УДК 519.8

Э. С. Емельянова

Банк России, Москва, e-mail: mel@mail.ru

СТАВКИ РИСКА МАРЖИНАЛЬНОГО КРЕДИТОВАНИЯ: АНАЛИЗ И СРАВНЕНИЕ

Ключевые слова: маржинальное кредитование, боевые ставки риска, индикативные ставки риска, относительные ставки риска, базовый индикатор.

В статье исследованы изменения значений ставок риска, транслируемых клиринговыми организациями, в 2018 году; выявлены закономерности и тенденции наблюдаемых изменений значений ставок риска. Во введении приводится краткий обзор нормативно-правовых документов, регулирующих понятие «ставка риска», а также раскрывается сущность содержания данного понятия. Также описывается новый для маржинального кредитования термин «базовый индикатор». В результатах исследования приведены ключевые изменения значений ставок риска, раскрываемых клиринговыми организациями НКО НКЦ (АО) и АО «Клиринговый центр МФБ». В рамках анализа ставок риска проведена агрегация информации о ставках по почти 4 тыс. финансовым инструментам с целью оценки динамики количества транслируемых боевых ставок финансовых инструментов в разрезе уровней листинга (эшелонов). Анализ финансовых инструментов по уровням листинга позволил оценить соотношения рисков, а также выделить общие тенденции внутри групп и критерии, по которым они формируются. В заключительной части статьи представлены выводы по результатам проведенного анализа, которые содержат в том числе оценку текущего среза данных по относительным ставкам риск и положительный прогноз касательно динамики прироста финансовых инструментов, по которым раскрываются ставки риска.

E. S. Emelyanova

Bank of Russia, Moscow, e-mail: mel@mail.ru

MARGIN LENDING RISK RATES: ANALYSIS AND COMPARISON

Keywords: margin lending, combat risk rates, indicative risk rates, relative risk rates, basic indicator.

The article studies the changes in the values of risk rates transmitted by clearing organizations in 2018; the regularities and trends of observed changes in the values of risk rates are revealed. The introduction provides a brief overview of regulatory documents, regulatory definition of the concept of «risk rate», as well as reveals the essence of this concept. The term «basic indicator», which is new for margin lending, is also described. The results of the study show the key changes in the values of risk rates disclosed by the clearing organizations of NCO NCC (JSC) and JSC «MFB clearing center». As part of the analysis of risk rates, the aggregation of information on rates for almost 4 thousand financial instruments was carried out in order to assess the dynamics of the number of broadcast combat rates of financial instruments in the context of listing levels (echelons). The analysis of financial instruments by listing levels allowed to assess the risk ratios, as well as to identify General trends within the groups and the criteria by which they are formed. The final part of the article presents the conclusions of the analysis, which include an assessment of the current slice of data on relative risk rates and a positive forecast regarding the dynamics of growth of financial instruments for which risk rates are disclosed.

Введение

На фондовом рынке с 2013 года [5] для предоставления услуги маржинального кредитования, в частности для расчета маржинальных показателей допустимого уровня риска, используются ставки риска, которые размещаются клиринговыми организациями в свободном доступе и на своем официальном сайте. В последний годы ставки риска стали применяться не только для предоставления кредитного плеча брокером своим клиентам, но и для расчета пруденциальных нормативов, которые в перспек-

тиве должны будут соблюдать профессиональные участники рынка ценных бумаг [2, 3]. Распространение использования ставок риска в качестве риск-параметров для оценки изменчивости финансовых активов обусловлено возможностью алгоритмизации их расчета, а также положительными результатами, которые были продемонстрированы брокерскими компаниями, предоставляющими маржинальное кредитование, в кризисных условиях 2014 года. Количество брокеров уменьшилось на 9% и составило 803 организации, за тот же

период в 2013 году данные цифры были схожими: 10% и 885 организаций соответственно [7].

Понятие ставок риска было введено Приказом ФСФР России от 08.08.2013 № 13-71/пз-н «О Единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов, а также признании утратившими силу отдельных нормативных правовых актов Федеральной службы по финансовым рынкам» (Зарегистрировано в Минюсте России 30.08.2013 № 29798) [5]. Фактически ставка риска представляет собой дисконт, с которым ценная бумага оценивается при маржинальном кредитовании. Ставка риска по бумаге учитывает риск неблагоприятного изменения цены и позволяет оценить объем риска, который может принять на себя клиент по конкретной бумаге. Ставки риска отражают:

- волатильность рынка за период: чем рынок волатильнее, тем выше риск изменения стоимости ценной бумаги, а значит, и выше ставка риска;
- ликвидность конкретной ценной бумаги: чем менее ликвидна бумага, тем выше и ставка риска по такой бумаге.

Следующий нормативно-правовой акт, изданный уже Банком России [4], сохранил преемственность определения ставок риска. Понятие ставок риска было расширено Банком России в 2018 году [1] путем введения нового типа ставок риска – «относительная ставка риска». Данный термин был введен из-за необходимости расчета уровня риска в наборе множеств видов имущества или фьючерсных договоров по отношению к соответствующему базовому индикатору. Базовый индикатор (фьючерсный договор, ценная бумага, валюта, индекс и т. д.) также стал нововведением в текущем законодательстве. Базовый индикатор имеет собственное ценовое колебание, которое признается осевым, и считается, что все остальные инструменты, включенные с ним в единое множество с зависимыми ценами, имеют такое же колебание, но с отклонением, которое в 99 процентах случаев не превышает заданную величину «*d*». Целесообразность введения новых показателей и терминологии была определена следующим преимуществом: относительная ставка

риска и базовый индикатор позволяют сгладить изменения размера начальной маржи в условиях нестабильной корреляции между встречными позициями, а также определить риски временного, межконтрактного и межкалендарного спреда фьючерсных договоров.

Для дальнейшего прогнозирования развития услуг маржинального кредитования, и в частности гипотетических изменений транслирования ставок риска, необходимо проанализировать текущий срез раскрываемых клиринговыми организациями ставок риска и определить наметившиеся тенденции в этом направлении.

Цель исследования заключается в анализе текущих значений ставок риска, транслируемых клиринговыми организациями, для выявления тенденций и закономерностей, позволяющих сделать прогноз касательно дальнейших изменений ставок риска.

Материал и методы исследования

Материал и методы исследования составили следующие источники.

Информационная база исследования представляет собой данные значений ставок риска, которые размещены клиринговыми организациями в свободном доступе на своем официальном сайте [8–14]. В процессе достижения поставленной цели исследования использовались методы математической статистики и математического анализа. Проведенные исследования реализованы с использованием компьютерной программы Microsoft Excel.

В качестве данных для проведения анализа существующих тенденций выбраны значения ставок риска, которые раскрываются клиринговыми организациями НКО НКЦ (АО) [9–14] и АО «Клиринговый центр МФБ» (далее – ставки риска МФБ) [8]. НКО НКЦ (АО) транслирует:

- индикативные ставки риска (не применяемые клиринговой организацией при осуществлении клиринга с участием центрального контрагента) (далее – индикативные ставки НКЦ);
- ставки риска с учетом лимитов концентрации (применяемые клиринговой организацией при осуществлении клиринга с участием центрального контрагента, учитывают рыночный) (далее – боевые ставки НКЦ).

Значение ставок риска сравнивались на данных с января по декабрь 2018 года на последнюю дату месяца.

Результаты исследования и их обсуждение

НКО НКЦ (АО) транслирует индикативные ставки НКЦ по 2068 финансовым инструментам, а боевые ставки НКЦ – по 1338 финансовым инструментам. Состав финансовых инструментов в данных списках практически полностью совпадает. АО «КЦ МФБ» предоставляет информацию о ставках риска МФБ по 1904 финансовым инструментам, при этом индикативные ставки

НКЦ совпадают со списком ставок риска МФБ только на 39 %.

В среднем ставки риска МФБ ниже индикативных и боевых ставок НКЦ. Вместе с тем ставки риска МФБ и индикативные ставки НКЦ по одним и тем же финансовым инструментам принимают близкие значения (средние значения ставок риска МФБ составляют 28,3, а индикативные ставки НКЦ – 28,9). Наиболее высокие значения принимают боевые ставки НКЦ (табл. 1).

Индикативные ставки НКЦ принимают, как правило, значения в интервале от 0 до 20 % (74 % финансовых инструментов) или от 70 до 100 % (16 % финансовых инструментов) (рис. 1).

Таблица 1

Сравнение средних значений анализируемых ставок риска для длинных (падение) и для коротких (роста) позиций

Дата	Ставки риска МФБ падения (%)	Ставки риска МФБ роста (%)	Индикативные ставки НКЦ падения (%)	Индикативные ставки НКЦ роста (%)	Боевые ставки НКЦ падения (%)	Боевые ставки НКЦ роста (%)
31.01.2018	17,19	17,40	28,1	30,2	61,3	61,3
30.03.2018	17,66	17,89	27,9	29,1	61,4	61,4
29.06.2018	18,19	18,43	28,2	30,9	59,3	59,3
28.09.2018	18,57	18,79	27,1	29,1	59,1	59,1
29.12.2018	–	–	27,6	28,6	59,1	59,1

Рис. 1. Распределение значений индикативных ставок НКЦ падения

Рис. 2. Распределение значений боевых ставок НКЦ падения

Рис. 3. Распределение значений ставок риска МФБ

Боевые ставки НКЦ также принимают значения в основном от 0 до 20% (72% финансовых инструментов) или от 70 до 100% (15% финансовых инструментов) (рис. 2).

Ставки риска МФБ принимают более вариативные значения. При этом чем ниже значения диапазона, тем больше инструментов в него попадают. От 0 до 10–40% инструментов, от 10 до 20–33% инструментов, от 20 до 30–13% инструментов. (рис. 3).

При этом АО «Клиринговый центр МФБ» практически не присваивает став-

ки риска от 70 до 100%. Их доля в общем количестве ставок занимает лишь 1%. В этой связи ставки риска МФБ в среднем ниже, чем индикативные ставки НКЦ. Однако, как отмечалось ранее, по одним и тем же инструментам ставки риска МФБ и индикативные ставки НКЦ принимают близкие значения.

В рамках анализа ставок риска проведена агрегация информации о ставках по 3979 финансовым инструментам. Структура финансовых инструментов в разрезе уровней листинга (эшелонов) представлена на рис. 4. Наибольший

удельный вес приходится на «Иностранные ценные бумаги, не имеющие листинга на Московской бирже» (43 %), далее идут финансовые инструменты из «3 эшелона» (27%), финансовые инструменты «1 эшелона» (11 %), «Российские ценные бумаги, не имеющие листинга на Московской бирже» (10%) и инструменты «2 эшелона» (9%). Анализ финансовых инструментов по уровням листинга позволяет оценить соотношения рисков, а также выделить общие тенденции внутри групп и критерии, по которым они формируются.

Динамика количества транслируемых боевых ставок НКЦ представлена

в табл. 2. Ключевыми изменениями являются сокращение количества «Российский бумаг без листинга» более чем на 90 %, а также сокращение ставок риска по инструментам из категории «Российские и иностранные инструменты без листинга».

На рис. 5 представлены средние значения боевых ставок НКЦ в динамике в разрезе уровней листинга. Как видно из траекторий линейных трендов, значения двух категорий «Без листинга – иностранные инструменты» и «Без листинга – российские инструменты» формируют нисходящий тренд.

Рис. 4. Структура ставок риска в разрезе уровней листинга (эшелонов)

Таблица 2

Количество боевых ставок НКЦ для 1-го лимита концентрации, транслируемых НКО НКЦ (АО) по финансовым инструментам в разрезе уровней листинга

Дата	Без листинга (иностран.)	Без листинга (российск.)	1 эшелон	2 эшелон	3 эшелон	Общий итог
31.01.2018	163	142	291	187	500	1283
28.02.2018	155	127	302	192	507	1283
30.03.2018	154	118	315	210	521	1318
30.04.2018	153	107	327	215	529	1331
31.05.2018	159	98	330	217	533	1337
29.06.2018	158	91	340	222	542	1353
31.07.2018	154	76	340	226	550	1346
31.08.2018	149	70	342	228	555	1344
28.09.2018	161	57	348	229	559	1354
31.10.2018	157	41	348	230	567	1343
30.11.2018	151	16	348	231	574	1320
29.12.2018	146	9	355	244	589	1343

Рис. 5. Средние значения боевых ставок НКЦ для 1-го лимита концентрации для разных уровней листинга

За анализируемый период (январь – декабрь 2018 года) боевые ставки НКЦ по категории инструментов «Без листинга – российские инструменты» сократились в среднем с 69,94 до 34,44%, сокращение составляет 51% (ситуация может объясняться резким сокращением количества транслируемых ставок риска). Также сократились боевые ставки НКЦ по инструментам «Без листинга – российские инструменты» на 23%. Изменение остальных категорий по уровням листинга не превышает 1,5%.

Также наблюдается увеличение количества финансовых инструментов, по ко-

торым раскрывается боевая ставка НКЦ. В январе НКО НКЦ (АО) раскрывал боевые ставки НКЦ по 1283 финансовым инструментам, в конце года – 1343. Увеличение составляет 60 финансовых инструментов в абсолютном выражении или +4,6% в относительном.

НКО НКЦ (АО) рассчитывает индикативные ставки НКЦ по 2068 финансовым инструментам, за год прирост количества финансовых инструментов составил 23 финансовых инструмента или 1,2%. Детальная структура ставок риска представлена в табл. 3.

Таблица 3

Количество индикативных ставок, транслируемых НКО НКЦ (АО) по финансовым инструментам в разрезе уровней листинга

Дата	Без листинга (иностр.)	Без листинга (российск.)	1 эшелон	2 эшелон	3 эшелон	Общий итог
31.01.2018	221	288	366	286	884	2045
28.02.2018	209	262	377	296	891	2035
30.03.2018	206	243	389	297	905	2040
30.04.2018	203	218	398	299	921	2039
31.05.2018	207	203	401	305	931	2047
29.06.2018	216	180	415	315	949	2075
31.07.2018	211	144	424	315	966	2060
31.08.2018	206	130	426	317	978	2057
28.09.2018	217	111	428	317	994	2067
31.10.2018	213	83	437	321	1012	2066
30.11.2018	207	45	442	327	1033	2054
29.12.2018	201	13	452	338	1064	2068

Рис. 6. Средние значения индикативных ставок НКЦ для разных уровней листинга

Аналогично боевым ставкам НКЦ индикативные ставки НКЦ также сокращаются в категории «Без листинга – российские инструменты». На рис. 6 представлены изменения средних индикативных ставок НКЦ по уровням листинга.

Индикативные ставки НКЦ по всем категориям инструментов на порядок ниже, чем боевые ставки НКЦ. Помимо этого, трендовый анализ позволил выявить две нисходящих тенденции в наблюдаемом периоде: снижение индикативных ставок НКЦ по «Иностранным инструментам без листинга» и по финансовым инструментам из «2 эшелона».

Клиринговый центр АО «Клиринговый центр МФБ» транслирует 1904 ста-

вок риска МФБ, из которых 1515 по иностранным финансовым инструментам без листинга (табл. 4).

Как видно из таблицы, динамика количества финансовых инструментов в АО «Клиринговый центр МФБ» стабильнее, прирост составил 73 финансовых инструмента или 4 %. В отношении политики изменения ставок риска МФБ наблюдается отчетливая тенденция к повышению ставок риска МФБ для российских ценных бумаг без листинга, а также незначительное повышение ставок риска МФБ для иностранных ценных бумаг без листинга. Вышеописанные факты демонстрирует график на рис. 7.

Таблица 4

Количество ставок риска МФБ по инструментам в разрезе уровней листинга

Дата	Без листинга (иностран.)	Без листинга (российск.)	1 эшелон	2 эшелон	3 эшелон	Общий итог
31.01.2018	1435	9	112	42	233	1831
28.02.2018	1423	9	112	42	233	1819
30.03.2018	1426	9	113	42	233	1823
30.04.2018	1442	8	111	42	230	1833
31.05.2018	1443	8	111	42	230	1834
29.06.2018	1485	6	105	42	229	1867
31.07.2018	1481	5	105	42	229	1862
31.08.2018	1500	4	105	42	229	1880
28.09.2018	1525	4	105	42	228	1904

Рис. 7. Средние значения ставок риска МФБ для разных уровней листинг

Выводы (заключение)

Выводы (заключение) по результатам проведенного анализа представляют собой следующие тезисы.

1. В среднем ставки риска МФБ ниже индикативных и боевых ставок НКЦ.

2. Ставки риска МФБ и индикативные ставки НКЦ по одним и тем же финансовым инструментам принимают близкие значения (средние значения ставок риска МФБ составляют 28,3, а индикативные ставки НКЦ – 28,9).

3. Наиболее высокие значения принимают боевые ставки НКЦ.

Ставки риска МФБ являются в среднем самыми низкими. Применение заниженных ставок риска может являться риск-фактором при оказании брокерами услуг по предоставлению непокрытых позиций, поскольку меньшая ставка риска позволяет предоставлять клиенту большее кредитное плечо. Однако возможность брокера устанавливать внутренние ставки риска на уровне не ниже транслируемых клиринговой организацией, могут нивелировать данные риски.

Через полгода после вступления в силу нового нормативного акта, и со-

ответственно введения понятий «относительная ставка риска» и «базовый индикатор» НКО НКЦ (АО) уже транслирует относительные ставки риска по 94 базовым индикаторам [12–14], из них 21 базовый индикатор представляет собой иностранную валюту, 37 – производный финансовый инструмент (фьючерс) и 35 – ценные бумаги. Учитывая выявленные незначительные тенденции к расширению предлагаемой линейки рассчитываемых ставок риска по различным финансовым инструментам, можно сделать вывод о предположительной динамике в сторону увеличения количества раскрываемых

НКО НКЦ (АО) ставок риска. АО «Клиринговый центр МФБ» в свободном доступе на своем официальном сайте пока значения относительных ставок риска не раскрывает. Однако наблюдаемый прирост финансовых инструментов, по которым раскрываются ставки риска АО «Клиринговый центр МФБ», также может свидетельствовать о скорейшем развитии направления раскрытия относительных ставок риска.

Библиографический список

1. Указание Банка России от 08.10.2018 №4928-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности при совершении брокером отдельных сделок с ценными бумагами и заключении договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, критериях ликвидности ценных бумаг, предоставляемых в качестве обеспечения обязательств клиента перед брокером, при совершении брокером таких сделок и заключении таких договоров, а также об обязательных нормативах брокера, совершающего такие сделки и заключающего такие договоры» (Зарегистрировано в Минюсте России 04.03.2019 №53942).

2. Указание Банка России от 30.11.2017 №4630-У «О требованиях к осуществлению дилерской, брокерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами и деятельности форекс-дилеров в части расчета показателя достаточности капитала» (Зарегистрировано в Минюсте России 23.03.2018 №50496).
3. Указание Банка России от 06.06.2017 №4402-У «О требованиях к осуществлению брокерской деятельности в части расчета показателя краткосрочной ликвидности при предоставлении клиентами брокера права использования их денежных средств в его интересах» (Зарегистрировано в Минюсте России 16.08.2017 №47809).
4. Указание Банка России от 18.04.2014 №3234-У (ред. от 01.06.2018) «О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов» (вместе с «Порядком расчета показателей», «Порядком расчета размера начальной маржи, скорректированного с учетом поручений клиента») (Зарегистрировано в Минюсте России 18.06.2014 №32792).
5. Приказ ФСФР России от 08.08.2013 №13-71/пз-н «О Единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов, а также признании утратившими силу отдельных нормативных правовых актов Федеральной службы по финансовым рынкам» (Зарегистрировано в Минюсте России 30.08.2013 №29798).
6. Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 №06-24/пз-н (ред. от 09.04.2009) «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 17.04.2006 №7706).
7. Российская экономика в 2015 году. Вып. 37 / Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара; ред.: С.Г. Синельников-Мурылев, А.Д. Радыгин. М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. 466 с. ISBN 978-5-93255-458-6.
8. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые АО «КБ МФБ». Режим доступа: https://mse.ru/risk_management/riskpar/rcenbum/values1/, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
9. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <https://www.nationalclearingcentre.ru/iss/irr/FOND>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
10. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <https://www.nationalclearingcentre.ru/rates/fondMarketRates>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
11. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <https://www.nationalclearingcentre.ru/rates/fondPercentRates>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
12. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <http://iss.moex.com/iss/rms/engines/futures/objects/irr>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
13. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <http://iss.moex.com/iss/rms/engines/currency/objects/irr>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).
14. Риск-параметры ценных бумаг, транслируемые НКО НКЦ (АО). Режим доступа: <http://iss.moex.com/iss/rms/engines/stock/objects/irr>, свободный (дата обращения: 14.11.2019).