



Банк России

№ 8

Сентябрь 2019

ОБЗОР РИСКОВ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Информационно-аналитический материал

Москва
2019

СОДЕРЖАНИЕ

Резюме	2
1. Текущие риски на внешнем и внутреннем финансовых рынках.....	3
1.1. Уязвимости и риски на внешних рынках	3
1.2. Риски на российском финансовом рынке.....	7
2. Актуальные вопросы финансовых рынков	12
2.1. Изменение структуры рынка рублевых корпоративных облигаций.....	12
2.2. Ипотечный сегмент кредитования.....	14
Приложения.....	15
Приложение 1. Доклад «О трендах, рисках и уязвимостях» (2019, № 2)	15
Приложение 2. Методика построения индекса доступности ипотеки.....	16

Облако тегов¹



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

РЕЗЮМЕ

Снижение процентных ставок центральными банками развитых стран и надежды на прогресс в торговых переговорах США и Китая обеспечили рост мировых фондовых индексов в сентябре 2019 года. Риски замедления глобального экономического роста стали ключевым фактором динамики мировых цен на энергоресурсы. При этом ограничение производства нефти в Саудовской Аравии привело к временному росту нефтяных цен. В отчетный период ситуация на формирующихся рынках была стабильной, за исключением рынков отдельных ЕМЕ (Аргентина). Повысился интерес глобальных инвесторов к долговым инструментам ЕМЕ на фоне ожиданий дальнейшего смягчения монетарного регулирования в развитых странах.

16–17 сентября на американском денежном рынке произошел существенный рост ставок однодневного репо на фоне дефицита долларовой ликвидности, вызванного стечением нескольких факторов. Российский рынок не ощутил значительного дефицита долларовой ликвидности благодаря «буферу ликвидности», накопленному кредитными организациями.

В сентябре 2019 г. кривая доходности ОФЗ снизилась в среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками на 12 б.п. и приблизилась к уровню начала апреля 2018 года. Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев, по данным Национального расчетного депозитария (НРД), в сентябре не изменилась и составила 29%, объем вложений нерезидентов вырос на 32 млрд рублей. Введение санкционных ограничений на возможность участия американских инвесторов в первичном размещении суверенных нерублевых облигаций оказало лишь незначительное влияние на долю вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД, доля нерезидентов в еврооблигациях в сентябре сократилась на 0,5 п.п., до 54,1%.

Спрос со стороны инвесторов в рамках доразмещения облигаций федерального займа с плавающим купоном 24020RMFS в сентябре был выше августовского показателя (165,88 к 113,40 млрд руб. соответственно). Ключевой особенностью этого выпуска является используемый в нем подход к расчету купонного платежа на основе средней ставки RUONIA за 7 последних календарных дней, предшествующих дате выплаты купона. Основной объем (59%) от доразмещенных ценных бумаг пришелся совокупно на банки, не относящиеся к СЗКО, и некредитные финансовые организации. Участники рынка могут использовать выпуски ОФЗ-ПК для управления процентным риском, не прибегая к ПФИ, что полезно с точки зрения финансовой стабильности.

С января по сентябрь 2019 г. увеличение нетто-размещения рублевых корпоративных облигаций обусловлено во многом ростом выпуска облигаций банковского сектора. Новые облигации размещают не только крупнейшие российские банки, но и прочие кредитные организации, имеющие хорошие кредитные рейтинги. В результате средний рейтинг размещенных рублевых корпоративных облигаций в 2019 г. вырос, а количество выпусков (или эмитентов) без рейтинга сократилось.

Высокий уровень кредитной активности в ипотечном сегменте кредитования обусловлен сохраняющейся доступностью приобретения жилой недвижимости в кредит. Уровень доступности жилья может быть оценен индексом доступности жилья, который отражает количество квадратных метров, которые заемщик может приобрести в ипотеку, расходуя на обслуживание долга половину заработной платы. В настоящее время индекс находится на исторически максимальном уровне (35,7 на 1 июля 2019 г.). Рост ипотечного кредитования сопровождается высоким качеством кредитов. Доля ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней находится на исторически низком уровне – 1,4% на 1 сентября 2019 года.

1. ТЕКУЩИЕ РИСКИ НА ВНЕШНЕМ И ВНУТРЕННЕМ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

1.1. УЯЗВИМОСТИ И РИСКИ НА ВНЕШНИХ РЫНКАХ

- **В сентябре 2019 г. ведущие центральные банки развитых стран продолжили смягчение монетарной политики.**
- **В отчетном периоде произошло усиление сигналов о замедлении мирового экономического роста (особенно в еврозоне).**
- **В сентябре 2019 г. сохранился чистый отток капитала с формирующихся рынков, несмотря на повышение интереса глобальных инвесторов к долговым инструментам ЕМЕ по сравнению с предыдущим периодом.**

1. В отчетном периоде продолжилось смягчение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками мира.

- **Еврозона**

На заседании 12 сентября ЕЦБ в соответствии с ожиданиями снизил уровень депозитной процентной ставки на 10 б.п., до -0,50%, и сигнализировал о возобновлении программы выкупа активов объемом 20 млрд евро ежемесячно с 1 ноября 2019 года. Сроки действия программы количественного смягчения являются неопределенными. Часть депозитов банков в ЕЦБ были освобождены от отрицательных ставок (многоуровневая система применения депозитных ставок). Процентные ставки по программе целевых долгосрочных кредитов (TLTRO) были снижены на 10 б.п., до 0% (базовая ставка рефинансирования ЕЦБ).

- **США**

ФРС США по итогам заседания 17–18 сентября ожидаемо снизила диапазон базовой процентной ставки на 25 б.п., до 1,75–2,00%. Произошло снижение прогноза FOMC динамики базовой ставки в 2019–2021 гг. по сравнению с июньским заседанием (рис. 1). Члены FOMC ожидают сохранения диапазона базовой процентной ставки на текущем уровне до конца 2020 года. Рыночные ожидания предполагают более существенное смягчение монетарной политики США в этот период. Участники рынка оценивают возможность сохранения базовой ставки на текущем уровне на заседании 30 октября с вероятностью 38,5% и ее снижения на 25 б.п. с вероятностью 61,5%.

В отчетном периоде на денежном рынке США сформировался дефицит ликвидности на фоне рекордного размещения государственных облигаций в период корпоративных налоговых вычетов. В ответ на это Федеральное резервное банк Нью-Йорка использовал операции репо для предоставления ликвидности (которые не проводились со времен глобального финансового кризиса 2007–2009 гг.). Процентная ставка по операциям репо со сроком овернайт с обеспечением в виде казначейских облигаций достигала 10% внутри дня. Принятые ФРС США меры позволили нормализовать ситуацию на американском финансовом рынке (см. врезку на с. 6).

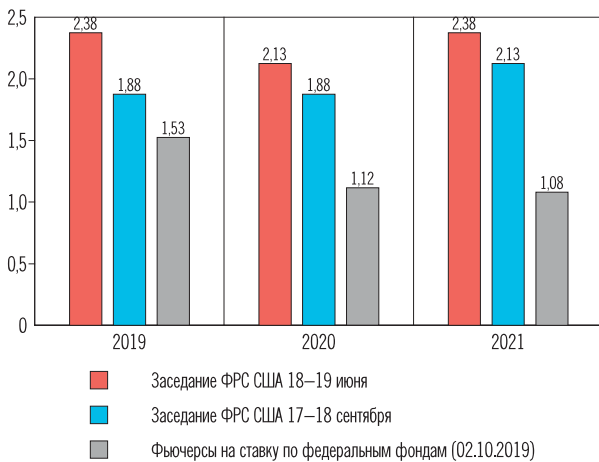
- **Австралия**

Центральный банк Австралии 1 октября 2019 г. третий раз с начала года снизил базовую процентную ставку на 25 б.п., до исторического минимума на уровне 0,75%.

2. В сентябре 2019 г. продолжилось усиление сигналов о замедлении мирового экономического роста.

В отчетном периоде произошло ухудшение экономической ситуации в еврозоне. Производственный индекс PMI еврозоны и Германии в сентябре снизился на 1,3 п., до 45,7 п., и на 1,8 п., до 41,7 п., соответственно (в обоих случаях достигнуты минимальные уровни с 2016 г.). Производственный индекс PMI (ISM Manufacturing) США также снизился на 1,3 п., до 47,8 п. (ниже

РЫНОЧНЫЕ ОЖИДАНИЯ И ПРОГНОЗ ЧЛЕНОВ FOMC
СЕРЕДИНЫ ДИАПАЗОНА БАЗОВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ
СТАВКИ ФРС США В 2019–2021 ГГ. (рис. 1)



Источник: Bloomberg.

ожиданий на уровне 50 п.), что является минимальным уровнем с июля 2009 года¹.

Динамика индексов производственной активности Китая, напротив, свидетельствует об улучшении экономических ожиданий: в сентябре индексы PMI Markit и PMI Caixin выросли на 0,3 п., до 49,8 п., и на 1 п., до 51,4 п., соответственно (выше ожиданий).

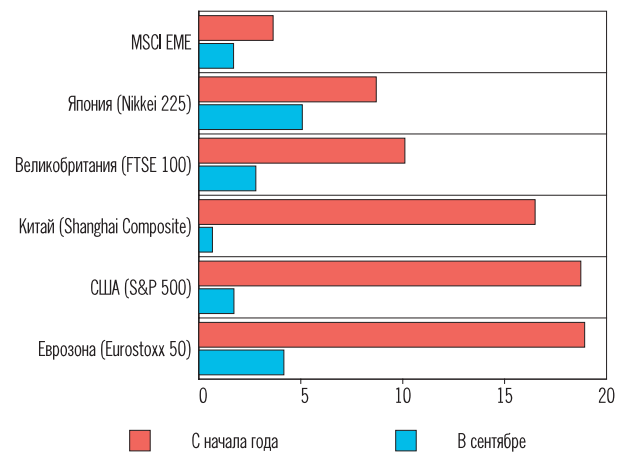
В отчетном периоде власти Китая приняли ряд стимулирующих мер для поддержки экономической активности. Так, Народный банк Китая снизил базовую годовую кредитную ставку (по кредитам первоклассным заемщикам) сроком на 1 год на 5 б.п., до 4,2%. Кроме того, регулятор понизил норму обязательного резервирования банков на 50 б.п. для всех банков и на 100 б.п. для отвечающих специальным требованиям банков для высвобождения дополнительной ликвидности в размере 900 млрд юаней.

Надежды на прогресс в торговых переговорах между США и Китаем и смягчение денежно-кредитной политики ведущими центральными банками мира способствовали росту мировых фондовых индексов в сентябре 2019 г. (рис. 2).

3. Риски замедления мирового экономического роста оказали негативное воздействие на динамику мировых цен на нефть в сентябре 2019 года.

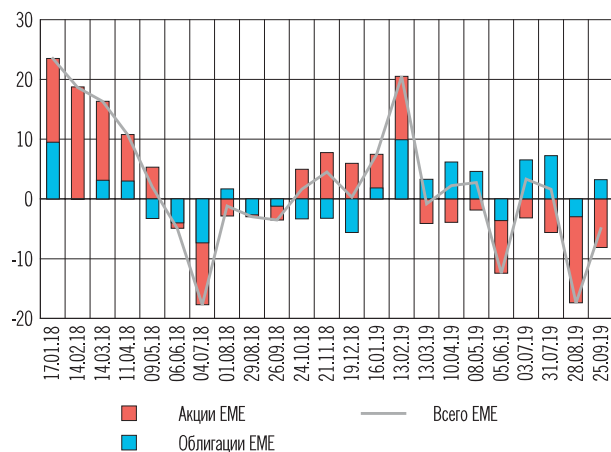
Страны – участники Мониторингового комитета ОПЕК+ на встрече в сентябре 2019 г. подтвердили необходимость строгого выполнения соглашения об ограничении добычи нефти на фоне неопределенности динамики мировой экономической конъюнктуры. Временный рост цен на нефть был связан с ограничением поставок сырья на мировой рынок после ата-

ИЗМЕНЕНИЕ МИРОВЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ
В СЕНТЯБРЕ 2019 Г. (%) (рис. 2)



Источник: Thomson Reuters.

ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА
В ФОНДЫ, ИНВЕСТИРУЮЩИЕ В АКЦИИ И ОБЛИГАЦИИ
ЕМЕ, СУММИРОВАНИЕ ПО 4 НЕДЕЛИ (МЛРД ДОЛЛ. США) (рис. 3)



Источник: EPFR Global.

¹ Производственный индекс PMI Markit США в сентябре вырос на 0,8 п., до 51,1 пункта.

ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ИНДИКАТОРОВ ЕМЕ
В СЕНТЯБРЕ 2019 ГОДА

Табл. 1

Страна ЕМЕ	Обменный курс национальной валюты к долл. США		Фондовый индекс		Доходность государственных облигаций (10 лет)		Спред по суверенным CDS (5 лет)		Ранг: 1 - ноихудший 18 - наилучший	
	%		%		б.п.		б.п.			
	С начала 2019 г.	В сентябре 2019 г.	С начала 2019 г.	В сентябре 2019 г.	С начала 2019 г.	В сентябре 2019 г.	С начала 2019 г.	В сентябре 2019 г.	С начала 2019 г.	В сентябре 2019 г.
Венгрия	-8,9	-1,9	3,7	2,0	-100	7	-7	4	4	1
Филиппины	1,4	0,5	4,2	-2,5	-235	31	-39	0	14	2
Чехия	-5,2	-0,2	5,6	0,4	-59	28	2	1	7	3
Индонезия	1,4	0,0	-0,4	-2,5	-69	-6	-46	1	8	4
Колумбия	-6,4	-1,0	15,1	1,5	-92	-8	-63	0	13	5
Польша	-6,8	-0,6	-4,5	1,8	-85	16	-2	3	2	6
Румыния	-6,7	-1,2	29,7	3,7	-67	1	-14	3	17	7
Таиланд	5,6	0,1	4,7	-1,1	-95	2	-15	-1	12	8
Малайзия	-1,3	0,4	-6,3	-1,8	-75	3	-57	1	3	9
ЮАР	-5,2	0,4	4,0	-0,8	-55	11	-30	12	5	10
Китай	-3,8	0,1	16,5	0,7	-12	9	-19	2	11	11
Чили	-4,8	-1,0	-0,9	5,3	-165	7	-25	1	6	12
Бразилия	-6,6	-0,3	19,2	3,6	-223	-40	-69	3	16	13
Индия	-1,6	0,8	7,2	3,6	-68	14	-39	1	9	14
Аргентина	-34,6	3,3	-4,0	18,1	498	58	6615	1440	1	15
Мексика	-0,4	1,7	3,3	0,9	-177	-9	-40	3	10	16
Россия	7,0	2,9	15,9	0,3	-171	-14	-68	-15	18	17
Турция	-6,4	3,2	16,1	8,6	-277	-249	-9	-72	15	18
Среднее ЕМЕ	-2,9	0,2	7,8	1,4	-119	-12	-32	-3		

	Латинская Америка
	Европа, Ближний Восток и Африка
	Азиатско-Тихоокеанский регион

Примечание.

- Сводный ранг формируется на основе среднего из линейно нормированных в отрезке [0, 1] значений рыночных финансовых индикаторов каждой страны ЕМЕ.
 - Средние значения ЕМЕ рассчитываются на основе данных 17 ЕМЕ без учета Аргентины.
 - В качестве доходности государственных облигаций Аргентины используется доходность ценных бумаг на срок 9 лет.
- Источник: Bloomberg, Thomson Reuters.

ки беспилотников на нефтяные объекты Саудовской Аравии². Вместе с тем снижение глобальной экономической активности стало ключевым фактором изменения цен на энергоресурсы. В сентябре 2019 г. цены на нефть марки Brent изменились незначительно (+0,6%), марки Urals – снизились на 3,3%.

4. В сентябре 2019 г. усилился интерес глобальных инвесторов к долговым инструментам ЕМЕ, чистый отток капитала с фондовых рынков развивающихся стран сократился. Это могло быть связано с ожиданиями дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики в развитых странах на фоне ухудшения экономической ситуации.

С 28 августа по 25 сентября 2019 г. чистый отток капитала с финансовых рынков ЕМЕ составил 5 млрд долл. США (чистый отток с фондовых рынков – 8,2 млрд долл. США, чистый приток на долговые рынки – 3,2 млрд долл. США) (рис. 3). По сравнению с предыдущим месяцем произошло сокращение чистого оттока капитала с рынка акций и сформировался чистый приток капитала на рынки облигаций.

В отчетный период ситуация на финансовых рынках развивающихся стран оставалась стабильной. Уровень риска на национальных финансовых рынках ЕМЕ практически не изменился в сентябре 2019 г. (табл. 1). Исключение составляет ситуация на внутреннем рынке Аргентины. Усиление политических рисков и слабость фундаментальных показателей повысили уязвимость финансовой системы страны к шокам. Введение контроля над движением капитала в начале отчетного периода позволило остановить ослабление национальной валюты.

² 30 сентября 2019 г. ОПЕК сообщила, что Саудовская Аравия полностью восстановила добычу до уровня, предшествующего атакам.

Риски дефицита долларовой ликвидности на глобальных рынках

16–17 сентября на американском денежном рынке произошел существенный рост ставок однодневного репо (внутридневные значения доходили до 10%). Ставка денежного рынка США (Federal Funds rate) резко выросла на фоне дефицита долларовой ликвидности (рис. 4). Среди возможных причин называют отток ликвидности вследствие размещения значительного объема американских казначейских облигаций (UST), а также совпадение с периодом уплаты компаниями налогов. При этом резервы банковской системы продолжали снижаться и в отчетном периоде находились на минимуме с 2013 г. (рис. 5).

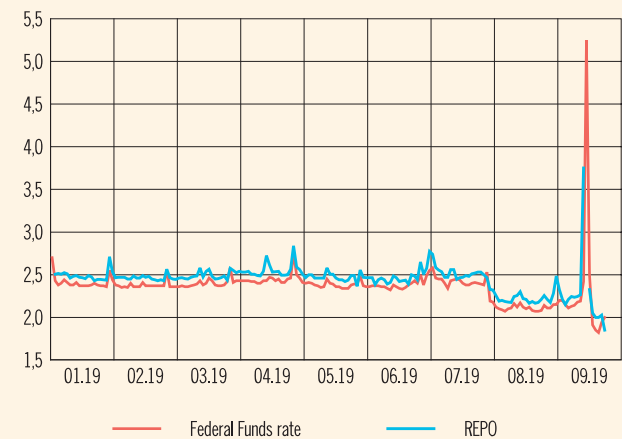
В ответ на ухудшение ситуации с ликвидностью ФРБ Нью-Йорка впервые за 10 лет возобновил операции репо на срок овернайт на ежедневной основе, а в дальнейшем объявил о двухнедельном репо. Также ФРС США понизила процентную ставку по избыточным резервам банков (IOER) на 0,3 п.п., до 1,8%, снизив минимальную ставку размещения долларов для банков. На фоне принятых мер ставка однодневного репо в США 19 сентября вернулась в процентный коридор ФРС США.

В США у организаций, соответствующих определенным требованиям, есть возможность привлекать необходимую ликвидность у регулятора по специальной ставке (discount window). Таким образом, произошедший эпизод свидетельствует о наличии проблем с долларовой ликвидностью у отдельных организаций, не имеющих такой возможности и не получивших необходимый объем ликвидности от других участников. В результате ФРБ Нью-Йорка дополнительно ввел инструмент репо, ежедневные сделки по которому планируются проводить до 10 октября включительно.

В России в условиях профицита рублевой ликвидности подобная ситуация маловероятна, поскольку кредитные организации при наличии у них ценных бумаг могут использовать их в качестве обеспечения для привлечения необходимой ликвидности по операциям репо по фиксированной ставке с Банком России.

Объемы долларовой фондирования за пределами США заметно растут в последние годы, поэтому ухудшение ситуации с ликвидностью на американском рынке привело к повышению стоимости долларовых заимствований на рынках других стран. Кросс-валютные спреды на валютных свопах по евро и британскому фунту расширились до 244 и 121 б.п. соответственно (рис. 6).

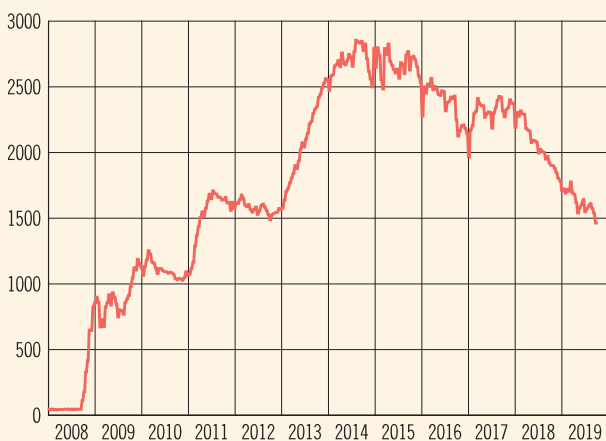
СТАВКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США (FEDERAL FUNDS RATE),
СТАВКА ДОЛЛАРОВОГО РЕПО ОВЕРНАЙТ В США (%)



Источник: Thomson Reuters.

РЕЗЕРВЫ ОРГАНИЗАЦИЙ, ИМЕЮЩИХ ПРАВО
НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ ДЕПОЗИТОВ (МЛРД ДОЛЛ. США)

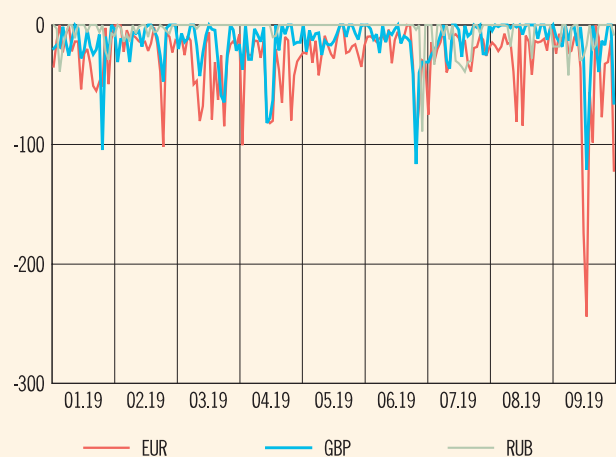
Рис. 5



Источник: Федеральная резервная экономическая база данных.

СПРЕДЫ ВМЕНЕННЫХ И ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК
ПО РУБЛЮ, ЕВРО И ФУНТУ СТЕРЛИНГОВ
НА СРОК ОВЕРНАЙТ (Б.П.)

Рис. 6



Источник: Thomson Reuters.

1.2. РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

- В сентябре 2019 г. доходности ОФЗ продолжили снижаться. Кривая доходностей ОФЗ приблизилась к уровню начала апреля 2018 г. (до введения санкций против РУСАЛ), в среднем по наиболее ликвидным срокам она выше этого уровня на 15 базисных пунктов.
- Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре не изменилась и находится на уровне 29,0%.
- Основной объем (совокупно 59%) от размещенных на аукционе 25 сентября ОФЗ-ПК пришелся на банки, не относящиеся к СЗКО, и некредитные финансовые организации.
- Несмотря на волатильность на американском финансовом рынке, российский рынок не испытывал дефицита долларовой ликвидности.

РЫНОК ОФЗ

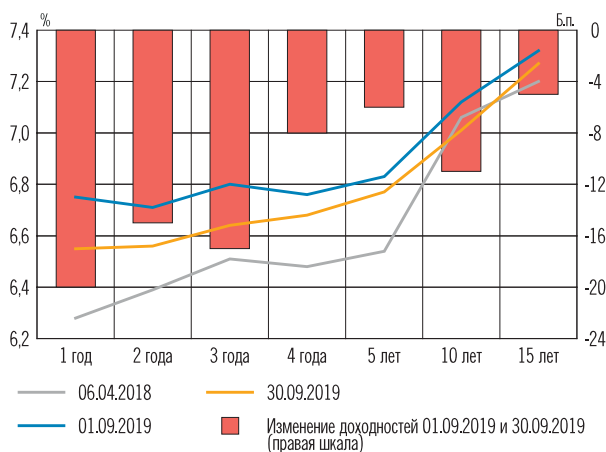
Кривая доходностей ОФЗ в сентябре продолжила снижение вместе со смягчением общих денежно-кредитных условий. В среднем по срокам с наиболее ликвидными выпусками доходности за сентябрь снизились на 12 б.п. (в августе снижение составляло 18 б.п.) (рис. 7). На конец месяца кривая доходностей ОФЗ приблизилась к уровню начала апреля 2018 г. (до санкций): на сроках до погашения от 10 лет она практически совпадает с этим уровнем, а в среднем по всем доходностям остается выше всего на 15 базисных пунктов.

Доля нерезидентов на аукционах ОФЗ за сентябрь в среднем составила 19%, что ниже средней доли в 36% с момента снижения объемов первичного размещения в июне 2019 г. (рис. 8). Стоит отметить, что доля нерезидентов на фоне сокращения предложения ОФЗ на аукционах стала более волатильной: минимальное и максимальное значения доли на аукционах стали находиться в интервале от 3 до 67%. Увеличение волатильности доли нерезидентов на аукционах связано с комбинациями параметров доходности и дюрации конкретных выпусков облигаций (ряд выпусков из-за небольшой дюрации пользуется меньшим спросом со стороны иностранных инвесторов), размещаемых на аукционе, а также с распределением спроса локальных участников.

Доля вложений нерезидентов в ОФЗ на счетах иностранных депозитариев в НРД в общем объеме рынка ОФЗ в сентябре не изменилась и на конец месяца составила 29,0% (рис. 9).

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

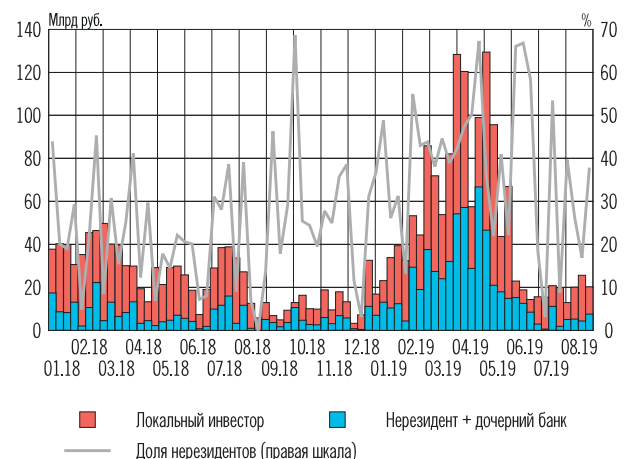
Рис. 7



Источник: Bloomberg.

ДИНАМИКА АУКЦИОНОВ ОФЗ И ДОЛЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ
И ДОЧЕРНИХ БАНКОВ

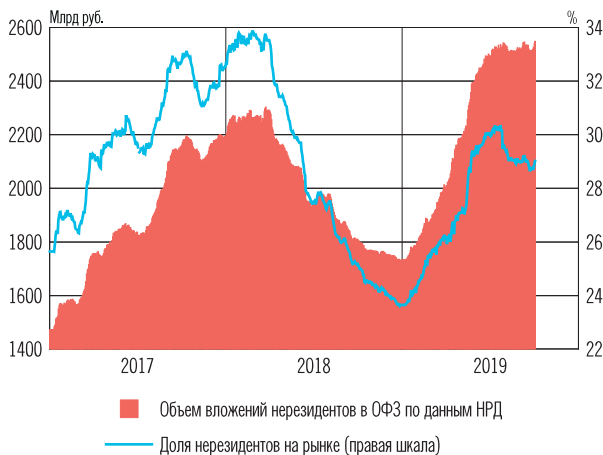
Рис. 8



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

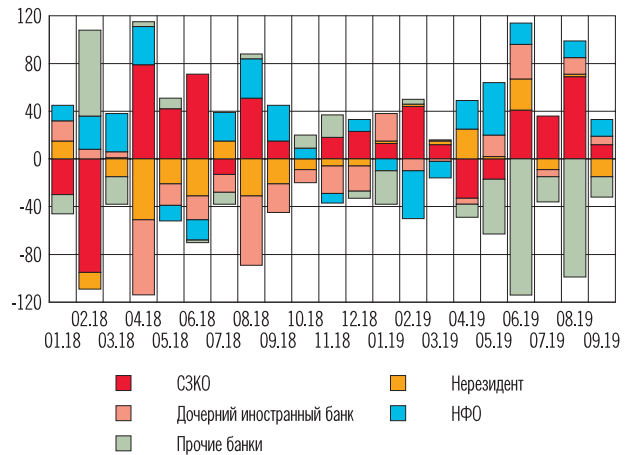
Рис. 9



Источник: НКО АО НРД.

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

Рис. 10



Источник: ПАО Московская Биржа.

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

Табл. 2

Месяц	Размещения на аукционе Минфина России	Покупки нерезидентов			Прирост суммы вложений нерезидентов в ОФЗ по данным НРД
		на аукционах	на биржевых торгах	на внебиржевых торгах	
Август	79	22	16	-56	-18
Сентябрь	91	18	-8	21	31

Источники: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

В сентябре нерезиденты и дочерние банки покупали ОФЗ на аукционах (18 млрд руб.) (рис. 10) и внебиржевых торгах (21 млрд руб.), а продавали на бирже (-8 млрд руб.) (табл. 2).

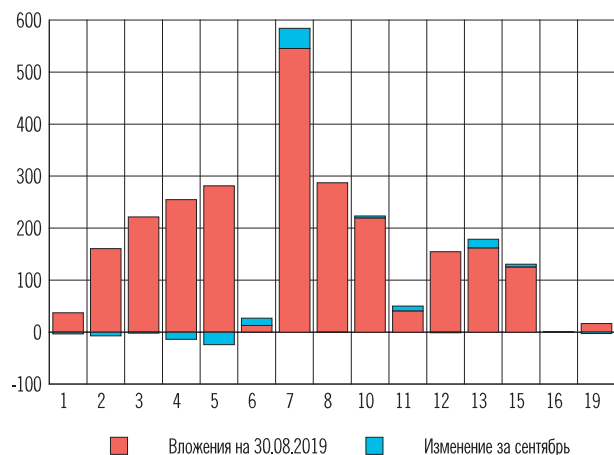
В целом в сентябре нерезиденты в основном уменьшали вложения в ОФЗ с коротким сроком до погашения (рис. 11). Средний срок до погашения ОФЗ³, в которые нерезиденты нарастили объем вложений, составляет 9,02 года, а ОФЗ, вложения в которые сократились, – 4,94 года. Средний срок до погашения всего портфеля ОФЗ у нерезидентов в сентябре уменьшился по сравнению с августом на 0,06 года и составил 7,46 года.

РЫНОК ОФЗ С ПЛАВАЮЩИМ КУПОНОМ

25 сентября состоялось второе⁴ размещение облигаций федерального займа с плавающим купоном 24020RMFS (с погашением 27 июля 2022 г.). На аукционе было размещено около 15 млрд руб. при высоком спросе со стороны инвесторов: сумма заявок в размере 165,88 млрд руб. превысила объем заявок первого размещения (113,40 млрд руб.). Минфин России удовлетворил заявки с ценой, превышающей 100,31%

ВЛОЖЕНИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ В ОФЗ ПО СРОКУ
ДО ПОГАШЕНИЯ И ИЗМЕНЕНИЕ ВЛОЖЕНИЙ
ЗА ОТЧЕТНЫЙ ПЕРИОД (МЛРД РУБ.)

Рис. 11



Источник: НКО АО НРД.

³ Средний срок до погашения ОФЗ, взвешенный по изменению объема вложений нерезидентов за отчетный период.

⁴ Первое размещение таких ОФЗ было 28 августа 2019 года.

от номинала, средневзвешенная цена размещения составила 100,3277%, что на 30 б.п. выше, чем на аукционе 28 августа 2019 года. Ключевой особенностью выпуска ОФЗ-ПК 24020RMFS является используемый в нем подход к расчету купонного платежа на основе средней ставки RUONIA за 7 последних календарных дней, предшествующих дате выплаты купона (иные выпуски ОФЗ-ПК предполагают расчет купонного платежа на основе средней ставки RUONIA за последние 6 месяцев). Данная особенность приводит к тому, что величина купонного платежа быстрее реагирует на изменение процентных ставок, что может быть выгодно инвестору, так как позволит эффективнее хеджировать рост процентных ставок (иные выпуски в силу особенностей расчета имеют больший временной лаг к изменению ставок денежного рынка).

Структура инвесторов несколько поменялась на втором аукционе по сравнению с первым. На первом аукционе нерезиденты подали 9% заявок, а по итогам получили менее 4% от суммы размещения. На втором аукционе доля заявок иностранных инвесторов уменьшилась до 7,5%, но при этом доля в сумме размещения составила 14,5%.

Основной объем от размещенных на аукционе 25 сентября ценных бумаг пришелся на банки, не относящиеся к СЗКО, и некредитные финансовые организации. Совокупная доля этих двух групп участников составила 59% от общего объема размещения (на аукционе 28 августа – 85,1%). Доля СЗКО в объеме размещенных ОФЗ-ПК на аукционе 25 сентября составила 26,6%, что заметно выше доли в августе (10,9%).

Участники рынка могут использовать выпуски ОФЗ-ПК для управления процентным риском, не прибегая к ПФИ (например, к свопу на ставку RUONIA), что полезно с точки зрения финансовой стабильности.

РЫНОК ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

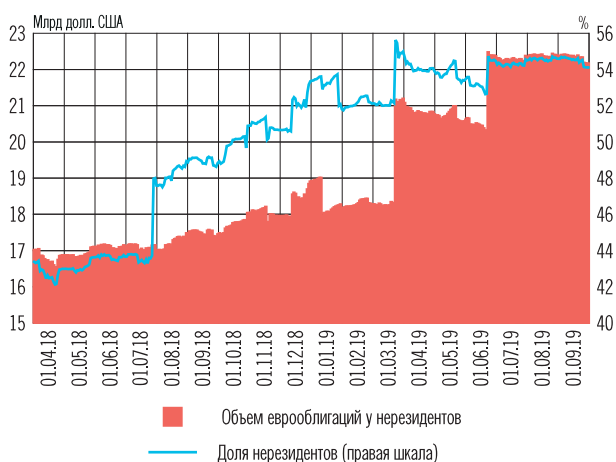
Влияние введения новых санкционных ограничений на возможность участия американских инвесторов в первичном размещении суверенных нерублевых облигаций на долю вложений нерезидентов на счетах иностранных депозитариев в НРД было незначительным. За сентябрь 2019 г. доля снизилась на 0,5 п.п., до 54,1%, а объем вложений нерезидентов на конец месяца составил 22,2 млрд долл. США (рис. 12).

БИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ И КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

На вторичном биржевом рынке акций в сентябре не было ярко выраженной динамики, нерезиденты и дочерние иностранные банки в сентябре продали акций на 3 млрд руб. (рис. 13).

ДИНАМИКА ВЛОЖЕНИЙ НЕРЕЗИДЕНТОВ
В РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

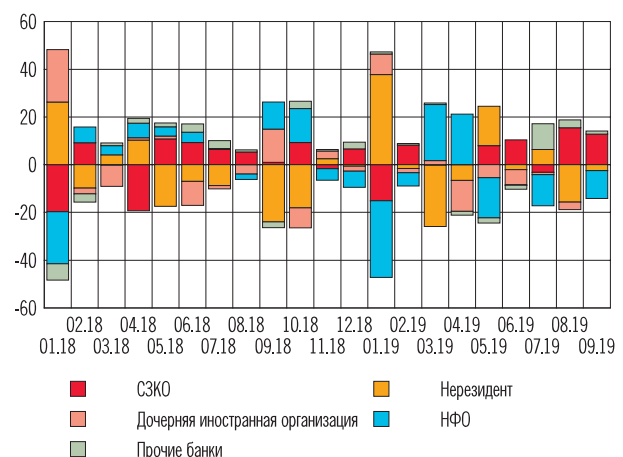
Рис. 12



Источник: НКО АО НРД.

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

Рис. 13



Источник: ПАО Московская Биржа.

Индекс МосБиржи в отчетный период незначительно вырос – на 7 п., до 2747 п., на 30 сентября.

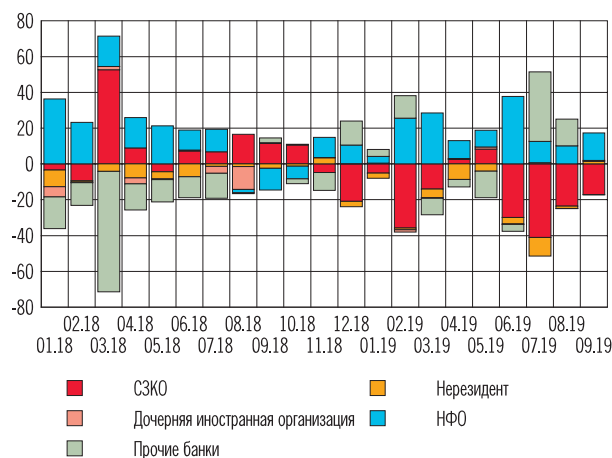
На вторичном рынке корпоративных облигаций чистые покупки на бирже со стороны нерезидентов и дочерних иностранных банков за сентябрь составили 1 млрд руб. (рис. 14). Больше всех за месяц (15 млрд руб.) купили некредитные финансовые организации, а системно значимые кредитные организации осуществляли продажи (17 млрд руб.).

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

В сентябре нерезиденты и дочерние иностранные банки нарастили совокупную позицию на валютных свопах после сокращения в августе. При этом дочерние иностранные банки по-прежнему являются нетто-кредиторами, а нерезиденты – нетто-заемщиками валюты (рис. 15). Наличию данной тенденции в сентябре в том числе могло способствовать укрепление курса рубля по отношению к доллару США (рис. 16), наблюдаемое в условиях общего укрепления валют стран ЕМЕ в сентябре и благоприятной динамики нефтяных цен. В рамках наращивания позиций на внутреннем рынке нерезиденты и дочерние иностранные банки продали валюты на 59,5 млрд руб. (рис. 17). Ситуация с валютной ликвидностью оставалась благоприятной, кросс-валютный спред по рублю по инструментам на срок 1 месяц не расширился более чем на 35 б.п. (рис. 18).

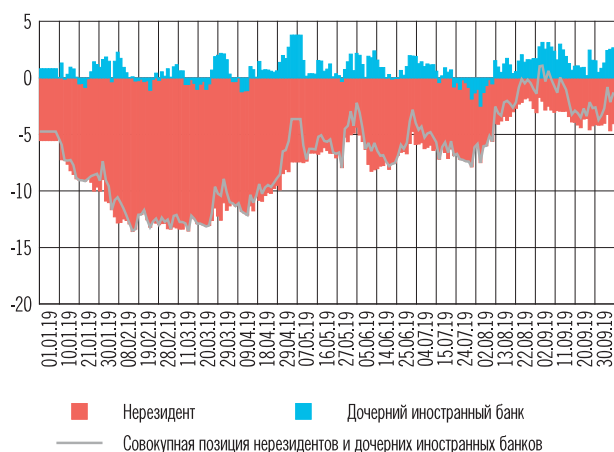
Несмотря на волатильность на американском финансовом рынке⁵, российский рынок не испытывал дефицита долларовой ликвидности. Вместе с тем некоторые участники рынка столкнулись с трудностями при размещении евро. В рамках управления ликвидностью валют с отрицательными базовыми ставками кредитные организации часто заключают свопы евро/доллар США. Однако в условиях роста стоимости заимствования доллара США (рис. 19) участники использовали альтернативный вариант размещения евро посредством валютного

ДИНАМИКА НЕТТО-ПОКУПОК ПО ТИПАМ УЧАСТНИКОВ НА ВТОРИЧНОМ БИРЖЕВОМ РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (МЛРД РУБ.) *Рис. 14*



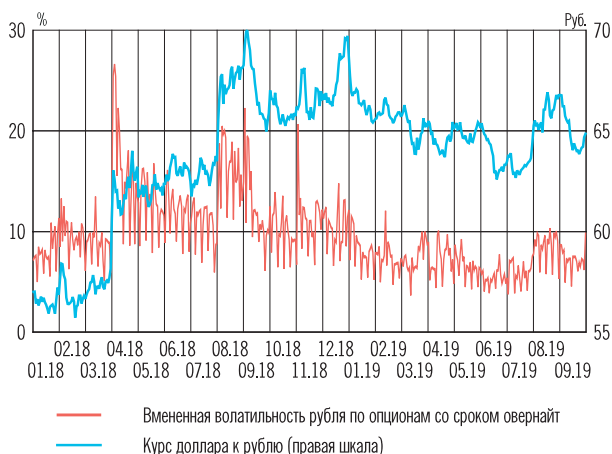
Источник: ПАО Московская Биржа.

СОВОКУПНАЯ ПОЗИЦИЯ НЕРЕЗИДЕНТОВ И ДОЧЕРНИХ ИНОСТРАННЫХ БАНКОВ НА ВАЛЮТНЫХ СВОПАХ (МЛРД ДОЛЛ. США) *Рис. 15*



Источник: ПАО Московская Биржа, НКО АО НРД.

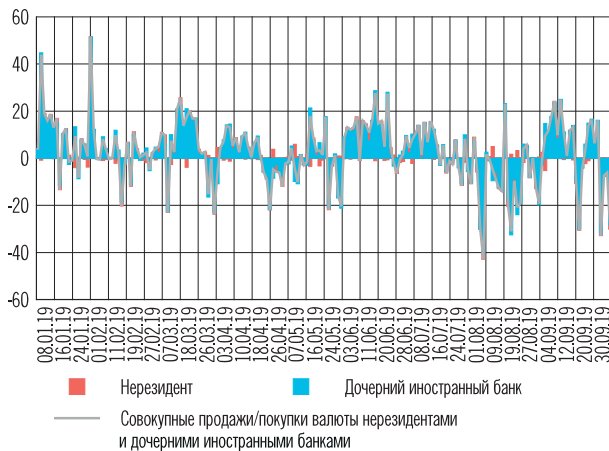
ВМЕНЕННАЯ ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ПО ОПЦИОНАМ СО СРОКОМ ОВЕРНАЙТ, КУРС ДОЛЛАРА К РУБЛЮ *Рис. 16*



Источник: Bloomberg.

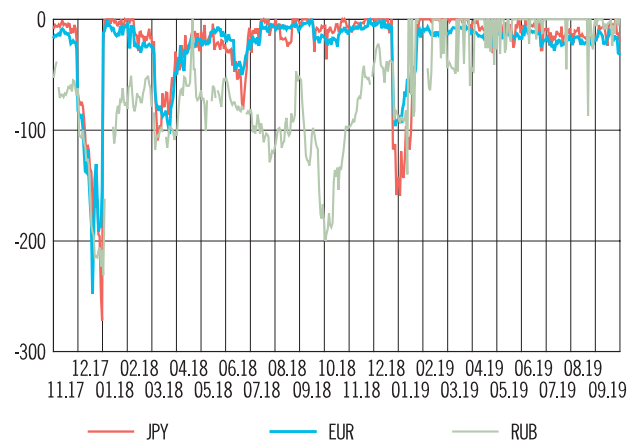
⁵ См. врезку на с. 6.

СОВОКУПНЫЕ ПРОДАЖИ/ПОКУПКИ ВАЛЮТЫ
НЕРЕЗИДЕНТАМИ И ДОЧЕРНИМИ ИНОСТРАННЫМИ
БАНКАМИ (МЛРД РУБ.) *Рис. 17*



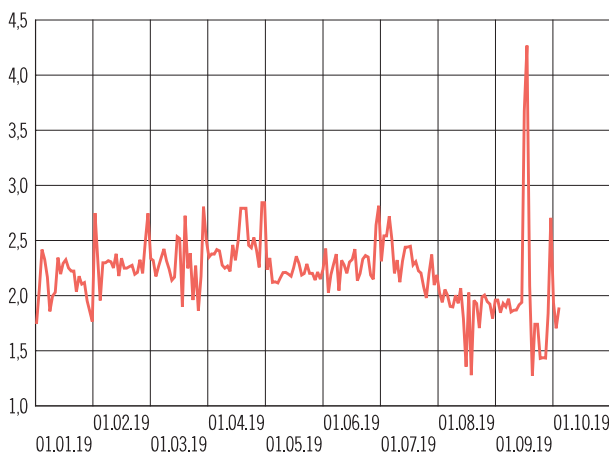
Источник: Bloomberg.

СПРЕД ВМЕНЕННЫХ И ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК
ПО РУБЛЮ, ЕВРО И ИЕНЕ НА СРОК 1 МЕСЯЦ
(Б.П.) *Рис. 18*



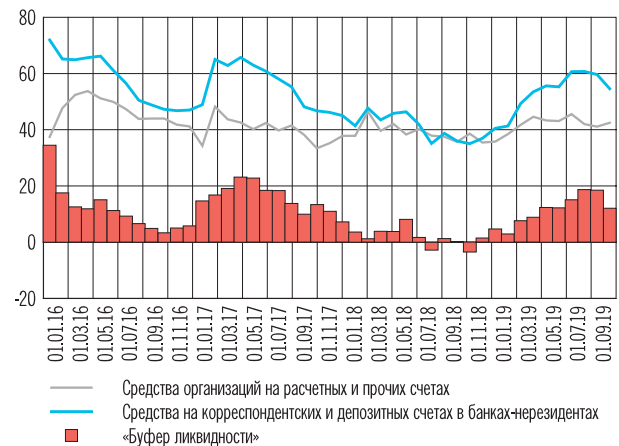
Источник: Thomson Reuters.

СТАВКА ПО USD, НА ВАЛЮТНОМ СВОПЕ
EUR/USD ОВЕРНАЙТ (%) *Рис. 19*



Источник: Thomson Reuters.

«БУФЕР ЛИКВИДНОСТИ»* БАНКОВСКОГО СЕКТОРА
(МЛРД ДОЛЛ. США) *Рис. 20*



* Более подробно про «буфер ликвидности» см. в «Обзоре рисков финансовых рынков» за август 2019 г.

Источник: форма отчетности 0409101.

свопа евро/рубль, что спровоцировало избыточное предложение евро. На этом фоне ставки на свопы евро/рубль на рынке выросли до уровня верхней границы процентного коридора операций «валютный своп» с Банком России. Вследствие чего участники заключили сделку «валютный своп» с Банком России на общий объем 500 млн евро.

Внутренний рынок не ощутил значительного дефицита долларовой ликвидности благодаря «буферу ликвидности», накопленному кредитными организациями. Несмотря на сокращение в августе валютной подушки, оставшегося объема (12 млрд долл. США по состоянию на 1 сентября 2019 г.) (рис. 20) достаточно для предотвращения дефицита, вызванного волатильностью на внешних рынках.

2. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

2.1. ИЗМЕНЕНИЕ СТРУКТУРЫ РЫНКА РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- С января по сентябрь 2019 г. произошло увеличение нетто-размещения рублевых корпоративных облигаций, в основном из-за роста облигаций банковского сектора.
- В результате средний рейтинг размещенных рублевых корпоративных облигаций в 2019 г. вырос, а количество выпусков (или эмитентов) без рейтинга сократилось.

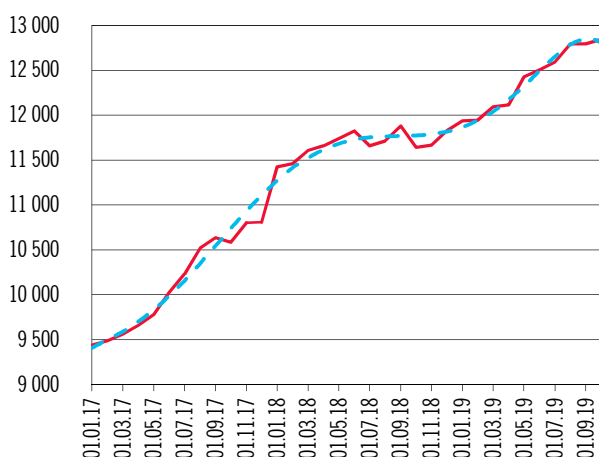
В 2019 г. на фоне повышения аппетита к риску со стороны международных инвесторов российские эмитенты нарастили объемы выпуска корпоративных облигаций. Рост данного сегмента рынка в начале года происходил при одновременном увеличении объемов выпуска ОФЗ. В этом разделе проанализирована динамика нетто-размещений, отраслевая принадлежность и рейтинговая структура рублевых корпоративных ценных бумаг.

Начиная с апреля 2018 г. вследствие санкционной риторики и снижения на ее фоне спроса на российские долговые инструменты российские эмитенты, осуществляя погашение действующих облигационных займов, сократили размещение новых корпоративных рублевых облигаций, в том числе и взамен погашенных. Это привело к тому, что три месяца в 2018 г. нетто-размещения корпоративных облигаций были отрицательными, а среднемесячный объем нетто-размещений за январь-октябрь составил 37 млрд руб. в месяц¹. К концу 2018 г. настроения на рынке сменились и объем нетто-размещения рублевых корпоративных облигаций в ноябре и декабре составил уже 172 и 228 млрд руб. соответственно. Повышенная активность эмитентов сохранялась и с января по сентябрь 2019 г.: объем рынка рублевых корпоративных облигаций за этот период вырос на 906 млрд руб. (рис. 21), а среднемесячный объем нетто-размещений увеличился до 115 млрд руб., что также больше аналогичного показателя 2017 г. (99 млрд руб.).

По состоянию на конец сентября 2019 г. наибольшая доля по накопленному объему выпуска облигаций – у нефтегазовой отрасли (32%), одинаковая доля – у облигаций финансовых инсти-

ОБЪЕМ РЫНКА ВНУТРЕННИХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ РОССИИ (МЛРД РУБ.)

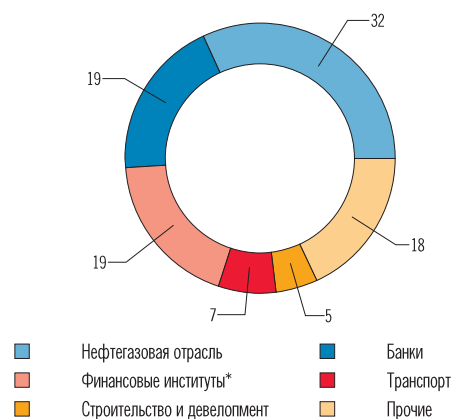
Рис. 21



Источник: Cbonds.

СТРУКТУРА РЫНКА РОССИЙСКИХ РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА 30 СЕНТЯБРЯ 2019 Г., ТОП-5 ОТРАСЛЕЙ (%)

Рис. 22



* К финансовым институтам относятся в том числе АО «ДОМ.РФ» (в том числе секьюритизированные ипотечные ценные бумаги), ВЭБ.РФ.
Источник: Cbonds.

¹ Здесь и далее из динамики нетто-размещений исключены выпуски облигаций сроком до 91 дня, а также крупные нерыночные выпуски отдельных эмитентов.

тутов и банковских облигаций (по 19%), 7% – у транспорта и 5% – у строительства (рис. 22).

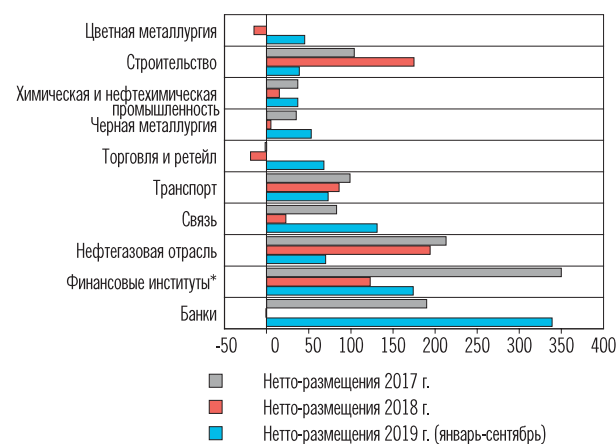
Отраслевая структура нетто-размещений изменилась в 2019 г. по сравнению с 2018 г. (рис. 23). По сравнению с 2018 г., помимо роста нетто-размещений облигаций предприятий отрасли связи и торговли (12 и 10% от суммы прироста нетто-размещений), в 2019 г. произошел значительный рост размещений облигаций предприятий банковской отрасли (55% от суммы прироста нетто-размещений)². Прирост выпусков банковских облигаций в 2019 г. в основном наблюдался у крупнейших российских банков (преимущественно СЗКО). В 2019 г. количество банков с положительным нетто-размещением облигаций возросло с 13 до 18, при росте объема размещений отмечалось и сокращение объема погашений.

Кредитные организации за период с 1 января по 1 сентября 2019 г. разместили облигаций (с учетом погашений) на 353,8 млрд руб., и объем выпущенных облигаций на конец периода составил 1682,5 млрд рублей³. Доля выпущенных банковских облигаций в пассивах банков выросла с 1,41 до 1,77%, а доля прироста облигаций в приросте пассивов составила 33%⁴.

Дополнительно было проанализировано изменение структуры рынка корпоративных облигаций по установленному рейтингу эмиссии/эмитента. В 2019 г. по сравнению с 2018 г. средний рейтинг размещенных облигаций вырос: 78% нетто-прироста в 2019 г. пришлось на облигации с рейтингом выше AA⁻⁵, тогда как в 2018 г. на данные бумаги приходилось всего 54%. Доля новых рублевых корпоративных облигаций без рейтинга эмиссии/эмитента хотя бы от одного рейтингового агентства планомерно снижалась и за 9 месяцев 2019 г. составила всего 4%.

Таким образом, с января по сентябрь 2019 г. увеличение нетто-размещения рублевых корпоративных облигаций обусловлено во многом ростом выпуска облигаций банковского сектора. Новые облигации размещают не только крупнейшие российские банки, но и прочие кредитные организации, имеющие хорошие кредитные рейтинги. В результате средний рейтинг размещенных рублевых корпоративных облигаций в 2019 г. вырос, а количество выпусков (или эмитентов) без рейтинга сократилось.

ДИНАМИКА НЕТТО-РАЗМЕЩЕНИЙ ПО ОТРАСЛЯМ, ТОП-10 ОТРАСЛЕЙ ПО ОБЪЕМУ ОБЛИГАЦИЙ В ОБРАЩЕНИИ (МЛРД РУБ.) Рис. 23



* К финансовым институтам относятся в том числе АО «ДОМ.РФ» (в том числе секьюритизированные ипотечные ценные бумаги), ВЭБ.РФ.
Источник: Cbonds.

ДОЛЯ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО РЕЙТИНГАМ В ПРИРОСТЕ НЕТТО-РАЗМЕЩЕНИЙ РУБЛЕВЫХ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (%) Табл. 3

Рейтинг	2017 г.	2018 г.	Январь-сентябрь 2019 г.
AAA	50	32	40
От AA+ до AA-	12	22	38
От A+ до A-	20	4	16
От BBB+ до BBB-	2	-3	2
Ниже BB+	7	1	1
Без рейтинга	24	18	4

Примечание. Максимальный рейтинг для эмиссии/эмитентов по данным рейтинговых агентств АКРА (АО) и АО «Эксперт РА».
Источник: Cbonds.

² Доля прироста нетто-размещений считается для отраслей с положительным значением нетто-размещений.

³ См. пресс-выпуск «Обзор банковского сектора Российской Федерации» за октябрь 2019 года.

⁴ Пассивы банков за данный период выросли на 1071,6 млрд руб., до 95 155,3 млрд рублей.

⁵ Для оценки рейтинга ценной бумаги использовался максимальный рейтинг эмиссии/эмитента по данным рейтинговых агентств АКРА (АО) и АО «Эксперт РА» на 30 сентября 2019 года.

2.2. ИПОТЕЧНЫЙ СЕГМЕНТ КРЕДИТОВАНИЯ

- **Кредитная активность в сегменте ипотечного кредитования остается на высоком уровне.**
- **Индекс доступности жилья находится на исторически максимальном уровне.**
- **Снижается доля относительно более рискованных ипотечных кредитов с небольшим первоначальным взносом.**

В ипотечном сегменте кредитования темпы роста ссудной задолженности остаются на устойчивом уровне – 21,1% в годовом выражении на 1 сентября 2019 г. (с корректировкой на сделки секьюритизации в июне и июле этого года на сумму около 100 млрд руб.). Высокий уровень кредитной активности в данном сегменте обусловлен сохраняющейся доступностью для приобретения жилой недвижимости в кредит.

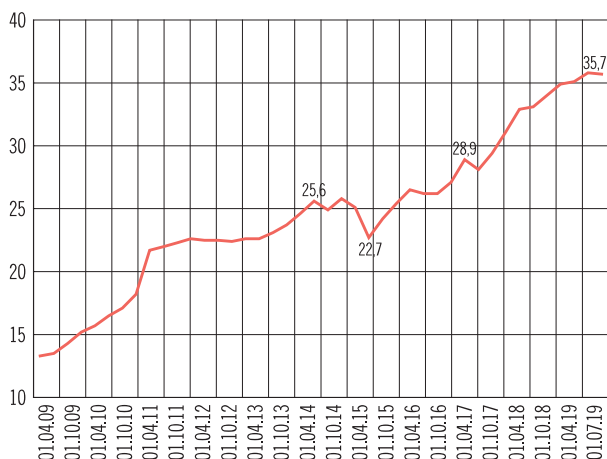
Уровень доступности жилья может быть оценен индексом доступности жилья, который отражает количество квадратных метров, которые заемщик может приобрести в ипотеку, расходуя на обслуживание долга половину заработной платы (рис. 24). Преимущество данного индекса заключается в том, что он учитывает влияние кредитных условий (ставка, срок кредита) и прочих факторов (стоимость недвижимости, заработная плата). С 1 апреля 2015 г. (с момента локального минимума) рост индекса обусловлен улучшением на 66% кредитных условий (снижение уровня ставок по кредитам и рост длительности кредитов) и на 34% – прочими факторами (такими как рост уровня заработных плат относительно стоимости недвижимости). В настоящее время индекс находится на исторически максимальном уровне. Рост доступности приобретения недвижимости в ипотеку отражает увеличение количества предоставляемых ипотечных кредитов (рис. 25) и может использоваться для прогнозирования количества выданных кредитов.

При этом рост ипотечного кредитования сопровождается высоким качеством кредитов. Доля ссуд с просроченными платежами свыше 90 дней находится на исторически низком уровне – 1,4% на 1 сентября 2019 года.

С 1 января текущего года действуют повышенные надбавки к коэффициентам риска по кредитам с первоначальным взносом от 10 до 20%. Это способствует улучшению стандартов кредитования. В условиях действия надбавок доля кредитов с первоначальным взносом от 10 до 20% в объеме предоставляемых кредитов снизилась с 40,7% в I квартале до 35,9% в II квартале.

ДИНАМИКА ИНДЕКСА ДОСТУПНОСТИ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ (КВ. М)

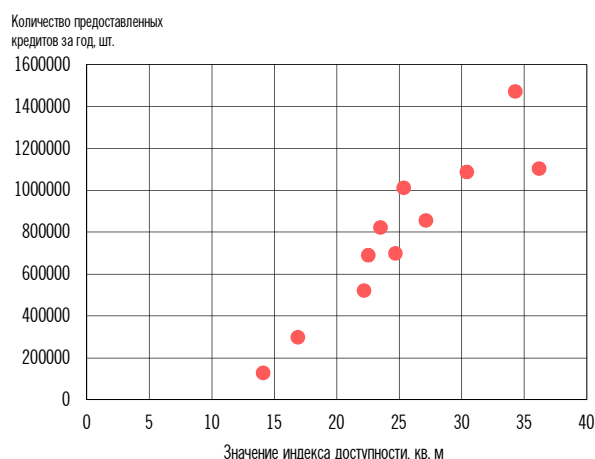
Рис. 24



Источник: расчеты Банка России.

СВЯЗЬ МЕЖДУ КОЛИЧЕСТВОМ ВЫДАВАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ КРЕДИТОВ И ЗНАЧЕНИЕМ ИНДЕКСА ДОСТУПНОСТИ ЖИЛОЙ НЕДВИЖИМОСТИ

Рис. 25



Источник: расчеты Банка России.

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

ДОКЛАД «О ТРЕНДАХ, РИСКАХ И УЯЗВИМОСТЯХ» (2019, № 2)

В сентябре ESMA (European Securities and Markets Authorities) опубликовала второй в 2019 г. выпуск доклада «О трендах, рисках и уязвимостях». Среди основных трендов европейского рынка отмечается замедляющаяся экономика стран ЕС, падение инфляционных ожиданий, а также изменения в проводимой политике центральных банков. Несмотря на рост цен акций в I квартале 2019 г. (в среднем по банковскому сектору, нефинансовым и страховым компаниям на 5, 18 и 22%, соответственно), инвесторы активно переходят на инвестиции в облигации. При этом доходности государственных 10-летних бумаг снизились в среднем на 0,7 процентного пункта. В то же время из-за торговых споров США и КНР цены акций европейских компаний, занимающихся добычей и переработкой сырья, снизились на 10%. Общей тенденцией на европейском рынке является осуществление инвесторами более рискованных операций при поиске больших доходностей. Среднее качество кредитного портфеля корпоративных облигаций ухудшилось: доля облигаций BBB выросла до 30%, при этом произошло падение доли бондов AAA до менее 4%. Под управлением инвестиционных фондов в I квартале 2019 г. находилось 13,3 трлн евро, причем положительную доходность получают именно те фонды, которые инвестируют в акции. Индивидуальные инвесторы предпочитают инвестировать либо во вклады (31%), либо в пенсионные фонды (21%) или акции (17%).

Основными на данный момент являются риски ликвидности, заражения, а также кредитный риск. Наблюдается снижение кредитного спреда (разница в стоимости двух ценных бумаг разного кредитного качества) одновременно с ростом низкокачественных ценных бумаг. Доходность государственных ценных бумаг Германии продолжает снижаться. Так как корреляция этих ценных бумаг с государственными ценными бумагами других стран ЕС остается высокой, существует риск снижения доходностей и по остальным государственным ценным бумагам. Как следствие, возможны проблемы с ликвидностью государственных ценных бумаг стран ЕС.

Brexit – самый значимый политический риск для финансовых рынков ЕС. Однако решение расширить соглашение ARTICLE 50 (3) TEU уменьшило риск немедленного выхода Великобритании из ЕС. С этим же связан и низкий операционный риск, поскольку разработаны меры для нормального функционирования рынка – открыта кредитная линия между Банком Англии и ЕЦБ (обеспечивается поставка евро и фунтов стерлингов в соответствии со спросом). Тем не менее, поскольку все больше компаний используют «облачные» серверы для хранения данных, существуют риски попадания информации третьим лицам.

Основной уязвимостью европейского рынка является увеличение оборотов по структурным кредитам CLO и кредитным займам высокорискованным заемщикам (leveraged loans). По оценке J.P. Morgan, рынок CLO в денежном эквиваленте составляет около 50% всего рынка leveraged loans. Главный параметр для CLO – кредитный рейтинг – может привести к реализации модельного риска (при неправильной оценке кредитного риска).

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

МЕТОДИКА ПОСТРОЕНИЯ ИНДЕКСА ДОСТУПНОСТИ ИПОТЕКИ

ЦЕЛИ РАСЧЕТА ИНДЕКСА

Для оценки доступности недвижимости для населения с использованием кредитных средств Департаментом финансовой стабильности разработан индекс доступности ипотеки (ИДИ). Он показывает, какое количество квадратных метров может купить физическое лицо с привлечением ипотечного кредита, направляя на его обслуживание половину заработной платы. В условиях противоречивой динамики отдельных факторов (стоимости недвижимости, уровня заработных плат, ставки по ипотечным кредитам, срока кредитования) индекс выступает интегральным показателем, обеспечивающим сопоставимость доступности ипотечного кредитования во времени.

ФОРМУЛА ОЦЕНКИ

ИДИ отражает площадь объекта жилой недвижимости, который можно купить в ипотеку со средней по рынку ставкой и средним сроком кредитования, расходуя на обслуживание кредита половину номинальной заработной платы. Соответственно, оценка происходит по формуле:

$$Index = \frac{0,5 \times I}{A} = 0,5 \times I \times \frac{12 \times (1 - (1 + \frac{R}{12})^{-T})}{R \times P},$$

где I – среднемесячная номинальная заработная плата в экономике;

A – средний аннуитетный месячный платеж по ипотечному кредиту на покупку 1 кв. м жилой недвижимости в кредит;

R – средневзвешенная ставка по ипотечным кредитам, предоставленным в данном периоде;

T – средний срок кредитования по ипотечным кредитам, предоставленным в данном периоде;

P – цена 1 кв. м жилой недвижимости на первичном рынке.

Для устранения сезонности в динамике среднемесячной номинальной заработной платы вместо значения показателя на дату берется среднее значение за последний год, включая дату, на которую рассчитывается показатель:

$$\tilde{I}_t = \frac{(\sum_{s=0}^3 I_{t-s})}{4},$$

где t – дата, на которую устраняется сезонность;

\tilde{I}_t – величина среднемесячной номинальной заработной платы, скорректированная на сезонность.

ДААННЫЕ

Для расчета ИДИ используются следующие источники данных:

1. Федеральная служба государственной статистики:

- среднемесячная номинальная начисленная заработная плата работников организаций;
- средняя цена 1 кв. м общей площади квартир на рынке жилья (первичный рынок жилья, все виды квартир).

2. Банк России:

- ипотечные жилищные кредиты, предоставленные физическим лицам – резидентам, и приобретенные права требования по ипотечным жилищным кредитам в рублях (форма 0409316):
 - средневзвешенный срок кредитования, в месяцах;
 - средневзвешенная ставка, в %.

Полный набор показателей, необходимых для расчета, доступен с I квартала 2009 г., что и является начальной датой для оценки динамики ИДИ.