# Рынок ПФИ. Итоги года и перспективы

**Татьяна КУЗЬМИНА,**
советник экономический,
Департамент исследований
и прогнозирования
Банка России

Одним из итогов 2022 года стало нарушение привычного функционирования российского деривативного рынка. Уход нерезидентов, риски заморозки средств и сложности в расчетах в валютах недружественных стран, сопровождавшиеся прекращением работы информационных и торговых систем (в первую очередь Bloomberg Finance L.P. и Reuters/Refinitiv), привели к существенному снижению ликвидности рынка производных финансовых инструментов и осложнили использование ПФИ для управления рыночными рисками.

**Стремительное сокращение позиций иностранными участниками, резкое ослабление рубля в марте и падение импорта привели к снижению объема открытых позиций практически во всех сегментах рынка валютных ПФИ**

Наиболее болезненными испытаниями, которым подвергся рынок ПФИ, явились следующие:

- Резкое сокращение операций нерезидентами и досрочное прекращение сделок оставили российских участников (прежде всего банки) с открытым рыночным риском, так как нерезидентами досрочно прекращались в том числе сделки, которые хеджировали операции банков с клиентами.
- Прекращение доступа к ликвидности международных рынков, позволявшего перераспределять рыночные риски на иностранных участников, существенно сократило возможности российских банков управлять рыночными рисками с помощью деривативов.
- Разрушение платежной инфраструктуры в валютах недружественных стран (риски заморозки средств, нарушение сроков трансграничных платежей и т. д.) осложнило осуществление операций в этих валютах.
- «Отрыв» ценообразования российских товаров от динамики иностранных товарных индексов привело к потере хеджирующего характера сделок товарных ПФИ добывающих и перерабатывающих компаний.
- Прекращение работы информационных и торговых систем в России (прежде всего Bloomberg Finance L.P. и Reuters/Refinitiv) лишило доступа широкого круга участников к данным по рынку ПФИ и нарушило налаженные бизнес-процессы.

Начиная с марта количество новых сделок резко сократилось практически во всех сегментах (в некоторых — до нуля), отдельные типы операций стали разовыми (Таблица 1).

Изменения в разной степени затронули ключевые сегменты российского рынка деривативов. Далее мы более предметно рассмотрим основные сегменты рынка ПФИ.

**Таблица 1.** Количество сделок, заключенных в соответствующем периоде, шт.*

Источник: НКО АО НРД

| Тип контракта | 2021 | | | | | | 2022 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | июл | авг | сен | окт | ноя | дек | янв | фев | мар | апр | май | июн | июл | авг | сен |
| FX Forward, NDF | 12 299 | 9623 | 16 061 | 15 486 | 19 920 | 16 907 | 16 747 | 12 484 | 1497 | 2365 | 1615 | 1838 | 1381 | 1308 | 1960 |
| FX Swap | 18 326 | 18 595 | 18 667 | 18 555 | 25 187 | 30 898 | 20 797 | 18 978 | 3133 | 2779 | 2061 | 3176 | 2452 | 2336 | 2893 |
| FX Option | 2064 | 1937 | 2088 | 2098 | 1978 | 2079 | 1630 | 2071 | 80 | | 37 | 56 | 67 | 41 | 186 |
| Cross-Currency Swap (CCS) | 85 | 54 | 35 | 65 | 113 | 62 | 56 | 101 | 10 | 16 | 6 | 6 | 12 | 29 | 25 |
| Interest Rate Swap (IRS) | 368 | 462 | 353 | 608 | 520 | 474 | 306 | 313 | 2010 | 47 | 56 | 23 | 42 | 61 | 173 |
| Interest Rate Option (Cap, Floor) | 185 | 199 | 286 | 190 | 160 | 281 | 78 | 118 | | 24 | 16 | 53 | 76 | 106 | 142 |
| Forward Rate Agreement (FRA) | 13 | 5 | 18 | 26 | 9 | 8 | 5 | 3 | | | | | 0 | 0 | 0 |
| Swaption | 6 | 16 | 5 | 2 | 6 | 1 | | | | | | | 0 | 0 | 0 |
| Bond Forward | 79 | 39 | 93 | 104 | 109 | 84 | 87 | 38 | 9 | 50 | | 4 | 11 | 16 | 42 |
| Bond Basket Option | 6 | 12 | 20 | 44 | 19 | 528 | 376 | 504 | 25 | | 3 | 59 | 34 | 326 | 534 |
| Equity Forward | 2130 | 1943 | 2113 | 1707 | 1637 | 2303 | 1103 | 1243 | 290 | 709 | 825 | 1874 | 842 | 1172 | 1124 |
| Equty Option | 110 | 127 | 178 | 198 | 146 | 327 | 186 | 117 | 22 | 247 | 269 | 490 | 302 | 296 | 136 |
| Commodity Swap | 414 | 421 | 469 | 473 | 632 | 610 | 652 | 475 | | 50 | | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Commodity Forward | 409 | 709 | 526 | 419 | 741 | 451 | 322 | 404 | 55 | 4 | | 9 | 9 | 7 | 18 |
| Commodity Option | 197 | 201 | 207 | 171 | 65 | 53 | 623 | 128 | | | | | 0 | 0 | 0 |
| Credit Default Swap (CDS) | | 14 | 19 | 3 | 4 | 16 | 3 | | | | | | 0 | 0 | 0 |
| По всем типам | 36 691 | 34 357 | 41 138 | 40 149 | 51 246 | 55 082 | 42 971 | 36 977 | 7131 | 6291 | 4888 | 7589 | 5229 | 5699 | 7234 |

* Анализировались сделки, по которым участники рынка отчитываются в рамках Указания Банка России от 16.08.2016 № 4104-У.

## ВАЛЮТНЫЕ ПФИ

Исторически развитие рынка ПФИ в нашей стране было обусловлено наличием валютного дисбаланса у банков и компаний. Потребности российских участников как в валютной ликвидности, так и в хеджировании валютных рисков способствовали активному развитию и росту сегмента валютных деривативов.

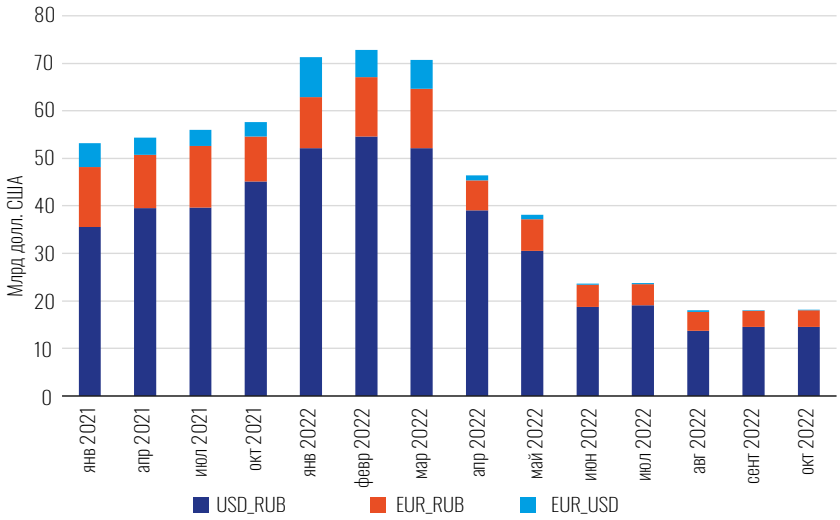
Стремительное сокращение позиций иностранными участниками, резкое ослабление рубля в марте и падение импорта привели к снижению объема открытых позиций практически во всех сегментах рынка валютных ПФИ (Рисунки 1–2). Дополнительно падению объемов операций в валютах недружественных стран (на которые приходился основной объем сделок на российском рынке) способствовал начавшийся процесс переориентации бизнеса и торговых потоков на рынки дружественных стран.

Так, объемы открытых сделок валютных форвардов сократились к началу октября более чем в 3.5 раза в валютных парах доллар США / рубль и евро / рубль, а в валютной паре евро / рубль — почти в 70 раз. Нерезиденты также сворачивали операции керри-трейд (традиционно проводимые с помощью валютных свопов), что привело к резкому падению объема рынка валютных свопов. Также практически перестали заключаться сделки валютных опционов.

Уход нерезидентов сопровождался не только отсутствием новых сделок с их участием, но и досрочным расторжением

**Рисунок 1**
Открытые позиции по сделкам валютных форвардов в основных валютных парах

Источник: НКО АО НРД



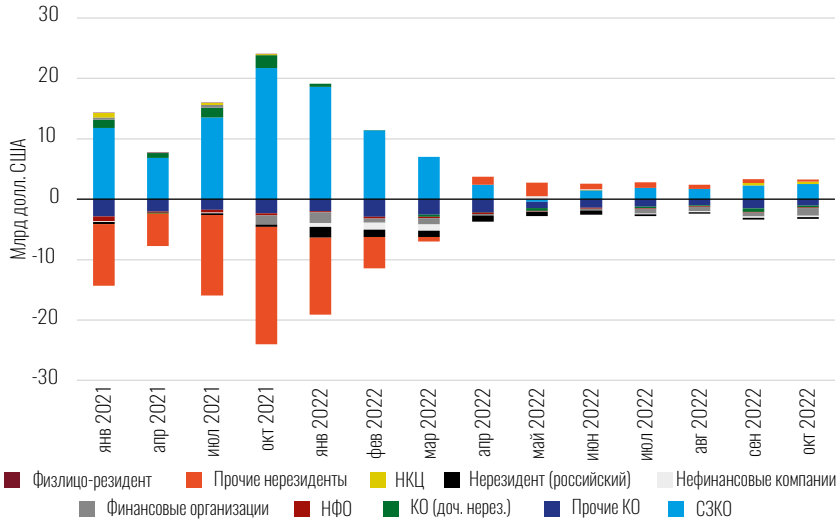



**Рисунок 2**
Плательщики(-)/получатели(+) валюты (по валютным парам доллар / рубль, евро / рубль) (каждый своп считается два раза)

Источник: НКО АО НРД

ранее заключенных сделок. Контрагентами нерезидентов по таким сделкам являлись, как правило, российские банки. Банкам операции с нерезидентами помогали хеджировать риски от корпоративного или инвестиционного бизнеса. Досрочное прекращение операций привело к тому, что рыночные риски российских банков внезапно оказались незахеджированными.

Если досрочное прекращение относительно коротких операций можно было в некотором роде «компенсировать» сокращением объема сделок с клиентами (например, в случае валютных форвардов), то при терминировании нерезидентами более долгосрочных сделок (таких как валютно-процентные и процентные свопы) банки часто не имели возможности зеркально терминировать сделки с клиентами. Это приводило к росту рыночных рисков банков. Усугублял ситуацию тот факт, что досрочные прекращения сделок с нерезидентами происходили в наиболее острый период ослабления рубля и роста процентных ставок. Досрочные расторжения сделок с клиентами также происходили, однако их масштаб был не таким значительным, и проводились они, как правило, позднее, в менее острый период на рынке.

## ПРОЦЕНТНЫЕ ПФИ

Традиционно основными участниками российского рынка процентных ПФИ (за исключением сегмента процентных опционов) являлись крупные банки и нерезиденты. Банкам процентные ПФИ помогали управлять процентной позицией их балансов: у российских банков, как правило, преобладают краткосрочные пассивы и долгосрочные активы. Это являлось причиной того, что на агрегированной основе интерес банков обычно заключался в уплате долгосрочной фиксированной процентной ставки на рынке процентных свопов.

Операции с нерезидентами позволяли банкам использовать процентные деривативы (в первую очередь, процентные свопы) для управления процентной позицией

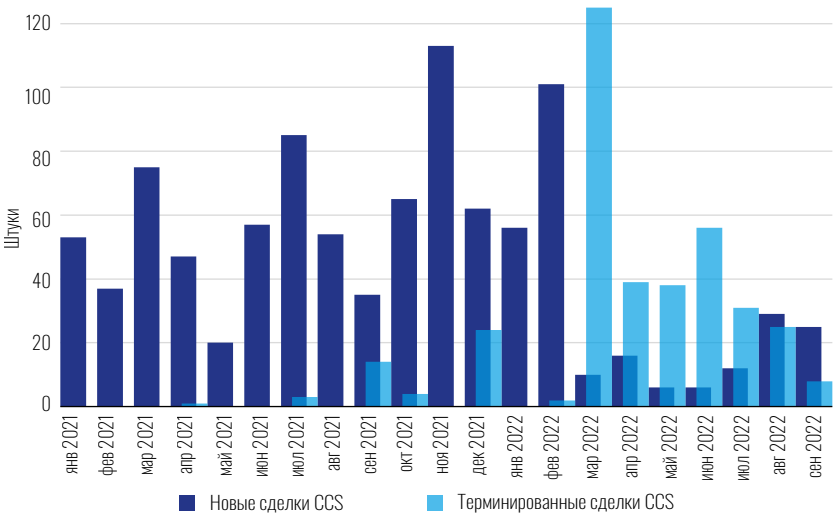
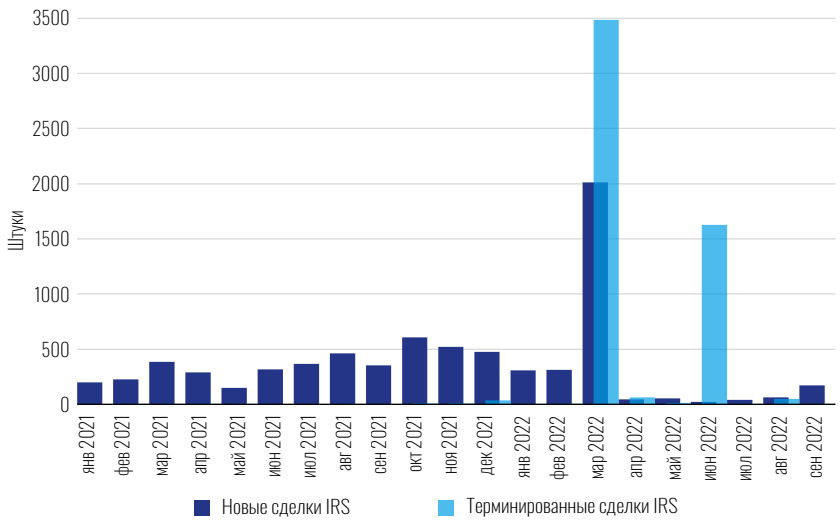



**Рисунок 3**
Количество новых и досрочно прекращенных сделок валютно-процентных свопов

Источник: НКО АО НРД

**Рисунок 4**
Количество новых и досрочно прекращенных сделок процентных свопов

Источник: НКО АО НРД




балансов, перераспределяя процентный риск на иностранных участников. В результате ухода нерезидентов российские банки лишились доступа на наиболее ликвидные и емкие международные рынки, с помощью которого они могли перераспределять процентные риски на иностранных участников.

Единственным сегментом, который в меньшей степени затронули произошедшие события, является рынок процентных опционов (Рисунки 5, 6). Связано это было с тем, что сделки процентных опционов в основном заключались между российскими банками и нефинансовыми клиентами, без участия нерезидентов (участие нерезидентов ограничивалось лишь сделками в иностранной валюте, и начиная с мая эти сделки уже не проводились). Благодаря невысокому объему участия нерезидентов объем открытых позиций изменился после февраля незначительно, однако новые сделки стали единичными. Это могло быть связано с ужесточением денежно-кредитных условий и замедлением темпов роста кредитного портфеля банков. Некоторое восстановление активности началось в сентябре, однако рост объемов сделок пока еще далек от уровней прошлого года.

В целом уход нерезидентов существенно осложнил управление процентными рисками с помощью рыночных инструментов. Отсутствие рыночных участников на российском рынке, обладающих естественным (в соответствии с их бизнес-моделью) спросом на получение долгосрочной процентной ставки, еще больше затрудняет быстрое восстановление рынка в новых условиях.

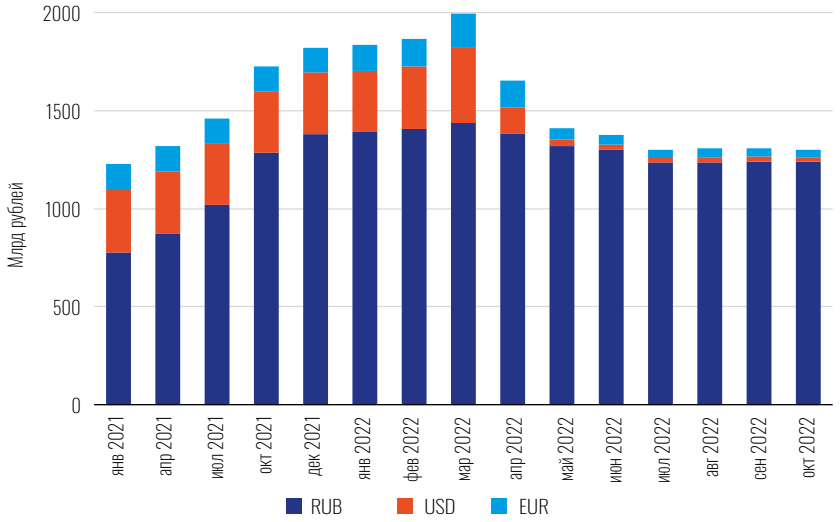
## ТОВАРНЫЕ ПФИ

Рынок товарных ПФИ, помимо ухода нерезидентов, столкнулся с еще одной проблемой: иностранные товарные индексы, на которые были заключены сделки товарных деривативов, перестали корректно отражать ценообразование российских товаров, из-за чего заключенные на них сделки потеряли хеджирующий характер.

Основной спрос на товарные деривативы на российском рынке до февраля

**Рисунок 5**
Объем открытых сделок по опционам на процентную ставку (по номинальной стоимости)

Источник: НКО АО НРД



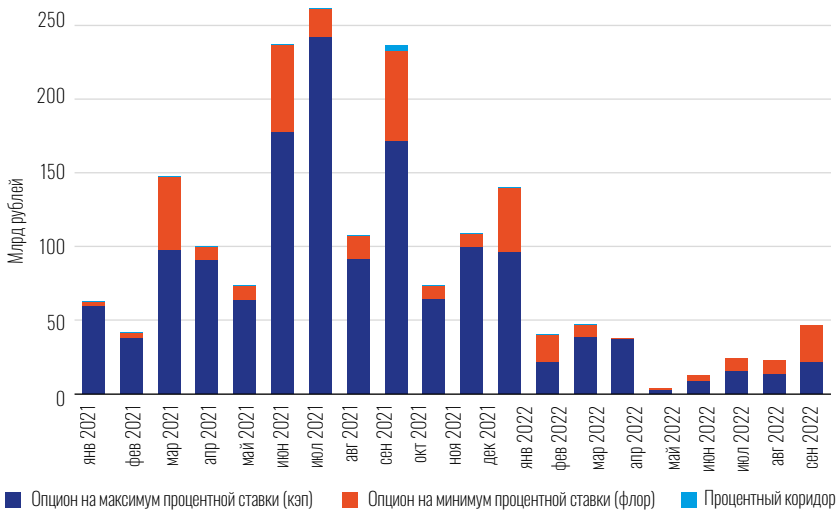



**Рисунок 6**
Объем новых сделок по опционам на процентную ставку (по номинальной стоимости), млрд рублей

Источник: НКО АО НРД

2022 года приходился на компании-экспортеры. Во втором квартале начался резкий рост цен на сырьевые товары на мировых рынках, в результате чего мировые цены превысили внутренние цены товаров. При этом санкционные ограничения со стороны недружественных стран привели к продаже продукции экспортерами на внешнем рынке с ценовым дисконтом. В этой ситуации товарные ПФИ как инструменты хеджирования начали работать некорректно, потеряв свой хеджирующий характер.

**Перевод внешнеторговых платежей в валюты дружественных стран будет стимулировать развитие деривативов в этих валютах**

## КАК БУДЕТ РЫНОК РАЗВИВАТЬСЯ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ?

Перевод внешнеторговых платежей в валюты дружественных стран будет стимулировать развитие деривативов в этих валютах. Однако сам переход на расчеты в валютах дружественных стран осложняется тем, что валюты этих государств часто оказываются более волатильными по сравнению с валютами недружественных стран. Это осложняет создание и развитие рынка ПФИ в валютах дружественных стран.

Кроме того, существующие дисбалансы во внешней торговле с дружественными странами (например, в случаях, когда Россия может преимущественно экспортировать или, наоборот, только импортировать товары из этих стран) также осложняют переход на расчеты в валютах этих стран. Наконец, привязка стоимости товаров к цене в долларах или евро, даже в случае перехода на расчеты в валюты дружественных стран, не поможет избавиться от валютного риска недружественных валют.

На текущий момент мы наблюдаем тенденцию развития расчетов в китайских юанях, и это уже отражается на валютном рынке. Так, с середины августа объем торгов валютной парой юань/рубль на Московской бирже сопоставим и периодически превышает объем торгов в паре евро/рубль. Российские компании начинают размещать облигации в юанях, стали появляться и деривативные сделки. В то же время пока операции остаются единичными.

В сегменте процентных ПФИ ситуация усугубляется отсутствием спроса на инструменты, которые помогали бы увеличивать дюрацию активов. Классические институциональные инвесторы не являются активными участниками российского рынка процентных ПФИ в силу отсутствия заинтересованности в хеджировании расчетной величины будущих обязательств (так называемый liability hedge). При этом, если до февраля 2022 года иностранные участники покрывали спрос со стороны российских банков на хеджирование процентных рисков, то с их уходом рынок оказался замкнутым на внутренних участников преимущественно с однонаправленным интересом.

В таких условиях развитие процентных деривативов возможно только при увеличении количества агентов, готовых участвовать в перераспределении процентного риска в экономике. В то же время в этом случае существует опасность намеренного или ненамеренного накопления процентного риска участниками, не обладающими достаточной компетенцией и возможностями по мониторингу и управлению процентными рисками. Это чревато ростом рисков финансовой стабильности в целом. Причем происходить это может и без использования деривативов: например, если компания стремится наращивать портфель кредитов по плавающей ставке и отказывается от хеджирования, ориентируясь на динамику рыночных ставок в прошлом. Такой расчет может оказаться болезненной ошибкой для бизнеса компаний.

Увеличение количества агентов должно происходить за счет обдуманного

и контролируемого участия в перераспределении процентного риска. Иными словами, как банкам, так и компаниям необходимо выстраивать внутренние системы управления процентным и иными рыночными рисками. Для нефинансовых компаний полезной практикой могло бы стать принятие корпоративными органами политики хеджирования, в которой были бы зафиксированы параметры допустимого объема рыночного риска, который компания может нести.

Внедрение политики хеджирования поможет избежать ситуаций, когда компании могут отказываться от хеджирования по причине опасений «расстроить» акционеров или владельцев бизнеса, если хеджирующая сделка будет заключена (что может повысить эффективную ставку по кредиту с учетом деривативной сделки или потребовать дополнительных расходов на уплату премии по хеджирующей стратегии), однако рыночные ставки не вырастут, а наоборот, снизятся. С другой стороны, политика хеджирования позволит не относиться к хеджированию как к обязательной попытке «переиграть» рынок.

Сейчас политика хеджирования разрабатывается небольшим количеством в основном крупных компаний. Широкое применение такой практики помогло бы компаниям осознанно подходить к решению о хеджировании или отказу от него, а также могло бы повысить количество агентов, готовых обдуманно участвовать в перераспределении рыночных (в том числе процентных) рисков.

Развитие сегмента товарных деривативов будет, во-первых, связано как с расширением объемов торговли с дружественными странами, так и с ростом объемов торговли на российских товарных биржах. Во-вторых, для полноценного функционирования товарных ПФИ необходимо, чтобы ценовые индикаторы корректно отражали цены продажи российских товаров. Для этого необходимо создание национальных ценовых индикаторов на товарно-сырьевые активы взамен использовавшихся ранее зарубежных аналогов.

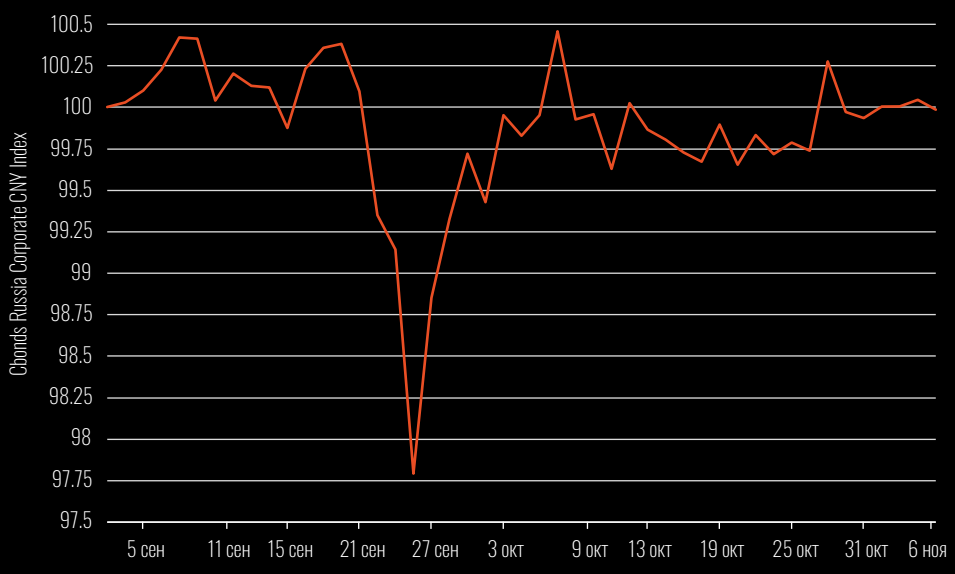
Восстановление и развитие рынка ПФИ в текущих условиях потребует от всех участников усилий в выстраивании подходов к управлению рыночным риском, участии в решении инфраструктурных задач, поиске новых контрагентов и т. д. В то же время накопленный к текущему моменту опыт в использовании производных инструментов финансовыми и нефинансовыми участниками будет способствовать более быстрому развитию рынка по сравнению с периодом его первоначального становления.


# «Разворот на Восток» от Cbonds

На сайте Cbonds теперь доступны ценовые индексы и индексы доходности рынка корпоративных облигаций России, выпущенных в юанях.

**Cbonds Russia Corporate CNY Index** — отражает полную доходность рынка корпоративных облигаций России, номинированных в юанях. Согласно методологии, минимальный срок обращения бумаг — 360 дней, объем эмиссии — не менее ¥500 млн.

Cbonds Russia Corporate CNY Index




На 01.11.2022 в индексный список вошли 6 эмиссий:

- Металлоинвест, 001Р-01
- Металлоинвест, 001Р-02
- Полюс, ПБО-02
- РУСАЛ, БО-05
- РУСАЛ, БО-06
- Роснефть, 002Р-12