликвидности относительно уровня прошлого года

(83 млрд руб.) связано с ростом масштаба операций и открытых позиций на рынке. В то же время кредитные организации стали обладать большим объемом необремененного обеспечения. По состоянию на 18 декабря 2017 года стоимость свободных рыночных активов банков составляет около 8 трлн руб., при этом неравномерно распределена между участниками рынка и приходится в основном на крупнейшие банки. В результате дефицит ликвидности составил 1,9 млрд руб., что не представляет системной угрозы для функционирования банковского сектора.

Реформа центральных контрагентов

- В 2017 году Банк России продолжил работу по реформированию института центрального контрагента, играющего ключевую роль в обеспечении непрерывного и стабильного функционирования финансового рынка. Результатом реформы, инициированной в 2015 году, стало выделение центрального контрагента в качестве отдельного вида небанковской кредитной организации (НКО – ЦК) и формирование обособленной модели пруденциального регулирования его деятельности.
- НКО НКЦ (АО) (далее – НКЦ) стал первой инфраструктурной организацией финансового рынка, обратившейся в Банк России с ходатайством о смене статуса с банка на небанковскую кредитную организацию и приобретении статуса центрального контрагента в соответствии с новыми регуляторными требованиями. С момента присвоения 28 ноября 2017 года Банком России статуса центрального контрагента НКЦ взял на себя обязательство по соблюдению установленных в рамках нового пруденциального режима допустимых сочетаний банковских операций, специальных обязательных нормативов, требований к организации системы управления рисками, а также по раскрытию информации о деятельности центральных контрагентов, соответствующих международным стандартам и практикам.
- Смена статуса НКЦ с банка на небанковскую кредитную организацию и присвоение статуса центрального контрагента дают НКЦ право продолжать обслуживание участников клиринга в полном объеме. После присвоения НКЦ статуса центрального контрагента качество его управления оценивается Банком России как удовлетворительное в соответствии с Указанием Банка России от 03.12.2012 № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организацией, осуществляющей функции центрального контрагента», что позволяет банкам – участникам клиринга НКЦ применять пониженные коэффициенты риска при расчете обязательных банковских нормативов. При этом введение специального регуляторного режима для института центрального контрагента как небанковской кредитной организации сохраняет текущий режим надзора за такими организациями, в том числе его интенсивность.

1. ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

1.1. Рублевый денежный рынок

Накопление структурного профицита ликвидности на фоне повышенных бюджетных расходов способствовало росту объемов открытых позиций на российском денежном рынке в IV квартале 2017 года. Активность участников в основном выразилась в приросте открытых

позиций долгосрочных (на срок более одной недели) заимствований на рынке репо (рис. 1, 2).

Профицит ликвидности в банковском секторе в IV квартале 2017 года проявился в повышении объемов размещения средств на депозитах кредитных организаций в Банке России с 785 млрд руб. до 1,85 трлн руб. (рис. 3). Размещение средств в купонные облигации Банка России (КОБР) на конец года составило

Рисунок 1
Динамика открытых позиций по инструментам в 2017 году (млрд руб.)

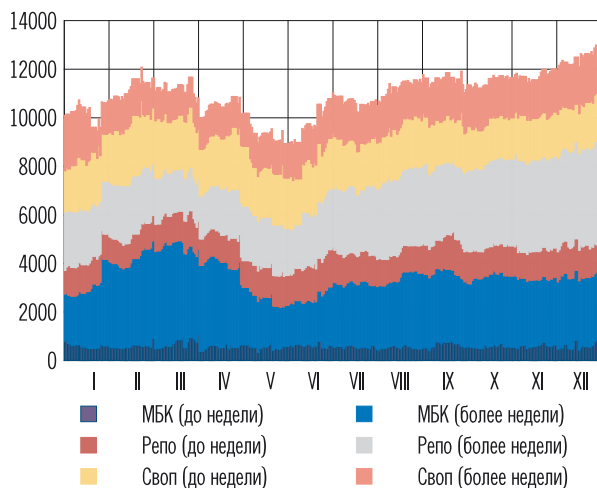


Рисунок 2

Распределение открытых позиций по инструментам (%)

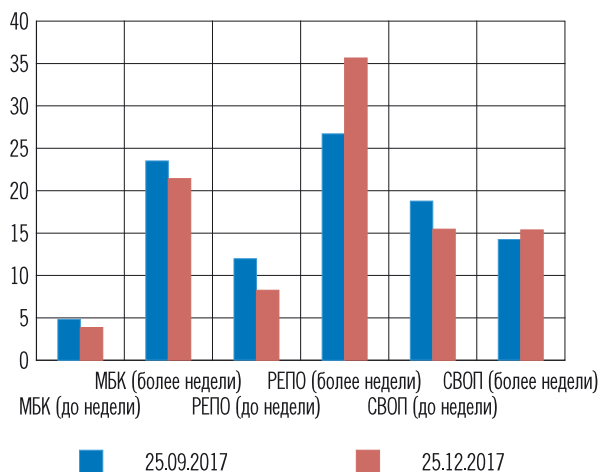


Рисунок 3
Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам в 2017 году (млрд руб.)

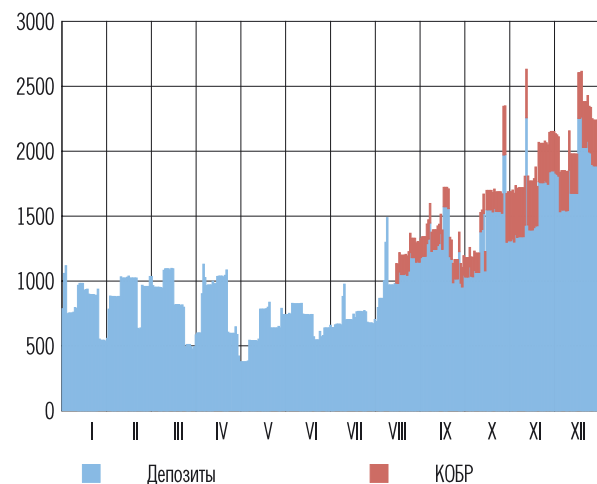


Рисунок 4

Распределение краткосрочной ликвидности по группам банков (млрд руб.)

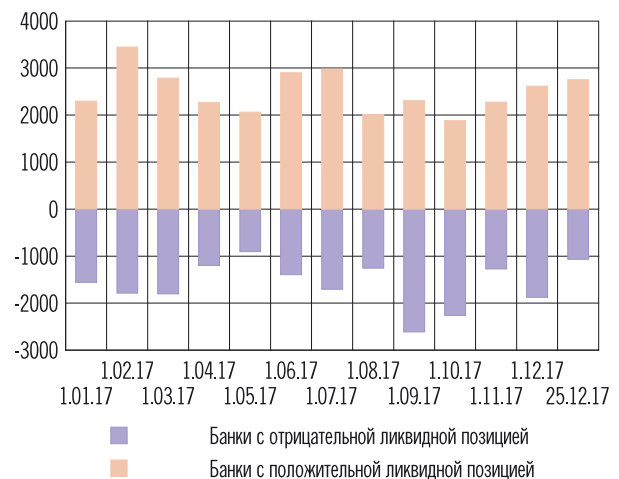


Рисунок 5

Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России в 2017 году (млрд руб.)

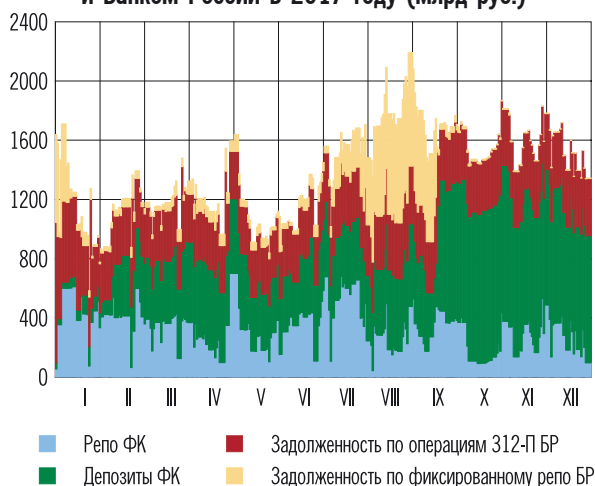


Рисунок 7

Структура операций банков с положительной краткосрочной ликвидной позицией (млрд руб.)

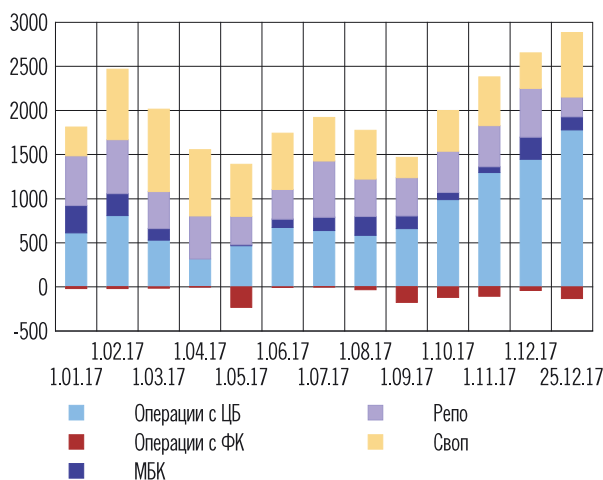


Рисунок 6

Распределение открытых позиций по инструментам (млрд руб.)

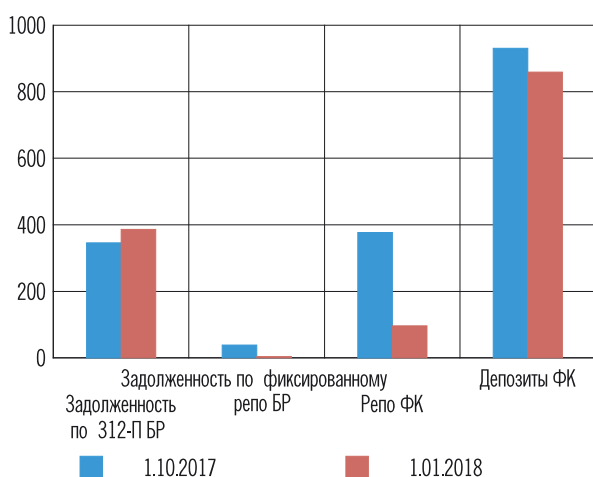
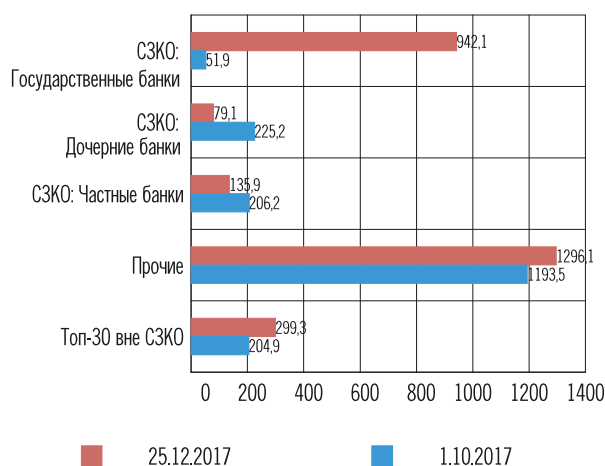


Рисунок 8

Распределение положительной краткосрочной ликвидной позиции по группам банков (млрд руб.)



352 млрд рублей. На рис. 4 представлена динамика краткосрочной ликвидной позиции двух групп банков. Первую из них составляют банки с положительной ликвидной позицией, вторую — с отрицательной ликвидной позицией. Суммарная позиция первой группы банков возросла на 46%, а второй группы — упала на 47%.

Банки занимали как на рынке, так и у Банка России и Федерального казначейства (ФК), хотя и в меньших объемах. Задолженность по операциям репо с Банком России по фиксированной ставке сократилась с 38 млрд руб. на 1 октября до 3,5 млрд руб. на конец года. Привлечение средств от ФК посредством размещения депозитов на банковских счетах сни-

зилось на 8%, с 930 до 860 млрд рублей. Объем операций репо с казначейством уменьшился на 75% — с 377 до 96 млрд руб. (рис. 5, 6).

Объем операций банков с положительной ликвидной позицией в IV квартале вырос в основном за счет депозитов в Банке России (рис. 7), общая ликвидная позиция увеличилась на 74%, с 1,58 до 2,75 трлн рублей. Доля системно значимых банков с государственным участием за квартал возросла с 2 до 34%, в результате чего доля банков, не входящих в топ-30, сократилась с 63 до 47% (рис. 8).

На фоне существенного повышения структурного профицита ликвидности в IV квартале 2017 года показатель краткосрочной

Рисунок 9

Структурный профицит ликвидности, высоколиквидные активы банковского сектора и ПКЛ

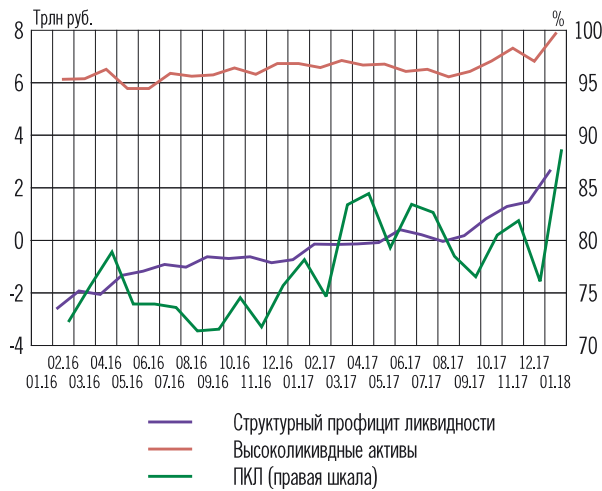


Рисунок 11

Структура операций банков с отрицательной краткосрочной ликвидной позицией (млрд руб.)

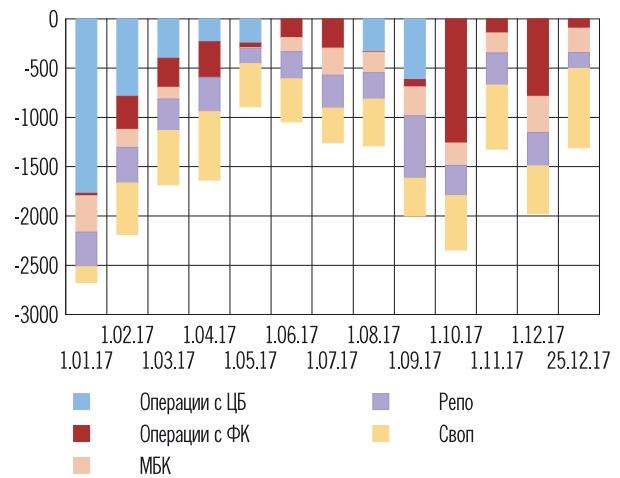


Рисунок 10

НКЛ, высоколиквидные активы и чистый ожидаемый отток денежных средств для СЗКО

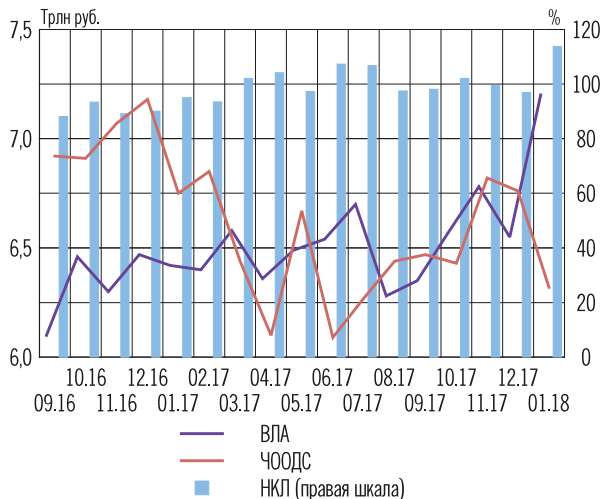
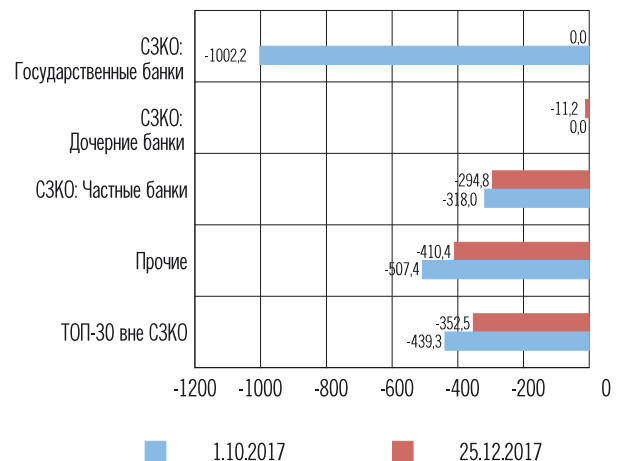


Рисунок 12

Распределение отрицательной краткосрочной ликвидной позиции по группам банков (млрд руб.)



ликвидности (ПКЛ) не имел устойчивой тенденции к росту (рис. 9), а норматив краткосрочной ликвидности (НКЛ) системно значимых кредитных организаций (СЗКО), напротив, снижался в течение отчетного периода¹ (рис. 10). Накопление структурного профицита ликвидности сопровождается ростом остатков на счетах клиентов банков, потенциально чувствительных к шокам, что не приводит к снижению системного риска ликвидности.

Банки с отрицательной ликвидной позицией привлекали средства в основном на рынке своп (рис. 11). По сравнению с предыдущим периодом отрицательная позиция сократилась

на 53%, с 2267 до 1069 млрд рублей. Системно значимые банки с участием государства в капитале в отчетном периоде имели нулевую позицию, в то время как в предыдущем квартале они были основными заемщиками – на их долю приходилось 44% общего объема отрицательной ликвидной позиции (рис. 12).

Для анализа риска ликвидности была проведена оценка устойчивости банков с отрицательной ликвидной позицией к возможным рыночным шокам, при которых происходит закрытие лимитов на рынке МБК и снижение стоимости активов. Результаты расчета достаточности обеспечения для преодоления данного шока представлены в таблице 1.

¹ За исключением декабря в силу календарного эффекта.

Таблица 1

Структура операций и дефицита обеспечения в разрезе групп банков

Группы банков	Суммарный объем заимствований на МБК	Объем заимствований на рынке репо	Объем заимствований у Банка России и ФК	Общий размер шока (МБК + 0,1* репо)	Стоимость обеспечения	Дефицит обеспечения	Количество банков с дефицитом обеспечения
СЗКО: Государственные банки	304,2	18	340	340	2 253,10	0	0
СЗКО: Частные банки	2,3	52,4	129,4	20,5	506,7	0	0
СЗКО: Дочерние банки	0	0	0	0	0	0	0
Не СЗКО	68,7	334,4	20,6	104,7	556,2	18	8

Рисунок 13

Спред между ставкой RUONIA и ключевой ставкой в 2017 году (%)

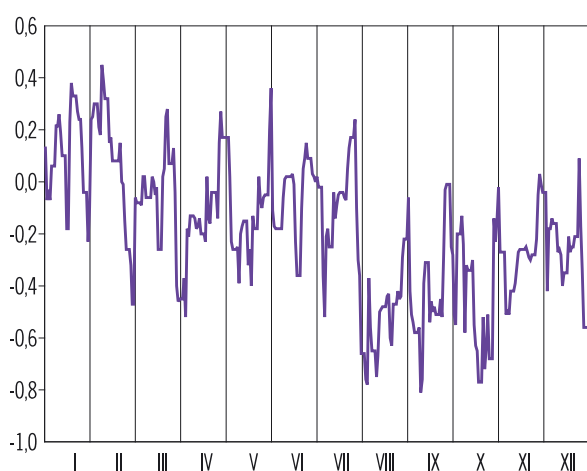
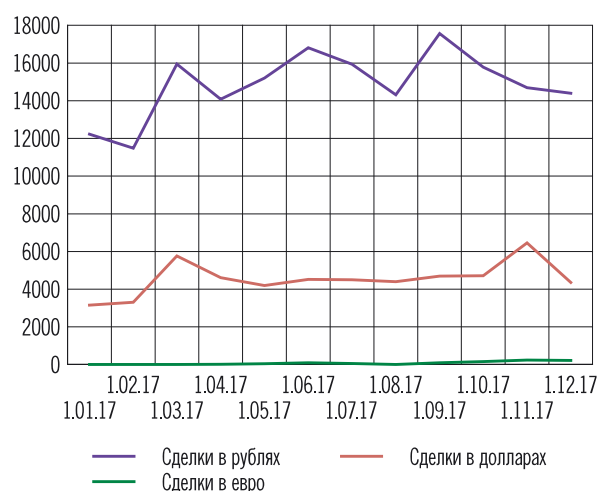


Рисунок 14

Оборот за месяц по заключенным сделкам репо с ЦК (млрд руб.)

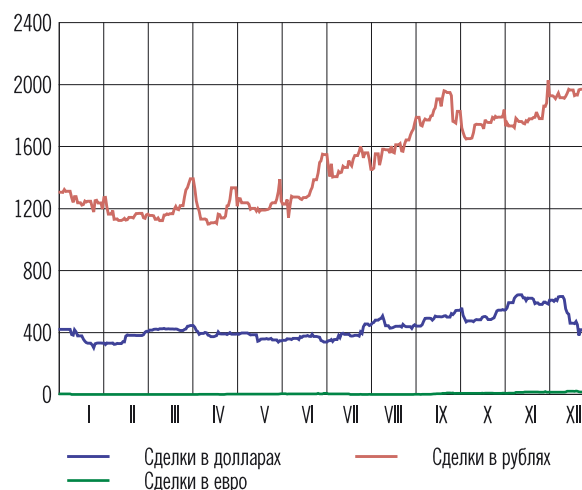


Подавляющее число банков с отрицательной ликвидной позицией (92%) обладают достаточным запасом обеспечения для противодействия рассмотренному шоку. Лишь у восьми банков, которые не являются системно значимыми, выявлен дефицит обеспечения. Это означает, что текущее состояние денежного рынка устойчиво и рынок не обладает значимым риском ликвидности. О низком риске ликвидности на денежном рынке свидетельствует также отрицательный спред между ставкой RUONIA и ключевой ставкой (рис. 13).

Объем операций в долларах по сравнению с предыдущим кварталом вырос на 13,3%, с 234,2 до 265,5 млрд долл. США за квартал. Объем открытых позиций в рублевом сегменте вырос на 9%, с 1,83 до 2 трлн руб. (рис 15).

Рисунок 15

Динамика открытых позиций рынка репо с ЦК в 2017 году (млрд руб.)



1.2. Рынок репо с ЦК

По операциям репо с центральным контрагентом (ЦК) обороты в IV квартале несколько снизились, однако в целом за 2017 год наблюдалось увеличение активности: обороты в рублевом сегменте, где наблюдалась основная активность, возросли с начала года на 18%, с 12,2 до 14,4 трлн руб. в месяц (рис. 14).

Рисунок 16

Оборот по операциям репо с КСУ в 2017 году (млрд руб.)

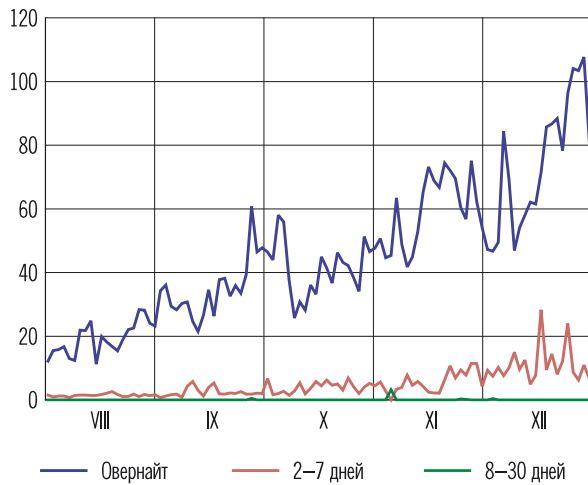
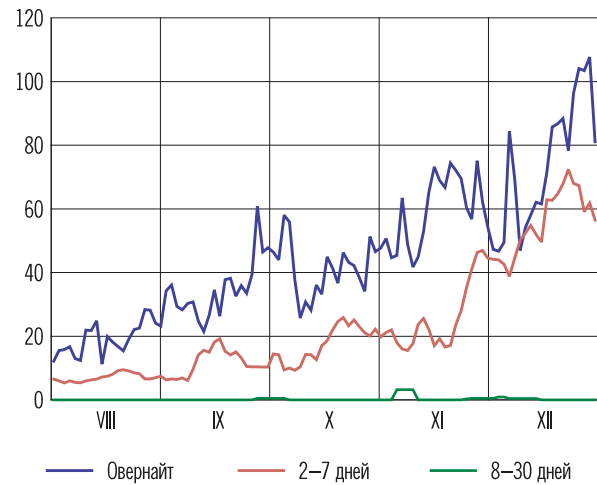


Рисунок 17

Динамика открытых позиций рынка репо с КСУ в 2017 году (млрд руб.)

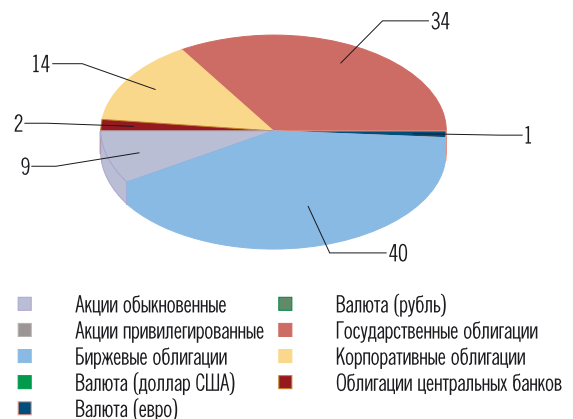


На рынке репо с КСУ в отчетном периоде продолжался существенный рост активности участников (рис. 16, 17), что отражает привлекательность данного сегмента рынка. К концу декабря среднесуточный объем сделок на рынке репо с КСУ составил около 87 млрд руб., в то время как к концу сентября 2017 г. он равнялся 60 млрд рублей. За ноябрь–декабрь 2017 года рост суммарного объема операций составил 70,5% по сравнению с периодом с сентября по октябрь. За IV квартал в целом среднесуточный оборот был равен 59,8 млрд руб. по операциям репо срочностью овернайт и 6,6 млрд руб. – по сделкам срочностью 2–7 дней. Операции срочностью 8–30 дней остаются мало востребованными у участников рынка. Суммарная открытая позиция по репо с КСУ на конец IV квартала достигла 137,6 млрд руб. и почти вдвое превысила результат III квартала.

Концентрация как кредиторов, так и заемщиков на рынке репо с КСУ в IV квартале заметно снизилась. Если в начале сентября 2017 года на крупнейшего заемщика приходилось более половины рынка, то к концу года его доля снизилась до четверти всего рынка репо с КСУ. Схожая ситуация наблюдалась и в отношении крупнейшего кредитора.

Кредитный риск снизился также в результате повышения качества обеспечения. Доля государственных облигаций в обеспечении КСУ (рис. 18) по сравнению с предыдущим кварталом возросла на 21% за счет снижения долей

Структура обеспечения по типам активов на конец IV квартала в 2017 года* (%)



* Доля типов активов, не отраженных на круговой диаграмме, составляет менее 1%.

биржевых и корпоративных облигаций на 10% и 11% соответственно. При этом качество корпоративных облигаций оставалось высоким, так как они удовлетворяют требованиям Указания Банка России № 2919-У.

1.3. Валютный денежный рынок

В IV квартале 2017 года средний объем позиций на биржевом сегменте валютного денежного рынка снизился по сравнению с предыдущим кварталом – с 31,2 до 28,4 млрд долл.

Рисунок 19

Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» в биржевом сегменте в IV квартале 2017 года (млрд долл. США)

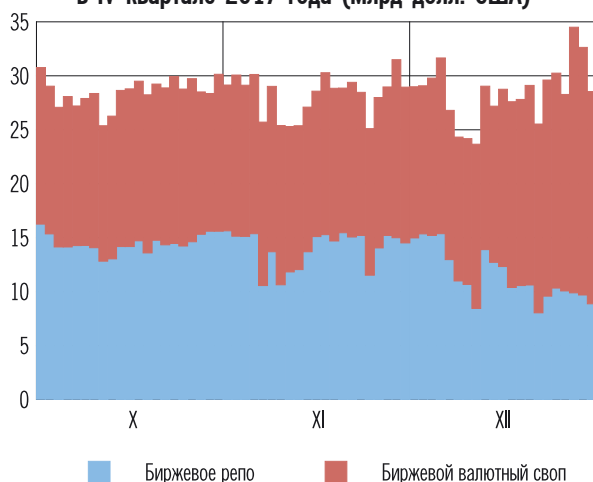


Рисунок 20

Распределение открытых позиций в биржевом сегменте валютных свопов овернайт в IV квартале 2017 года (млрд долл. США)

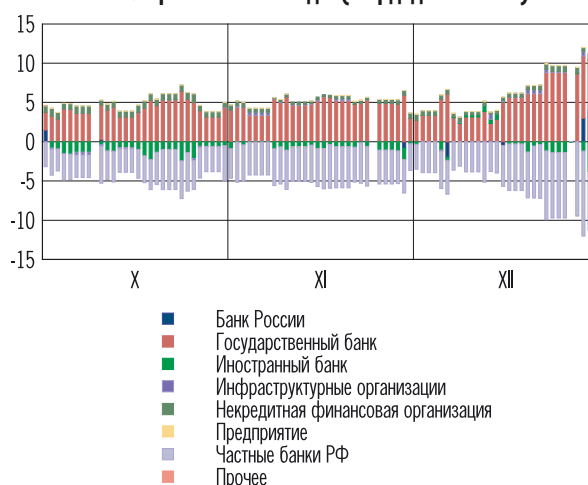
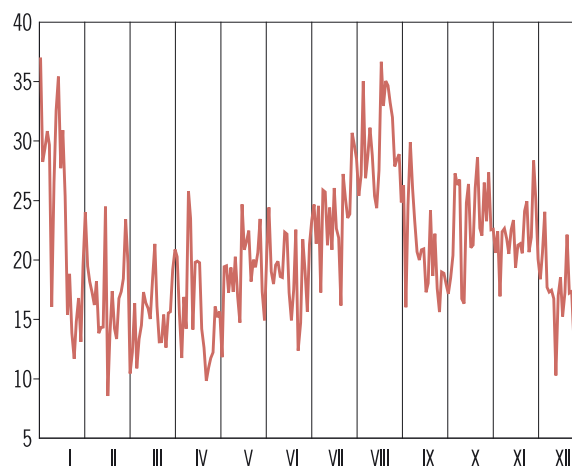


Рисунок 21

Доля нерезидентов в биржевом сегменте валютных свопов в 2017 году (%)



США. В начале октября объем открытых позиций биржевого валютного свопа в среднем составлял 12 млрд долл. США, а уже к концу декабря этот объем увеличился на 65%, до 20 млрд долл. США. Обратная ситуация наблюдалась на биржевом рынке валютного репо. Средний объем открытых позиций сократился с начала IV квартала с 15 до 10 млрд долл. США.

Рынок краткосрочных валютных свопов (овернайт) также имел тенденцию к росту в течение IV квартала, что отражает повышенный спрос на валютную ликвидность, связанную с календарным эффектом конца года (рис. 20). В конце декабря объемы на этом рынке заметно выросли по сравнению с началом квартала и составили около 12 млрд долл. США. Основными кредиторами, как и в III квартале, были банки с государственным участием в капитале, в то время как частные банки испытывали повышенную потребность в валюте. Доля нерезидентов на рынке в целом сократилась по сравнению с III кварталом и практически не превышала порог 20% на рынке (рис. 21).

Внебиржевой сегмент валютных инструментов характеризуется большим объемом. Средние объемы открытых позиций по внебиржевому валютному свопу и репо за IV квартал составили 20 и 47 млрд долл. США соответственно. Объемы открытых позиций постепенно сокращались с октября, в итоге с начала октября по конец декабря общий объем этого рынка упал с 71 до 63 млрд долл. США.

На рынке краткосрочных валютных свопов (овернайт) объем открытых позиций заметно меньше, чем на биржевом. В целом среднее значение объема открытой позиции составляло 1,5 млрд долл. США. Основными кредиторами на рынке выступали иностранные банки, которые предоставляли валютную ликвидность для российских банков. Доля иностранных банков плавно увеличивалась с начала III квартала, а в IV квартале она уже составляла 70–80% во внебиржевом сегменте.

В конце IV квартала спред вмененной рублевой ставки по валютным свопам и ставки по МБК со сроком на 1 месяц опустился ниже

Рисунок 22

Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» во внебиржевом сегменте в IV квартале 2017 года (млрд долл. США)

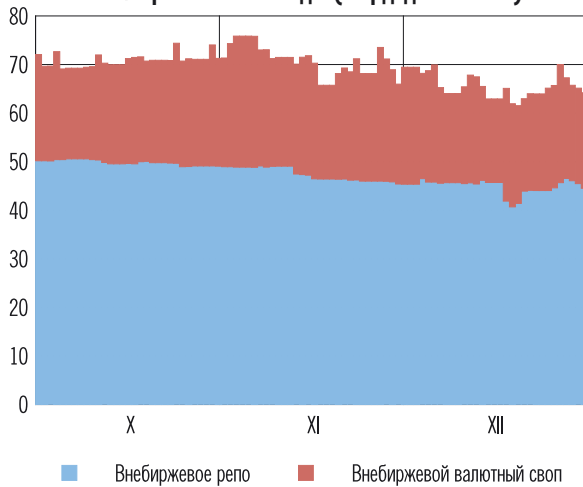


Рисунок 24

Спреды вмененных и депозитных ставок по рублю, евро и йене на срок 1 месяц (IV квартал 2017 года, б.п.)

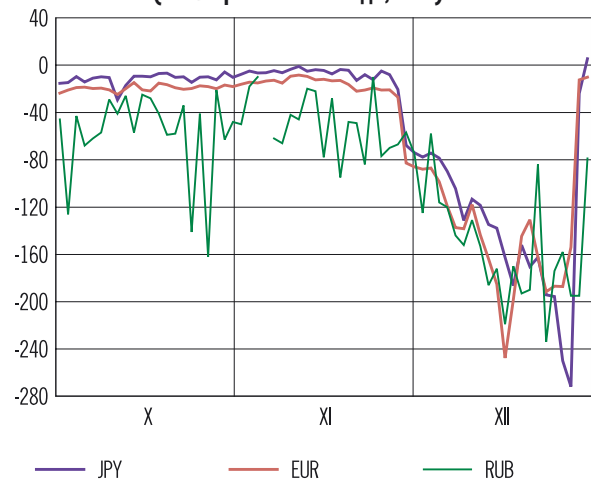


Рисунок 23

Распределение открытых позиций во внебиржевом сегменте валютных свопов овернайт в IV квартале 2017 года (млрд долл. США)

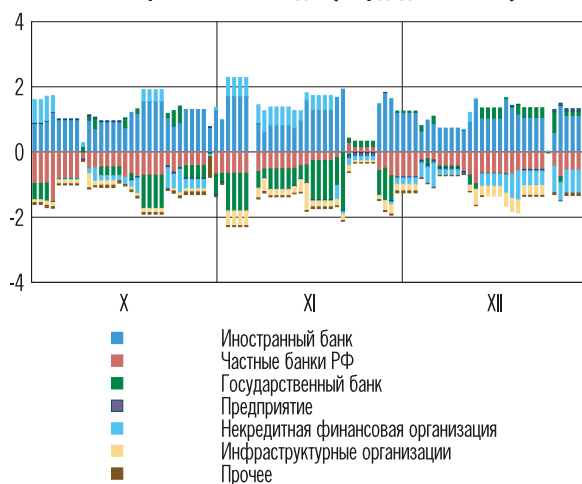
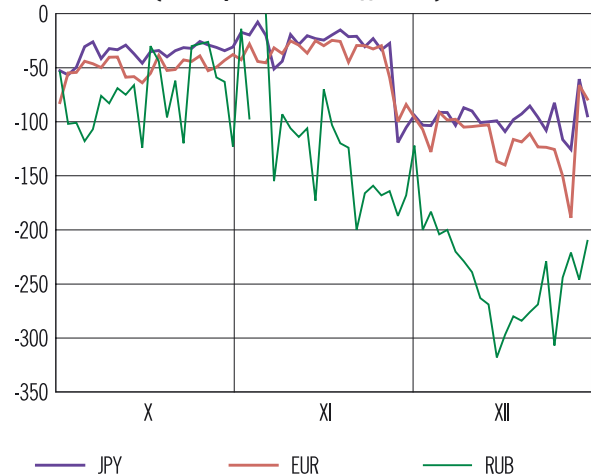


Рисунок 25

Спреды вмененных и депозитных ставок по рублю, евро и йене на срок 1 месяц (IV квартал 2016 года, б.п.)



-250 базисных пунктов. Это в целом отражает сезонное ухудшение ситуации в конце года, но стоит отметить, что аналогичные ситуации наблюдались как на европейском рынке, так и на рынке японской йены. Японский рынок характеризовался падением спреда ниже -250 б.п., но вернулся на нормальный уровень в начале I квартала 2018 года, так же как российский и европейский рынки (рис. 24).

В аналогичном периоде 2016 года рублевый спред опускался значительно ниже спредов по свопам на японском и европейском рынках. Спреды со сроком овернайт в 2017 году также показывали сезонное отклонение, но ситуация

была более благоприятной по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Максимальный спред рублевой ставки МБК и вмененной рублевой ставки на валютных свопах со сроком овернайт составил чуть больше 300 б.п. в конце декабря (рис. 26), в то время как в IV квартале 2016 года аналогичный спред достигал 700 б.п. (рис. 27).

В IV квартале 2017 года оборот по операциям Банка России на валютном денежном рынке увеличился до 9,8 млрд долл. США по сравнению с 5,6 млрд долл. США в III квартале этого же года. Тем не менее этот рост можно назвать сезонным, связанным с окончанием года.

Рисунок 26
Рублевая ставка МБК – Временная рублевая ставка
со сроком овернайт на валютных свопах
(IV квартал 2017 года, б.п.)

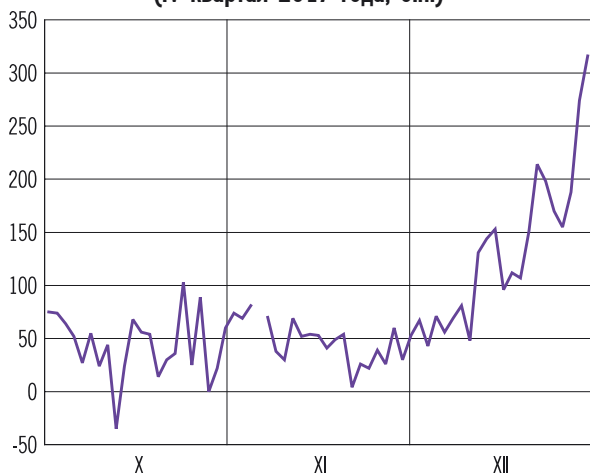


Рисунок 27
Рублевая ставка МБК – Временная рублевая ставка
на валютных свопах
(IV квартал 2016 года, б.п.)

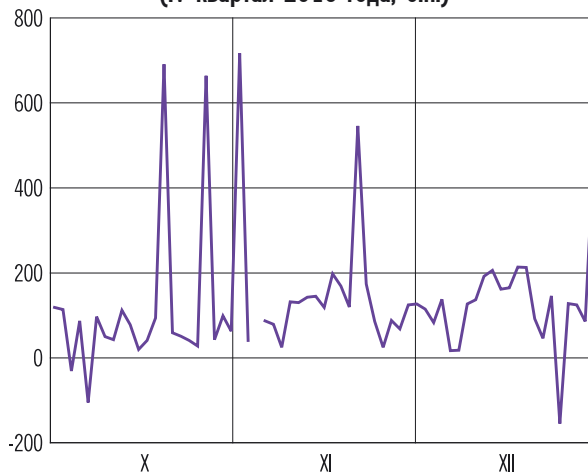


Таблица 2

Операции Банка России по валютному свопу овернайт в IV квартале 2017 года

Дата сделок со сроком расчета «сегодня-завтра»	Объем, млн долл. США	Дата сделок со сроком расчета «завтра-послезавтра»	Объем, млн долл. США
29.12.2017	2490,7		
28.12.2017	2000	28.12.2017	2000
27.12.2017	1000	27.12.2017	2000
12.12.2017	111,8	22.12.2017	1
10.10.2017	266,2		

За последние три рабочих дня декабря объем операций по валютному свопу Банка России составил 9,5 млрд долл. США (табл. 2). Для сравнения: в аналогичный период 2016 года объем валютных операций Банка России со-

ставлял 15 млрд долл. США. Снижение объема операций с Банком России свидетельствует о более благоприятной ситуации с валютной ликвидностью по сравнению с прошлым годом.

Врезка 1**Валютный рынок и волатильность курса рубля**

Важной тенденцией 2017 года является постепенное снижение волатильности курса рубля. В IV квартале средняя волатильность рубля составила 9,5%, в то время как в начале года этот уровень составлял 15%, а еще в начале 2016 года волатильность рубля превышала отметку в 27% (рис. 28).

Средний объем чистых покупок на валютном рынке спот в IV квартале 2017 года составлял 24,5 млрд руб. в день (рис. 29). Основными продавцами валюты являлись банки с государственным участием в капитале, а покупателями – частные банки и Федеральное казначейство. В декабре Федеральное казначейство покупало валюту в среднем по 12 млрд руб. в день, что способствовало достижению баланса спроса и предложения на рынке. Таким образом в конце отчетного периода была достигнута минимальная волатильность рубля за два года, которая составила 8,7%.

Рисунок 28

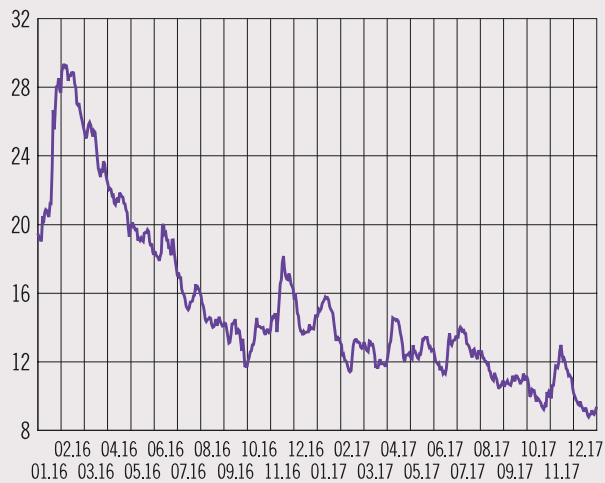
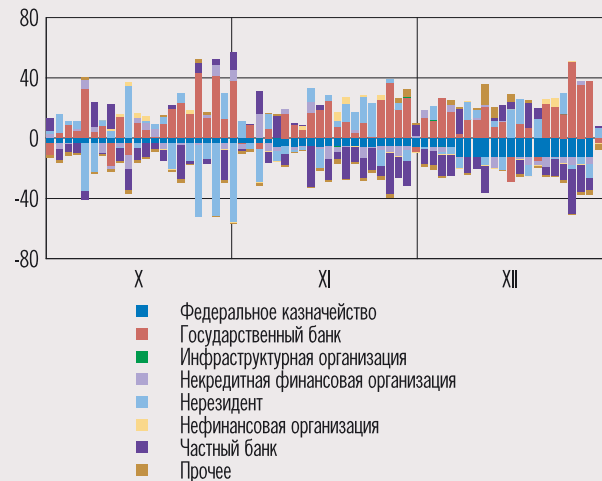
Временная волатильность курса рубля по опционам на срок 1 месяц (%)

Рисунок 29

Покупки и продажи валюты на рынке спот в IV квартале 2017 года в разбивке по участникам (млрд руб.)

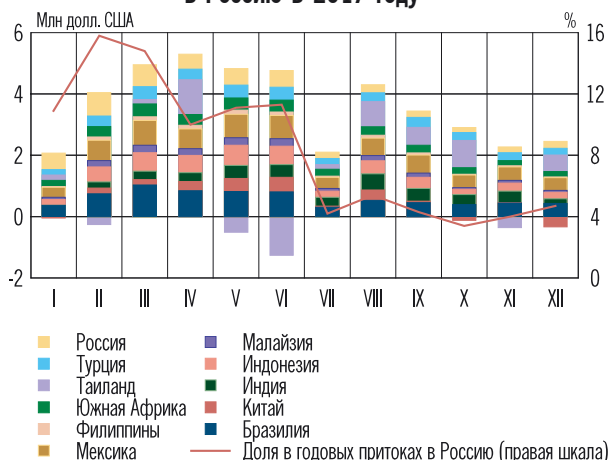
2. РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ

В 2017 году среди иностранных инвесторов в целом сохранялся высокий интерес к российским государственным облигациям (ОФЗ). Повышенный спрос на российские бумаги наблюдался на фоне общей тенденции притоков капитала в страны с формирующимися рынками (ЕМЕ) (рис. 30). Во второй половине 2017 года притоки средств в ЕМЕ уменьшались, в том числе притоки средств в Россию. Уменьшение притоков в Россию также частично было связано с возможностью введения новых санкций в отношении России¹. Однако притоки средств в российские облигации со стороны международных инвесторов продолжались и во второй половине 2017 года, но уже в меньших объемах (26% всех притоков в Россию за год произошло во втором полугодии).

Высокому аппетиту к риску среди инвесторов способствовало сохранение волатильности на глобальных финансовых рынках на исторически низких уровнях (индекс VIX), а также улучшение ситуации на сырьевых рынках, во многом обусловленное продлением договора ОПЕК+ о сокращении объемов добычи нефти.

Рисунок 30

Притоки капитала в облигации стран с развивающимися рынками и доля в годовых притоках в Россию в 2017 году*



* Данные о притоках/оттоках с сайта Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

¹ Законопроект Н. Р. 3364 и затем закон PL 115-44.

Рынок государственного долга

В связи с высоким интересом нерезидентов к ОФЗ в 2017 году была проанализирована динамика и структура спроса на биржевых торгах, а также структура вложений в отдельные ОФЗ. За 2017 год на биржевых торгах больше всего ОФЗ купили² системно значимые кредитные организации: их нетто-покупки составили 38% от всех покупок (рис. 31). Доли в торгах нерезидентов и дочерних иностранных банков³ составили 16 и 20% соответственно (рис. 32). Распределение участников по объему торгов ОФЗ в 2017 году в целом похоже на распределение их нетто-покупок, за исключением большей доли прочих банков и других организаций, с пропорциональным уменьшением доли других участников. Доля российских инвесторов в нетто-покупках и объеме торгов составляет 64 и 69% соответственно, что близко к значениям за 2016 год⁴.

С 1 января по 1 декабря 2017 года СЗКО в целом нарастили объемы вложений в ОФЗ на 101 млрд руб. (рис. 33). Наиболее значимый вклад в увеличение объема вложений в ОФЗ со стороны СЗКО внесли СЗКО, являющиеся дочерними подразделениями иностранных банков (прирост на 98 млрд руб.). Объем вложений остальных СЗКО практически не изменился. При этом в целом рынок ОФЗ вырос на 1107,6 млрд руб., что вместе с данными о доле нетто-покупок показывает тенденцию со стороны СЗКО покупать на биржевых торгах (в основном на аукционах размещения ОФЗ) и продавать на внебиржевых торгах.

В начале октября объемы вложений иностранных инвесторов в ОФЗ были стабильны,

² Здесь и далее по тексту приводятся цифры по нетто-покупкам или нетто-продажам участников торгов.

³ Системно значимые кредитные организации, являющиеся дочерними иностранными банками, не попадали в данную категорию, так как их модель покупок ОФЗ более похожа на другие СЗКО, чем на дочерние иностранные банки.

⁴ Соответствующие оценки давались в Обзоре рисков финансового рынка за I квартал 2017 года.

Рисунок 31

Доли нетто-покупок ОФЗ
по типам участников в 2017 году (%)

Рисунок 33

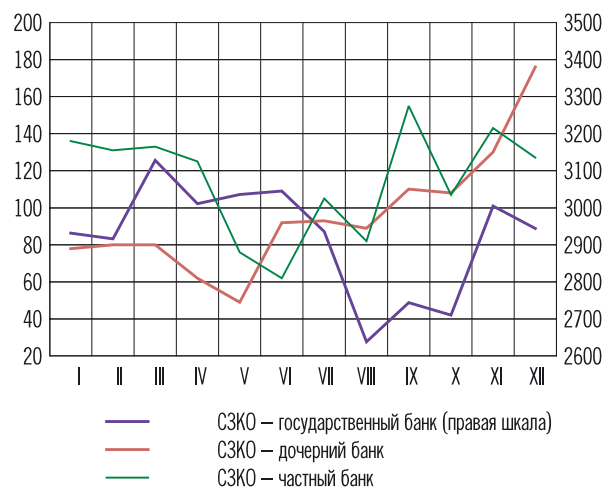
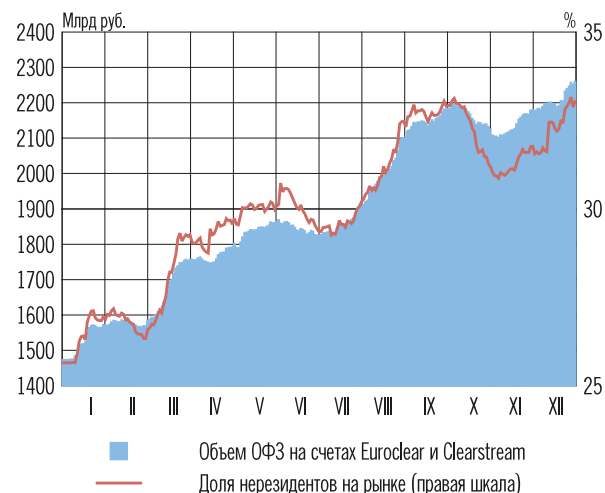
Динамика объема вложений
СЗКО в ОФЗ в 2017 году (млрд руб.)

Рисунок 32

Доля торгов ОФЗ
по типам участников в 2017 году (%)

Рисунок 34

Динамика объема вложений нерезидентов
в ОФЗ и их доля во вложениях в 2017 году

однако со второй половины октября началось снижение. В итоге доля вложений нерезидентов в ОФЗ снизилась с 33,2% на середину октября до 30,9% на середину ноября 2017 года (рис. 34)⁵. Снижение иностранных инвестиций в российские государственные облигации происходило на фоне общей тенденции сокращения притоков капитала в ЕМЕ из-за снижения риск-аппетита среди глобальных инвесторов в условиях роста ожиданий ужесточения денежно-кредитной политики ведущими центральными банками.

Со второй половины ноября вложения иностранных инвесторов в ОФЗ возобновили рост, доля выросла на 1,4 п.п., до 32,3% на конец 2017 года. Усиление интереса инвесторов к российскому рынку госдолга происходило на фоне сохранения высокой устойчивости курса рубля к доллару США (в отличие от других ЕМЕ). Так, например, вмененная волатильность опционов at-the-money на курс USD/RUB сроком один месяц за рассматриваемый период снизилась с 13 до 9%, что является минимальным значением в 2017 году. Снижение волатильности в 2018

⁵ Объемы вложений рассчитаны как объем ОФЗ на счетах в иностранных депозитариях по информации от НРД.

Врезка 2

Использование облигаций федерального займа СЗКО в целях управления риском ликвидности

Облигации федерального займа (ОФЗ) составляют наибольший объем в высоколиквидных активах (ВЛА), включаемых в расчет норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). НКЛ разрабатывался в соответствии с документами Базельского комитета по банковскому надзору¹ и был введен 1 января 2016 года на минимально допустимом числовом значении для СЗКО в размере 70% с последующим ежегодным повышением на 10 п.п. до достижения значения 100% с 1 января 2019 года.

СЗКО могут использовать два способа для увеличения НКЛ: наращивание объема ВЛА² или использование безотзывных кредитных линий (БКЛ)³. Наращивание объема ОФЗ являлось наиболее распространенным для СЗКО способом увеличения объема ВЛА.

По состоянию на 01.12.2017 всего три банка включали БКЛ в расчет норматива на общую сумму 399 млрд руб. из общего объема кредитной линии на 977 млрд руб. (табл. 3). У банков с участием государства в капитале за рассматриваемый период произошло снижение объема БКЛ на сумму 90 млрд руб., у частных банков – увеличение на 55 млрд рублей. В целом по всем СЗКО происходит снижение объема государственных долговых инструментов РФ: с 01.06.2017 по 01.12.2017 – на 196 млрд рублей.

Таблица 3

Статистика использования СЗКО БКЛ и ОФЗ при расчете НКЛ (млрд руб.)

Группы банков среди СЗКО		Банки с участием государства в капитале	Частные банки	Дочерние иностранные банки
Объем БКЛ, учтенный в ВЛА на 01.12.2017		344	55	0
Объем гос. облигаций, учтенный в ВЛА на 01.12.2017	ОФЗ	1535	241	176
	Еврооблигации, в рублях	357	158	73
Прирост объема БКЛ с 01.06.2017 по 01.12.2017		-90	55	0
Прирост объема ОФЗ, учтенных в ВЛА, с 01.06.2017 по 01.12.2017 (в рублях + еврооблигации)		-221	-37	62
Доля ОФЗ в общем портфеле ценных бумаг банка, %	01.06.2017	34,4	29,0	56,0
	01.12.2017	31,4	24,7	68,0

Таблица 4

Изменение НКЛ СЗКО с 01.06.2017 по 01.12.2017

Группы банков среди СЗКО	НКЛ, %		Изменение НКЛ, п.п.
	01.01.2017	01.12.2017	
Банки, в акционерном капитале которых преобладает Правительство Российской Федерации или Банк России	104	92	-12
Банки, в акционерном капитале которых преобладают частные акционеры	97	101	4
Банки, в акционерном капитале которых преобладают международные (иностраные) банки	151	109	-42

¹ «Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools (January 2013)», «Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision (September 2008)».

² В том числе наращивание ВЛА банковских групп (кредитной организации), номинированных в отдельных иностранных валютах, в части, превышающей чистой ожидаемый отток денежных средств в той же иностранной валюте.

³ Положение Банка России от 3 декабря 2015 года № 510-П «О порядке расчета норматива краткосрочной ликвидности («Базель III») системно значимыми кредитными организациями».

ОФЗ при расчете НКЛ входят в группу активов первого уровня (ВЛА-1) и учитываются с наименьшим дисконтом к справедливой (рыночной) стоимости, равным нулю⁴. В данную группу также входят денежные средства (наличная валюта, чеки и другие), средства в Банке России и уполномоченных органах других стран (в части ограниченного перечня размещенных средств) и другие долговые ценные бумаги, выпущенные правительствами, центральными банками с высоким уровнем кредитного качества (подробнее – в Положении Банка России №510-П).

В целом по СЗКО наблюдается смешанная динамика показателя НКЛ за рассматриваемый период (табл. 4). Банки с государственным участием и дочерние иностранные банки демонстрировали снижение показателя НКЛ на 12 и 42 п.п. соответственно, тогда как частные банки – повышение НКЛ на 4 процентных пункта.

Таким образом, в 2017 году СЗКО продолжают использовать безотзывные кредитные линии Банка России (БКЛ) для выполнения норматива краткосрочной ликвидности (НКЛ). В случае чрезмерного использования БКЛ для выполнения НКЛ Банк России может рассмотреть вопрос о повышении платы за БКЛ в будущем.

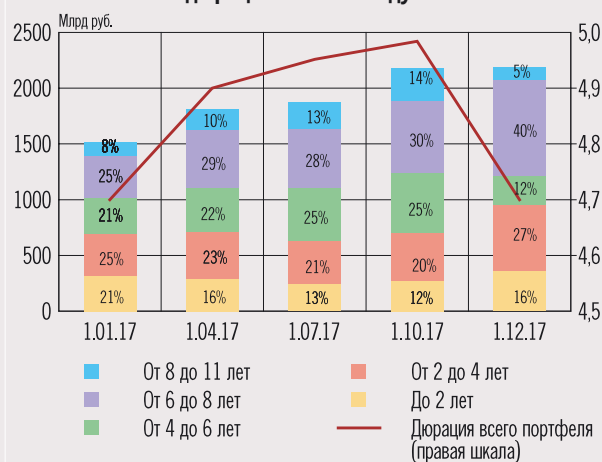
⁴ Положение Банка России от 30.05.2014 № 421-П «О порядке расчета показателя краткосрочной ликвидности («Базель III»)».

Врезка 3

Риски концентрации нерезидентов в отдельных выпусках ОФЗ

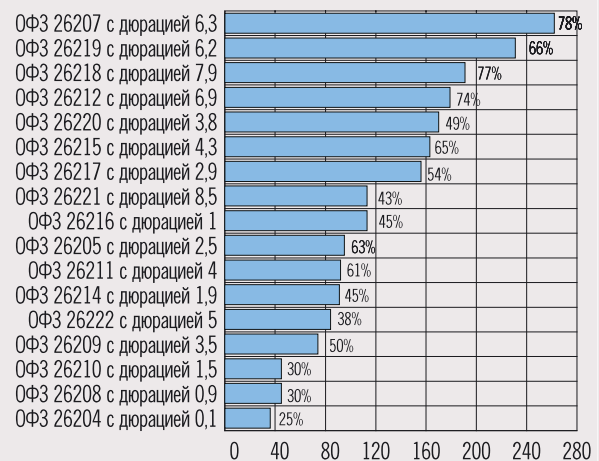
Вложения нерезидентов в ОФЗ в период с 1 января по 1 декабря 2017 года выросли на 665 млрд руб., до 2182 млрд рублей. Средняя дюрация портфеля нерезидентов росла в течение первых трех кварталов, однако к 1 декабря 2017 года она вернулась на уровень начала 2017 года (около 4,7 лет). Структура портфеля ОФЗ у нерезидентов в разбивке по дюрациям изменилась: произошел рост вложений в ОФЗ с дюрацией от шести до восьми и от двух до четырех лет. Указанные структурные изменения лишь частично связаны с пе-

Рисунок 35
Распределение вложений в ОФЗ со стороны нерезидентов по интервалам дюраций в 2017 году*



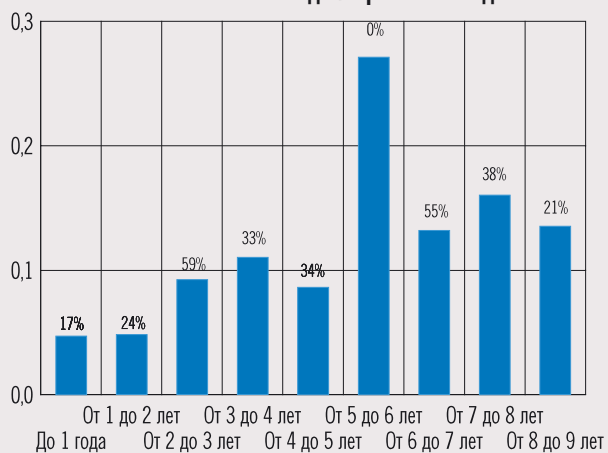
* Данные по форме отчетности 0409711.

Рисунок 36
Объем вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля в разрезе отдельных ценных бумаг в 2017 году*



* На графике указаны ОФЗ с долей нерезидентов больше 10% и объемом вложений больше 16 млрд рублей.

Рисунок 37
Средний bid-ask спред цен ОФЗ* за IV квартал и доли нерезидентов в соответствующих дюрациях по состоянию на 1 декабря 2017 года



* Данные по bid-ask спредам по всем ОФЗ-ПД.

¹ Ценовые спреды на ОФЗ-ПД существенно ниже, чем на ОФЗ-АД. Соответствующий анализ был проведен в Обзоре рисков финансовых рынков за III квартал 2017 года.

реходом части ОФЗ из интервалов с более долгой дюрацией в интервалы с меньшей дюрацией.

Наибольший объем вложений нерезидентов приходится на ОФЗ 26207, 26219 и 26218 с долей нерезидентов в данных выпусках в среднем 73%.

Связь между bid-ask спредами цен на ОФЗ-ПД¹ и распределением вложений нерезидентов в бумаги с разной дюрацией в IV квартале 2017 года не прослеживается. Для бумаг с наибольшей долей вложений нерезидентов (бумаги с дюрацией от 2 до 3 лет и от 6 до 7 лет) bid-ask спред находится на схожих уровнях с ближайшими по дюрациям ОФЗ. Есть тенденция к увеличению bid-ask спреда с увеличением дюрации облигации, кроме облигаций с дюрацией от 5 до 6 лет, что может быть связано с меньшей ликвидностью отдельных ОФЗ в данной категории.

Рисунок 38
Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов в 2017 году*



* Коэффициент прироста рассчитывается как отношение единицы плюс относительный прирост вложений нерезидентов к единице плюс относительный прирост рынка ОФЗ.

году продолжилось, вмененная волатильность указанных опционов снизилась до 8,3 п.п., что является минимальным значением с 2014 года⁶. Позитивным фактором также являлось принятие решения о продлении соглашения ОПЕК+ до конца 2018 года.

В целом прирост объема вложений нерезидентов за IV квартал был относительно небольшим и составил всего 41 млрд руб. (рис. 38).

⁶ Более детальное описание – во врезке 1 «Валютный рынок и волатильность курса рубля».

Рисунок 39
Динамика доли вложений нерезидентов в ОФЗ (данные НРД) и спред доходностей* (%)

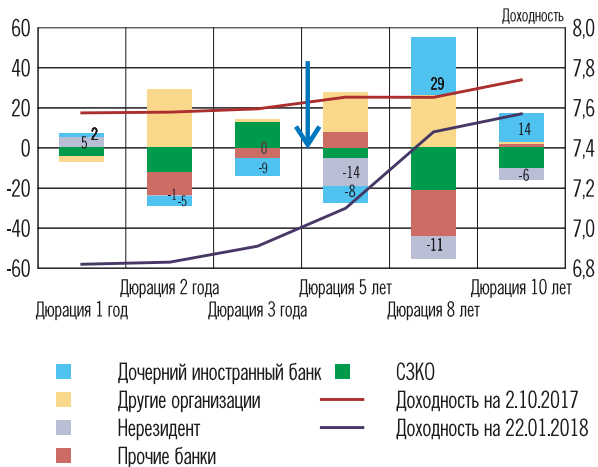


* Желтые линии показывают дату снижения ключевой ставки Банком России.

Стоит отметить, что почти весь прирост вложений в IV квартале пришелся на декабрь и происходил на сужающемся рынке: объем погашений в декабре составил 200 млрд руб. или 40% всех погашений за 2017 год. В январе 2018 года рост вложений нерезидентов ускорился и в целом за месяц прирост составил 45 млрд рублей.

На протяжении всего IV квартала происходило снижение доходностей ОФЗ по всем срокам до погашения. При этом кривая доходностей приобрела положительный («нормальный»)

Рисунок 40
Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности* (млрд руб.)



* Кривые доходности указаны по правой шкале в %, подписи на столбцах – для нерезидентов и дочерних банков.

наклон к концу квартала, тогда как в начале квартала она была близка к горизонтальной линии. Повышение наклона кривой происходило за счет снижения краткосрочных и среднесрочных ставок, что является отражением тенденции к снижению инфляционных ожиданий в 2017 году.

За IV квартал нерезиденты продали ОФЗ на вторичном биржевом рынке в объеме 26 млрд руб. и на первичном рынке купили ОФЗ на сумму 40 млрд руб. (рис. 40, 41). Если добавить к нерезидентам дочерние иностранные банки, то объемы продаж на вторичном рынке составят 4 млрд руб., а объемы покупок на первичном рынке – 99 млрд рублей. Наибольший

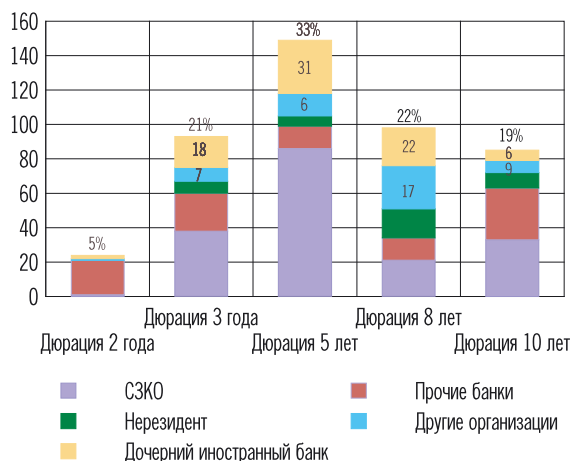
объем торгов на вторичном рынке пришелся на ОФЗ с дюрацией 5 лет и 8 лет (43 и 30% соответственно). Схожая ситуация наблюдалась на первичных размещениях ОФЗ, где наибольшие объемы выпуска составляли ОФЗ с дюрацией 5 и 8 лет. За данный период больше всего снизились доходности ОФЗ с дюрацией от 1 до 3 лет.

Ситуация на рынке корпоративных облигаций и акций

На вторичных биржевых торгах корпоративных облигаций динамика покупок нерезидентов была схожа с динамикой их операций на рынке ОФЗ: в октябре и ноябре нерезиденты продавали корпоративные облигации, в декабре купили небольшой объем (рис. 42). В целом за IV квартал нерезиденты уменьшили вложения в корпоративные облигации на 31 млрд рублей. Следует обратить внимание, что за неполный январь 2018 года (с 1 по 22) дочерние иностранные банки продали корпоративных облигаций на 15 млрд руб., что является наибольшим результатом за месяц с начала 2017 года.

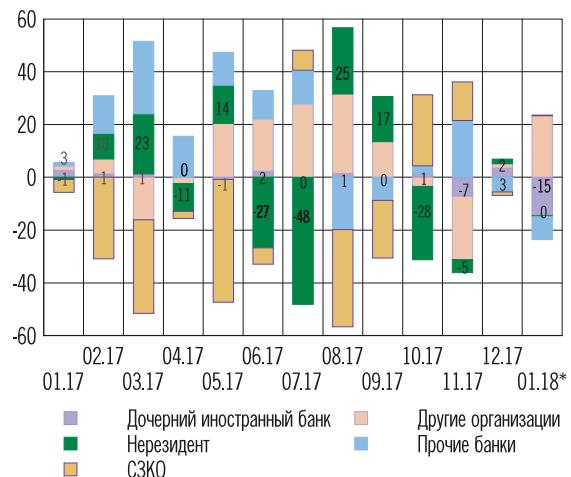
На вторичном биржевом рынке акций динамика покупок нерезидентов в IV квартале 2017 года противоположна динамике их операций на рынке ОФЗ и на рынке корпоративных облигаций (рис. 43). Большую часть 2017 года увеличение вложений иностранных инвесторов в акции сопровождается падением вложений в долговые инструменты и наоборот.

Рисунок 41
Покупки участников на аукционах ОФЗ с 01.10.2017 по 22.01.2018* (млрд руб.)



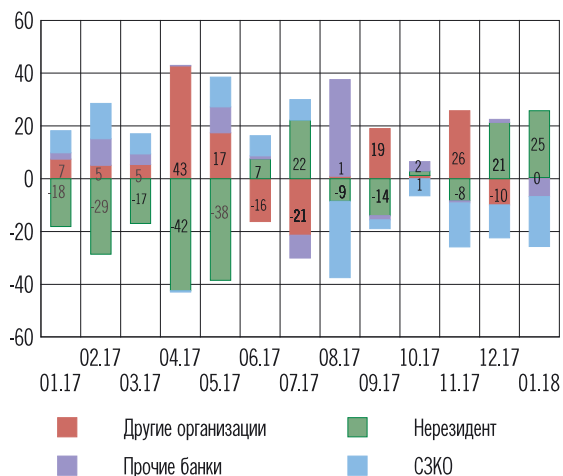
* Проценты над столбцами показывают долю ОФЗ с определенной дюрацией в сумме размещений за период.

Рисунок 42
Торги корпоративными облигациями на вторичном биржевом рынке (млрд руб.)



* Данные по покупкам и продажам в январе 2018 года – за период с 1 по 22 января.

Рисунок 43
Торги акциями на вторичном биржевом рынке*
(млрд руб.)



* Данные по покупкам и продажам в январе 2018 года – за период с 1 по 22 января.

Увеличение инвестиций в акции российских компаний со стороны нерезидентов в конце декабря и в январе может частично объясняться общей тенденцией к притоку инвестиций в акции стран EME. В итоге произошел рост индекса Московской биржи (ранее Индекс ММВБ) – до 2326 пунктов 25 января 2018 года, что является максимальным уровнем за всю историю расчета индекса.

Локальные инвесторы сохраняют стабильно высокий объем биржевых торгов на корпоративном рынке, где их доля составляет около 90%. На биржевом рынке акций доля иностранных инвесторов исторически сложилась на относительно высоких уровнях, но ее значение остается стабильным в интервале между 45 и 50%.

Врезка 4

Влияние на финансовый рынок европейских регулятивных требований (MiFID II/MIFIR)

3 января 2018 года вступили в силу Вторая директива и Положение Европейского парламента и Совета ЕС «О рынках финансовых инструментов» (MiFID II/MIFIR). Документы содержат доработанные с учетом современных реалий требования Директивы MiFID – основного документа, регламентирующего деятельность финансовых рынков Европейского союза с 2007 года. Решение о проведении реформы, направленной на поддержание высокой степени защиты инвесторов и целостности регулируемого рынка, было обусловлено появлением пробелов в законодательной базе, сформировавшихся в результате увеличения масштаба биржевой торговли, развития технологий и усложнения финансовых продуктов. Ожидается, что принятые меры по увеличению прозрачности и стабильности финансовых рынков будут способствовать повышению эффективности финансовой системы ЕС.

Директива MiFID II регламентирует деятельность европейских предприятий, бизнес-процессы которых связаны с осуществлением профессиональной инвестиционной деятельности или оказанием инвестиционных услуг, и компаний из стран, не входящих в состав ЕС, осуществляющих инвестиционную деятельность путем учреждения филиала в ЕС. При этом последствия трансформации европейских финансовых рынков будут иметь глобальный характер.

В соответствии с новым законом, для доступа к работе на европейских торговых площадках юридические лица, вне зависимости от резидентства, обязаны получить международный код идентификации LEI (Legal Entity Identifier). Для выполнения требования введен шестимесячный период перехода.

Возможным требованием к организации, не являющейся резидентом ЕС, при получении права на предоставление инвестиционных услуг на территории ЕС может стать необходимость регистрации филиала в одном из государств – членов ЕС. Надзорные органы наделены полномочиями по применению санкций в отношении компаний, нарушивших требования. При обнаружении нарушений разрешение может быть отозвано.

Кроме того, услуги по предоставлению аналитических отчетов становятся отдельным продуктом, их стоимость больше не может включаться в стоимость комиссионных сборов за проведение торговых операций. Ограничение распространяется не только на глубокие исследования рынка, но и на традиционные утренние обзоры текущих экономических новостей. Эта мера призвана сделать более прозрачными расходы инвесто-

ров на аналитику. Негативным последствием нововведения стало сокращение инвестиционными фондами расходов на аналитику и увеличение риска монополизации отрасли по предоставлению аналитических услуг.

Введены требования к компаниям по предоставлению предторговой и постторговой информации о сделках в режиме реального времени. Отчеты компаний об информации о всех осуществляемых операциях и разговорах с клиентом должны быть сформированы с помощью специальной системы APA (Approved Publication Arrangements). Все торговые платформы (национальные биржи, многосторонние торговые системы и организованные торговые системы) обязаны регулярно предоставлять отчетность о ценах и объемах спроса. А для увеличения защиты инвесторов компании будут обязаны сообщать клиентам о каждом 10%-ном падении стоимости их портфеля. Однако существует мнение, что эта мера способна увеличить волатильность рынка.

Если акция торгуется как внутри ЕС, так и на зарубежных биржах, то европейские инвестиционные компании имеют право на осуществление сделок лишь в ЕС или на рынках, признанных эквивалентными регулируемому. Рынок может быть признан эквивалентным регулируемому при условии соблюдения требований, указанных в директиве. Ценные бумаги, торгуемые на одном регулируемом рынке, допускаются к торговле на всех других регулируемых рынках. В настоящее время в качестве эквивалентных регулируемому рынку признаны торговые площадки Австралии, Гонконга, США и Швейцарии.

Это положение способствует возникновению риска необходимости совершения операций на более прозрачном, но менее ликвидном рынке. Для решения этой проблемы в качестве одной из задач директивы Европейского союза MiFID II является перевод значительного объема торговых операций на регулируемые рынки. Трансформация рынка ценных бумаг, заключающаяся в увеличении объема биржевых операций, будет обеспечена благодаря сокращению внебиржевых оборотов и масштабному перетоку торговли облигациями и деривативами на электронные и другие торговые площадки. Сократить объемы нерегулируемой торговли планируется путем введения лимитов на объемы торговли с использованием темных пулов (Double Volume Cap on dark pool trading): максимальный объем сделок, допускаемых к заключению в течение года без предварительного информирования общественности об их параметрах, по всем биржам будет составлять 8% от общего объема выпуска и 4% в случае их заключения на единственной бирже¹.

В связи с этим ожидается рост популярности системных интернализаторов (SI), позволяющих выполнять непосредственные приказы клиентов. Категория системных интернализаторов была создана для установления ограничений и правил для нерегулируемой торговли в рамках MiFID, однако ранее практически не использовалась. Для выполнения запросов SI смогут использовать собственный капитал и создавать запас активов. В роли SI выступают банки и алгоритмические трейдеры. Кроме этого, SI позволят инвесторам сократить расходы на выполнение новых требований (эта функция возлагается на оператора). Отмечается, что привлекательность SI может осложнить задачу сокращения объемов внебиржевой торговли.

MiFID II уделяет особое внимание фьючерсам на сырьевые активы и квотам на вредные выбросы, под контроль попадает и энергетическая отрасль. В частности, для сокращения возможностей арбитража были установлены лимиты по открытым позициям на товарные деривативы.

Несмотря на рост издержек у участников рынка, обусловленный необходимостью приспособления к новым требованиям, ожидается, что в долгосрочной перспективе вступление в силу Второй директивы позволит увеличить долю биржевой торговли Европейского рынка, повысить его прозрачность и привлекательность для инвесторов, желающих работать на стабильном рынке.

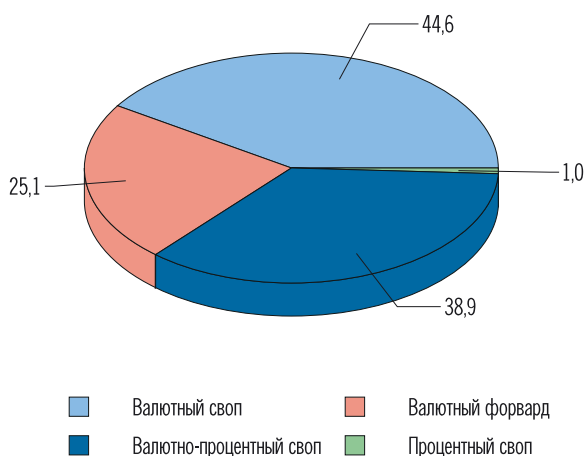
¹ Ввиду отсутствия у ESMA полной статистической информации о сделках срок вступления в силу требования по ограничению объемов торговли с использованием темных пулов перенесен на март 2018 года.

3. РЫНОК ВНЕБИРЖЕВЫХ ДЕРИВАТИВОВ

В 2017 году на рынке внебиржевых деривативов (валютный своп, валютный форвард, валютно-процентный своп, процентный своп) был отмечен рост всех его сегментов. Согласно данным СРО НФА, объем торгов по инструменту FX swap увеличился в 2,66 раза, по инструменту Interest rate swap и Overnight indexed swap торги возросли в 5,29 раза по сравнению с 2016 годом. Однако из-за сохранения некоторой не-

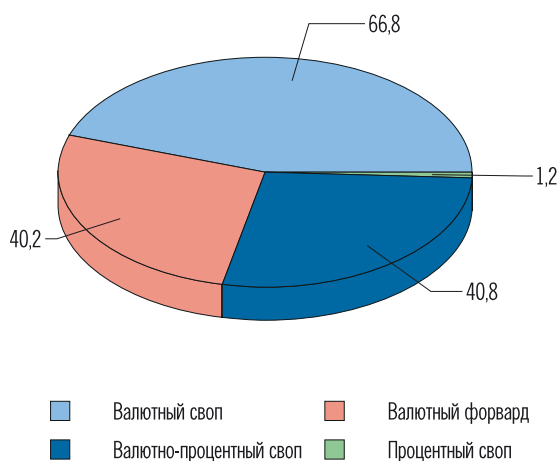
определенности на рынке нефти отмечается преобладание на рынке деривативов коротких контрактов, в среднем до 1 года. Заметнее увеличился рынок внебиржевых валютных ПФИ – форвардов и свопов, что свидетельствует об общем интересе к валютным деривативам, как к инструменту хеджирования валютного риска, так и к инструменту снижения стоимости фондирования.

Рисунок 44
Величина открытых позиций по четырем внебиржевым ПФИ на 01.12.2016 (млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Рисунок 45
Величина открытых позиций по четырем внебиржевым ПФИ на 01.12.2017 (млрд долл. США)



Источник: НКО АО НРД.

Валютные деривативы

Валютные деривативы традиционно являются достаточно востребованными на российском рынке ПФИ. За первую половину 2017 года рынок внебиржевых валютных свопов заметно вырос, во второй половине прошлого года величина открытых позиций на пару рубль/доллар США колебалась в диапазоне 40 млрд долл. США. Рынок свопов на пару доллар США/евро вел себя разнонаправленно, восстановившись к концу года до июньских показателей в 20 млрд долл. США. Изменения открытых позиций других валютных пар, в том числе евро/рубль, являлись незначительными и в IV квартале находились на отметке ниже 8 млрд долл. США.

Рынок валютных свопов рассматривается участниками рынка в первую очередь как инструмент получения валютной ликвидности на короткий срок. Данный тренд имел место на протяжении всего 2017 года, поэтому можно ожидать его продолжения и в 2018 году.

Сегмент рынка среднесрочных валютных свопов значительно вырос в течение 2017 года – с 15 до 35 млрд долл. США. Данный рост может быть вызван прекращением операций валютного репо с Банком России, а также сохраняющимся спросом на валюту со стороны организаций, имеющих внешние обязательства, номинированные в долларах США. С начала сентября по начало ноября сумма открытых позиций по среднесрочному валютному свопу (от 1 месяца до 1 года) была выше, чем открытая позиция по краткосрочным (меньше

Рисунок 46
Величина открытых позиций по операциям «валютный своп» с различными базовыми валютными парами за 2017 год (млрд долл. США)

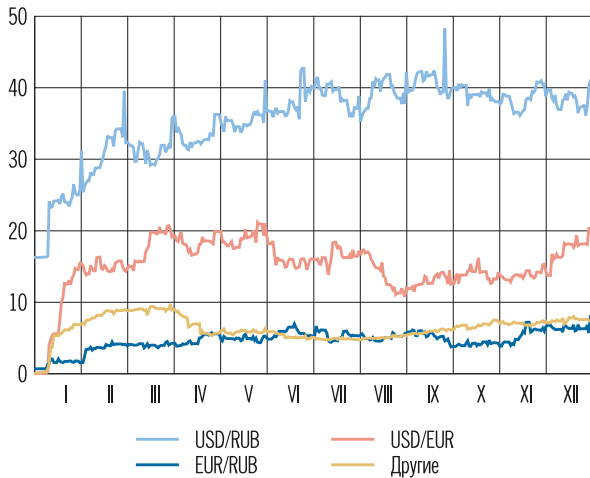


Рисунок 47
Величина открытых позиций по операциям «валютный своп» с различными срочностями за 2017 год (млрд долл. США)

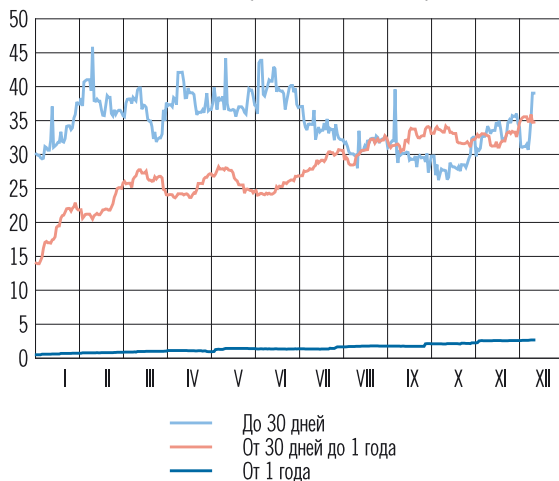
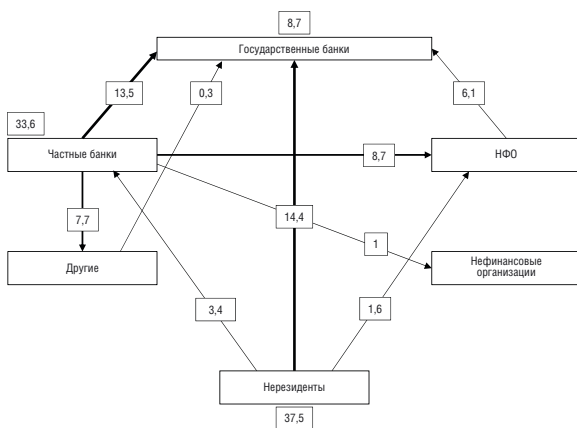


Рисунок 48
Схема торгов по инструменту «валютный своп» в 2017 году (трлн руб.)*



1 месяца) свопам (валютные свопы типа «овер-найт» рассмотрены подробнее в разделе «Денежный валютный рынок» настоящего обзора).

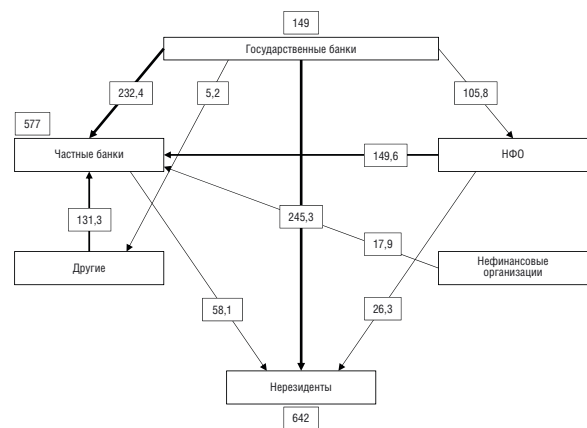
Динамика среднесрочных свопов была восходящей весь год, в то время как краткосрочные валютные внебиржевые свопы стали менее популярными начиная с середины 2017 года.

Наиболее активно валютными свопами пользовались государственные банки, привлекая рубли от нерезидентов и частных банков и размещая доллары. Государственные банки обслуживают валютные операции нефинансовых компаний и имеют возможность размещать валюту на внутреннем рынке при помощи свопов. НФО также проводили значительные операции, привлекая доллары от государственных банков и выдавая их частным банкам и нерезидентам.

Рынок валютных форвардов был также активен в 2017 году и в частности в IV квартале: преимущественно он состоит из форвардов на валютную пару доллар США/рубли, о чем свидетельствует динамика открытых позиций в течение года (рис. 50). Открытые позиции на другие валютные пары оставались в пределах 1 млрд долл. США.

В течение 2017 года сделки валютного форварда заключались практически каждый день. Среднедневной объем на протяжении первых трех кварталов составил 1,45 млрд долл. США, однако в IV квартале он оказался выше, чем в другие периоды года, и достиг 2,46 млрд долл. США.

Рисунок 49
Схема торгов по инструменту «валютный своп» в 2017 году (млрд долл. США)*



* Здесь и далее толщина стрелки показывает величину чистого потока денежных средств в указанной валюте. Зачастую сделки ПФИ не подразумевают обмена номиналами, однако объем сделок с ПФИ вычисляется как сумма номинальных значений контрактов.

Рисунок 50

Величина открытых позиций по операциям «валютный форвард» с различными базовыми валютными парами за 2017 год (млрд долл. США)

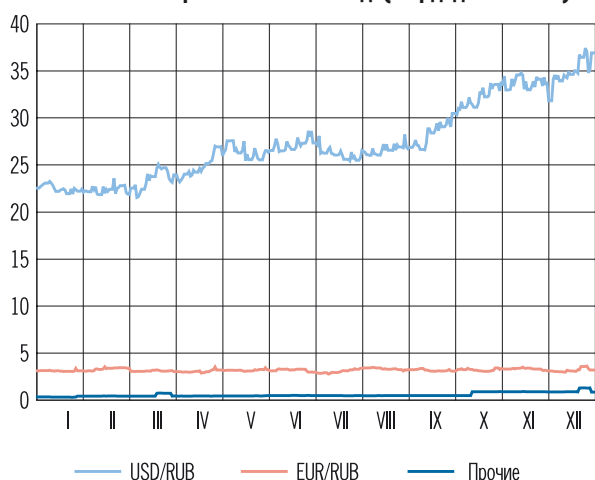


Рисунок 51

Величина открытых позиций по операциям «валютный форвард» с различными срочностями за 2017 год (млрд долл. США)

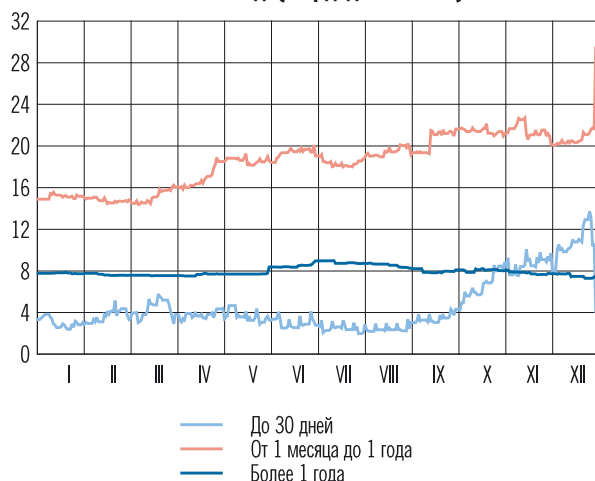


Рисунок 52

Динамика заключения форвардных контрактов в 2017 году (млрд долл. США)

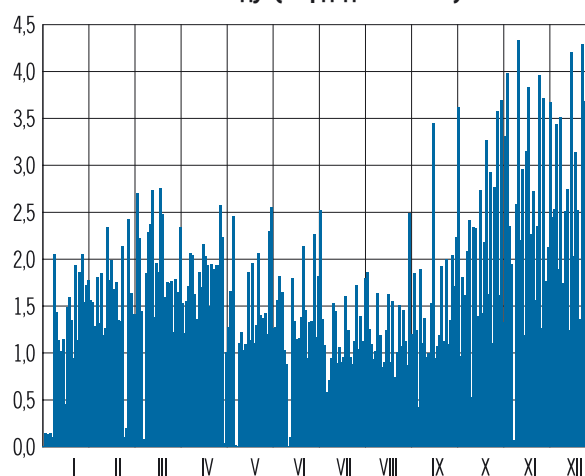


Рисунок 53

Динамика исполнения форвардных контрактов в 2018 году (млрд долл. США)

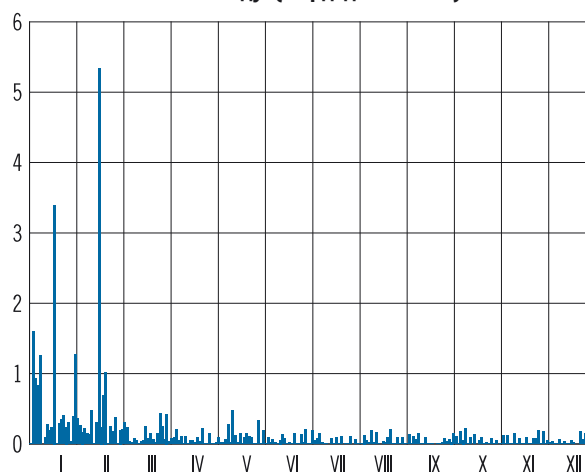
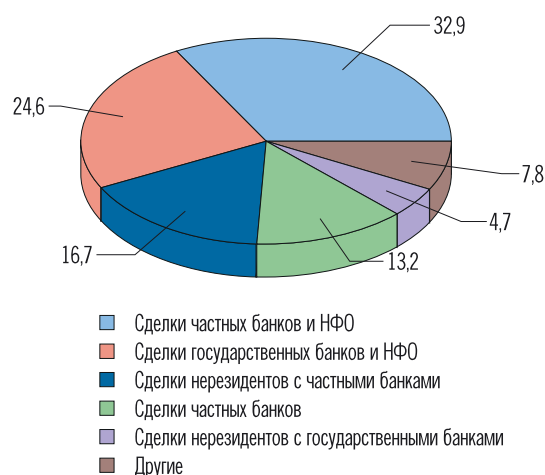


Рисунок 54

Распределение сделок «валютный форвард» между участниками в 2017 году (%)

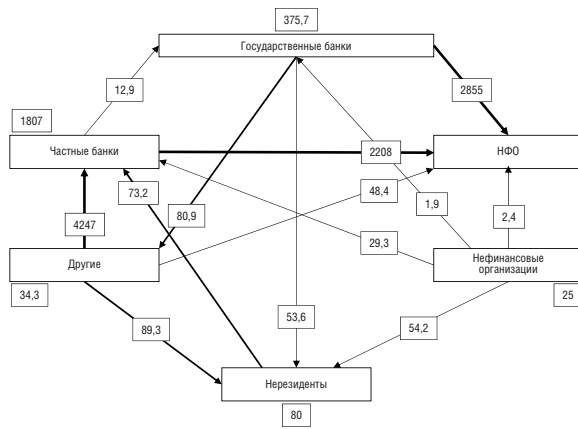


Это произошло за счет более активного заключения краткосрочных и среднесрочных контрактов. Крупное исполнение форвардов должно произойти в I квартале 2018 года, сумма исполнения составит 25,6 млрд долл. США. Однако для данного сегмента внебиржевых валютных ПФИ характерна реструктуризация контрактов и их досрочное погашение, поэтому больших последствий для рынка ожидать не следует.

Более 30% российского рынка валютного форварда приходится на сделки между частными банками (чаще всего из топ-10 по активам российской банковской системы) и некредитными финансовыми организациями (например, брокерами). Четверть рынка (25%) составля-

Рисунок 55

Схема торгов по инструменту «валютный форвард» в 2017 году (млрд руб.)



ют сделки между государственными банками и НФО, где государственные банки также занимают место в топ-10.

Форвард, как основной инструмент хеджирования валютного риска, широко использовался в операциях между НФО, государственными и частными банками: государственные и частные банки приобретали валюту у НФО, в основном по коротким форвардам, до полугода.

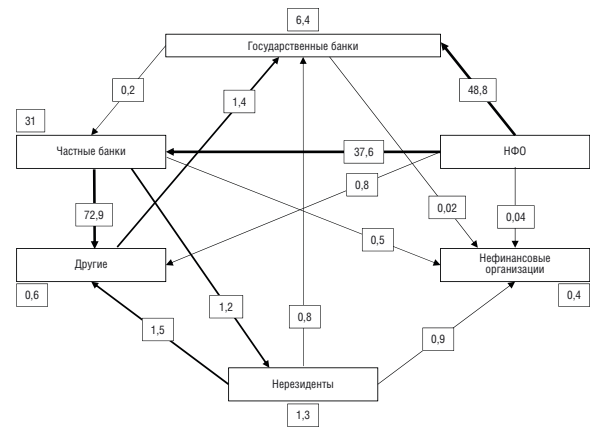
Процентные деривативы

Российский рынок внебиржевых процентных деривативов в 2017 году, и в частности в IV квартале, показал рост, несмотря на судебные споры между крупными кредитными организациями и нефинансовыми компаниями (см. ОРФР за III квартал). Данный факт позволяет говорить о высокой потребности участников рынка в хеджировании рисков в будущем, и есть основания ожидать развития данной тенденции в 2018 году.

Как упоминалось в Обзоре рисков финансовых рынков за III квартал 2017 года, российский рынок внебиржевых деривативов достаточно консолидированный: закрытие некоторых сделок значительно меняет величину открытых позиций. Так, 1 декабря 2017 года закрылась сделка на рынке инструмента «валютно-процентный своп» типа fixed-float внутри крупной российской банковской группы (рис. 58), что привело к резкому уменьшению совокупной рыночной открытой позиции на 3,39 млрд долл.

Рисунок 56

Схема торгов по инструменту «валютный форвард» в 2017 году (млрд долл. США)



США. По другим двум видам валютно-процентного свопа (fixed-fixed, float-float) рыночная открытая позиция достигла к концу года среднего значения в 7 млрд долл. США.

Внебиржевой дериватив «валютно-процентный своп» самый активный среди торгуемых свопов. Согласно информации репозитория НКО АО НРД, крупнейшими валютными кредиторами являются государственные банки. Их среднегодовая чистая валютная позиция на валютно-процентном свопе составила 8,2 млрд долл. США (рис. 60). Затем следуют предприятия нефинансового сектора. Предприятия нефтегазовой, горнодобывающей и химической промышленности (среднегодовая открытая позиция – приблизительно 4,8 млрд долл. США) являются крупными валютными кредиторами на данном рынке в силу специфики бизнеса – получая валютную выручку и имея рублевые операционные издержки, компании конвертируют валюту в российский рубль посредством рынка деривативов. Предприятия торговли из реального сектора являются валютными заемщиками (среднегодовая открытая позиция составила приблизительно 1 млрд долл. США).

В 2017 году торги активнее всего проходили между нерезидентами, в том числе дочерними иностранными банками, – они заключили контракты «валютно-процентный своп» на 11,5 млрд долл. США. Затем идут сделки между государственными банками и нерезидентами на сумму 4,4 млрд долл. США.

Рисунок 57

Динамика открытых позиций на рынке «валютно-процентный своп» в 2017 году (млрд долл. США)

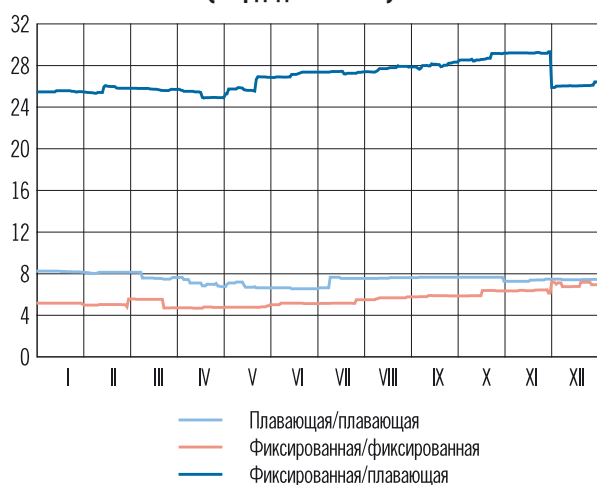


Рисунок 58

Динамика открытых позиций на рынке «процентный своп» в 2017 году (млрд долл. США)

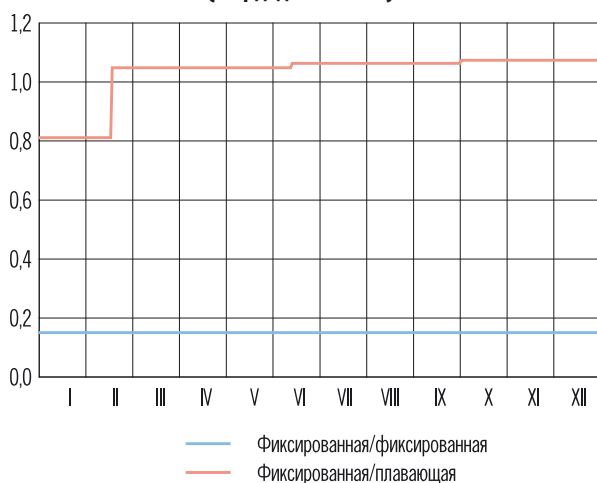


Рисунок 59

Схема номиналов торгов по инструменту «валютно-процентный своп» в 2017 году (млрд долл. США)

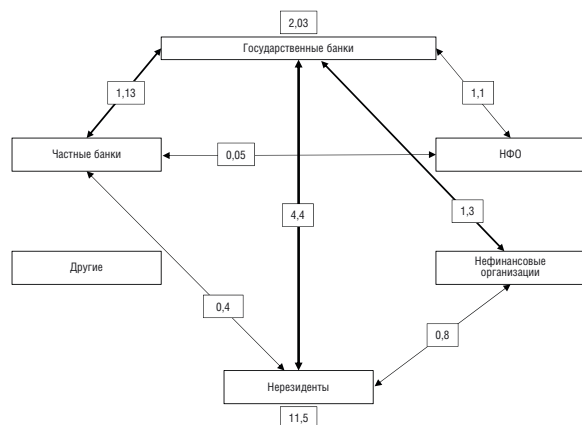
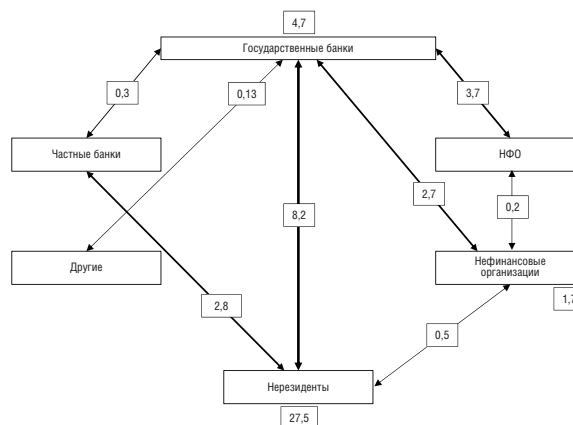


Рисунок 60

Схема номиналов торгов по инструменту «процентный своп» в 2017 году (млрд долл. США)



На рынке процентного свопа также активная торговля шла между нерезидентами – номинальный объем всех торгов превысил 27 млрд долл. США за год. Заметны были торги между государственными банками и нерезидентами (8,2 млрд долл. США) и между государственными банками и НФО (3,7 млрд долл. США).

Привлечение валюты на рынке процентных и валютно-процентных свопов было характерно для некредитных финансовых организаций, принадлежащих крупным российским банковским группам с государственным участием и зарегистрированных в иностранных юрисдикциях. Их совокупный среднегодовой объем привлечений составил 11,5 млрд долл. США. Частные и иностранные банки проявили значительно меньший интерес к этому инструменту.

В 2017 году государственные банки постепенно наращивали объемы сделок с внебиржевыми производными финансовыми инструментами. Более того, в IV квартале госбанки заключили сделки с новыми ПФИ почти на 2,7 млрд долл. США, что в 2,5 раза превышает аналогичный показатель предыдущего квартала. Данный объем обеспечили сделки всего с двумя видами валютно-процентных свопов – fixed-fixed и fixed-float.

Иностранные банки, включая их дочерние подразделения на территории РФ, суммарно заключили в 2017 году новые контракты «валютно-процентный своп» на сумму 7,8 млрд долл. США со среднемесячным объемом 1,97 млрд долл. США.

Рисунок 61

Нетто-размещение/привлечение валютной ликвидности на рынке «валютно-процентный своп» в распределении по участникам в 2017 году (млрд долл. США)

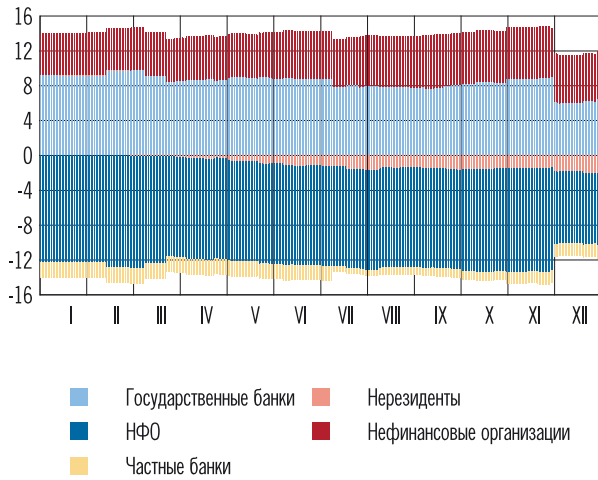


Рисунок 63

Сделки валютно-процентного свопа, составлявшие рыночную открытую позицию в 2017 году в зависимости от срочности (млрд долл. США)

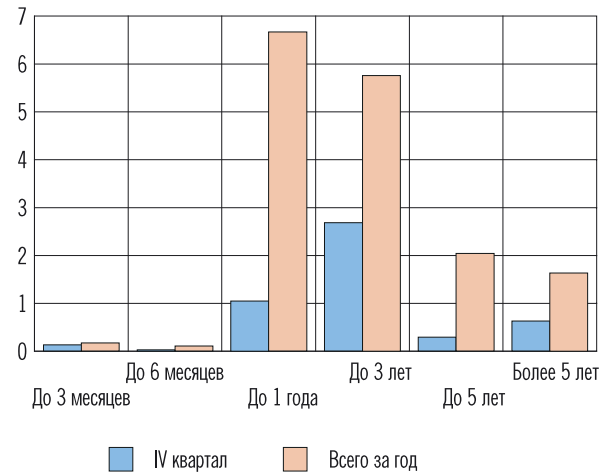


Рисунок 62

Заключение сделок по всем свопам в распределении по участникам и кварталам в 2017 году (млрд долл. США)

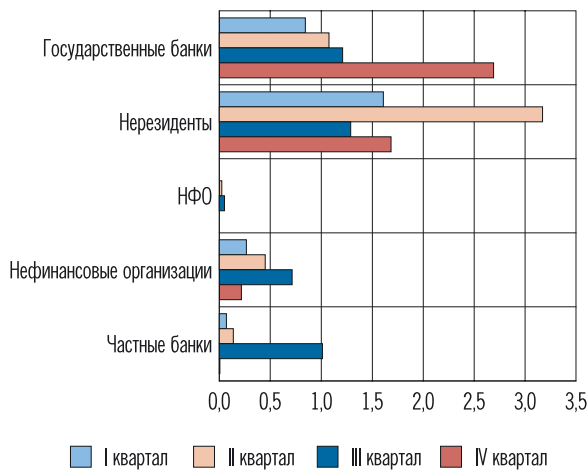
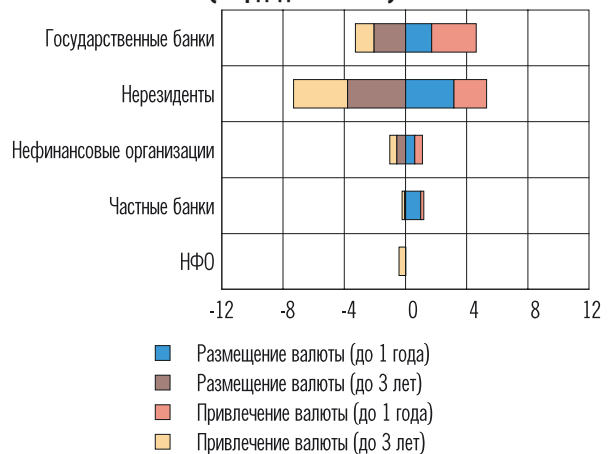


Рисунок 64

Распределение сделок срочностью до 1 года и до 3 лет, составлявших рыночную открытую позицию в 2017 году, по ключевым группам участников (млрд долл. США)

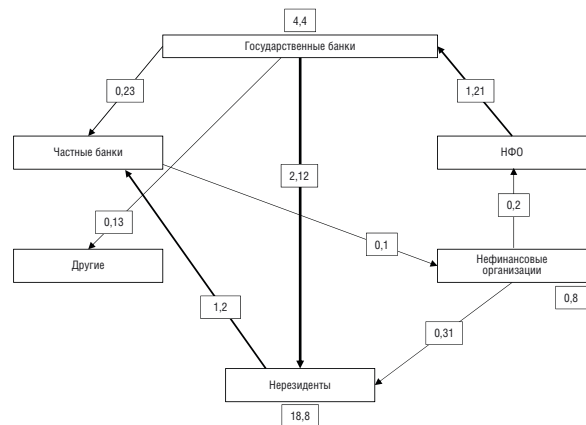


Наибольший интерес в 2017 году, и в IV квартале в частности, вызывали свопы срочностью до 1 года и до 3 лет. Ключевые игроки в этих двух сегментах по-прежнему государственные банки и их зарубежные подразделения, а также банки-нерезиденты и их дочерние организации. Рассмотрение сделок в разрезе различных срочностей показывает, что в основном государственные банки размещают валюту на валютно-процентных свопах на сроки более 1 года, а иностранные банки больше занимают на срок менее 1 года.

Анализ направления фиксированной и плавающей ставок на рынке «процентный своп» и «валютно-процентный своп» указывает на то,

Рисунок 65

Чистый поток фиксированной ставки по инструментам «процентный своп» и «валютно-процентный своп» в 2017 году (млрд долл. США)



что нерезиденты в большинстве случаев хеджировали процентный риск за счет заключения сделок с государственными банками, отдавая им плавающую ставку (чистый поток от госбанков к нерезидентам – 2,12 млрд долл. США).

Частные банки также старались хеджировать процентный риск за счет сделок с государственными банками и нерезидентами (чистый поток от госбанков и нерезидентов к частным банкам – 1,43 млрд долл. США).

Врезка 5

Развитие рынка деривативов на биткойн

Стремительное развитие глобального рынка криптовалют и, в частности, появление фьючерсов на биткойн (англ. Bitcoin) в конце 2017 года являются основанием для продолжения мониторинга ситуации со стороны Банка России.

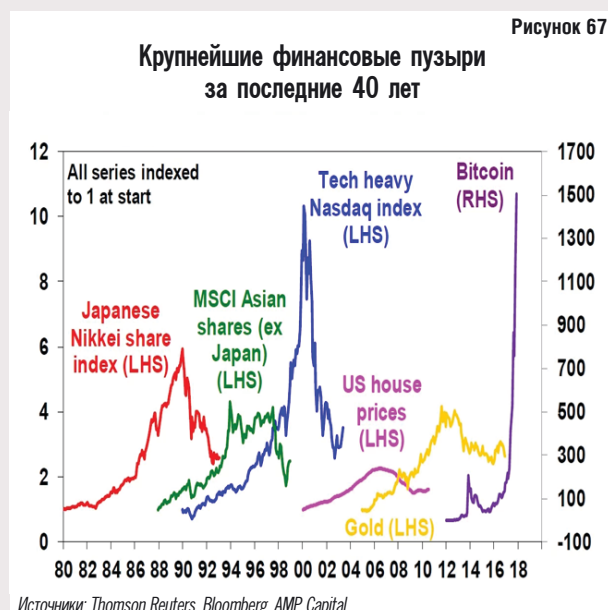
Несмотря на высокую волатильность, по итогам 2017 года биткойн стал самым прибыльным инструментом финансового рынка. Согласно данным Bloomberg, в течение 2017 года биткойн продемонстрировал значительный рост, поднявшись с 897 долл. США в начале года до 19 343 долл. США на пике в декабре. Таким образом, с начала года инструмент вырос по меньшей мере в 20 раз.

Наибольший рост стоимости биткойна наблюдался в декабре 2017 года, когда Комиссия по торговле товарными фьючерсами США (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) одобрила запуск торгов фьючерсами на криптовалюту (в 2015 году биткойн был допущен к торгам на криптовалютных биржах в отдельных штатах США). Рыночная капитализация биткойна в декабре 2017 года достигала 324 млрд долл. США.

В начале 2018 года цена биткойна упала до 10 тыс. долл. США (6 февраля 2017 года курс составил 6,2 тыс. долл. США).

По-прежнему остается вопрос о нахождении справедливой стоимости биткойна, а потому колебание его рыночной цены обусловлено спекулятивной активностью инвесторов и теоретически может продолжаться еще долгое время.

В этой связи введение регулирования в сфере использования криптовалют должно осуществляться с учетом их высокой волатильности, анонимного характера, возможности использования криптовалют для проведения противоправных операций, а также с учетом рисков для потребителей и финансовой стабильности страны.



4. КОМПЛЕКСНОЕ СТРЕСС-ТЕСТИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Традиционный подход к проведению стресс-тестирования участников финансового рынка предполагает рассмотрение их позиций в разрезе отдельных инструментов или сегментов рынка. Как правило, при анализе устойчивости участников оценивается риск их позиций против непосредственных контрагентов без учета возможных косвенных эффектов, обусловленных наличием сетевой структуры рыночных связей. Аналогичный подход применяется для стресс-тестирования центрального контрагента (ЦК), в рамках которого традиционно оценивается достаточность денежных средств или высоколиквидных активов в фондах ЦК для выполнения им обязательств при наступлении одновременного банкротства двух участников рынка с крупнейшими позициями.

Современные исследования наглядно подтверждают ограниченность описанного традиционного подхода. В одной из последних работ Управления финансовых исследований и разработок федерального казначейства США (Office of Financial Research, OFR) «How safe are Central Counterparties in Derivatives Markets»¹ показано, что использование стандартной методологии стресс-тестирования приводит к недооценке системных рисков, поскольку отсутствие учета сетевых эффектов в традиционном подходе означает недооценку эффектов заражения, реализация которых может повлечь за собой череду дефолтов большинства участников рынка (подробнее см. врезку 4). С учетом полученных авторами исследования выводов и масштаба последствий возможной недооценки риска в данном разделе описывается проведенное комплексное стресс-тестирование на кросс-секторальной основе с учетом позиций участников на биржевом и внебиржевом рынке.

Методология реализации комплексного стресс-тестирования была разработана и апробирована на данных российского финансового рынка в I квартале 2017 года по состоянию рынка на декабрь 2016 года. Описание результатов реализации комплексного стресс-тестирования изложено в Обзоре рисков финансовых рынков за IV квартал 2016 года². Задачей данного раздела является описание комплексного стресс-тестирования на основе показателей российского финансового рынка по состоянию на декабрь 2017 года в целях сопоставления результатов и сравнительной оценки изменения устойчивости рынка за прошедший период.

Как и в предыдущий период, комплексный стресс-тест призван оценить устойчивость центрального контрагента и риски ликвидности участников рынка при реализации существенного двухдневного шока на финансовом рынке. Использованный стрессовый сценарий предполагал рост курсов валют и снижение стоимости ценных бумаг на основе показателя двухдневного CVaR за 10 лет (на уровне 99%). Стресс-тест охватывал сегменты рынка, изменение конъюнктуры которых может вызвать срочную потребность в дополнительной ликвидности у кредитных организаций: биржевой рынок (фондовая, валютная и срочная секции Московской Биржи) и внебиржевой рынок (рынок междилерского репо и репо с Банком России, рынок МБК, рынок валютных свопов).

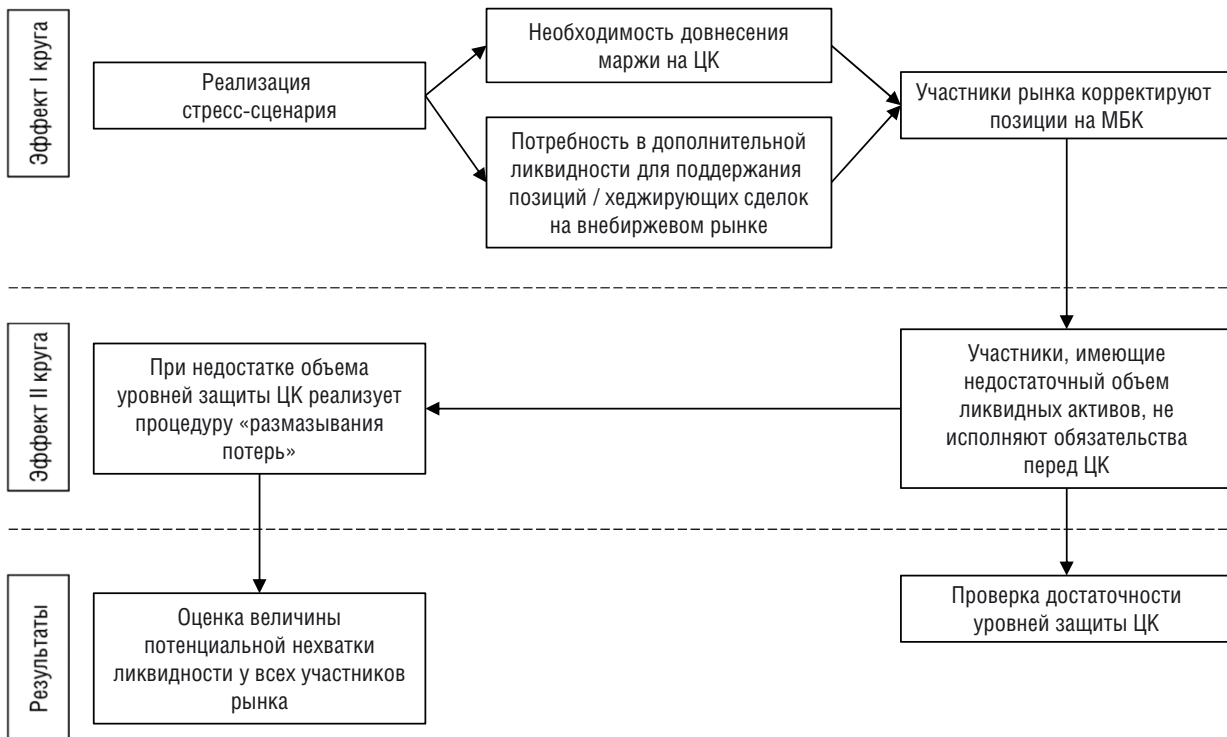
По оценке на 18 декабря 2017 года участники финансового рынка оказались достаточно устойчивы к риску ликвидности в рамках рассмотренного сценария. С учетом уже имеющегося у участников рынка индивидуального клирингового обеспечения отрицательная переоценка позиций на биржевом рынке не создает значимой дополнительной потребности в ликвидности.

¹ Paddrik M., PeytonYoung H. How safe are Central Counterparties in Derivatives Markets? // OFR working paper. 2017. 17–06. Nov. 2.

² Подробнее см. «Обзор рисков финансовых рынков за IV квартал 2016 года» на сайте Банка России (<http://www.cbr.ru>).

Рисунок 68

Последовательность реализации стрессового сценария в рамках комплексного стресс-теста



Наибольшая потребность в ликвидности формируется за счет сокращения стоимости обеспечения на рынке внебиржевого репо: падение стоимости ценных бумаг на основе показателя CVaR за 10 лет, как правило, оказывается ниже границы дисконтов по сделкам репо, в связи с чем заемщику может потребоваться погасить часть задолженности по сделке. Общая потребность в дополнительной ликвидности составила 135,8 млрд руб., из них по биржевым позициям – 81,7 млрд руб., по внебиржевым – 54 млрд рублей. Повышение общей потребности в ликвидности относительно уровня прошлого года (83 млрд руб.) связано с ростом масштаба операций и открытых позиций на рынке. В то же время кредитные организации стали обладать большим объемом необремененного обеспечения (8 трлн руб.), в результате дефицит ликвидности составил 1,9 млрд руб., что не представляет системной угрозы для функционирования банковского сектора.

С точки зрения устойчивости ЦК потенциальные совокупные потери от дефолта участников с дефицитом ликвидности, как и в предыдущем периоде оценки, полностью покрываются индивидуальным и коллективным клиринговым обеспечением указанных участников (то есть выделенный капитал ЦК не был бы задействован в случае реализации рассматриваемого сценария).

Таким образом, сложившаяся на 18 декабря 2017 года структура рынка была устойчива к реализации стрессового сценария с точки зрения рисков ликвидности кредитных организаций и устойчивости ЦК. Во многом данный результат обусловлен накоплением структурного профицита ликвидности, в том числе под воздействием проводимых мер по оздоровлению отдельных кредитных организаций. В этих условиях у кредитных организаций высвобождается значительный объем обеспечения, а также формируются свободные средства на депозитных счетах в Банке России.

Врезка 6

Недостатки стандартной методологии стресс-тестирования центральных контрагентов: исследование OFR (Office of Financial Research)

Мировой финансовый кризис 2007–2009 годов выявил уязвимости в системе функционирования и обеспечения прозрачности финансовых рынков и обусловил необходимость проведения реформы, направленной на повышение финансовой стабильности. В частности, с целью поддержания финансовой устойчивости банков и других участников рынка страны G20 приняли решение о переводе стандартизированных сделок с внебиржевыми деривативами на систему централизованного клиринга. Таким образом, ключевую роль в осуществлении клиринга на рынке ОТС стали играть центральные контрагенты (ЦК)¹.

Наличие ЦК позволяет стандартизировать контракты, сократить количество платежей, повысить уровень прозрачности на рынке, а следовательно, снизить транзакционные и информационные издержки и минимизировать риск контрагента. Однако концентрация системного риска на самом ЦК может привести к росту уязвимости всей системы. Поэтому для поддержания финансовой стабильности особое внимание уделяется вопросу стресс-тестирования ЦК.

Традиционный подход к стресс-тестированию состоит в оценке достаточности денежных средств или высоколиквидных активов в фондах ЦК для выполнения им обязательств при наступлении одновременного банкротства двух участников рынка с крупнейшими открытыми позициями. Этот метод предполагает анализ прямого воздействия дефолта двух агентов на состояние ЦК и не учитывает последствия возникающих при шоке сетевых эффектов.

Авторы исследования «How safe are Central Counterparties in Derivatives Markets?» оценили риски крупнейшего ЦК американского рынка кредитных дефолтных свопов (CDS market) – ICE Clear Credit и доказали, что использование стандартной методологии тестирования приводит к недооценке системных рисков по нескольким причинам.

Во-первых, отсутствие учета сетевых эффектов в традиционном подходе означает отсутствие оценки эффектов заражения, реализация которых может повлечь за собой череду дефолтов большинства участников рынка и увеличение вероятности дефолта ЦК: в случае реализации шока возможности ЦК по привлечению дополнительной ликвидности в сжатые сроки ограничены, так как к этому моменту большинство участников будут не в состоянии выплатить дополнительные средства. Во-вторых, стандартный подход использует заниженную вероятность реализации шока: несмотря на то что величина стресса, возникающего при дефолте двух участников с максимальным дефицитом, больше, чем при случайном дефолте одного или нескольких агентов, вероятность наступления этого события мала. Авторы доказали, что если учитывать широкую сеть каналов распространения шока, то последствия дефолта нескольких небольших фирм могут быть сопоставимы с последствиями одновременного дефолта двух крупнейших организаций, а вероятность дефолта ЦК при банкротстве двух агентов с учетом в модели сетевых эффектов выше, чем при стандартной методологии оценки риска.

В статье представлена модель оценки минимальной величины эффекта заражения и его потенциального влияния на устойчивость ЦК. В качестве стресса выбран высокий, но возможный уровень шока, использовавшийся в исследовании ФРС 2015 года. В результате реализации этого шока происходит резкое падение стоимости кредитных инструментов, что влечет за собой резкое изменение объема маржинальных выплат по контрактам CDS. Компании, являющиеся чистыми плательщиками маржи, в таких условиях не могут выполнить свои обязательства. Это приводит к увеличению стресса для их контрагентов и может вылиться в череду дефолтов на рынке.

Для расчета эффектов заражения используется модифицированная модель Eisenberg-Noe (2001). В отличие от базовой модели, для определения величины дефицита ликвидности агентов используется стохастиче-

¹ BCBS and IOSCO Margin requirements for non-centrally-cleared derivatives, 2015 // Technical report, BIS and OICU-IOSCO, Basel, Switzerland.

ский подход, позволяющий получить оценку минимальной величины эффекта заражения в системе без детальной информации об активах компаний.

Согласно проведенному анализу взаимосвязей между участниками, в условиях стресса большое количество агентов оказываются в ситуации отсутствия средств для выполнения своих обязательств, следовательно, риск дефолта ЦК может превосходить рассчитанные при помощи стандартного стресс-тестирования без учета сетевых эффектов уровни.

С учетом полученных авторами исследования выводов и масштаба последствий возможной недооценки риска ЦК, при оценке воздействия стресса на рынке внебиржевых деривативов в рамках процедуры стресс-тестирования рекомендуется учитывать сетевые эффекты распространения шока. Это позволит улучшить качество результатов тестов, а сделанные на их основе рекомендации будут способствовать повышению финансовой стабильности системы.

5. ИТОГИ РЕФОРМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЦЕНТРАЛЬНЫХ КОНТРАГЕНТОВ

В 2017 году Банк России продолжил работу по реформированию института центрального контрагента, играющего ключевую роль в обеспечении непрерывного и стабильного функционирования финансового рынка. Итогом реформы, инициированной в 2015 году, стало выделение центрального контрагента в качестве отдельного вида небанковской кредитной организации (НКО-ЦК) и формирование обособленной модели пруденциального регулирования деятельности центрального контрагента, учитывающей специфику его деятельности.

Центральный контрагент – инфраструктурная организация финансового рынка, являющаяся стороной по всем сделкам, заключенным на обслуживаемом им сегменте финансового рынка, выступающая покупателем для всех продавцов и продавцом для всех покупателей. Центральный контрагент концентрирует на себе риски, связанные с урегулированием обязательств, возникающих из указанных сделок, наиболее значимым из которых является кредитный риск на контрагента¹.

В ходе первого этапа реформы регулирования деятельности центрального контрагента Банк России инициировал внесение изменений в федеральное законодательство, в частности в Федеральный закон от 07.02.2011 №7-ФЗ «О клиринге, клиринговой деятельности и центральном контрагенте», направленных на совершенствование регуляторной среды центрального контрагента с учетом международных стандартов и практик, а также его профиля рисков, характера и масштаба совершаемых им операций.

В рамках нового законодательства в отношении центрального контрагента внедрен риск-ориентированный подход к регулированию, наблюдению и надзору за деятельностью

центрального контрагента, установлены единые требования к организационно-правовой форме центрального контрагента (небанковская кредитная организация – центральный контрагент), расширены операционные возможности центрального контрагента, закреплена система дефолт-менеджмента центрального контрагента, а также введены нормы, направленные на обеспечение непрерывности деятельности центрального контрагента.

На текущий момент на уровне подзаконных актов Банка России, обеспечивающих нормативное закрепление изложенных в федеральном законодательстве подходов, в отношении центрального контрагента установлены: допустимые сочетания банковских операций, числовые значения и методика расчета специальных обязательных нормативов, требования к организации системы управления рисками и оценке точности модели центрального контрагента, непрерывности деятельности, а также к раскрытию информации о деятельности центрального контрагента.

Созданная в результате реформы нормативная база получила наивысшую оценку по итогам проведенного в 2016 году Комитетом по платежам и рыночным инфраструктурам Банка международных расчетов и Международной организацией комиссий по ценным бумагам анализа соответствия национального законодательства Принципам для инфраструктур финансового рынка².

Принимая во внимание ключевую роль центральных контрагентов в обеспечении стабильного функционирования финансового рынка, в рамках реформы для центральных контрагентов был предусмотрен переходный период для приведения своей деятельности в соответствие с новыми требованиями.

В настоящее время на российском финансовом рынке функционируют три центральных контрагента, крупнейшим из которых является

¹ Кредитный риск на контрагента (*counterparty credit risk*) – риск неисполнения стороной по сделке своих обязательств в срок или в любой иной момент времени либо исполнения обязательств не в полном объеме.

² *Implementation monitoring of PFMI – Level 1.*

Небанковская кредитная организация «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) (НКЦ), входящая в группу «Московская Биржа» и обслуживающая одноименную торговую площадку.

НКЦ стал первой инфраструктурной организацией финансового рынка, обратившейся в Банк России с ходатайством о смене статуса с банка на небанковскую кредитную организацию и приобретении статуса центрального контрагента в соответствии с новыми регуляторными требованиями.

С момента присвоения 28 ноября 2017 года Банком России статуса центрального контрагента НКЦ взял на себя обязательство по соблюдению установленных в рамках нового пруденциального режима допустимых сочетаний банковских операций, специальных обязательных нормативов, требований к организации системы управления рисками, а также раскрытию информации о своей деятельности. При этом

введение специального регуляторного режима для института центрального контрагента как небанковской кредитной организации сохраняет текущий режим надзора за такими организациями, в том числе его интенсивность.

Смена статуса НКЦ с банка на небанковскую кредитную организацию и присвоение статуса центрального контрагента дают НКЦ право продолжать обслуживание участников клиринга в полном объеме. После присвоения НКЦ статуса центрального контрагента качество его управления оценивается Банком России как удовлетворительное в соответствии с Указанием Банка России от 03.12.2012 № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организацией, осуществляющей функции центрального контрагента», что позволяет банкам – участникам клиринга НКЦ применять пониженные коэффициенты риска при расчете обязательных банковских нормативов.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Регуляторные новации на финансовых рынках

Регулирование бенчмарков

10 октября 2017 года Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) опубликовала очередной доклад о достигнутых результатах в области внедрения рекомендаций по реформированию индикаторов финансового рынка (LIBOR, EURIBOR и TIBOR, далее – IBORs), а также внедрения альтернативных безрисковых индикаторов (RFRs). С момента публикации аналогичного доклада в 2016 году администраторами IBORs (EMMI, IBA, JBATA) приняты значительные меры по совершенствованию методологий расчета существующих индикаторов. В первой половине 2018 года планируется провести оценку воздействия новой методологии, а также консультации с заинтересованными сторонами до внедрения методологии, которое запланировано на вторую половину 2018 года. Несмотря на то что рекомендации СФС касаются только трех ключевых индикаторов мировой финансовой системы, в докладе отмечается, что администраторы других стран (Австралия, Гонконг, Мексика, Сингапур и ЮАР) продолжают также принимать меры по реформированию действующих в их странах индикативных ставок. На сегодняшний день тем не менее отмечается незначительный прогресс в переходе от ключевых ставок IBORs к альтернативным RFRs. По ряду валют отсутствуют какие-либо планы по данному направлению.

2 ноября 2017 года Международная ассоциация по свопам и производным финансовым инструментам (ISDA) заявила о запуске комплексного исследования перевода финансовых рыночных контрактов и практик на альтернативные безрисковые ставки/бенчмарки (alternative risk-free rates, RFRs). ISDA проведет глобальное обследование для выяв-

ления возможностей по переходу на региональные бенчмарки. В документе будут освещены корректировки, необходимые для перехода с IBORs на альтернативные безрисковые ставки как по новым, так и по существующим контрактам. Кроме того, в документе будет изложена дорожная карта и сроки всех необходимых действий для реализации перехода.

24 ноября 2017 года Служба финансового надзора Банка Англии (Financial Conduct Authority, FCA) подтвердила, что все 20 банков, предоставляющих данные для расчета ставки LIBOR, согласились передавать данные для расчета бенчмарка, обеспечивая жизнеспособность ставки LIBOR до конца 2021 года. FCA ожидает, что к этому времени станет возможным переход к альтернативному бенчмарку. FCA также сообщила об изменениях в составе банков, участвующих в расчете ставки: Societe Generale прекратит предоставлять данные по доллару США, Credit Agricole Corporate and Investment Bank – по японской иене.

8 декабря 2017 года Совет управляющих ФРС США (FRB) объявил об окончательных планах введения трех новых бенчмарков, основанных на процентных ставках по однодневному репо, обеспеченному казначейскими ценными бумагами. Рассчитывать новые бенчмарки будет ФРБ Нью-Йорка (Federal Reserve Bank of New York, FRBNY) вместе с Управлением финансовых исследований (U. S. Office of Financial Research).

Каждый из трех бенчмарков будет рассчитываться как средневзвешенная по объему процентная ставка. Бенчмарк с наибольшим охватом данных – *ставка овернайт по операциям с обеспечением* (Secured Overnight Financing Rate, SOFR) – будет рассчитываться на предоставляемых банком Bank of New York Mellon (BNYM) данных по трехстороннему репо, по двустороннему репо, проходящему клиринг, а также по операциям репо Депозитарной трастовой

и клиринговой корпорации (Depository Trust & Clearing Corporation, DTCC). SOFR станет альтернативой ставки LIBOR в долларах США.

Другой бенчмарк – **Broad General Collateral Rate (BGCR)** – будет рассчитываться на основе данных по трехстороннему репо банка BNYM и по операциям репо DTCC. Triparty General Collateral Rate (TGCR) будет рассчитываться только на основе данных по трехстороннему репо, предоставляемых банком BNYM. Публикация ставок должна начаться во II квартале 2018 года. ФРБ Нью-Йорка будет публиковать бенчмарки не позднее 8 утра по восточному времени.

Регулирование валютного рынка

29 ноября 2017 года Европейский центральный банк и 14 центральных банков стран ЕС (Бельгии, Дании, Германии, Эстонии, Ирландии, Италии, Латвии, Литвы, Люксембурга, Венгрии, Нидерландов, Португалии, Финляндии, Швеции) **заявили о принятии обязательств по исполнению Глобального кодекса поведения на валютном рынке** (Foreign Exchange Global Code of Conduct). Центральные банки остальных стран ЕС, а также Банк Англии подпишут аналогичное заявление в течение 2018 года.

14 декабря 2017 года Комитет по глобальным валютным рынкам (Global Foreign Exchange Committee, GFXC), объединяющий представителей центральных банков и участников рынка, **внес изменения в Глобальный кодекс поведения на валютном рынке** (FX Global Code), пересмотрев часть руководства, известную как Принцип 17. Изменения касаются неоднозначной практики, сложившейся на этом рынке, допускающей отказ от убыточных контрактов. В пересмотренной формулировке Принцип 17 запрещает торговые операции с использованием информации из клиентского приказа в «последнюю минуту» (during the last look window). Также сформулированы условия, при которых определенные контракты исключаются из-под действия нового требования.

Регулирование рынка ценных бумаг

26 октября 2017 года Служба финансового надзора Банка Англии (FCA) опубликовала документ о мерах, направленных на эффективное функционирование первичных рынков капитала. Новые правила касаются объема, качества и своевременности предоставления сведений эмитентами инвесторам при проведении IPO, а также уточняют и расширяют правила листинга.

10 ноября 2017 года по результатам встречи президентов Китая и США было достигнуто соглашение об облегчении доступа иностранных компаний на китайский финансовый рынок, в том числе в банковский и страховой сектор, на рынок ценных бумаг и фондов. В частности, Китай объявил о повышении лимита на иностранную собственность в совместных предприятиях с 49 до 51% в компаниях, осуществляющих деятельность на рынке фьючерсов, ценных бумаг и фондов.

17 ноября 2017 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (European Securities and Markets Authority, ESMA) опубликовала финальный доклад о регулировании инвестиционных фондов денежного рынка (MMFR). Доклад включает в себя Техническое руководство (требования к уровню ликвидности и кредитному качеству активов, полученных по операциям обратного репо; критерии верификации методологий оценки кредитного риска активов, в которые инвестирует фонд), Проект технических стандартов и Руководство по стресс-тестированию.

15 декабря 2017 года Европейская комиссия (The European Commission) приняла решение о признании торговых площадок Австралии, Гонконга и США эквивалентными регулируемому рынку. Аналогичное решение было принято 21 декабря в отношении бирж Швейцарии. Таким образом, торговля акциями европейских компаний на этих площадках продолжилась без изменений после вступления в силу 3 января 2018 года новой Директивы Европейской

службы надзора за ценными бумагами и рынками «О рынках финансовых инструментов» (MiFID II). По словам европейского комиссара по финансовой стабильности, финансовым услугам и Союзу рынков капитала Валдиса Домбровскиса, это является важным шагом в создании динамичного Союза рынков капитала и позволит повысить конкурентоспособность ЕС в роли финансового центра.

21 декабря 2017 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала технические рекомендации для Европейской комиссии по улучшению регулирования коротких продаж (Short-Selling Regulation, SSR). Предложения по улучшению эффективности регулирования можно разделить на три основных направления:

- 1) исключение операций по поддержанию котировок;
- 2) краткосрочный запрет на короткие продажи;
- 3) прозрачность чистых коротких позиций (в частности, ESMA поддерживает требования к наличию кода LEI у определенных держателей коротких позиций).

Регулирование рынка деривативов

Сделки с внебиржевыми деривативами/деривативами вне централизованного клиринга

6 октября 2017 года Монетарное управление Сингапура (MAS) выпустило для консультаций проект требований и справочных материалов, описывающих подходы MAS к реализации утвержденных Парламентом Сингапура 9 января 2017 года полномочий MAS по регулированию операций и деятельности посредников на рынке внебиржевых деривативов, а также по повышению прозрачности и надежности рынков капитала и противодействию недобросовестному поведению. В частности, консультативный документ содержит: требования к компаниям, заключающим контракты на разницу цен, об извещении розничных инвесторов, с которыми они совершают сделки, о связанных рисках (готовить risk fact sheet); руководство по интерпретации понятия «обычный инвестор»

и его применения в отношении инсайдерской торговли; изменение ряда формулировок в связи с расширением полномочий MAS.

26 октября 2017 года Служба финансового надзора Банка Англии (FCA) согласовала с Европейской службой надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) и опубликовала обновленный список ограничений на размер чистых позиций по сырьевым деривативам. Размеры ограничений установлены в соответствии с требованиями Европейской директивы о рынках финансовых инструментов (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II). Установлены пределы позиций по сырьевым деривативам с какао, кофе, сахаром, алюминием, медью, свинцом, никелем, оловом, цинком.

Регулирование инфраструктурных организаций финансового рынка

Центральные контрагенты

4 октября 2017 года ЕЦБ опубликовал положительное заключение на предложение Европарламента и Совета ЕС по лицензированию центральных контрагентов (authorisation of central counterparties) и требованиям к признанию ЦК в иных странах. Предложения затронули изменение устава ЕЦБ (Article 22 of the Statute of the European System of Central Banks) в части наделения ЕЦБ и национальных центральных банков полномочиями по регулированию ЦК. Также ЕЦБ предлагает внести ряд поправок и разъяснений, затрагивающих официальное раскрытие информации Европейскому совету по системным рискам по результатам закрытых заседаний по ЦК (CCP Executive Session) в рамках Европейской системы центральных банков.

9 октября 2017 года Европейский орган надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) обновил перечень центральных контрагентов, признаваемых в третьих странах. В список включены ЦК Индии – Indian Clearing Corporation Limited, National Securities Clearing Corporation Limited, MCX-SX Clearing Corporation.

Торговые репозитории

17 ноября 2017 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала для консультаций проект руководства по расчету позиций по деривативам торговыми репозиториями (TR), авторизованными в соответствии с требованиями EMIR. Данное руководство необходимо в связи с выявленными различными подходами TR к расчету позиций по деривативам своих клиентов, что затрудняет процесс консолидации и мониторинга. В руководстве приводится описание сроков, объема используемых данных и методологии расчета. Также руководство обеспечивает единый подход к расчету обеспечения по позициям в деривативах. Срок предоставления комментариев продлился до 15 января 2018 года.

19 декабря 2017 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (European Securities and Markets Authority, ESMA) опубликовала для консультаций три технических стандарта в рамках внедрения Регулирования секьюритизации (SR). Документы регламентируют создание специализированных репозитариев, которые будут собирать данные о структуре секьюритизации и соответствующих денежных потоках. Данные репозитории будут поднадзорны ESMA. Кроме этого, вводится понятие простой, прозрачной и стандартизированной секьюритизации (STS). Для получения статуса STS необходимо соответствовать установленным критериям. Срок консультаций – до 19 марта 2018 года.

29 декабря 2017 года Совет по финансовой стабильности (СФС) опубликовал Руководство по управлению и план внедрения уникального идентификатора сделок (UTI) с внебиржевыми деривативами. Основная цель введения UTI – идентификация каждой отдельной сделки с внебиржевыми деривативами для их учета торговыми репозиториями и исключения двойного учета. Документ дополняет опубликованное 28 февраля 2017 года техническое руководство по внедрению UTI, разработанное Комитетом по платежам и инфраструктурам финансового рынка (CPMI) и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO). СФС предлагает внедрить UTI не позд-

нее конца 2020 года и назначить Международную организацию по стандартизации (ISO) ответственной за опубликование стандарта UTI и поддержание его формата и структуры. СФС также полагает целесообразным разработать единые подходы к управлению системой уникального идентификатора сделок (UTI) и уникального идентификатора финансовых продуктов (UPI). Подходы к управлению UPI находятся в разработке. Соответственно, итоговый международный орган управления UTI и UPI будет определен позднее.

4 января 2018 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) официально объявила о запуске Директивы и Положения о рынках финансовых инструментов (MiFID II/MIFIR) в сотрудничестве с национальными регуляторами в сфере ценных бумаг и финансовых рынков в ЕС. Ключевым элементом нормального функционирования нового регулятивного режима является доступность данных и информации для участников рынка. ESMA подчеркивает, что все обновляемые на регулярной основе данные будут доступны на специальной интернет-странице (<https://www.esma.europa.eu/databases-library/registers-and-data>).

Платежные системы

7 декабря 2017 года Европейский центральный банк (European Central Bank, ECB) объявил о запуске проектов по интеграции единых европейских автоматизированных систем расчетов в режиме реального времени в рамках евросистемы (TARGET2) и автоматизированной экспресс-системы валовых расчетов по ценным бумагам (TARGET2-Securities, T2S), а также о разработке Системы управления обеспечением (Eurosystem Collateral Management System, ECMS). В рамках обоих проектов существующие системы и платформы будут модернизированы для повышения общей эффективности. Ожидается, что интегрированная платформа будет запущена в ноябре 2021 года. Запуск ECMS запланирован на ноябрь 2022 года. Для обоих проектов в качестве поставщиков услуг будут выступать Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France и Banca d'Italia.

12 декабря 2017 года Европейское банковское управление (ЕВА) опубликовало Руководство о мерах, касающихся операционных рисков и рисков обеспечения безопасности при предоставлении платежных услуг в соответствии с Директивой ЕС о платежных услугах. Предусмотрены следующие меры для обеспечения безопасности платежных услуг:

- создание эффективных систем управления операционным риском и рисками в области безопасности осуществления платежей;
- внедрение процессов, позволяющих определять, предотвращать и отслеживать потенциальные угрозы и нарушения в сфере безопасности;
- внедрение процедур оценки рисков;
- регулярное тестирование;
- внедрение процессов, способствующих повышению степени информированности пользователей платежных сервисов о рисках в сфере безопасности и соответствующих мерах.

28 декабря 2017 года Народный банк Китая (People's Bank of China, PBOC) объявил о введении регулятивных мер в отношении мобильных платежей по двумерному штрихкоду (QR code payment) на фоне роста популярности данного вида платежей. В частности, платежные финансовые институты должны будут получить специальное разрешение на предоставление платежных услуг с использованием двумерного штрихкода. Также межбанковские операции с использованием двумерного штрихкода должны проходить обязательный клиринг через систему НБК или других легально функционирующих клиринговых палат. Финансовые платежные институты должны принять комплекс мер для предотвращения утечки персональных данных клиентов. Стандарты платежей начнут тестироваться в апреле 2018 года. Согласно данным Ant Financial, дочерней компании Alibaba, в Китае число пользователей мобильных платежей достигло 520 млн человек.

Рейтинговые агентства

29 декабря 2017 года Комиссия по ценным бумагам и биржам США (U. S. Securities and Exchange Commission, SEC) опубликовала доклады, посвященные деятельности

10 кредитных рейтинговых агентств (nationally recognized statistical rating organizations, NRSROs) в 2017 году. По результатам индивидуальной оценки деятельности КРА SEC отметила улучшение в исполнении регулятивных требований и проведении внутреннего аудита. Также SEC выделила улучшение использования КРА информационных технологий, сохраняющую конкуренцию между рассматриваемыми КРА за счет деятельности малых специализированных кредитных агентств.

Регулирование финансовых технологий

16 октября 2017 года Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA) опубликовала концепцию (ISDA Common Domain Model), в которой представлена стандартизированная модель торговли и управления деривативами в течение всего цикла, а также информация о том, как должен быть представлен каждый шаг в данном процессе при использовании технологии распределенного реестра.

25 октября 2017 года Монетарное управление Гонконга объявило о новых инициативах в сфере развития экосистемы финансовых технологий. Монетарное управление Гонконга опубликовало документ о практических аспектах внедрения технологии распределенного реестра (DLT). На базе документа будут разработаны практические рекомендации по применению в будущем технологии распределенного реестра в банковском секторе Гонконга. Семь гонконгских банков приняли решение о внедрении технологии распределенного реестра (DLT) в виде Платформы торгового финансирования (Hong Kong Trade Finance Platform). Предполагается, что данная мера будет способствовать снижению рисков, в том числе связанных с мошенничеством.

27 октября 2017 года Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC) Гонконга опубликовала Рекомендации по управлению рисками, связанными с возможными хакерскими атаками в сфере торговых операций через Интернет. Новые рекомендации затрагивают операции с ценными бумагами, фьючерсами, операции с иностранными валютами

с использованием заемных средств (leveraged foreign exchange trading), операции по управлению активами. Рекомендации предусматривают меры защиты торговых счетов клиентов, меры по созданию безопасной инфраструктуры, меры общего характера по управлению риском кибербезопасности. Ключевой элемент контроля – двухфакторная идентификация клиентов для доступа к торговым счетам в Интернете – вступит в силу с 27 апреля 2018 года, остальные требования вступят в силу с 27 июля 2018 года.

16 ноября 2017 года Монетарное управление Сингапура (MAS) и Ассоциация банков стран АСЕАН (ASEAN Bankers Association, ABA) в рамках ASEAN Financial Innovation Network (AFIN) объявили об открытии так называемой регулятивной песочницы для финансовых институтов и финтех-компаний. AFIN намеревается предоставить интегрированную платформу для тестирования финтех-продуктов и услуг для банков, микрофинансовых компаний, небанковских финансовых институтов и финтех-компаний из стран АСЕАН. AFIN будет тесно сотрудничать с MAS и другими регуляторами для того, чтобы обеспечить приближенные к реальности условия. Несколько финансовых институтов уже заявили о своем намерении участвовать в экспериментальном этапе «регулятивной песочницы» AFIN: Unionbank (Филиппины), Yoma Bank и Wave Money (Мьянма), VP Bank (Вьетнам), City Bank (Бангладеш) и Commonwealth Bank (Индонезия).

29 ноября 2017 года Банк Италии запустил инициативу под названием FinTech Channel в целях поиска инновационных решений в финансовом секторе. Заинтересованным сторонам предоставляется возможность направить свои предложения/проекты с описанием предлагаемого продукта (услуги), предполагающего использование финансовых технологий: блокчейна, искусственного интеллекта, машинного обучения.

5 декабря 2017 года Служба финансового надзора Банка Англии (Financial Conduct Authority, FCA) обнародовала третий список финтех-компаний для тестирования продуктов, услуг или бизнес-моделей в рамках «ре-

гуляторной песочницы» (sandbox). Из 61 рассмотренной заявки FCA допустила к участию 18, среди которых предложения, включающие платежные услуги на основе технологии блокчейн, общее страхование, создание биометрического цифрового идентификатора (biometric digital ID), верификации Know Your Customer (KYC) и прочее. FCA начала сбор заявок на участие в четвертом этапе работы «регуляторной песочницы», который завершится 31 января 2018 года.

Регулирование операций с криптовалютами

27 октября 2017 года Агентство по финансовым услугам Японии (Financial Services Agency, FSA) выпустило предупреждение для частных лиц и бизнеса, разъясняющее риски, связанные с первичным размещением токенов (ICO). Частных лиц FSA информирует о ценовой волатильности и риске мошенничества, бизнес-структуры – о рисках, возникающих в связи с регулированием ICO.

30 октября 2017 года Центральный банк Вьетнама опубликовал предупреждение о том, что криптовалюты не являются законным средством платежа в стране, а выпуск, предложение и использование биткойна и других аналогичных криптовалют как средства платежа запрещен. С 2018 года за незаконное использование криптовалют в платежах вводится штраф от 150 до 200 млн вьетнамских донгов (от 6,6 до 8,8 тыс. долл. США).

13 ноября 2017 года Европейская служба надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) опубликовала два заявления: о рисках первичного размещения токенов (Initial Coin Offerings, ICO) для инвесторов и о правилах проведения ICO для компаний. В частности, ESMA предупреждает, что ICO является высокорисковым и спекулятивным инструментом. Если ICO квалифицируется как финансовый инструмент, то фирмы, участвующие в ICOs, осуществляют регулируруемую инвестиционную деятельность, и в этом случае они должны соблюдать требования соответствующего законодательства. ESMA подчеркивает, что компании, участвующие в ICOs, должны самостоятельно прояснить вопрос о том, является ли их деятельность регулируемой.

1 декабря 2017 года Комиссия по срочной биржевой торговле США (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) после длительной дискуссии с биржами сертифицировала фьючерсные контракты на биткойн двух бирж – Чикагской товарной биржи (CME) и Фьючерсной биржи Чикагской биржи опционов (CBOE Futures Exchange, CFE), а также бинарные опционы на биткойн биржи Кэнтор (Cantor Exchange). При этом CFTC обращает внимание инвесторов на то, что рынки биткойна и биткойн-бирж остаются в значительной степени нерегулируемыми. У Комиссии сохраняются опасения в отношении волатильности и торговых практик на этих рынках. Торги новыми инструментами на биржах начались 18 декабря 2017 года.

3 декабря 2017 года Президент Венесуэлы Николас Мадуро в еженедельном телеобращении объявил о намерении создать криптовалюту под названием Petro с целью обхода финансовых санкций США. Валюта будет обеспечена запасами нефти, газа, золота и алмазов Венесуэлы. Мадуро также сообщил о создании «Обсерватории блокчейна», которая станет «институциональной, политической и правовой основой» для запуска криптовалюты. По его мнению, криптовалюта позволит Венесуэле «продвинуться в вопросах денежного суверенитета, совершать финансовые операции и преодолеть финансовую блокаду». ICO запланировано на 20 марта 2018 года, предварительные торги будут реализованы посредством продажи токенов, выпущенных на блокчейне Ethereum, и пройдут в период с 20 февраля по 19 марта 2018 года. Совокупный объем эмиссии составит 100 млн токенов.

5 декабря 2017 года Биржа Tokyo Financial Exchange Inc. (TFX) объявила о начале подготовки к запуску торгов деривативами на биткойн в начале 2018 года. В данный момент биржа создала рабочую группу по изучению и разработке законодательной базы, в рамках которой криптовалюта будут признаваться в качестве финансовых продуктов. В апреле 2017 года Япония признала биткойн в качестве законного средства обмена и распространила надзор на биткойн-биржи. На текущий момент 15 компаний получили лицензии от Агентства по ценным бумагам (Financial Securities

Agency). По оценкам Bloomberg, на японские биткойн-биржи приходится около половины торгов биткойном.

5 декабря 2017 года Комиссия по финансовым услугам Южной Кореи распространила через Корейскую финансовую инвестиционную ассоциацию директиву, согласно которой фьючерсы на биткойн признаются незаконными. Запрет распространяется на всех участников Корейской финансовой инвестиционной ассоциации.

8 декабря 2017 года Парламент Австралии принял поправки в закон о борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма (Anti-Money Laundering and Counter-Terrorism Financing Act, ALM/CTF), в соответствии с которыми криптовалютные биржи должны будут регистрироваться в Службе финансового мониторинга Австралии (Transaction Reports and Analysis Centre, Austrac). Биржи также обязаны будут соблюдать другие правила, в том числе требования законодательства ALM/CTF, идентифицировать клиентов, а также хранить некоторые записи в течение 7 лет.

11 декабря 2017 года Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (Securities & Futures Commission of Hong Kong, SFC) опубликовала предостережение для инвесторов о рисках, обусловленных инвестициями во фьючерсы на биткойн и иные инвестиционные продукты, связанные с криптовалютами. SFC указывает, что оказание посреднических услуг для гонконгских инвесторов при проведении операций на торговых площадках в США является регулируемой деятельностью и требует получения лицензии от SFC.

15 декабря 2017 года Комиссия по срочной биржевой торговле США (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) сообщила об открытии веб-страницы, которая является центральным репозитарием данных по виртуальным валютам. Новый интернет-ресурс, доступный по адресу <http://www.cftc.gov/bitcoin/index.htm>, предназначен для обучения и информирования широкого круга лиц о виртуальных валютах, включая информацию о возможных рисках, связанных с инвестированием или спекуляцией, а также о недавно открытой торговле фьючерсами и опционами на биткойн.

15 декабря 2017 года Комиссия по срочной биржевой торговле США (CFTC) опубликовала заявление с критериями факта поставки виртуальной валюты:

- Клиент имеет возможность: а) вступить во владение и контролировать весь объем биржевого товара, будь то сделка с использованием маржи, леввереджа или любое другое финансовое соглашение, и б) свободно использовать его в коммерческих целях (как на конкретной платформе, так и вне ее) не позднее чем через 28 дней с момента совершения транзакции.
- Предлагающая сторона и связанные с ней лица не сохраняют ни доли, ни контроля над купленным биржевым активом по истечении 28 дней с момента совершения транзакции.

CFTC принимает публичные комментарии по заявлению в течение 90 дней.

21 декабря 2017 года Служба регулирования финансового сектора США (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) выпустила предупреждение для инвесторов в связи с риском мошеннических схем при покупке акций компаний, обещающих высокую доходность, связанную с криптовалютами. FINRA обращает

внимание инвесторов, что агрессивный маркетинг в подобных схемах, как правило, осуществляется при отсутствии лицензий. Регулятор разъясняет действительные цели, которые преследуют организаторы мошеннических схем, призывает инвесторов к бдительности и проведению собственных проверок до принятия решения о покупке акций криптовалютных компаний.

28 декабря 2017 года Правительство Южной Кореи объявило об очередном этапе ужесточения регулирования криптовалют. В частности, счета, с которых могут осуществляться операции с криптовалютами, могут быть открыты только на имя реальных физических лиц. Также при поведении операций по данным счетам, равно как и по другим финансовым инструментам или портфелям, должны проводиться процедуры идентификации клиента и приниматься меры по обеспечению безопасности. Кроме того, правительство ввело запрет на открытие банками новых виртуальных счетов криптовалютным биржам. Контроль за выполнением новых требований возлагается на Подразделение финансовой разведки и Службу финансового надзора.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Динамика открытых позиций по инструментам в 2017 году	6
2. Распределение открытых позиций по инструментам	6
3. Требования кредитных организаций к Банку России по инструментам в 2017 году	6
4. Распределение краткосрочной ликвидности по группам банков	6
5. Задолженность кредитных организаций перед Федеральным казначейством и Банком России в 2017 году	7
6. Распределение открытых позиций по инструментам	7
7. Структура операций банков с положительной краткосрочной ликвидной позицией.....	7
8. Распределение положительной краткосрочной ликвидной позиции по группам банков	7
9. Структурный профицит ликвидности, высоколиквидные активы банковского сектора и ПКЛ.....	8
10. НКЛ, высоколиквидные активы и чистый ожидаемый отток денежных средств для СЗКО	8
11. Структура операций банков с отрицательной краткосрочной ликвидной позицией.....	8
12. Распределение отрицательной краткосрочной ликвидной позиции по группам банков	8
13. Спред между ставкой RUONIA и ключевой ставкой в 2017 году.....	9
14. Оборот за месяц по заключенным сделкам репо с ЦК.....	9
15. Динамика открытых позиций рынка репо с ЦК в 2017 году	9
16. Оборот по операциям репо с КСУ в 2017 году	10
17. Динамика открытых позиций рынка репо с КСУ в 2017 году.....	10
18. Структура обеспечения по типам активов на конец IV квартала в 2017 года	10
19. Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» в биржевом сегменте в IV квартале 2017 года.....	11
20. Распределение открытых позиций в биржевом сегменте валютных свопов овернайт в IV квартале 2017 года	11
21. Доля нерезидентов в биржевом сегменте валютных свопов в 2017 году.....	11
22. Динамика рынков репо в иностранной валюте и «валютный своп» во внебиржевом сегменте в IV квартале 2017 года.....	12
23. Распределение открытых позиций во внебиржевом сегменте валютных свопов овернайт в IV квартале 2017 года	12
24. Спреды вмененных и депозитных ставок по рублю, евро и йене на срок 1 месяц (IV квартал 2017 года, б.п.).....	12
25. Спреды вмененных и депозитных ставок по рублю, евро и йене на срок 1 месяц (IV квартал 2016 года, б.п.).....	12
26. Рублевая ставка МБК – Вмененная рублевая ставка со сроком овернайт на валютных свопах (IV квартал 2017 года, б.п.)	13
27. Рублевая ставка МБК – Вмененная рублевая ставка на валютных свопах (IV квартал 2016 года, б.п.).....	13
28. Вмененная волатильность курса рубля по опционам на срок 1 месяц	14
29. Покупки и продажи валюты на рынке спот в IV квартале 2017 года в разбивке по участникам	14
30. Притоки капитала в облигации стран с развивающимися рынками и доля в годовых притоках в Россию в 2017 году	15

31. Доли нетто-покупок ОФЗ по типам участников в 2017 году	16
32. Доля торгов ОФЗ по типам участников в 2017 году	16
33. Динамика объема вложений СЗКО в ОФЗ в 2017 году.....	16
34. Динамика объема вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля во вложениях в 2017 году	16
35. Распределение вложений в ОФЗ со стороны нерезидентов по интервалам дюраций в 2017 году.....	18
36. Объем вложений нерезидентов в ОФЗ и их доля в разрезе отдельных ценных бумаг в 2017 году.....	18
37. Средний bid-ask спред цен ОФЗ* за IV квартал и доли нерезидентов в соответствующих дюрациях по состоянию на 1 декабря 2017 года.....	19
38. Динамика прироста рынка ОФЗ и портфеля нерезидентов в 2017 году	19
39. Динамика доли вложений нерезидентов в ОФЗ (данные НРД) и спред доходностей.....	19
40. Динамика нетто-покупок ОФЗ на биржевом рынке и изменение кривой доходности	20
41. Покупки участников на аукционах ОФЗ с 01.10.2017 по 22.01.2018.....	20
42. Торги корпоративными облигациями на вторичном биржевом рынке	20
43. Торги акциями на вторичном биржевом рынке	21
44. Величина открытых позиций по четырем внебиржевым ПФИ на 01.12.2016.....	23
45. Величина открытых позиций по четырем внебиржевым ПФИ на 01.12.2017.....	23
46. Величина открытых позиций по операциям «валютный своп» с различными базовыми валютными парами за 2017 год	24
47. Величина открытых позиций по операциям «валютный своп» с различными срочностями за 2017 год.....	24
48. Схема торгов по инструменту «валютный своп» в 2017 году (трлн руб.)	24
49. Схема торгов по инструменту «валютный своп» в 2017 году (млрд долл. США).....	24
50. Величина открытых позиций по операциям «валютный форвард» с различными базовыми валютными парами за 2017 год	25
51. Величина открытых позиций по операциям «валютный форвард» с различными срочностями за 2017 год.....	25
52. Динамика заключения форвардных контрактов в 2017 году.....	25
53. Динамика исполнения форвардных контрактов в 2018 году	25
54. Распределение сделок «валютный форвард» между участниками в 2017 году.....	25
55. Схема торгов по инструменту «валютный форвард» в 2017 году (млрд руб.)	26
56. Схема торгов по инструменту «валютный форвард» в 2017 году (млрд долл. США)	26
57. Динамика открытых позиций на рынке «валютно-процентный своп» в 2017 году	27
58. Динамика открытых позиций на рынке «процентный своп» в 2017 году.....	27
59. Схема номиналов торгов по инструменту «валютно-процентный своп» в 2017 году.....	27
60. Схема номиналов торгов по инструменту «процентный своп» в 2017 году	27
61. Нетто-размещение/привлечение валютной ликвидности на рынке «валютно-процентный своп» в распределении по участникам в 2017 году.....	28
62. Заключение сделок по всем свопам в распределении по участникам и кварталам в 2017 году.....	28
63. Сделки валютно-процентного свопа, составлявшие рыночную открытую позицию в 2017 году в зависимости от срочности.....	28

64. Распределение сделок срочностью до 1 года и до 3 лет, составлявших рыночную открытую позицию в 2017 году, по ключевым группам участников	28
65. Чистый поток фиксированной ставки по инструментам «процентный своп» и «валютно-процентный своп» в 2017 году.....	28
66. Динамика курса биткойна и объема рынка	29
67. Крупнейшие финансовые пузыри за последние 40 лет	29
68. Последовательность реализации стрессового сценария в рамках комплексного стресс-теста.....	31

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Структура операций и дефицита обеспечения в разрезе групп банков	9
2. Операции Банка России по валютному свопу овернайт в IV квартале 2017 года	13
3. Статистика использования СЗКО БКЛ и ОФЗ при расчете НКЛ	17
4. Изменение НКЛ СЗКО с 01.06.2017 по 01.12.2017	17

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

Врезка 1. Валютный рынок и волатильность курса рубля.....	14
Врезка 2. Использование облигаций федерального займа СЗКО в целях управления риском ликвидности	17
Врезка 3. Риски концентрации нерезидентов в отдельных выпусках ОФЗ.....	18
Врезка 4. Влияние на финансовый рынок европейских регулятивных требований (MiFID II/MIFIR)	21
Врезка 5. Развитие рынка деривативов на биткойн	29
Врезка 6. Недостатки стандартной методологии стресс-тестирования центральных контрагентов: исследование OFR (Office of Financial Research)	32

