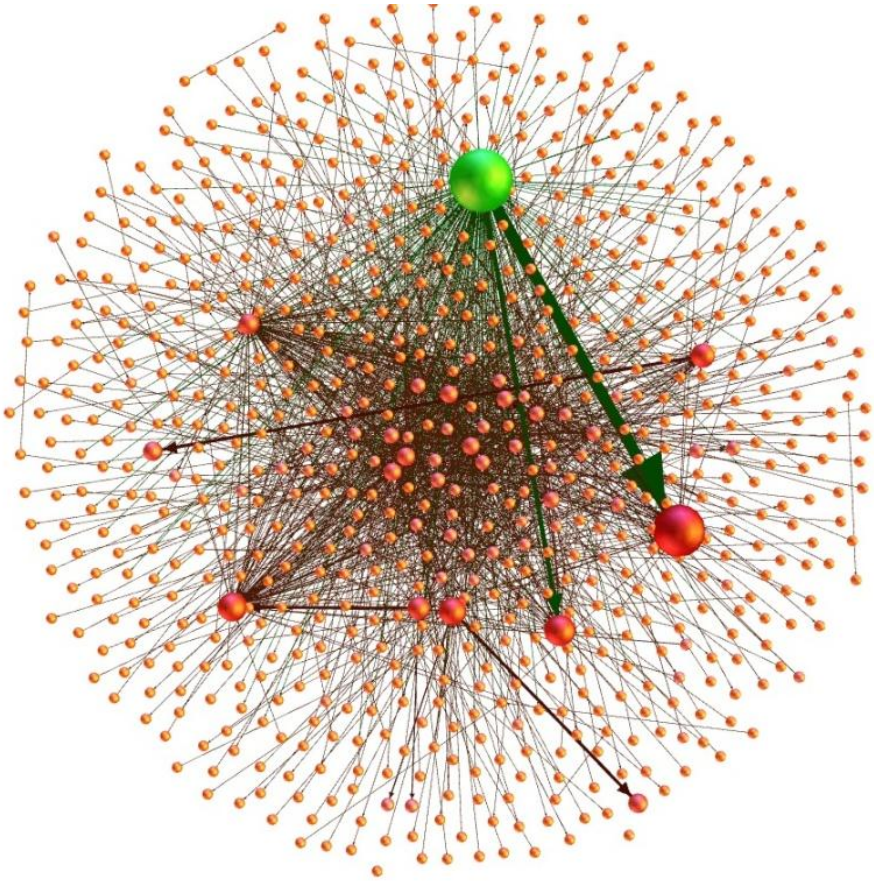
II квартал 2014 года

# Обзор денежного рынка



Центральный банк
Российской Федерации
(Банк России)

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*

© Центральный банк Российской Федерации, 2014

# Содержание

Содержание ... 3
Список рисунков ... 4
Список таблиц ... 5
Список вставок ... 6
РЕЗЮМЕ ... 8
1. Распределение ликвидности на денежном рынке ... 10
1.1. Влияние автономных факторов ликвидности на денежный рынок ослабло ... 10
1.2. Операции Банка России не влияют на распределение ликвидности между сегментами денежного рынка ... 11
2. Структура и конъюнктура денежного рынка ... 14
2.1. Объемы биржевого рынка междилерского РЕПО восстановились ... 14
2.2. Ситуация на рынке СВОП нормализовалась ... 16
2.3. На рынке МБК наблюдаются структурные изменения ... 19
3. Системные риски денежного рынка ... 21
3.1. Риски дефицита рыночного обеспечения значительно снизились ... 21
3.2. ОФЗ по-прежнему более привлекательны для нерезидентов, чем корпоративные облигации ... 22
3.3. Результаты стресс-тестирования свидетельствуют об устойчивости денежного рынка ... 24
3.4. Индикатор системных рисков указывает на сохранение стабильности денежного рынка ... 26
4. Развитие инфраструктуры и инструментов денежного рынка ... 30
4.1. Повышение объема операций РЕПО с центральным контрагентом ... 30
4.2. Прогресс в реализации международных реформ рынка внебиржевых деривативов ... 32
4.3. Правовые изменения в деятельности российских репозитариев ... 35

## Список рисунков

Рис. 1. Автономные факторы формирования ликвидности ..... 10
Рис. 2. Операции Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности ..... 10
Рис. 3. Динамика нетто-объемов фондирования участников, млрд руб. ..... 11
Рис. 4. Динамика нетто-потоков ликвидности для рынка РЕПО, млрд руб. ..... 11
Рис. 5. Объемы открытых позиций на рынке РЕПО, млрд руб. ..... 14
Рис. 6. Срочная структура операций на рынке РЕПО ..... 14
Рис. 7. Объемы открытых позиций в сделках РЕПО в разрезе контрагентов, млрд руб. ..... 15
Рис. 8. Объемы открытых позиций в сделках РЕПО через ЦК в разрезе контрагентов, млрд. руб. ..... 15
Рис. 9. Срочная структура рынка по состоянию на 30 июня 2014 года, ..... 15
Рис. 10. Валютная структура рынка по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб. ..... 15
Рис. 11. Объемы операций на рынке валютный СВОП, млрд руб. ..... 16
Рис. 12. Структура денежного рынка по объемам операций ..... 16
Рис. 13. Доля клиентских операций и операций с нерезидентами на рынке СВОП ..... 17
Рис. 14. Индикативные премии на рынке СВОП ..... 17
Рис. 15. Срочная структура рынка СВОП по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб. ..... 18
Рис. 16. Валютная структура рынка СВОП по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб. ..... 18
Рис. 17. Объемы заимствований на рынке ..... 19
Рис. 18. Ставки заимствований на рынке МБК ..... 19
Рис. 19. Объемы трансграничного рынка МБК (включая операции в инвалюте), млрд руб. ..... 20
Рис. 20. Объемы рынка МБК в разбивке по валютам, млрд руб. ..... 20
Рис. 21. Задолженность кредитных организаций перед Банком России и коэффициент утилизации рыночных активов ..... 21
Рис. 22. Коэффициент утилизации рыночных активов: фактические и прогнозные значения ..... 21
Рис. 23. Объем вложений нерезидентов (по номинальной стоимости), доходности ОФЗ и корпоративных облигаций ..... 23
Рис. 24. Объемы денежного рынка до и после шока, млрд руб. ..... 25
Рис. 25. Изменение объемов сегментов денежного рынка, % ..... 25
Рис. 26. Динамика композитного индикатора системных рисков CISS, п.п. ..... 26
Рис. 27. Размер активов болгарских банков и их доля в совокупном объеме активов банковского сектора Болгарии на 31 марта 2014 г. ..... 28
Рис. 28. Объем средств, размещенных некредитными организациями и физическими лицами на депозитах болгарских банков, на 31 марта 2014 г. ..... 28
Рис. 29. Основные ставки денежного рынка Болгарии ..... 29
Рис. 30. Структура денежного рынка Болгарии по типу операций и валюте номинирования (на май 2014 г.) ..... 29
Рис. 31. Изменение структуры сделок на межбанковском рынке ..... 29
Рис. 32. Основные межбанковские операции на денежном рынке Болгарии ..... 29
Рис. 33. Объем операций на рынках с ЦК, ..... 30
Рис. 34. Структура операций денежного рынка с ЦК , млрд руб. ..... 30
Рис. 35. Показатели рыночного риска и ставки обеспечения в разрезе инструментов ..... 31
Рис. 36. Частотное распределение двухдневного изменения курса USD/RUB во II квартале 2014 года ..... 31
Рис. 37. Частотное распределение двухдневного изменения EUR/RUB во II квартале 2014 года ..... 31

## Список таблиц

Табл. 1. Показатели объемов рыночного обеспечения по операциям РЕПО Банка России, 1 июня 2014 г., трлн руб. ..... 22

Табл. 2. Сравнительные результаты стресс-тестирования денежного рынка ..... 24

Табл. 3. Динамика доли операций с ЦК на сегментах денежного рынка ..... 30

Табл. 4. Структура объема торгов акциями в разрезе инструментов ..... 31

## Список вставок

Вставка 1. Программы ЕЦБ по вливанию ликвидности не оживляют денежный рынок ..... 12

Вставка 2. Предварительные результаты анализа внебиржевого рынка РЕПО (по данным торговых репозитариев НКО ЗАО «НРД» и Санкт-Петербургской биржи) ..... 15

Вставка 3. Предварительные результаты анализа внебиржевого рынка СВОП (по данным торговых репозитариев НКО ЗАО «НРД» и Санкт-Петербургской биржи) ..... 18

Вставка 4. Методика стресс-тестирования денежного рынка..... 25

Вставка 5. Нестабильность на денежном рынке Болгарии ..... 28

Вставка 6. Стандартизация внебиржевых деривативов в России ..... 35

**Назначение Обзора денежного рынка**

В настоящем Обзоре под денежным рынком понимается рынок межбанковского кредитования (МБК), рынок «валютных свопов» (СВОП) и рынок междилерского РЕПО. Рынку РЕПО уделяется несколько большее внимание, поскольку он носит межсекторальный характер. Банк России намерен всецело содействовать развитию денежного рынка для:

- перераспределения ликвидности на стабильных условиях, т.е. с приемлемой волатильностью краткосрочных процентных ставок и сглаженным изменением объемов заключаемых сделок;
- обеспечения равного доступа участников рынка к источникам ликвидности;
- минимизации риска дефолта контрагентов за счет качественного управления обеспечением;
- сбалансированного развития различных сегментов рынка, в частности, формирования полноценного сегмента за пределами срока «овернайт»;
- создания условий для развития рынка с участием центрального контрагента.

**Важность мониторинга денежного рынка объясняется несколькими факторами**:

- денежный рынок играет ключевую роль в механизме банковского посредничества, предполагающего постоянную трансформацию краткосрочных привлеченных средств в долгосрочные кредиты для экономики; его стабильное функционирование дает банкам возможность бесперебойно рефинансировать свои обязательства и эффективно использовать капитал для финансирования экономики;
- денежный рынок первым подвергается давлению в случае наступления финансовой нестабильности, тем самым его параметры играют роль опережающих сигнальных индикаторов;
- денежный рынок играет важную роль во внутригрупповых операциях финансовых групп и конгломератов, которые требуют пристального внимания в консолидированном надзоре;
- денежный рынок в части междилерского РЕПО и операций СВОП может концентрировать системные риски финансового сектора, поскольку на нем участвуют не только банки, но и небанковские профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- конъюнктура денежного рынка позволяет судить о текущем уровне ликвидности в банковском секторе;
- потенциальное нарушение функционирования денежного рынка и массовые продажи активов, являющихся обеспечением, существенно повысят стоимость рыночного финансирования и усложнят доступ к нему для нефинансового сектора;
- состояние денежного рынка влияет на способность центрального банка управлять ликвидностью банковского сектора и уровнем краткосрочных процентных ставок.

Учитывая значимость денежного рынка для обеспечения финансовой стабильности, Банк России публикует **регулярные квартальные обзоры** о его состоянии и уровне системных рисков.

**Конечной целью настоящего издания** является содействие финансовой стабильности в части минимизации системного риска ликвидности путем повышения транспарентности денежного рынка. Рост степени информированности участников о структуре и тенденциях рынка позволит им лучше понимать и оценивать собственные риски. Кроме того, Банк России стремится оповестить участников рынка о возможных коллективных последствиях их индивидуальных инвестиционных решений в случае возникновения системных эффектов, не в полной мере учитываемых при оценке рыночных рисков.

**Обзор не является официальным изданием** Банка России, а представляет собой информационно-аналитический материал, посвященный анализу состояния рынка в отчетном периоде. Последние отчетные данные приведены по состоянию на последний рабочий день квартала, возможные значимые события после отчетной даты в рассмотрение не принимаются. Обзор выходит в форме электронной публикации на русском и английском языках в официальном представительстве Банка России в сети Интернет.

# РЕЗЮМЕ

- По итогам II квартала 2014 года воздействие автономных факторов ликвидности на денежный рынок было практически нейтральным преимущественно в силу изменения направленности и объемов операций Банка России на внутреннем валютном рынке (Банк России продавал и покупал иностранную валюту), в результате чистое сальдо автономных потоков составило +41 млрд руб. во II квартале против –1,1 трлн руб. в I квартале. При этом в структуре рефинансирования банковского сектора произошли значительные изменения. Объем задолженности кредитных организаций по кредитам, обеспеченным нерыночными активами и поручительствами, значительно возрос, а объем задолженности по операциям РЕПО, напротив, демонстрировал тенденцию к снижению. По итогам II квартала 2014 года утилизация рыночных активов существенно снизилась (с 63% на начало II квартала до 53% на конец II квартала), что позволило высвободить обеспечение для междилерских операций и сократить риски дефицита рыночного обеспечения.
- Процентные ставки находились внутри процентного коридора Банка России. В целом существенных рисков неисполнений обязательств не наблюдалось, и ситуация на денежном рынке оставалась стабильной. Устойчивость была характерна также для межсекторального распределения ликвидности. На основе анализа трансмиссии ликвидности выявлено, что динамика объема операций рефинансирования Банка России не имеет высокой корреляции с изменением объемов операций на рынке междилерского РЕПО, а также динамики ликвидности, поступающей от рынка РЕПО на рынки СВОП и МБК. Таким образом, тенденция последних лет по повышению объемов рефинансирования банковского сектора не является фактором, сдерживающим активность на денежном рынке.
- Объемы открытых позиций на биржевом рынке междилерского РЕПО в конце II квартала 2014 года практически полностью восстановились после значительного сокращения в I квартале 2014 года. Восстановление объемов рынка происходило преимущественно за счет роста объема операций по предоставлению средств со стороны банков клиентам-нерезидентам, причем для сокращения рисков по указанным операциям банки все чаще предпочитали заключать сделки через центрального контрагента.
- После пиковых значений объемов операций на рынке СВОП, наблюдавшихся в конце I квартала 2014 года, во II квартале произошла нормализация ситуации: объемы рынка СВОП вернулись на исторически устойчивый уровень — около 60% денежного рынка. Кроме того, во II квартале наблюдается сокращение спреда между долгосрочными и краткосрочными индикативными премиями по операциям СВОП, что свидетельствует об отсутствии ожиданий ухудшения рыночной ситуации.
- На рынке МБК сохраняется стагнация трансграничного сегмента. После начала обострения геополитической ситуации в марте 2014 года произошло значительное сжатие трансграничного рынка МБК, в том числе в иностранной валюте (с 1,4 до 0,9 трлн руб.). Объем операций с нерезидентами на рынке МБК во II квартале 2014 года не вернулся

к значениям до марта 2014 года (в среднем — 1,4 трлн руб.), что, вероятно, связано с отсутствием возможности сокращения рисков посредством заключения сделок через центрального контрагента (как это происходило на трансграничном рынке РЕПО).

- Предварительные результаты анализа данных российских торговых репозитариев свидетельствуют о наличии структурных особенностей внебиржевых рынков РЕПО и СВОП (в том числе в иностранной валюте). В частности, для этих рынков характерно большое разнообразие сделок по срокам (доля сделок свыше недели составляет 98% на рынке РЕПО и 97% на рынке СВОП), высокая доля операций в иностранной валюте, а также операций с нерезидентами. В совокупности, выделенные особенности указывают на возможное наличие широкого спектра рисков (процентный, валютный, риск контрагента), в меньшей степени характерных для биржевого сегмента этого рынка.
- Во II квартале 2014 года возобновился приток иностранных вложений на рынок ОФЗ. На 1 июня объем вложений составил 905 млрд руб., что на 90 млрд руб. больше, чем в начале II квартала 2014 года. В то же время либерализация рынка корпоративных облигаций с начала 2014 года не сказалась на объемах вложений нерезидентов в данный сегмент российского рынка — их доля находится на уровне около 1%. Как следствие, рынок корпоративных облигаций характеризовался большей волатильностью индекса доходности в 2012 году — первой половине 2014 года, чем рынок ОФЗ.
- Результаты стресс-тестирования денежного рынка показывают, что потенциал системы рефинансирования Банка России достаточен для преодоления возможных шоковых изменений параметров денежного рынка. Вместе с тем, стресс-тест не учитывает возможного оттока средств по другим статьям пассивов банков. В то же время даже при таких предпосылках у ряда участников может возникнуть проблема отсутствия достаточного обеспечения для совершения сделок с Банком России. Таким участникам целесообразно пересмотреть политику управления ликвидностью в части поддержания более высокого уровня ликвидных активов.
- В целях реализации международных обязательств по реформированию рынка внебиржевых производных финансовых инструментов (ПФИ) во II квартале 2014 года были достигнуты договоренности по созданию в России Комитета по стандартизации на базе Саморегулируемой организации «Национальная фондовая ассоциация». Основной задачей данного Комитета будет создание условий для развития рынка стандартизированных внебиржевых ПФИ в России и их перевод на централизованный клиринг. На уровне всего рынка переход на централизованный клиринг внебиржевых ПФИ позволит обеспечить прозрачное ценообразование, ежедневное маржирование и тем самым, повысить защищенность рынка от системных шоков.

# 1. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ЛИКВИДНОСТИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

## 1.1. Влияние автономных факторов ликвидности на денежный рынок ослабло

В результате относительной стабилизации внешнеполитической ситуации и укрепления курса рубля во II квартале 2014 года объем операций Банка России на внутреннем валютном рынке сократился по сравнению с I кварталом 2014 года. Как следствие, интервенции Банка России не оказывали столь значимого влияния на ликвидность банковского сектора. По итогам II квартала влияние на ликвидность составило –14 млрд руб. (рис. 1).

Более существенное воздействие на банковскую ликвидность на протяжении II квартала 2014 года оказало изменение наличных денег в обращении. Однако рост объема наличных денег в начале II квартала 2014 года (на 228 млрд руб. в апреле) был компенсирован снижением объема наличности в мае–июне 2014 года (на 147 млрд руб.), поэтому воздействие данного фактора на банковскую ликвидность по итогам II квартала 2014 года не было значительным (–81 млрд руб.).

Влияние бюджетных потоков на ликвидность по итогам II квартала 2014 года было положительным (+126 млрд руб.), в частности, из-за дополнительных расходов бюджета в связи с майскими праздниками. Этому также способствовало поступление ликвидности за счет роста объема средств Федерального казначейства, размещенных на депозитах банков, на 193 млрд руб.

Таким образом, во II квартале 2014 года автономные факторы оказывали менее сильное воздействие на ликвидность банковского сектора, чем кварталом ранее (+41 млрд руб. во II квартале против –1,1 трлн руб. в I квартале). Основной нетто-поток ликвидности поступил по бюджетному каналу, что позволило снизить чистый приток ликвидности, поступающий от Банка России.

**Рис. 1. Автономные факторы формирования ликвидности**

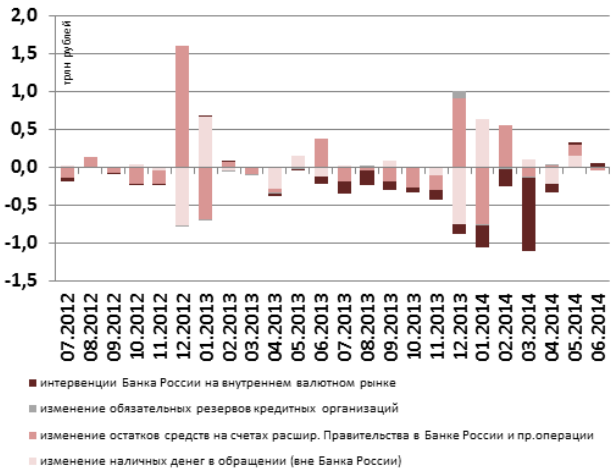
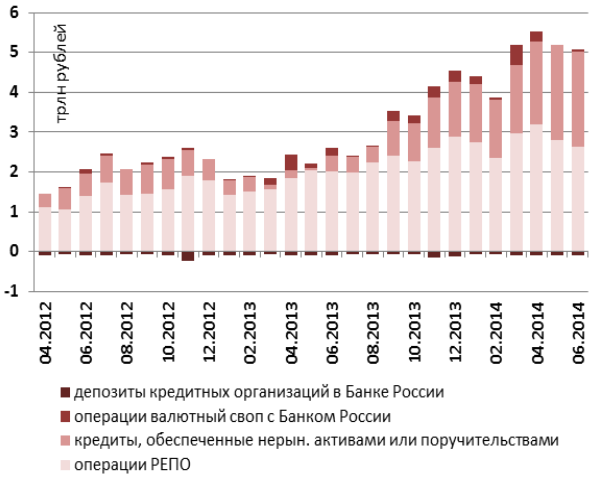



**Рис. 2. Операции Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности**




Основным механизмом рефинансирования кредитных организаций оставались, как и в I квартале, операции РЕПО с Банком России, задолженность по которым снизилась за квартал с 2,9 трлн руб. в начале квартала до 2,8 трлн рублей в конце квартала (рис. 2).

Вторым по объему каналом предоставления ликвидности в рассматриваемом периоде были кредиты Банка России, выданные под залог нерыночных активов или поручительств. Задолженность по указанным операциям увеличилась с 1,7 трлн руб. в начале апреля до 2,4 трлн рублей в конце июня. Также значимым инструментом рефинансирования во II квартале 2014 года являлись операции «валютный своп» с Банком России, задолженность по которым в отдельные дни превышала 0,3 трлн рублей.

Вместе с тем, как показано далее, операции Банка России не оказывали значимого влияния на распределение ликвидности между сегментами денежного рынка.

## 1.2. Операции Банка России не влияют на распределение ликвидности между сегментами денежного рынка

Как было показано в предыдущем выпуске Обзора ликвидность от Банка России поступает на денежный рынок по двум каналам — через рынок РЕПО и СВОП. При этом в силу более привлекательных процентных ставок основной объем фондирования участники осуществляют через операции РЕПО (рис. 3).

**Рис. 3. Динамика нетто-объемов фондирования участников, трлн руб.**

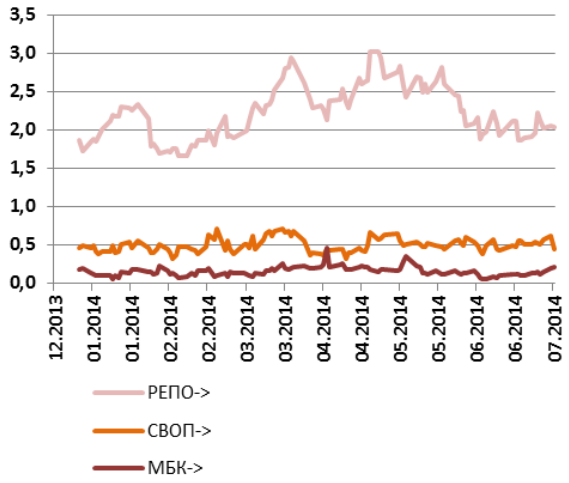
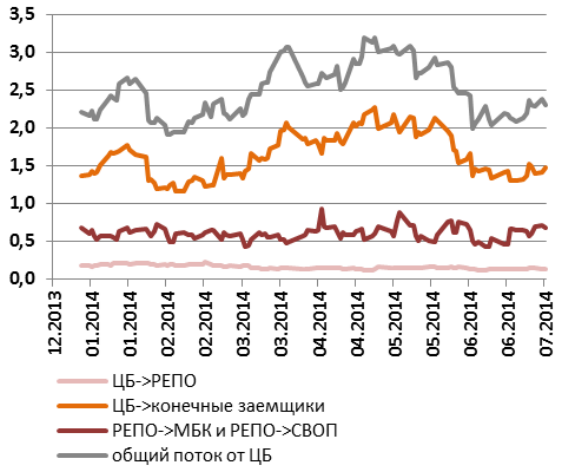



**Рис. 4. Динамика нетто-потоков ликвидности для рынка РЕПО, трлн руб.**




Как видно из рис. 4, объем фондирования конечных заемщиков тесно связан с объемом средств, привлекаемых от Банка России. В то же время нетто-поток ликвидности, поступающий на рынок РЕПО и через рынок РЕПО на другие сегменты денежного рынка – рынок СВОП и МБК — относительно стабилен и не имеет высокой корреляции с объемом операций Банка России[1]. Таким образом, можно заключить, что операции по рефинансированию Банка России совершаются в основном конечными заемщиками и в целом нейтральны для межсекторального распределения ликвидности.

[1] Коэффициент корреляции между темпами прироста объема рефинансирования со стороны Банка России и объема фондирования конечных заемщиков составляет около 0.5, в то время как коэффициент корреляции между темпами прироста объема рефинансирования со стороны Банка России и нетто-потока ликвидности с рынка РЕПО на рынки СВОП и МБК составляет около 0.

**Вставка 1. Программы ЕЦБ по вливанию ликвидности не оживляют денежный рынок**

Во II квартале 2014 года (5 июня) Европейский центральный банк (далее — ЕЦБ) объявил о новом комплексе мер денежно-кредитной политики, направленных на поддержку кредитования реальной экономики. Прежде всего, это возобновление долгосрочных операций рефинансирования банков, которые будут проводиться ежеквартально с сентября 2014 по июнь 2016 года и будут завершены в сентябре 2018 года.

Максимальный размер предоставляемых банкам средств в рамках долгосрочных операций ограничен 3-х кратной суммой чистого кредитования[2] нефинансового сектора по состоянию на 30 апреля 2014 года и может достигнуть 1 трлн евро[3]. Также обозначен целевой характер предоставляемых средств — на увеличение объемов кредитования нефинансового сектора. Если банк выдаст недостаточный объем кредитов реальному сектору, он будет вынужден досрочно погасить кредиты перед ЕЦБ в сентябре 2016 года. Таким образом, банки могут использовать предоставляемые ЕЦБ средства в течение 2-х лет без принятия на себя каких-либо обязательств. Помимо долгосрочных операций рефинансирования объявлено о разработке программ выкупа ценных бумаг, обеспеченных активами (ABS).

*В связи с запуском новых программ встает вопрос, как они могут повлиять на денежный рынок Европейского союза и еврозоны в частности?*

Согласно данным ЕЦБ[4] оборот денежного рынка ЕС в 2013 году оценивался в 75 трлн евро (570% от ВВП ЕС[5] за 2013 год). Основной объем операций приходится на рынок сделок с обеспечением, проводимых на возвратной основе, — РЕПО и СВОП — 40% и 21% от совокупного оборота, соответственно.

Важно отметить, что за последние 7 лет структура инструментов денежного рынка претерпела существенные изменения. За этот период на фоне сжатия денежного рынка (в 2013 году его объем составил 98% от уровня 2006 года) доля операций РЕПО выросла с 29% до 40%, доля операций СВОП выросла с 18 до 21%, тогда как доля операций на рынке необеспеченного МБК снизилась в 5 раз до 4%.

В одном из предыдущих выпусков Обзора (см. Обзор денежного рынка за IV квартал 2013 года) отмечалось угрожающее падение объемов на рынке необеспеченного МБК, что может привести к потере репрезентативности основного операционного ориентира ЕЦБ — ставки EONIA — из-за сокращения объема сделок, используемых для его расчета.

На фоне возросшего риска необеспеченные операции на денежном рынке стали замещаться операциями с обеспечением, прежде всего, РЕПО. При этом наблюдается тенденция на увеличение объемов операций РЕПО, проводимых через центрального контрагента (с 42% в 2009 году до 71% от объема торгов[6] на рынке РЕПО в 2013 году), а также операций РЕПО с использованием электронных торгов (через системы EUREX REPO, Brocer Tec и MTS – с 44% в 2009 году до 61% от объема торгов на рынке РЕПО в 2013 году).

Это означает, что участники денежного рынка ЕС считают рынок РЕПО с центральным контрагентом менее рисковым сегментом денежного рынка.

Согласно исследованию Dunne, Fleming и Zholos (2013)[7] операции ЕЦБ по предоставлению ликвидности с фиксированным объемом по определяемым в ходе аукциона ставкам, которые имели место в начале кризиса, способствовали увеличению активности на рынке РЕПО сразу после проведения аукциона ЕЦБ. Но переход ЕЦБ к предоставлению ликвидности по фиксированным ставкам способствовал нивелированию взаимосвязей между операциями ЕЦБ и ставками рынка РЕПО, так как банки либо привлекали средства на рынке РЕПО (с использованием активов более высокого качества), либо у ЕЦБ (под залог активов более низкого качества[8]).

[2] Сумма выданных кредитов за вычетом погашений.
[3] Объем кредитов нефинансовому корпоративному сектору – 4,329 трлн евро, объем кредитования домашних хозяйств за исключением кредитов на приобретение жилья – 1,360 трлн евро по состоянию на 30.04.2014.
[4] По данным 161 кредитного института стран Европейского союза, включая Великобританию и Швейцарию.
[5] ВВП 28 стран ЕС в 2013 году составил 13,1 трлн евро.
[6] По данным для 161 кредитного института стран ЕС в рамках EURO MONEY MARKET SURVEY. November 2013.
[7] Dunne P.G., Fleming M. J., Zholos A. ECB Monetary Operations and the Interbank Repo Market. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. No. 654. December 2013.
[8] Например, государственных ценных бумаг стран PIIGS, которые входят в список принимаемого обеспечения ЕЦБ.

Согласно исследованию Mancini, Ranaldo и Wrampelmeyer (2014)[9] операции по предоставлению ликвидности по фиксированным низким ставкам способствовали падению процентных ставок по операциям РЕПО. Но при достижении объема избыточной ликвидности[10] уровня в 300 млрд евро ставки на рынке РЕПО снизились примерно до уровня процентной ставки по депозитам в ЕЦБ, на что также указывали Dunne, Fleming и Zholos (2013). На фоне низких ставок началось сокращение объемов торгов на рынке РЕПО, объясняемое замещением рынка операциями с ЕЦБ. Mancini, Ranaldo и Wrampelmeyer назвали эту ситуацию неким подобием классической «ловушки ликвидности».

По данным ЕЦБ объем избыточной ликвидности превышал рассчитанный авторами уровень в 300 млрд евро с октября 2011 по март 2014 годов — т.е. в период действия долгосрочных операций ЕЦБ по предоставлению ликвидности. После окончания данных операций в конце 2013 — начале 2014 года объем избыточной ликвидности составлял менее 300 млрд евро, поэтому новая программа ЕЦБ, анонсированная в начале июня 2014 года, могла бы его восполнить.

Однако с учетом опыта предыдущих вливаний ликвидности со стороны ЕЦБ можно предположить, что новые операции ЕЦБ по фиксированным ставкам не позволят в полной мере активизировать денежный рынок стран ЕС и полностью восстановить механизм денежной трансмиссии, необходимый для усиления воздействия регулятора на кредитное предложение.

[9] Mancini, L., Ranaldo, A., Wrampelmeyer J. The euro repo market. University of St. Gallen Working Paper. April 2014.

[10] Объем избыточной ликвидности рассчитан как разница между остатками на текущих и депозитных счетах банков в ЕЦБ и объемом обязательных резервов.

# 2. СТРУКТУРА И КОНЪЮНКТУРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

## 2.1. Объемы биржевого рынка междилерского РЕПО восстановились

Объемы открытых позиций на биржевом рынке междилерского РЕПО (далее – рынок РЕПО) в конце II квартале 2014 года практически полностью восстановились после значительного сокращения в I квартале 2014 года (рис. 5). К 30 июня 2014 года объемы рынка РЕПО достигли почти 500 млрд руб. Указанный рост пришелся преимущественно на операции РЕПО с центральным контрагентом (более подробно см. раздел 4.1).

**Рис. 5. Объемы открытых позиций на рынке РЕПО, млрд руб.**

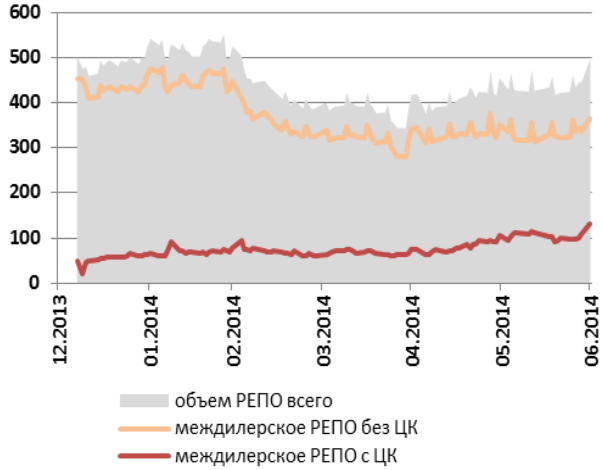
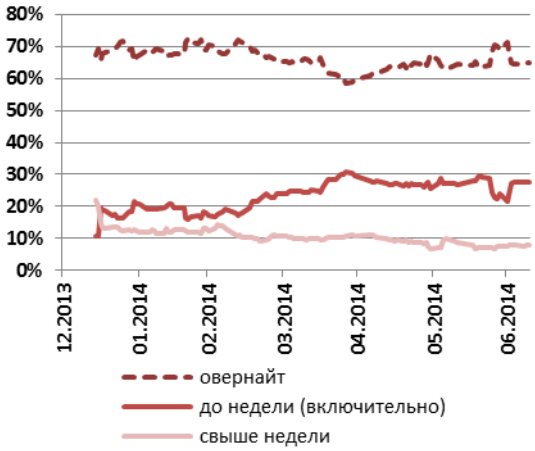



**Рис. 6. Срочная структура операций на рынке РЕПО**




Во II квартале 2014 года продолжилось изменение в срочной структуре операций на рынке РЕПО. Повышение доли операций на срок до недели (включительно) сопровождалось снижением объемов операций на срок свыше недели (рис. 6). Наряду со снижением срочности других пассивов, эта тенденция продолжает тренд на снижение срочности пассивов сектора. Однако сокращение сроков пассивов участников рынка способствует повышению потенциальных возможностей для роста чувствительности рыночных процентных ставок к ключевой ставке Банка России и, как следствие, повышению действенности процентной политики Банка России.

Восстановление объемов рынка РЕПО во II квартале 2014 года происходило преимущественно за счет роста объема операций по предоставлению средств со стороны банков клиентам-нерезидентам (рис. 7). Указанная тенденция, по-видимому, свидетельствует о смягчении во II квартале 2014 года внешнеполитической напряженности и, вероятно, означает, что у клиентов-нерезидентов повысилась склонность к покупке российских ценных бумаг в целях совершения операций РЕПО. Вместе с тем, российские банки стали предпочитать заключать сделки с нерезидентами через центрального контрагента (рис. 8).

**Рис. 7. Объемы открытых позиций в сделках РЕПО в разрезе контрагентов, млрд руб.**

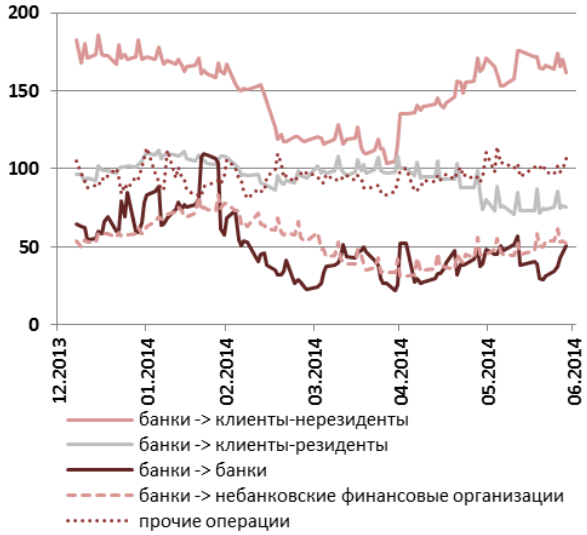



**Рис. 8. Объемы открытых позиций в сделках РЕПО через ЦК в разрезе контрагентов, млрд. руб.**

**Вставка 2. Предварительные результаты анализа внебиржевого рынка РЕПО (по данным торговых репозитариев НКО ЗАО «НРД» и Санкт-Петербургской биржи)**

Начало работы российского торгового репозитария НКО ЗАО «НРД» позволяет сделать некоторые предварительные[11] оценки структуры внебиржевого рынка РЕПО. В целом можно заключить, что данный рынок существенно отличается от биржевого рынка междилерского РЕПО.

**Рис. 9. Срочная структура рынка по состоянию на 30 июня 2014 года,**

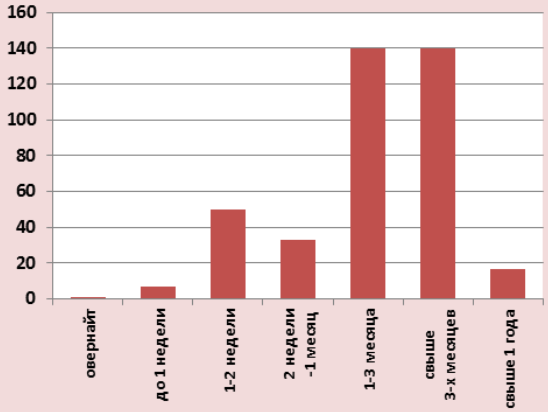
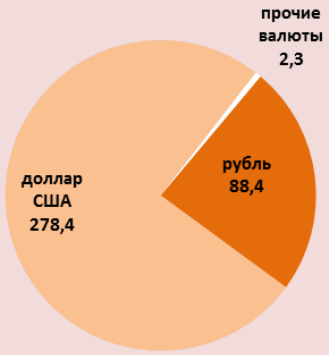



**Рис. 10. Валютная структура рынка по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб.**




По состоянию на конец II квартала 2014 года объем открытых сделок, отчитанных в репозитарий, составлял 0,4 трлн руб.[12] Таким образом, внебиржевой рынок РЕПО в целом сопоставим с масштабом биржевого рынка РЕПО, но немного меньше по объему (по имеющимся данным).

Срочная структура сделок более разнообразна в сравнении с биржевым рынком, при этом преобладают относительно более долгосрочные сделки (рис. 9).

Объем открытых сделок с нерезидентами практически был равен объему открытых сделок с резидентами. При этом большая часть резидентов (около 60%) выступала в качестве заемщиков средств (т.е. продавцов ценных бумаг по первой части сделки).

Большая часть сделок заключена в иностранной валюте: на конец II квартала 2014 года объем открытых сделок в иностранной валюте составил 280 млрд руб. или 76% от общего объема сделок (рис. 10).

[11] На настоящий момент эти данные не являются полными, поскольку о сделках отчитываются не все участники рынка. Тем не менее, в репозитарий было отчитано уже достаточное количество сделок, чтобы сделать некоторые выводы о характеристиках внебиржевого рынка.

[12] Без учета сделок внебиржевого РЕПО с Банком России. Объем валютных сделок РЕПО пересчитан в рублевый эквивалент по курсу Банка России.

В целом ситуация на рынке РЕПО во II квартале 2014 года оставалась стабильной. Существенных неисполнений обязательств на рынке не наблюдалось. В условиях пониженной волатильности объемы необходимых довнесений ценных бумаг и денежных средств (маржинальные взносы) были в несколько раз ниже тех, что наблюдались в I квартале 2014 года. Процентные ставки на рынке РЕПО находились внутри процентного коридора Банка России.

## 2.2. Ситуация на рынке СВОП нормализовалась

После пиковых значений объемов операций на рынке СВОП, наблюдавшихся в конце I квартала 2014 года (около 1,6 трлн руб.), во II квартале произошла нормализация ситуации — объемы рынка СВОП составляли в среднем 1,2 трлн руб. (рис. 11). В результате доля операций СВОП на денежном рынке во II квартале 2014 года вернулась на уровень, типичный для последних лет (около 60%) после пиковых значений (около 70%), наблюдавшихся в I квартале 2014 года (рис. 12).

**Рис. 11. Объемы операций на рынке валютный СВОП, млрд руб.**

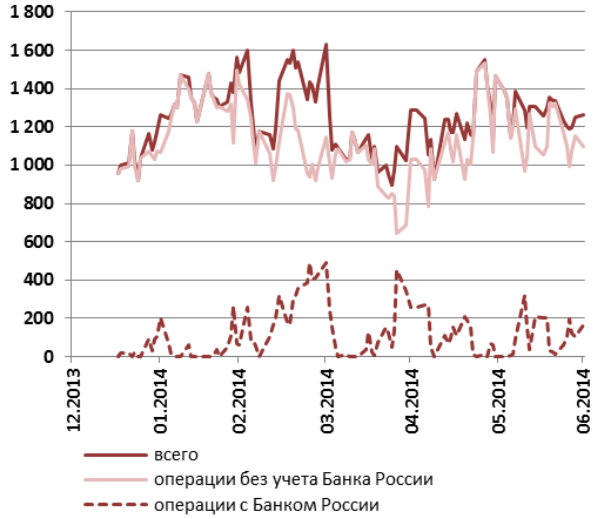
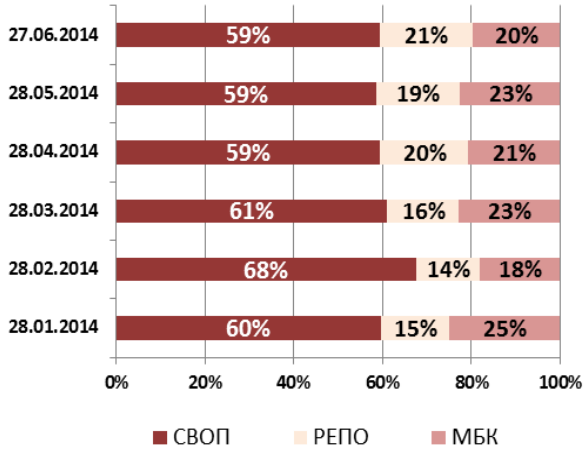



**Рис. 12. Структура денежного рынка по объемам операций**




Снижение объема операций СВОП, как с Банком России, так и между участниками рынка обусловлено улучшением ситуации с ликвидностью в банковском секторе (более подробно см. раздел 1.1). При повышении спроса на ликвидность участники рынка в первую очередь предпочитают осуществлять заимствования у Банка России посредством операций РЕПО вследствие более выгодных ценовых условий. Кроме того, как уже отмечалось, трансмиссия ликвидности через рынок РЕПО на рынки СВОП и МБК является относительно стабильной (более подробно см. раздел 4.2). Таким образом, при снижении спроса на ликвидность участники сокращают объемы операций СВОП с Банком России.

В отличие от рынка междилерского РЕПО, на котором значимую роль играют операции с нерезидентами, рынок СВОП является преимущественно локальным. Масштабы операций СВОП с банками-нерезидентами относительно невелики, их доля на рынке составляет около 4%, при этом в течение II квартала 2014 года указанная доля имела

тенденцию к снижению (рис. 13). Операции с банками-нерезидентами носят в основном внутригрупповой характер, поэтому не оказывают значительного влияния на рыночную конъюнктуру.

**Рис. 13. Доля клиентских операций и операций с нерезидентами на рынке СВОП**

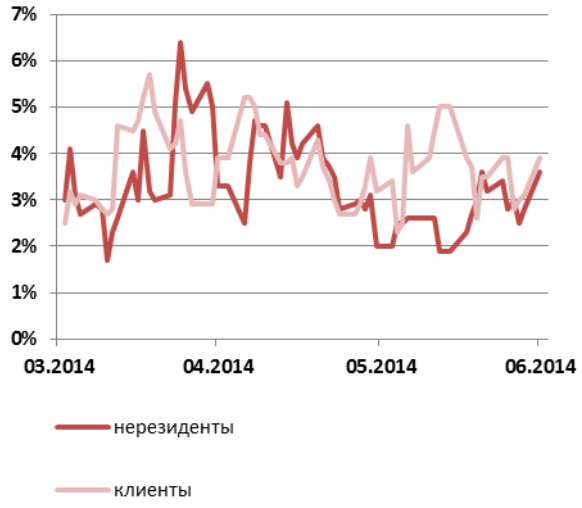
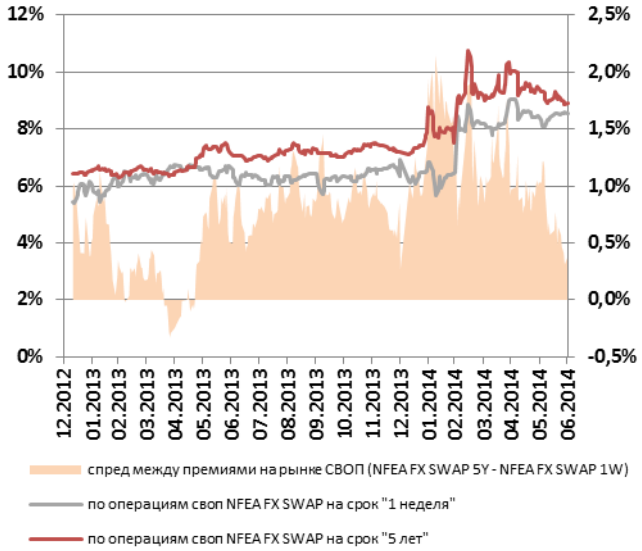



**Рис. 14. Индикативные премии на рынке СВОП**




Во II квартале 2014 года на рынке СВОП наблюдалась нормализация объемов и размеров срочных премий. Несмотря на повышение ключевой процентной ставки Банка России в I и II кварталах 2014 года и соответствующий рост вмененных рублевых процентных ставок по операциям СВОП, в рассматриваемом периоде наблюдалась тенденция к уменьшению спреда между долго- и краткосрочными индикативными премиями. В конце II квартала 2014 года указанный показатель достиг среднего уровня 2013 года (рис. 14). Таким образом, в ближайшей перспективе участники рынка не ожидают ослабления рубля и существенного ухудшения ситуации на денежном рынке.

**Вставка 3. Предварительные результаты анализа внебиржевого рынка СВОП (по данным торговых репозитариев НКО ЗАО «НРД» и Санкт-Петербургской биржи)**

По имеющимся репозитарным данным на конец II квартала 2014 года, в отличие от рынка РЕПО, объем позиций на внебиржевом рынке СВОП значительно меньше объема позиций на биржевом рынке СВОП. На конец II квартала 2014 года объем открытых позиций по сделкам СВОП, где в качестве одной из валют выступает рубль, составлял 0,4 трлн руб., а сделок СВОП без участия российского рубля (т.е. где обе валюты сделки являются иностранными) — 0,3 трлн руб.

Внебиржевой рынок СВОП характеризуется относительно более длительными сроками. По состоянию на 30 июня 2014 свыше 60% открытых позиций имели первоначальную срочность свыше 3 месяцев. При этом 21% открытых позиций имели первоначальную срочность выше одного года (рис. 15).

В сделках, где одной из валют служит рубль, другой валютой почти всегда служит доллар США (96% сделок). Оставшиеся 4% сделок приходятся, главным образом, на евро. Что касается сделок без участия рубля, то большая часть сделок приходится на валютные пары доллар США–евро (74% открытых позиций) и доллар США–фунт стерлингов (10% сделок, рис. 16).

**Рис. 15. Срочная структура рынка СВОП по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб.**

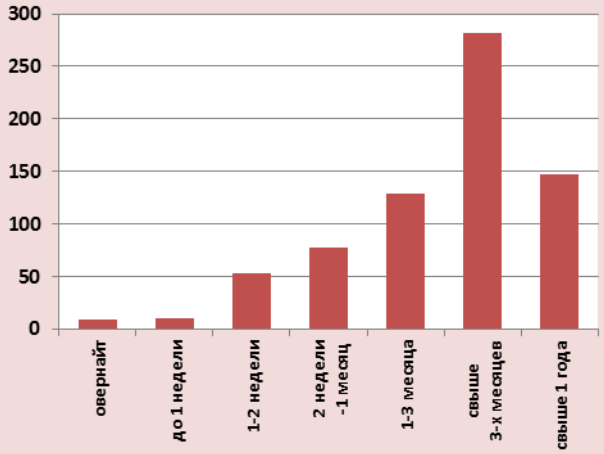



**Рис. 16. Валютная структура рынка СВОП по состоянию на 30 июня 2014 года, млрд руб.**

В отличие от внебиржевого рынка РЕПО большая часть сделок на внебиржевом рынке СВОП осуществляется с нерезидентами. По состоянию на 30 июня 2014 года доля открытых позиций по таким сделкам составляла 62%. Это соотношение значительно не меняется в зависимости от того, рассматривается ли рублевый сегмент рынка СВОП (т.е. где одной из валют является рубль) или валютный сегмент (т.е. в сделках без участия рубля). Доля сделок с нерезидентами составляет на этих сегментах 56% и 66%, соответственно.

## 2.3. На рынке МБК наблюдаются структурные изменения

Во II квартале 2014 года объемы рынка МБК в целом оставались стабильными и в целом находились на среднем уровне 400 млрд руб., сложившимся в последние годы. Вместе с тем, наблюдалось изменение в структурных характеристиках совокупного объема сделок. Во второй половине II квартала 2014 года наметился рост объемов операций на периферийном сегменте рынка, то есть между банками, не входящими в выборку для расчета индикатора Ruonia. Среднедневные объемы открытых позиций в этом сегменте рынка МБК возросли со 100 до 150 млрд руб. В свою очередь, сократились открытые позиции банков-заемщиков, чьи сделки участвуют в расчете Ruonia, в среднем на 50 млрд руб. (рис. 17).

**Рис. 17. Объемы заимствований на рынке МБК по группам заемщиков, млрд руб.**

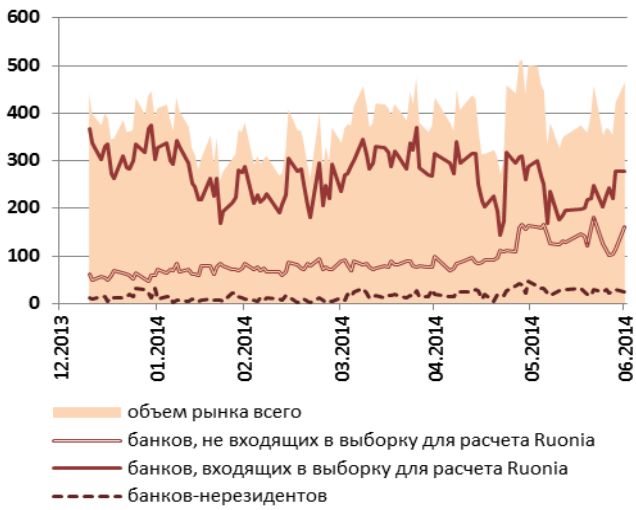
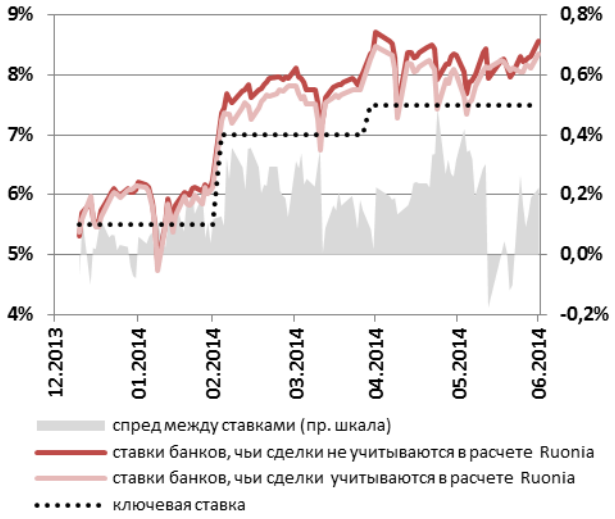



**Рис. 18. Ставки заимствований на рынке МБК**

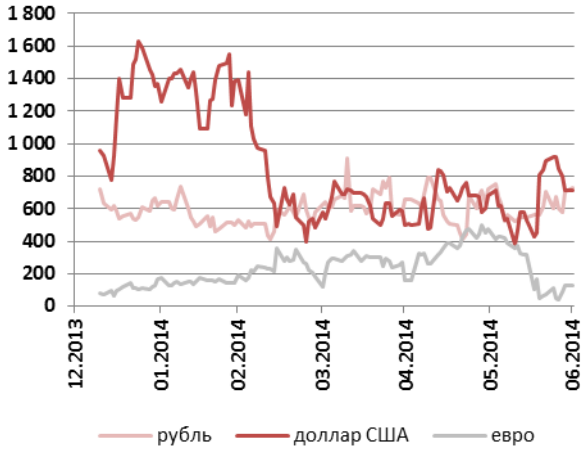



Наряду с этим спред между ставками заимствований банков, входящих и не входящих в выборку для расчета ставки Ruonia, к концу II квартала 2014 года значительно сократился, хотя и оставался достаточно волатильным (рис. 18). Таким образом, наблюдающееся во второй половине II квартала 2014 года повышение спроса банков-заемщиков, не входящих в выборку для расчета ставки Ruonia, на краткосрочные ресурсы не сопровождалось ростом премии за кредитный риск. Отчасти это может быть обусловлено улучшением состояния банковской ликвидности, а также большей устойчивостью рынка к политике Банка России по оздоровлению банковского сектора и сохраняющейся неопределенной внешнеполитической ситуации.

В последний период изменения были характеры также для трансграничного рынка МБК, включая операции с нерезидентами в иностранной валюте. После начала обострения геополитической ситуации в марте 2014 года произошло значительное снижение трансграничного рынка МБК. При этом в отличие от трансграничного рынка РЕПО доля операций с нерезидентами на рынке МБК во II квартале 2014 года не вернулась к значениям, имевшим место до марта 2014 года (рис. 19).

**Рис. 19. Объемы трансграничного рынка МБК (включая операции в инвалюте), млрд руб.**

**Рис. 20. Объемы рынка МБК в разбивке по валютам, млрд руб.**




Схожие тенденции можно проследить при анализе объемов операций на рынке МБК в разрезе валют. После сокращения в I квартале 2014 года объемов операций МБК в долларах США, во II квартале 2014 года объемы указанных операций в среднем практически не изменились (рис. 20). Вероятно, ключевую роль в восстановлении рынка трансграничного РЕПО сыграла возможность заключения участниками сделок с нерезидентами через центрального контрагента (с использованием пониженных коэффициентов риска), тогда как отсутствие такой опции на рынке МБК не позволило ему восстановить утраченные в период геополитической напряженности объемы операций с нерезидентами.

# 3. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

## 3.1. Риски дефицита рыночного обеспечения значительно снизились

Во II квартале 2014 года в структуре рефинансирования банковского сектора произошли значительные изменения. Объем задолженности кредитных организаций по кредитам, обеспеченным нерыночными активами и поручительствами, значительно возрос, а объем задолженности по операциям РЕПО, напротив, демонстрировал тенденцию к снижению. В результате к концу II квартала 2014 года объемы задолженности по данным инструментам рефинансирования практически сравнялись, составив на 1 июля 2014 года соответственно 2,4 и 2,6 трлн руб. В первой половине июля 2014 года на фоне снижения спроса на рефинансирование со стороны Банка России данная тенденция усилилась (рис. 21 и 22).

**Рис. 21. Задолженность кредитных организаций перед Банком России и коэффициент утилизации рыночных активов**

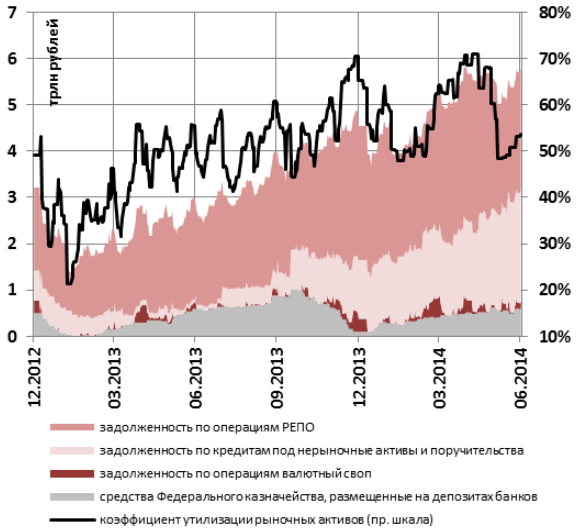
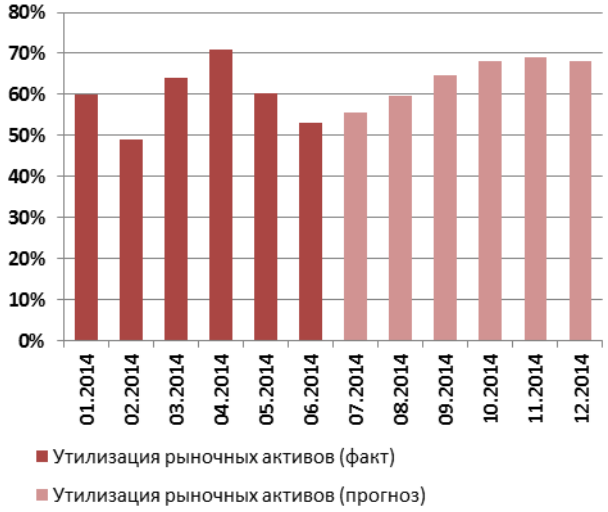



**Рис. 22. Коэффициент утилизации рыночных активов: фактические и прогнозные значения**




Рост задолженности по кредитам под нерыночные активы и поручительства положительно сказался на объеме свободного рыночного обеспечения. По итогам II квартала 2014 года утилизация рыночных активов существенно снизилась, что позволило значительно сократить риски дефицита рыночного обеспечения. Высвобождение рыночных активов оказало благоприятное влияние на процентные ставки денежного рынка.

Тем не менее, ожидается, что во втором полугодии 2014 года рост задолженности по операциям РЕПО будет превышать темп роста объемов рыночного обеспечения, что приведет к дальнейшему повышению коэффициента утилизации рыночных активов. Вместе с тем, благодаря более активному использованию нерыночных активов, средний коэффициент утилизации рыночного обеспечения, как ожидается, не превысит 70%.

**Табл. 1. Показатели объемов рыночного обеспечения по операциям РЕПО Банка России, 1 июня 2014 г., трлн руб.**

| Обеспечение | Объем в обращении | Объем на балансе банковского сектора | Объем на балансе банковского сектора (консервативная оценка) |
|---|---|---|---|
| **Долговые ценные бумаги** | 8,3 | 4,8 | 4,7 |
| **Долевые ценные бумаги** | 4,0 | 0,1 | 0,1 |
| **ИТОГО** | 12,3 | 4,9 | 4,8 |

*Примечание: показатели рассчитаны с учетом величины дисконтов по операциям РЕПО Банка России; в объем долговых ценных бумаг в обращении не включены российские еврооблигации; консервативная оценка учитывает, что часть обеспечения находится в распоряжении банков, не участвующих в операциях прямого РЕПО с Банком России.*

Как было отмечено в предыдущем выпуске Обзора по итогам I квартала 2014 года, рост объемов обеспечения на балансах банков практически отсутствовал, что было связано со снижением эмиссионной активности на облигационном рынке. Во II квартале 2014 года рост объема рыночного обеспечения, принадлежащего банкам, возобновился. За 2 месяца квартала прирост составил 248 млрд руб., по состоянию на 1 июня 2014 года объем рыночного обеспечения на балансе банковского сектора оценивается в 4,9 трлн рублей (табл.1.).

Рост потенциала рефинансирования был достигнут за счет включения в список РЕПО новых выпусков ценных бумаг. Наибольший объем эмиссии облигаций в июне 2014 года был осуществлен Внешэкономбанком, его новые выпуски также пополнили объем рыночных активов на балансах банков. Таким образом, при дальнейшем наращивании банками вложений в рыночные активы существует значительный потенциал для сдерживания роста коэффициента утилизации.

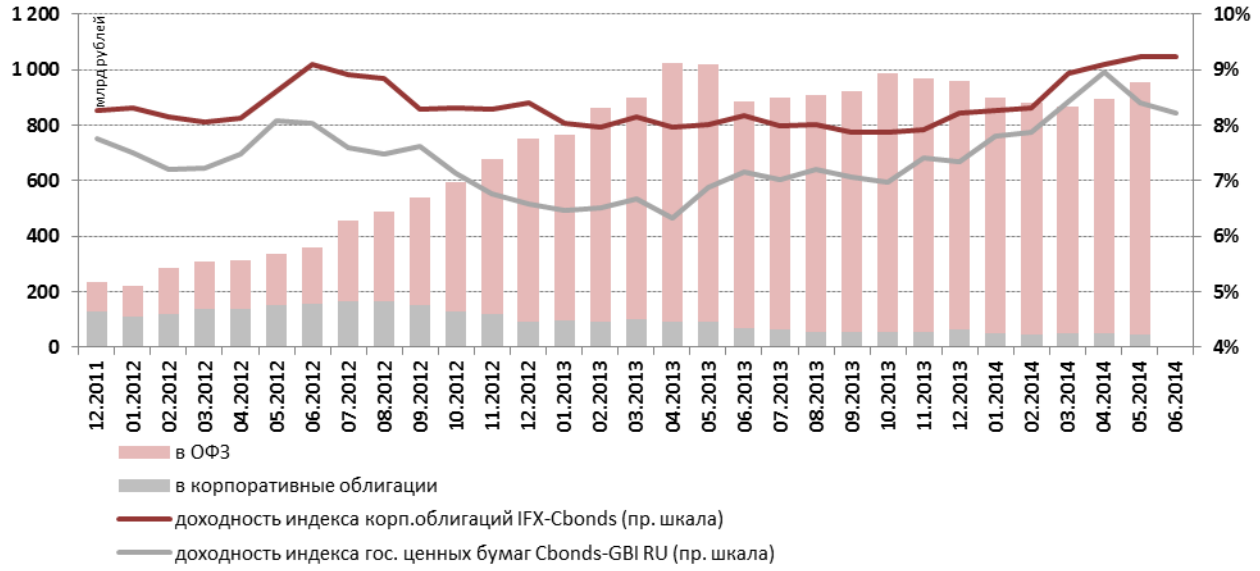
## 3.2. ОФЗ по-прежнему более привлекательны для нерезидентов, чем корпоративные облигации

Открытие в начале 2013 года в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций способствовало росту вложений нерезидентов в ОФЗ. Следующий этап либерализации российского рынка ценных бумаг затронул корпоративный сегмент. В начале 2014 года международные расчетно-клиринговые организации начали осуществлять расчеты по российским корпоративным облигациям, используя прямой канал взаимодействия с Национальным расчетным депозитарием (НРД).

В начале 2012 года объемы вложений нерезидентов в ОФЗ и корпоративные облигации российских эмитентов были приблизительно равны (более 0,2 трлн руб.) С середины 2012 года в преддверии либерализации рынка государственных ценных бумаг объемы вложений нерезидентов в ОФЗ начали быстро расти, а объемы вложений в корпоративные облигации, напротив, сокращаться. По всей видимости, по совокупности характеристик — соотношения доходности, ликвидности и риска, в т.ч. инфраструктурного

риска, — ОФЗ оказались более привлекательным объектом вложений для иностранных инвесторов, что привело к некоторому вытеснению корпоративных облигаций из их портфелей (рис. 23).

**Рис. 23. Объем вложений нерезидентов (по номинальной стоимости), доходности ОФЗ и корпоративных облигаций**




К настоящему моменту аналогичная либерализация рынка корпоративных облигаций с начала 2014 года не сказалась на объемах вложений нерезидентов в данный сегмент российского рынка. Во многом это может быть связано с периодом повышенной рыночной волатильности на многих формирующихся рынках в начале 2014 года, а также с усилением геополитических рисков России.

Вместе с тем стоит отметить, что во II квартале 2014 года возобновился приток иностранных вложений на рынок ОФЗ. На 1 июня 2014 года объем вложений составил 905 млрд руб., что на 90 млрд руб. больше, чем в начале II квартала 2014 года. Данный уровень объема вложений приблизительно соответствует декабрю 2013 года (тогда объем ОФЗ, принадлежащих нерезидентам, составлял 911 млрд руб.).

В сравнении с рынком ОФЗ, где примерно четверть вложений приходится на иностранных инвесторов (24,7% на 1 июня 2014 года), масштаб присутствия нерезидентов на рынке корпоративных облигаций значительно меньше – около 1% рынка. Отчасти столь низкая доля может быть обусловлена возможностью для нерезидентов покупать еврооблигации российских корпоративных эмитентов. Вместе с тем, сохраняется потенциал для существенного роста объема вложений нерезидентов в российские корпоративные облигации в будущем.

## 3.3. Результаты стресс-тестирования свидетельствуют об устойчивости денежного рынка

При проведении стресс-тестирования денежного рынка предполагалась реализация рыночного шока (обесценение рубля и ценных бумаг), а также снижение взаимных лимитов участников друг на друга (более подробно см. Вставку 1). В результате отдельные участники начинают испытывать дефицит ликвидности, что вызывает сокращение предложения ликвидности со стороны этих участников (если они одновременно выступали кредиторами). Следует учесть, что данный стресс-тест рассматривает последствия реализация стресса исключительного для денежного рынка и при прочих равных условиях, т.е. другие возможные негативные эффекты стрессового сценария не принимаются во внимание.

Снижение предложения ликвидности вызывает дефицит ликвидности у участников-заемщиков и общий дисбаланс в распределении средств, в результате которого возникает недостаток ликвидности у одних участников рынка и избыток — у других.

Предоставление средств со стороны Банка России может в значительной степени скорректировать дисбаланс на денежном рынке, но не может полностью его устранить на уровне отдельных участников в связи с ограниченным объемом обеспечения, которыми эти участники располагают.

**Табл. 2. Сравнительные результаты стресс-тестирования денежного рынка**

| | Умеренный шок | | | | Сильный шок | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | СВОП | РЕПО | МБК | Итого | СВОП | РЕПО | МБК | Итого |
| **Изменение объема рынка, млрд руб.** | +93 | −28 | −104 | −39 | +93 | −48 | −228 | −182 |
| **Изменение объема рынка, %** | +6% | −9% | −15% | −1,5% | +6% | −16% | −32% | −7% |
| **Дефицит ликвидности у заемщиков, млрд руб.** | 41 | | | | 53 | | | |
| **Число банков с дефицитом ликвидности** | 28 | | | | 33 | | | |
| **Избыток ликвидности у кредиторов, млрд руб.** | 116 | | | | 215 | | | |
| **Привлечение средств у Банка России, млрд руб.** | 176 | | | | 263 | | | |

В модели стресс-тестирования используются два сценария (см. табл. 2).

1) Сценарий умеренного шока, согласно которому рубль обесценивается на 10% относительно других валют, акции, находящиеся в обеспечении — на 15%, облигации — в соответствии с ростом доходности на 150 п.п., а рынок МБК сжимается на 10%.

2) Сценарий сильного шока, согласно которому рубль обесценивается также на 10%, относительно других валют, акции, находящиеся в обеспечении — на 30%, облигации — в соответствии с ростом доходности на 300 п.п., а рынок МБК сжимается на 30%.

В результате наложенных шоков объем денежного рынка претерпевает следующие изменения (рис. 24, 25).

**Рис. 24. Объемы денежного рынка до и после шока, трлн руб.**

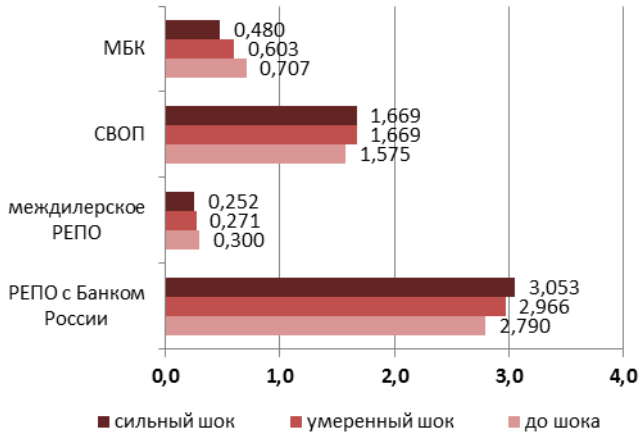
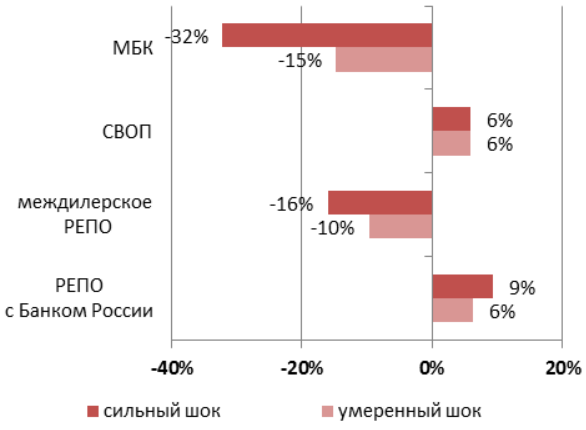



**Рис. 25. Относительное изменение объемов сегментов денежного рынка**




**Вставка 4. Методика стресс-тестирования денежного рынка**

Стресс-тестирование денежного рынка представляет собой метод оценки уязвимости позиций участников рынка к маловероятному и исключительному, но правдоподобному шоку. В качестве индикатора шока рассматривается снижение курса рубля относительно бивалютной корзины (для рынка СВОП), обесценение обеспечения (для рынка РЕПО) и сокращение взаимных лимитов (для рынка МБК).

При проведении стресс-тестирования рассматривались позиции банков на денежном рынке на конец II квартала 2014 года. Цель проведения стресс-теста заключается в том, чтобы оценить воздействие шока на достаточность ликвидности у отдельных банков и устойчивость банковского сектора в целом.

Сценарий состоит из следующей последовательности действий.

1. В результате обесценения рубля (в предположении, что потребность в валютной ликвидности на рынке СВОП остается постоянной) участники рынка СВОП увеличивают предложение рублевой ликвидности. Если банк не имеет достаточного количества рублевой ликвидности, то он компенсирует данный недостаток за счет рынка РЕПО (при наличии необходимого обеспечения).
2. В результате обесценения обеспечения на рынке РЕПО заемщики вынуждены «довносить» средства в качестве маржинальных требований по открытым сделкам на рынке РЕПО.
3. Оставшийся (неудовлетворенный) спрос на ликвидность переносится на рынок МБК. В сценарии умеренного шока предложение на рынке МБК снижается на 10%, а в сценарии сильного шока — на 30%.
4. Если по итогам 1–3 шагов у банка остается спрос на рублевую ликвидность и имеется достаточный потенциал рефинансирования, он компенсирует недостаток ликвидности за счет привлечения средств у Банка России.
5. Поскольку в результате шока участники денежного рынка получили меньше ликвидности на денежном рынке, они, в свою очередь, также снижают предложение ликвидности.
6. Далее шаги 2–5 повторяются до тех пор, пока не установиться равновесие. Результатом стресс-тестирования являются значения недостатка и избытка ликвидности, полученные в состоянии равновесия денежного рынка.

В целом результаты стресс-тестирования денежного рынка показывают, что потенциал системы рефинансирования Банка России достаточен для преодоления возможных шоковых изменений параметров денежного рынка. Дефицит ликвидности, который выходит за пределы потенциала рефинансирования банков-заемщиков, даже при сильном шоке составляет не более 55 млрд руб.

Присутствие на денежном рынке участников, не имеющих возможности полностью рефинансировать потенциальные обязательства в случае наступления шока, является

признаком вероятной реализации в этом случае риска ликвидности. В этой связи, Банк России рекомендует таким участникам пересмотреть политику управления ликвидностью в части поддержания более высокого уровня ликвидных активов.

Вместе с тем, даже при текущих параметрах рынка размер дефицита ликвидности у банков-заемщиков намного меньше размера средств, формирующих избыток ликвидности у банков-кредиторов. Таким образом, дальнейшее развитие института центрального контрагента и повышение емкости рынка с центральным контрагентом потенциально может стать важным механизмом устранения дефицита ликвидности.

## 3.4. Индикатор системных рисков указывает на сохранение стабильности денежного рынка

Для характеристики состояния денежного рынка был использован композитный индикатор системного риска (Composite Indicator of Systemic Stress, CISS), используемый Европейским центральным банком. Особенностью данного индекса является активное использование взаимосвязанности исходных показателей, позволяющее учитывать их нелинейную форму связи.

Индикатор является обобщением восьми частных характеристик системного риска, разносторонне оценивающих состояние российского денежного рынка[13]:

- объем операций РЕПО и СВОП с Банком России на фиксированных условиях,
- отклонения ставки RUONIA от минимальной ставки Банка России на аукционах РЕПО,
- коэффициент утилизации обеспечения по сделкам РЕПО с банком России,
- объем компенсационных взносов по сделкам РЕПО,
- вариация объемов кредитования на рынке МБК,
- вариация объемов заимствования на рынке МБК,
- показатель центральности на рынке МБК,
- показатель посредничества на рынке МБК

Пиковые значения композитного индикатора системных рисков приходятся на значимые события для российского денежного рынка, что подтверждает релевантность используемого показателя (см. рис. 26).

[13] См. «Методические комментарии и разъяснения к Обзору денежного рынка» / http://www.cbr.ru/analytics/?PrtId=fin_stab

**Рис. 26. Динамика композитного индикатора системных рисков CISS, п.п.**

Достижение уровнем индикатора в течение II квартала 2014 года относительно низкого значения отражает сохранение стабильности на денежном рынке, связанное, в первую очередь, с совместными усилиями участников рынка и регулятора. Участники рынка помимо прочего стали больше внимания уделять вопросам снижения риска дефицита обеспечения за счет оптимизации его структуры в сделках с Банком России, повысив объемы использования нерыночных активов и поручительств.

**Вставка 5. Нестабильность на денежном рынке Болгарии**

Одним из значимых событий II квартала 2014 года стал банковский кризис в Болгарии. Хотя Национальный банк Болгарии опубликовал пресс-релиз о преодолении кризисной ситуации в банковской системе страны (от 30 июня), риски, связанные с возможным обострением ситуации на фоне роста общественного недоверия, сохраняются. Ситуацию усугубляет политическая неопределенность, возникшая в связи с роспуском Парламента и Правительства.

***В июне 2014 г. два крупнейших национальных банка Болгарии подверглись информационной атаке***: сначала в СМИ появились сведения о сомнительных сделках четвертого по величине активов банка ***Corporate Commercial Bank (CCB)*** и его крупнейших акционеров, а затем — о несостоятельности третьего по величине активов банка ***First Investment Bank (FIB).*** В результате начались массовые изъятия вкладов со счетов этих банков. В отношении банка CCB появилась информация о выводе активов в размере 20%. Власти Болгарии были вынуждены временно приостановить операции CCB. В настоящее момент Нацбанк Болгарии осуществляет временное управление банком. Если в срок до 21 июля акционеры не пополнят капитал, контроль над банком перейдет государству через довнесение капитала Болгарским банком развития (Bulgarian Development Bank) и Фондом страхования депозитов (Deposit Insurance Fund). FIB столкнулся с оттоком депозитов на сумму в 800 млн. болг. левов (556 млн. долл. США) только в течение одного дня (27 июня). Операции банка были временно приостановлены.

***Банковский сектор Болгарии является достаточно развитым*** (совокупные активы банковского сектора Болгарии составляют 110% ВВП). При этом значительная доля активов приходится на ***иностранные банки*** (70%). Самый крупный банк в стране — итальянский банк UniCredit Bulbank с 6,6 млрд евро активов, второй по размеру активов банк — венгерский DSK. Интенсивный процесс прихода иностранного капитала в страну начался после вступления Болгарии в Евросоюз в 2007 г.

**Рис. 27. Размер активов болгарских банков и их доля в совокупном объеме активов банковского сектора Болгарии на 31 марта 2014 г.**

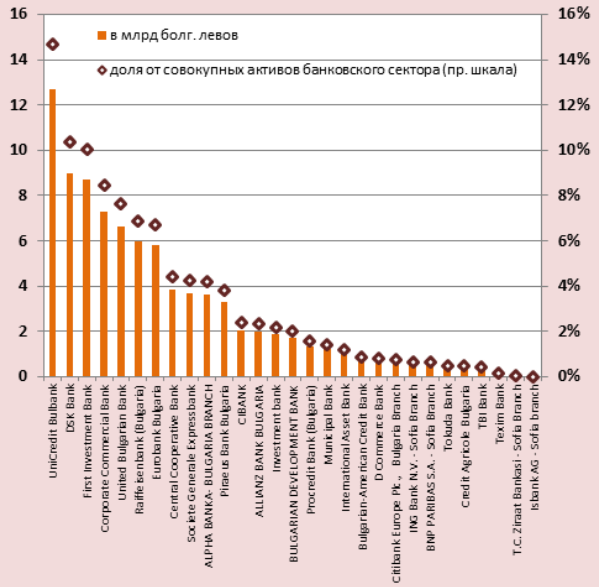
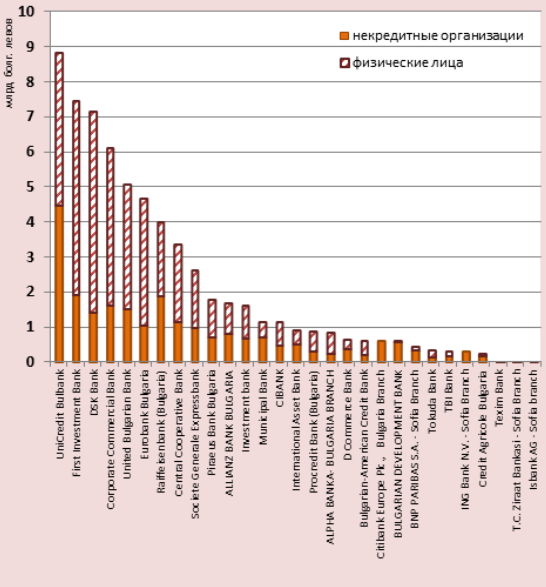
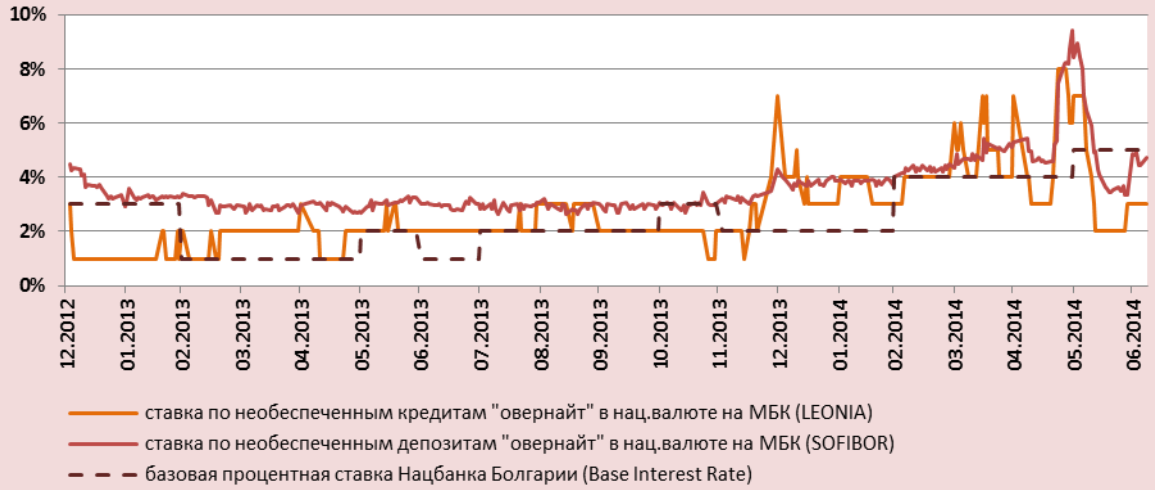



**Рис. 28. Объем средств, размещенных некредитными организациями и физическими лицами на депозитах болгарских банков, на 31 марта 2014 г.**




В рамках ***антикризисных мер*** Нацбанк Болгарии выпустил специальные облигации на сумму в 1,3 млрд болг. левов для того, чтобы предоставить ликвидность пострадавшим банкам, и снизил требования к обеспечению в рамках операций по предоставлению ликвидности. Болгария также обратилась за помощью к Евросоюзу. Европейская комиссия одобрила выделение экстренной кредитной линии Болгарии на сумму в 3,3 млрд болгарских левов (1,7 млрд евро) в целях обеспечения достаточного объема ликвидности в банковской системе.

**Рис. 29. Основные ставки денежного рынка Болгарии**




***Ситуация на денежном рынке Болгарии, несмотря на возросшие риски сжатия ликвидности в банковском секторе, оставалась достаточно устойчивой.*** Рост процентных ставок в мае–начале июня не оказал негативного влияния на объемы операций на денежном рынке. Объем заключенных сделок в рамках основных операций межбанковского кредитования в национальной валюте (необеспеченные депозиты и операции РЕПО) увеличился в июне до 4,455 млрд болг. левов с 3,878 млрд болг. левов в мае. При этом произошел некоторый рост доли обеспеченного кредитования, а именно операций РЕПО (с 21% в мае до 30% в июне), что может отражать усиление опасений относительно кредитных рисков.

***Важной составляющей денежного рынка Болгарии являются операции в иностранной валюте***. По состоянию на май 2014 г., на сделки в иностранной валюте пришлось 56% операций (на долю операций в болгарских левах — 44%). Наличие большой доли валютных операций в определенной степени ограничивает риски дефицита ликвидности. Более того, Болгария не подвержена рискам обесценения национальной валюты, поскольку курс болгарского лева является фиксированным относительно евро. В условиях кризиса, однако, спрос на иностранную валюту несколько возрос, как в межбанковских операциях, так и со стороны клиентов банков (нефинансовых организаций и физических лиц). Помимо того, что вкладчики активно меняют валюту счетов с болгарских левов на евро, они также переводят средства в крупные иностранные банки.

Банковская система Болгарии, как и местные банковские системы других восточноевропейских стран, является ***частью единого европейского рынка***, что укрепляет к ней доверие рынка и обеспечивает ее устойчивость.

**Рис. 30. Структура денежного рынка по состоянию на май 2014 года**

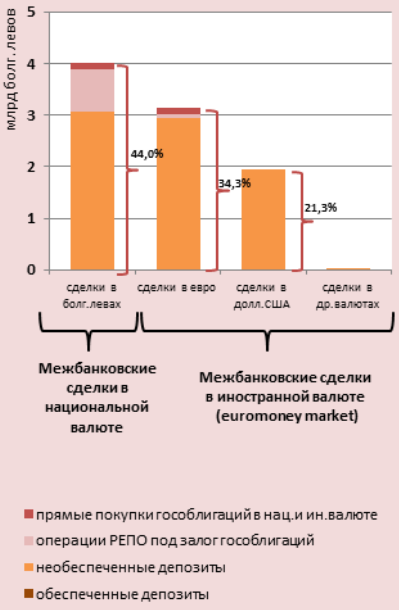



**Рис. 31. Изменение структуры сделок на межбанковском рынке**

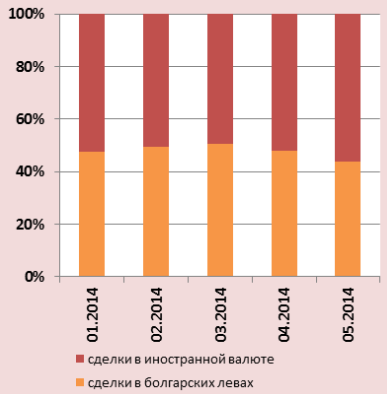
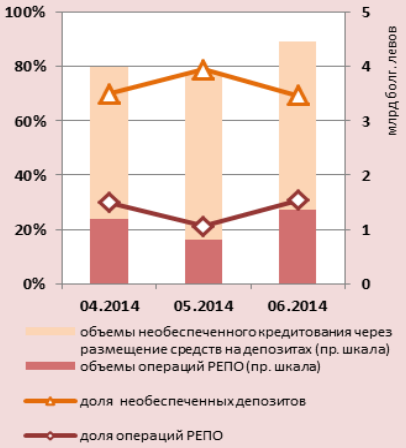



**Рис. 32. Основные межбанковские операции на денежном рынке Болгарии**



# 4. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

## 4.1. Повышение объема операций РЕПО с центральным контрагентом

Объем операций с центральным контрагентом (далее – ЦК) на рынках ОАО «Московская Биржа» (далее — Московская Биржа) снизился за отчетный период с 25,4 трлн руб. в апреле 2014 года до 23,8 трлн руб. в июне 2014 года (рис. 33). При этом наблюдалась тенденция к увеличению объема операций на денежном рынке с ЦК. В частности, на рынке РЕПО с ЦК объем операций увеличился с 1,5 трлн руб. в апреле 2014 года до 1,9 трлн руб. в июне 2014 года, а 30.06.2014 был достигнут исторический максимум по объему операций РЕПО с ЦК на уровне 129,3 млрд руб. (рис. 34).

**Рис. 33. Объем операций на рынках с ЦК, млрд руб.**

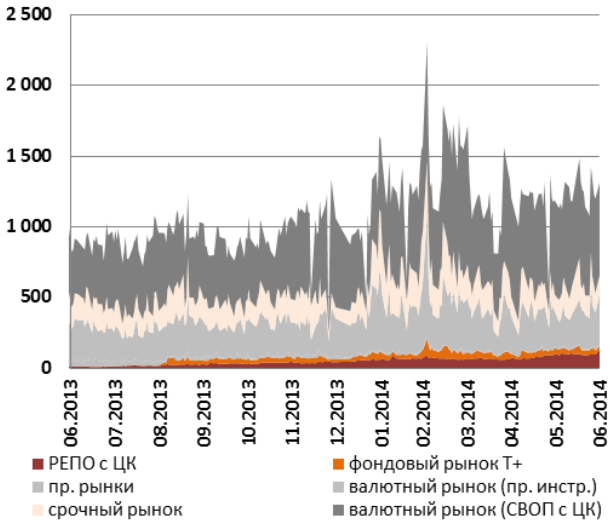
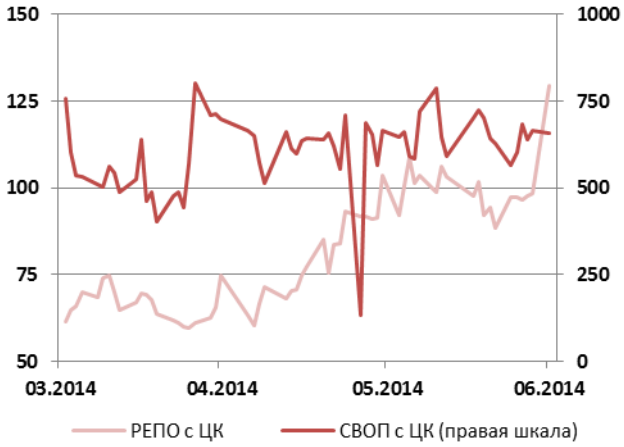



**Рис. 34. Структура операций денежного рынка с ЦК , млрд руб.**




Доля объема сделок на рынке РЕПО с ЦК к совокупному объему сделок междилерского РЕПО во II квартале 2014 года имела тенденцию к увеличению и в июне 2014 года составила 24% (табл. 3).

**Табл. 3. Динамика доли операций с ЦК на сегментах денежного рынка**

| Инструменты | Апрель 2014 г. | Май 2014 г. | Июнь 2014 г. |
|---|---|---|---|
| Доля операций «СВОП с ЦК» к совокупному объему открытых позиций на валютном рынке | 100% | 100% | 100% |
| Доля операций РЕПО с ЦК к совокупному объему открытых позиций на рынке РЕПО | 18% | 20% | 24% |

В апреле и мае 2014 года ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» (далее — НКЦ), осуществляющий функции ЦК на рынках Московской Биржи, исходя из текущих условий на финансовых рынках, изменил ставки обеспечения по отдельным ценным бумагам

и установил их на уровне, превышающем двухдневное падение стоимости ценных бумаг в течение отчетного периода, в том числе по наиболее ликвидным акциям[14] (рис. 35, табл. 4).

**Рис. 35. Показатели рыночного риска и ставки обеспечения в разрезе инструментов**

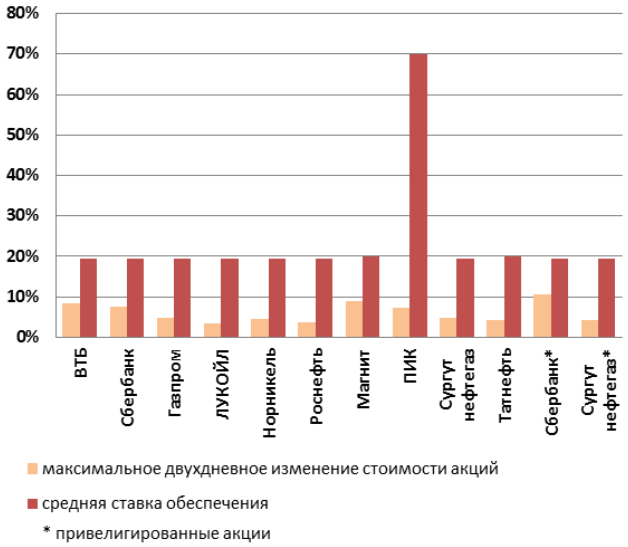



**Табл. 4. Структура объема торгов акциями в разрезе инструментов**

| Акции | Доля инструмента |
|---|---|
| ВТБ | 24,1% |
| Сбербанк | 20,5% |
| Газпром | 18,4% |
| ЛУКОЙЛ | 4,4% |
| Норникель | 3,1% |
| Роснефть | 2,8% |
| Магнит | 2,7% |
| ПИК | 2,5% |
| Сургутнефтегаз | 2,4% |
| Татнефть | 2,0% |
| Сбербанк, привелигированные | 1,9% |
| Сургутнефтегаз, привелигированные | 1,7% |
| Прочие | 13,5% |

На валютном рынке НКЦ также изменял ставки обеспечения, в частности, с 28.04.2014 понизил ставки обеспечения по долларам США и евро с 5% до 4,5%[15] (рис. 36 и 37).

**Рис. 36. Частотное распределение двухдневного изменения курса USD/RUB во II квартале 2014 года**

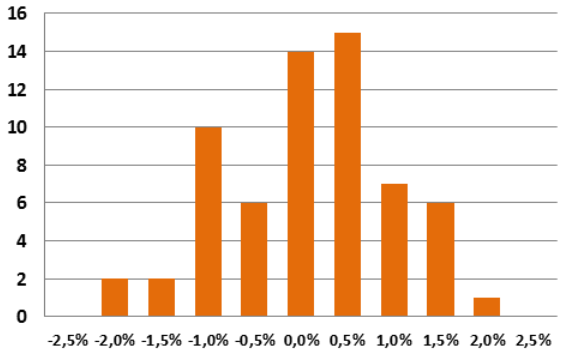
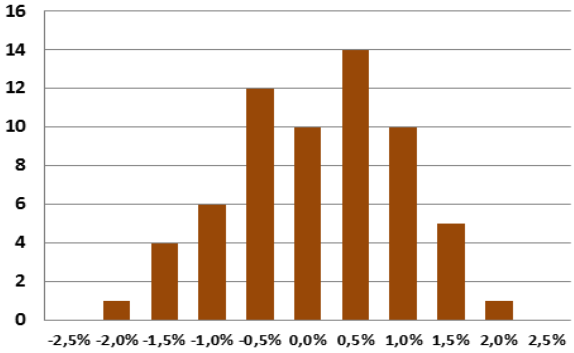



**Рис. 37. Частотное распределение двухдневного изменения EUR/RUB во II квартале 2014 года**




Установленные НКЦ ставки обеспечения по указанным валютам полностью покрывали рыночные колебания иностранных валют на валютном рынке Московской Биржи за рассматриваемый период.

[14] Под наиболее ликвидными акциями понимаются акции, объем торгов которыми составил более 80% объема торгов акциями на Московской Бирже во II квартале 2014 года.
[15] 30.04.2014 в связи с предпраздничным торговым днем ставки обеспечения были повышены до 5%.

## 4.2. Прогресс в реализации международных реформ рынка внебиржевых деривативов

В сентябре 2009 года на саммите лидеров стран «Большой Двадцатки» в Питтсбурге было решено до конца 2012 года реализовать реформу рынка внебиржевых деривативов, направленную на увеличение его прозрачности, снижение системного риска и повышение защиты от рыночных махинаций, по следующим направлениям:

- обязательное предоставление информации о сделках с внебиржевыми деривативами в торговые репозитарии (ТР);
- осуществление централизованного клиринга для всех стандартизированных внебиржевых деривативов;
- внедрение дополнительных маржинальных требований[16] и требований к капиталу для контрактов, по которым не осуществляется централизованный клиринг;
- перевод сделок на биржи и электронные торговые площадки (где это возможно).

Совет финансовой стабильности[17] каждые полгода проводит опрос юрисдикций в целях мониторинга реализации реформы.

Несмотря на то, что ни одна юрисдикция не смогла добиться завершения проведения реформы к изначально намеченному сроку (конец 2012 года), на сегодняшний день отмечается значительный прогресс в реализации запланированных реформ рынка внебиржевых деривативов. Большинство юрисдикций СФС приняли соответствующие изменения в законодательство, необходимые для внедрения реформ по основным направлениям. Исключение составляют только маржинальные требования к операциям с деривативами, по которым не осуществляется централизованный клиринг. Во многом отставание в данном сегменте реформ обусловлено задержкой в разработке международных стандартов (завершено только в сентябре 2013 года).

***Предоставление информации о сделках в ТР*** является наиболее проработанным направлением реформы. На сегодняшний день в различных юрисдикциях функционирует или планируется к открытию 25 ТР. Требования по предоставлению информации хотя бы по одному виду инструментов или типу участников рынка вступили в силу в 15 юрисдикциях из 19[18], принявших участие в исследовании СФС.

В то же время наблюдаются трудности в предоставлении доступа к информации из ТР иностранным органам власти. Так, в некоторых странах (в Австралии, Сингапуре, Турции, Бразилии, Индии, Корее, России, а также США) существуют препятствия для прямого доступа иностранных регуляторов к информации из национальных ТР. Кроме этого, информация находится в ТР в разных форматах и может дублироваться. Проблемы доступа

[16] Данное требование появилось в 2011 году.
[17] Financial Stability Board – ассоциация, созданная в 2009 году с целью разработки и мониторинга внедрения реформ финансового регулирования. Членами являются регулирующие органы стран «Группы 20» и международных финансовых центров, международные организации и организации, устанавливающие стандарты.
[18] Страны Евросоюза в целях исследования хода внедрения реформ считаются одной юрисдикцией.

к агрегированной информации также прорабатываются СФС, идет обсуждение механизма агрегирования данных. Рассматриваются несколько вариантов механизмов агрегирования данных из различных ТР, наиболее вероятным из которых является создание централизованного каталога операций с внебиржевыми деривативами, содержащего информацию о нахождении данных об операциях в различных ТР.

В настоящее время только три юрисдикции внедрили ***обязательный централизованный клиринг*** (Китай, Япония и США). К концу 2014 году ряд других юрисдикций также планирует внедрить требования или же завершить консультации по ним (Корея, Сингапур, Гонконг, Австралия).

Центральные контрагенты предоставляют услуги по клирингу по всем пяти классам активов[19]. Наиболее широко распространены услуги по централизованному клирингу процентных деривативов (13 ЦК).

Доступность ЦК в различных юрисдикциях ограничивается правилами осуществления деятельности иностранных инфраструктур финансового рынка — в большинстве юрисдикций иностранным ЦК необходимо предварительно получить соответствующую аккредитацию. Принимая это во внимание, только 5 ЦК в данный момент могут совершать операции одновременно в нескольких странах. Наибольшее количество разрешенных ЦК — в ЕС и США, в остальных юрисдикциях — по одному или два ЦК.

Значительный прогресс наблюдается в области применения ***дополнительных требований к капиталу банков*** для операций с деривативами, по которым не осуществляется централизованный клиринг. На сегодняшний день более половины юрисдикций внедрили дополнительные требования к капиталу. В России также предусмотрены пониженные коэффициенты риска при расчете требований к капиталу банков для операций, одной из сторон по которым является центральный контрагент, качество управления которым признано Банком России удовлетворительным. К концу 2014 года почти во всех юрисдикциях (за исключением Аргентины, Турции и США) требования к капиталу начнут действовать.

Единственными юрисдикциями, где уже ведется работа в области ***маржинальных требований***, являются США и ЕС. В США правила регулирования были опубликовано для консультаций, а в ЕС началась работа над правилами регулирования, которые должны быть закончены до конца 2014 года.

В подходах к реализации реформы в области ***организованных торговых площадок*** наблюдаются значительные различия. На данный момент в трех юрисдикциях — Китае, Индонезии и США — действуют правила по обязательному осуществлению операций на организованных площадках. До конца 2014 года соответствующее регулирование

[19] Сырьевые, кредитные, процентные, валютные деривативы и деривативы на акции.

планируют принять также Канада, Гонконг, Индия и Мексика. Соответствующее законодательство в ЕС в данный момент находится на завершающей стадии разработки и может вступить в силу в 2016 году.

Разная скорость внедрения элементов реформ в различных юрисдикциях и отсутствие международно согласованного стандарта регулятивных требований создает проблемы для трансграничного регулирования сделок с внебиржевыми деривативами. При этом рынок внебиржевых деривативов носит преимущественно трансграничный характер: например, по оценкам Банка международных расчетов, трансграничные сделки составляют порядка половины операций с процентными деривативами.

Выявленные проблемы регулирования трансграничных операций включают необходимость соответствовать различным режимам регулирования, недостатки соответствия и координации при применении регулирования. В различных юрисдикциях одни и те же требования (например, к капиталу) по-разному откалиброваны, что также повышает неопределенность у участников рынка. Ключевой областью, вызывающей озабоченность у регуляторов, является необходимость получения разрешения на осуществление деятельности трансграничными инфраструктурами финансового рынка в иностранных юрисдикциях.

В исследовании СФС отмечается реорганизация деятельности в рамках границ юрисдикций, что отражает шаги, предпринимаемые контрагентами и инфраструктурами финансового рынка для минимизации своих или клиентских рисков из-за применения различных регулятивных требований. Такая реорганизация может привести к фрагментации рынка и снижению ликвидности в отдельных его сегментах.

Для целей разрешения трансграничных вопросов регулирования при СФС была создана Рабочая группа регуляторов внебиржевых деривативов. В апреле 2014 года Рабочая группа опубликовала очередной доклад, в котором отмечались договоренности по ключевым вопросам, таким как необходимость проведения консультаций между регуляторами при проведении оценки эквивалентности режимов, применения гибких подходов, основанных на конечных результатах регулирования, применения более строгих правил регулирования в случае различий в требованиях и т.п.

В 2013 году Европейское управление по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA) представило заключения в Европейскую комиссию об эквивалентности режимов регулирования центральных контрагентов и торговых репозитариев, а также методологий снижения рисков и прочих требований в Австралии, Канаде, Гонконге, Индии, Японии, Сингапуре, Южной Корее, Швейцарии и США.

Комиссия по срочной биржевой торговле США (CFTC) разрешила использование режима замещенного соответствия для Австралии, Канады, ЕС, Гонконга, Японии, Швейцарии при применении регулирования на уровне компаний, а для ЕС и Японии — еще и на уровне операций.

**Вставка 6. Стандартизация внебиржевых деривативов в России**

В рамках проводимой Банком России работы по реализации принятых Российской Федерацией в 2009 году на саммите «Группы 20» в г. Питтсбург обязательств по дальнейшему укреплению международной системы финансового регулирования и реформе рынка внебиржевых производных финансовых инструментов (далее — ПФИ) в II квартале 2014 года были достигнуты договоренности по созданию Комитета по стандартизации (далее — Комитет) на базе Саморегулируемой организации «Национальная фондовая ассоциация» (далее — СРО НФА).

В состав будущего Комитета, как предполагается, войдут активные участники российского рынка внебиржевых ПФИ, представители СРО НФА, Московской Биржи и Банка России. Основной задачей данного Комитета будет создание условий для развития рынка стандартизированных внебиржевых ПФИ в России и совершенствование его законодательно-правового поля.

В июне 2014 года в Банке России состоялась рабочая встреча предполагаемых участников Комитета, на которой обсуждался широкий круг вопросов будущего реформирования российского рынка ПФИ. Первостепенной задачей в рамках работы указанного Комитета станет разработка перечня инструментов, подлежащих обязательной стандартизации. Стандартизация инструментов из указанного перечня будет осуществляться с учетом установленных стандартов рынка внебиржевых ПФИ (ISDA, RISDA).

В дальнейшем сделки с указанными инструментами будут подлежать централизованному клирингу, что позволит на индивидуальном уровне сократить риски контрагента для каждого участника. Фактически, наряду с лимитом на вторую сторону сделки участники смогут использовать лимит на центрального контрагента, что будет способствовать повышению потенциальной емкости внебиржевого рынка ПФИ.

В перспективе по мере расширения внебиржевого рынка с участием центрального контрагента участники могут также рассчитывать на экономию капитала (за счет снижения коэффициента риска на центрального контрагента при расчете нормативов достаточности собственных средств), а также освобождения от обязательного предоставления данных по таким сделкам в торговый репозитарий.

На уровне всего рынка переход на централизованный клиринг внебиржевых ПФИ позволит обеспечить прозрачное ценообразование, ежедневное маржирование и тем самым, повысить защищенность рынка от системных шоков.

## 4.3. Правовые изменения в деятельности российских репозитариев

В рамках развития деятельности репозитария в России во II квартале 2014 года было издано Указание Банка России от 30.04.2014 № 3253-У «О порядке ведения реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), сроках предоставления информации, необходимой для ведения указанного реестра, и информации из указанного реестра, а также предоставления реестра договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), в Центральный банк Российской Федерации (Банк России)» (далее — Указание Банка России № 3253-У).

Указанием Банка России № 3253-У на 1 января 2015 года перенесен срок обязательного предоставления в репозитарий информации по всем видам договоров, заключенных на условиях генерального соглашения (единого договора), за исключением договоров РЕПО и договоров «валютный своп».

В отношении трансграничных операций предусмотрена возможность оказания репозитарных услуг российским участникам вне зависимости от заключения репозитарием договора об оказании репозитарных услуг с иностранным участником. В указанном случае

российский и иностранный участники должны определить, что информирующим лицом выступает российская сторона или третье лицо.

Одновременно с этим Банком России во II квартале 2014 года проводилась, и, как предполагается, продолжится в III квартале 2014 года работа по оптимизации направляемой в репозитарий информации, срока ее представления, а также по определению круга лиц, направляющих в репозитарий информацию о договорах.

Кроме того, в целях приближения к международным стандартам регулирования деятельности торговых репозитариев подготовлен проект федерального закона «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее — законопроект).

Данный законопроект направлен на выделение репозитарной деятельности в отдельный вид аккредитуемой деятельности на финансовом рынке, установление требований к такой деятельности и системе управления рисками репозитария, а также на определение перечня сделок, информация о которых подлежит направлению в репозитарий, и перечня лиц, обязанных предоставлять такую информацию.

Законопроектом определено, что репозитарную деятельность может осуществлять юридическое лицо при условии получения им аккредитации, при этом установлены ограничения на совмещение репозитарной деятельности с иными видами деятельности.

Также законопроектом устанавливается обязанность по направлению в репозитарий информации по всем заключенным не на организованных торгах сделкам РЕПО и ПФИ, а также договорам, объектом которых являются ценные бумаги, драгоценные металлы и (или) иностранная валюта, заключенным как в соответствии с генеральным соглашением (единым договором), так и без него.

В рамках законопроекта предусматривается, что Банк России устанавливает перечень информации, подлежащей раскрытию репозитарием в агрегированном виде всем заинтересованным лицам.

Кроме того, следует отметить, что законопроектом предусмотрены изменения в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях в части установления штрафов за нарушение порядка и (или) срока предоставления информации в репозитарий, предоставление неполной и (или) недостоверной информации, нарушение репозитарием правил ведения реестра договоров.