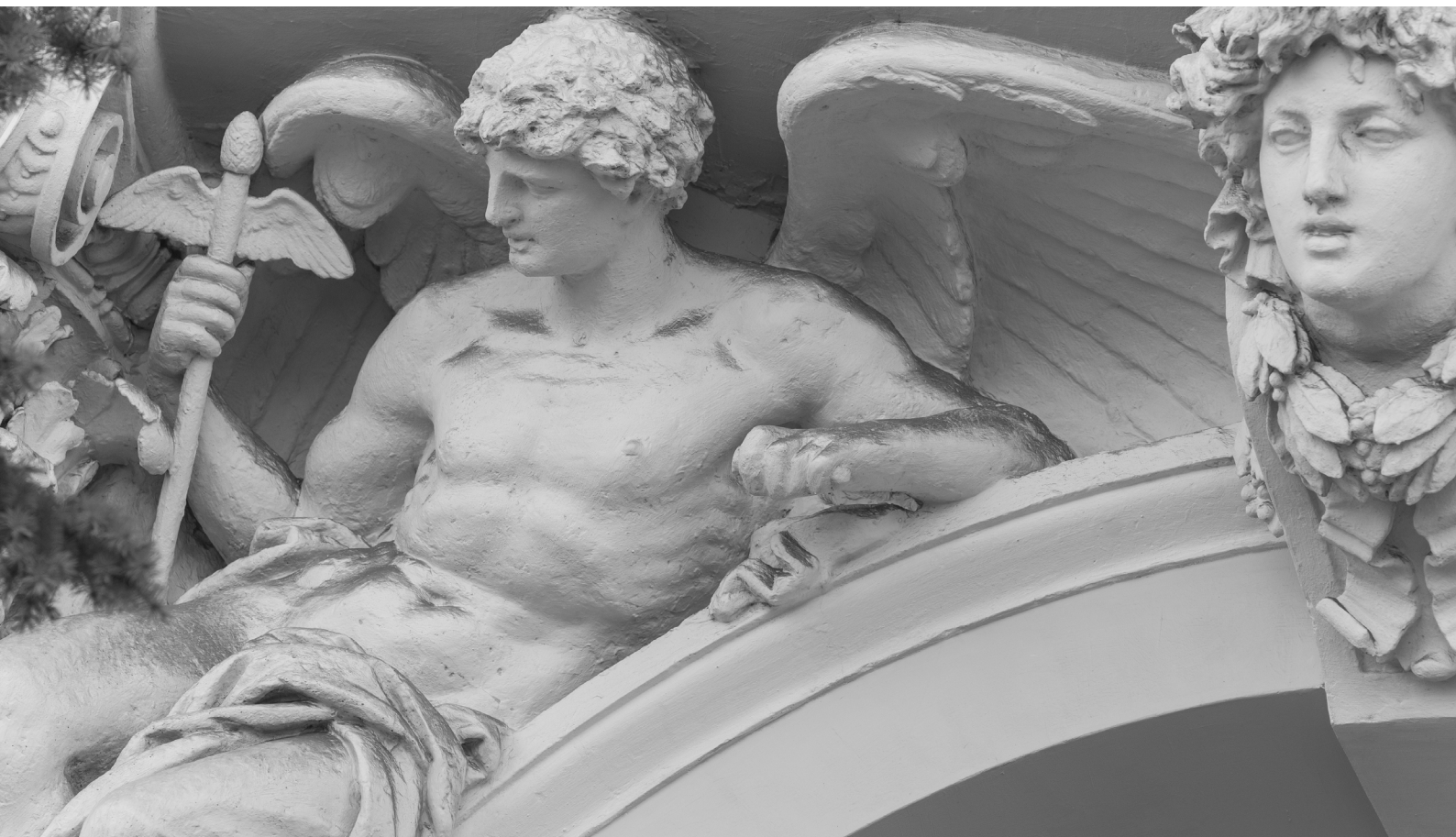




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№4

III квартал 2015

Информационно-
аналитические
материалы

ОБЗОР
ДЕНЕЖНОГО
РЫНКА

Москва



Настоящий Обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

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

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

Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	2
РЕЗЮМЕ	3
ПЕРЕЧЕНЬ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	5
1. КОНЪЮНКТУРА И ТЕНДЕНЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ.....	7
1.1. Структура и конъюнктура денежного рынка.....	7
1.2. Денежный рынок в иностранной валюте.....	10
1.3. Характеристика денежного рынка с центральным контрагентом	11
2. УПРАВЛЕНИЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ	14
2.1. Структура и достаточность обеспечения на денежном рынке.....	14
2.2. Контрцикличность политики центрального банка по управлению обеспечением	16
2.3. Повторное использование и обращаемость обеспечения на рынке междилерского репо...	19
2.4. Инфраструктурные услуги по управлению обеспечением	22
2.5. Правовые препятствия для становления рынка заимствований ценных бумаг	26
3. РЕФОРМИРОВАНИЕ ИНДИКАТОРОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	27
3.1. Реформирование индикаторов финансового рынка в зарубежных странах.....	27
3.1.1. Международные реформы Совета по финансовой стабильности и Международной организации комиссий по ценным бумагам	27
3.1.2. Регулирование финансовых индикаторов в отдельных странах.....	29
3.2. Основные направления реформирования индикаторов финансового рынка в России.....	31
ПРИЛОЖЕНИЕ	33
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	36
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ	37
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК	37

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

В настоящем обзоре под денежным рынком понимается рынок межбанковского кредитования (МБК), рынок валютных свопов и рынок междилерского репо. Рынку репо уделяется несколько большее внимание, поскольку он носит межсекторальный характер. Ключевой функцией денежного рынка является распределение ликвидности (денежных средств) между его участниками. Посредством инструментов денежного рынка, таких как операции репо и «валютный своп», Банк России предоставляет краткосрочные денежные средства и, таким образом, регулирует уровень ликвидности банковского сектора, что выражается в изменении уровня корсчетов кредитных организаций в Банке России.

Банк России намерен всецело содействовать развитию денежного рынка для:

- перераспределения ликвидности на стабильных условиях, то есть с приемлемой волатильностью краткосрочных процентных ставок и сглаженным изменением объемов заключаемых сделок;
- обеспечения равного доступа участников рынка к источникам ликвидности;
- формирования полноценного сегмента за пределами срока «овернайт»;
- создания условий для развития рынка с участием центрального контрагента (ЦК).

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 экономике; его стабильное функционирование дает банкам возможность бесперебойно рефинансировать свои обязательства и эффективно использовать капитал для финансирования экономики;
- денежный рынок одним из первых подвергается давлению в ситуации финансовой дестабилизации, тем самым его параметры играют роль опережающих сигнальных индикаторов;
- денежный рынок в части междилерского репо и операций «валютный своп» может концентрировать системные риски финансового сектора, поскольку на нем участвуют не только банки, но и небанковские профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- 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.

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.

РЕЗЮМЕ

Основными факторами влияния на структуру и конъюнктуру денежного рынка в отчетном периоде являлись приток ликвидности в банковский сектор по бюджетному каналу и некоторое повышение волатильности финансовых рынков. Чистый приток ликвидности по бюджетному каналу составил 997 млрд руб. и позволил банковскому сектору сокращать задолженность перед Банком России. В этих условиях процентные ставки значительный период времени находились в нижней половине процентного коридора Банка России, а спред между ставками привлечения для крупных и небольших банков находился на низком уровне. Существенный рост просроченной задолженности на рынке МБК (более чем на 300%), наблюдавшийся в августе 2015 г., не являлся системным феноменом, так как был характерен лишь для сделок с участием банков, у которых была отозвана лицензия.

Денежный рынок с ЦК в рассматриваемый период характеризовался повышением объема открытых позиций, в том числе по причине роста волатильности валютного курса в августе 2015 г. и желания участников сократить принимаемые на себя риски контрагента. В сентябре 2015 г. по сравнению с июлем 2015 г. средненежной объем открытых позиций участников клиринга увеличился на 31%, с 1 614 до 2 119 млрд рублей. Ключевым фактором указанного увеличения являлся рост объема открытых позиций на рынке валютных свопов с ЦК и репо с ЦК. При этом средненежной объем открытых позиций на рынке репо с ЦК превышал средненежной объем открытых позиций на рынке междилерского репо. Учитывая достаточный уровень индивидуального клирингового обеспечения по сделкам репо с ЦК и наличие у ЦК дополнительных средств защиты от риска контрагента, можно говорить о низком уровне системных рисков на российском рынке репо в рассматриваемый период.

В настоящее время около 80% имеющихся у банков ценных бумаг могут быть использованы в качестве обеспечения в операциях рефинансирования Банка России. При этом фактически из доступного рыночного обеспечения на 1 октября 2015 г. было использовано менее 40%. Текущие уровни обременения рыночного обеспечения в России сопоставимы с теми, что характерны для банковского сектора европейских стран (в среднем для ЕС – 45% с учетом операций на рынке междилерского репо). С точки зрения обременения рыночного обеспечения на уровне отдельных кредитных организаций ситуация в III квартале 2015 г. улучшилась. Среди 150 крупнейших держателей рыночного обеспечения число банков, характеризующихся коэффициентом утилизации рыночных активов свыше 80%, снизилось с 53 (на 1 апреля 2015 г.) до 40 (на 1 сентября 2015 г.). Также выросло число банков, чьи рыночные активы не обременены (с 46 до 57). По состоянию на конец III квартала 2015 г. объем свободного рыночного обеспечения у крупнейших банков (по данным анкетирования) составлял 3,4 трлн рублей.

В условиях достаточного объема обеспечения российский денежный рынок не характеризуется практикой масштабного повторного использования обремененных ценных бумаг. Доля повторного использования обеспечения в III квартале 2015 г. составляла 1,5–3,0%. Средненежной объем повторного использования обеспечения составил 74,9 млрд рублей. Наиболее востребованными для сделок повторного использования обремененных ценных бумаг являются облигации (ОФЗ, корпоративные облигации, корпоративные еврооблигации), которые составляют около 75% всего используемого обеспечения. В целом доля повторного использования обремененного обеспечения на рынке междилерского репо не достигает уровня, который мог бы являться условием возникновения системного риска.

На протяжении последних лет, включающих несколько периодов повышенной волатильности, Банк России расширял выборку контрагентов по операциям рефинансирования, а также список активов, которые могут являться обеспечением в таких операциях. На 1 октября 2015 г. доступ к операциям репо имели банки, на которые приходится более 98% активов российского банковского сектора. Политика Банка России по рефинансированию банковского сектора носит контрциклический характер. В периоды повышения потребности в рефинансировании требования Банка России к принимаемому обеспечению смягчаются, при снижении потребности и улучшении ситуации с ликвидностью возрастает роль управления собственными рисками.

Интерес участников рынка к развитию стратегий оптимизации и трансформации обеспечения в ближайшее время может значительно усилиться в условиях появления на российском рынке нового инструмента – клиринговых сертификатов участия, а также перехода внебиржевой торговли производными инструментами на централизованный клиринг. Регулярная переоценка позиций mark-to-market и необходимость выполнения маржинальных требований будут означать формирование значительного спроса на приемлемое обеспечение. В этой связи инфраструктурные услуги по своевременному формированию обеспечения, удовлетворяющего установленным требованиям за счет оптимизации и трансформации имеющегося пула активов, станут особенно востребованными.

Банк России провел опрос среди широкого круга участников относительно перспективы внедрения на российском рынке сервисов по управлению обеспечением. Наибольшей привлекательностью для участников характеризовались сервисы по замене обеспечения и по заключению сделок с гибко «настраиваемыми корзинами». В качестве агента по управлению обеспечением большинство участников видит НКО ЗАО НРД, при этом опрошенные банки и брокеры подчеркивают важность разработки стандартов его деятельности с участием рынка. Из ключевых проблем при использовании указанных сервисов участники рынка выделяют вопросы внутреннего учета и системы управления рисками. Вместе с тем следует отметить, что потребность в сервисах по управлению обеспечением может оказаться не столь высокой в случае развития в России рынка клиринговых сертификатов участия, что позволит автоматически осуществлять замену обеспечения и проводить сделки репо со стандартизированным инструментом.

В целях оказания содействия становлению и совершенствованию системы индикаторов российского финансового рынка, повышения доверия к механизмам формирования индикаторов Банк России 30 сентября 2015 г. опубликовал информационное письмо «Об оценке качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов». Оценка качества формирования индикаторов и качества функционирования администраторов по ходатайству администратора будет осуществляться на добровольной основе. Результаты оценки качества функционирования администратора и формирования финансового индикатора будут публиковаться на официальном сайте Банка России в сети Интернет в целях информирования участников финансовых рынков и потребителей финансовых услуг.

ПЕРЕЧЕНЬ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

События на денежном рынке с инфраструктурными организациями

В части **корпоративных действий** изменен подход к составлению списка владельцев ценных бумаг, списка лиц, осуществляющих права по ценным бумагам; определен новый порядок реализации прав при проведении корпоративных действий; определено установление центральным депозитарием (ЦД) форматов электронного взаимодействия и порядка обмена ими при реализации прав по ценным бумагам; введены новые способы участия в общих собраниях владельцев ценных бумаг, в частности голосование в электронном виде с использованием услуг депозитария (E-proxy voting) и личное голосование в электронном виде через ресурс на сайте в сети Интернет (E-voting); определен центр корпоративной информации на базе ЦД (Федеральный закон от 29.06.2015 № 210-ФЗ; соответствующие положения вступают в силу 1.07.2016).

В части **управления рисками** Банк России установил требования, которыми должна руководствоваться клиринговая организация в целях снижения рисков при осуществлении своей деятельности, в том числе требования к должностному лицу, ответственному за организацию системы управления рисками, к системе внутренней отчетности о рисках, к внутреннему документу, регламентирующему управление рисками, к управлению операционным риском (Положение Банка России от 12.03.2011+5 № 463-П; вступило в силу 25.05.2015).

В части **регулирования клиринговой деятельности** определены порядок формирования имущественных пулов и выдачи клиринговых сертификатов участия (Федеральный закон от 29.06.2015 № 210-ФЗ; соответствующие положения вступили в силу 29.06.2015), порядок открытия в клиринговой организации специального торгового счета участника клиринга, являющегося кредитной организацией, для учета денежных средств, переданных клиентом участника клиринга для исполнения и/или обеспечения исполнения обязательств, допущенных к клирингу, и ведения учета указанных денежных средств участником клиринга (Федеральный закон от 29.06.2015 № 210-ФЗ; соответствующие положения вступили в силу 30.10.2015).

В части **регулирования деятельности ЦД** определен порядок предоставления информации о ценных бумагах в ЦД (Федеральный закон от 29.06.2015 № 210-ФЗ; соответствующие положения вступают в силу 1.07.2016).

В части **противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма:**

Банк России установил порядок и объем предоставления клиринговыми организациями по запросу Федеральной службы по финансовому мониторингу (Росфинмониторинг) информации об участниках клиринга, о деятельности по оказанию клиринговых услуг, а также порядок уведомления клиринговыми организациями Росфинмониторинга о наличии у них достаточных оснований полагать, что соответствующие договоры (услуги) заключены (оказываются) или могут заключаться (оказываться) в целях легализации (отмывания) доходов, полученных преступным путем, или финансирования терроризма (Указание Банка России от 7.08.2015 № 3754-У; вступило в силу 22.09.2015).

Банк России разработал рекомендации о повышении внимания депозитариев и кредитных организаций к отдельным операциям клиентов и контрагентов с ценными бумагами, не имеющим очевидного экономического смысла, возможными действительными целями которых могут являться легализация (отмывание) доходов, полученных преступным путем, финансирование терро-

ризма и другие противозаконные цели (Методические рекомендации Банка России от 15.07.2015 № 16-МР, № 17-МР; опубликованы 22.07.2015 в Вестнике Банка России).

В части **обеспечения непрерывности деятельности** Банк России разработал рекомендации по обеспечению непрерывности деятельности системно значимых инфраструктурных организаций финансового рынка (СЗИОФР): ЦД, расчетного депозитария, репозитария и ЦК. В частности, СЗИОФР рекомендуется назначить должностное лицо, ответственное за обеспечение непрерывности деятельности, организовать отчетность о непрерывности деятельности СЗИОФР, выявлять и проводить анализ факторов возникновения нестандартных и чрезвычайных ситуаций, разработать и периодически тестировать план обеспечения непрерывности и восстановления деятельности, иметь резервный офис, который функционально мог бы дублировать работу основного офиса СЗИОФР (Методические рекомендации Банка России от 27.07.2015 № 20-МР; опубликованы 30.07.2015 в Вестнике Банка России).

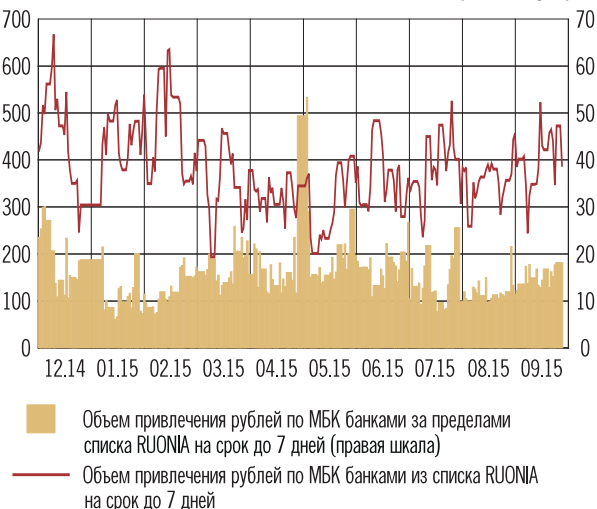
Рисунок 5

Просроченная задолженность по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам (млрд руб.)



Рисунок 6

Объемы привлечения рублей по МБК банками из списка RUONIA и банками вне списка (млрд руб.)



а также через снижение наличных денег в обращении (вне Банка России). Так, в III квартале 2015 г. по бюджетному каналу ликвидность банковской системы повысилась на 997 млрд руб. (см. рис. 2). В результате притока ликвидности уменьшился ее структурный дефицит, о чем свидетельствует снижение требований Банка России к кредитным организациям.

Суммарные открытые позиции на денежном рынке не демонстрировали выраженной тенденции в течение квартала (см. рис. 3, табл. 1). Вместе с тем доля МБК в структуре открытых позиций продолжила снижаться третий квартал подряд (рис. 4), упав с 27% в январе до 18% в сентябре на фоне падения уровней утилизации активов и высвобождения обеспечения для совершения операций репо на рынке. Это означает, что участники рынка постепенно замещают привлечение рублей через необеспеченные сделки МБК операциями репо и «валютный своп».

Особенностью рынка МБК в отчетном периоде стало не только сокращение его доли на денежном рынке, но и ухудшение статисти-

ки по просроченной задолженности. В августе 2015 г. просроченная задолженность по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам, предоставленным кредитным организациям – резидентам, увеличилась на 38 млрд руб. за месяц (рис. 5). Однако столь существенный рост просроченной задолженности на рынке МБК не является системным феноменом, так как был характерен лишь для сделок с участием банков, у которых была отозвана лицензия.

В целом характеристики рынка МБК указывают на отсутствие значимых системных рисков. Объем привлечения рублей банками не из списка RUONIA и спред между ставками привлечения рублей банками за пределами списка RUONIA, а также банками из списка RUONIA находятся в пределах своих исторических значений (рис. 6–7).

На рынке валютных свопов в III квартале крупнейшие банки с государственным участием (топ-6) продолжили наращивать объемы привлечения рублей у крупнейших частных банков и у других банков с государственным участием, замещая ими, как и во II квартале, опе-

Таблица 1

Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке (млрд руб.)

Сегмент	Среднемесячные открытые позиции		
	07.15	08.15	09.15
МБК	538	440	533
Репо	480	481	524
Валютный своп	1 789	1 652	1 830
Денежный рынок	2 807	2 573	2 887

Рисунок 7

Ставки привлечения рублей по МБК банками из списка RUONIA и банками вне списка (%)

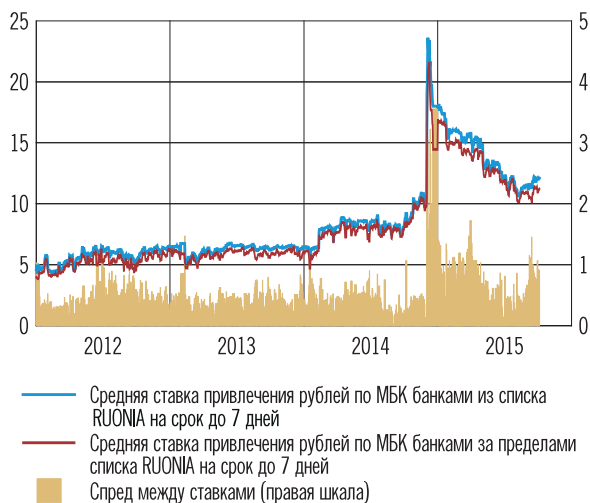


Рисунок 9

Репо с Банком России и свопы срочностью 1 неделя

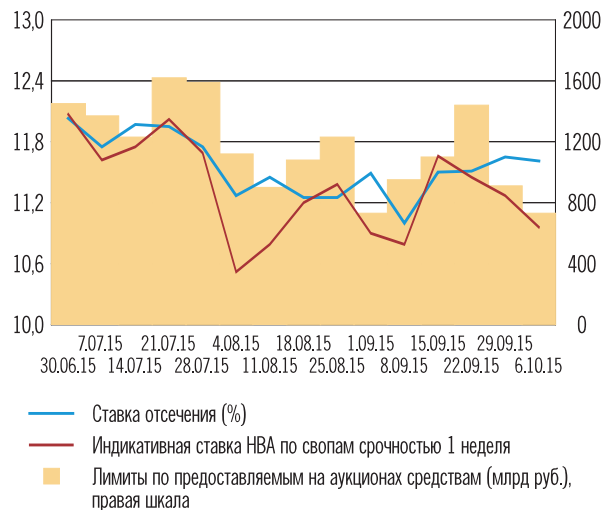


Рисунок 8

Привлечение рублей банками с государственным участием из списка топ-6 в 2015 г. (млрд руб.)

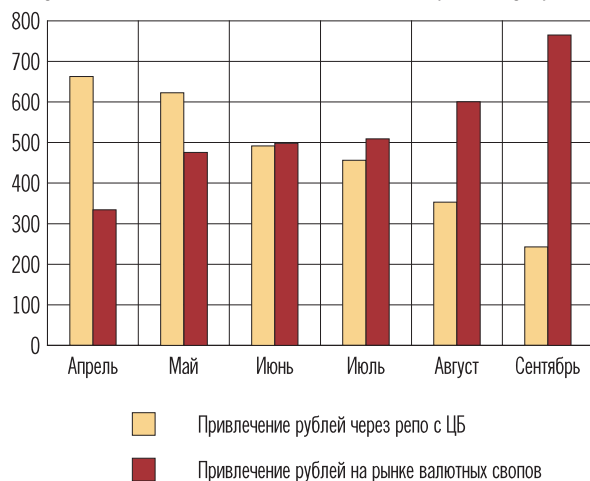
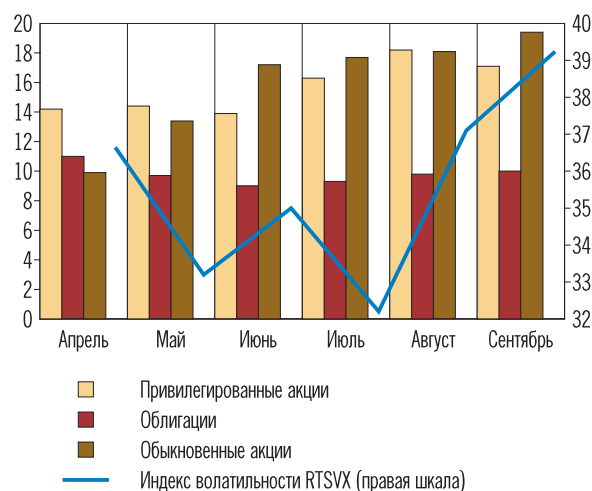


Рисунок 10

Дисконты по сделкам репо с различными типами обеспечения в 2015 г. (%)



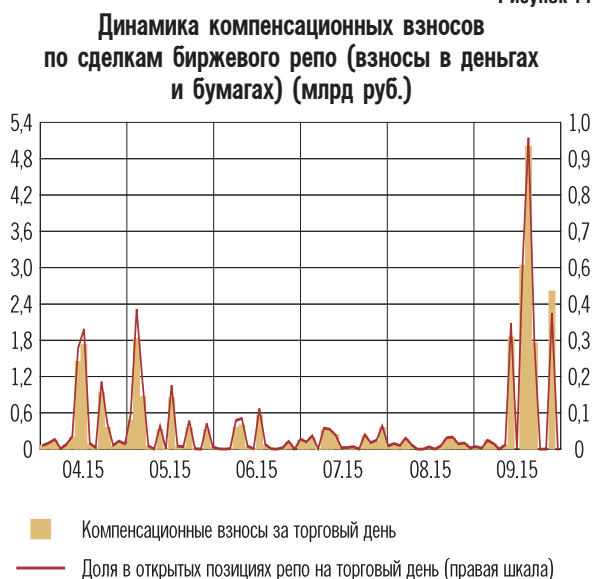
рации репо с Банком России (рис. 8). Большую часть III квартала ставки отсечения на недельных аукционах репо с Банком России были существенно выше индикативных ставок по свопам на срок 1 неделя (рис.9). Из-за снижения структурного дефицита ликвидности сократились лимиты предоставляемых средств по аукционам репо с Банком России. В результате спрос банков за пределами списка топ-6 оказывал повышательное давление на ставки отсечения на аукционах репо с Банком России, так как эти банки менее чувствительны к стоимости рефинансирования Банка России, чем банки из списка топ-6, в силу более высокой маржинальности активов и пассивов.

На рынке репо¹ среднемесячные открытые позиции в III квартале показали умеренный рост. Однако в связи с ростом волатильности финансовых рынков дисконты в сделках репо с различными типами обеспечения росли на протяжении июля-сентября (рис. 10). В конце квартала увеличились компенсационные взносы по сделкам репо (рис.11), что было вызвано ограниченным числом сделок между несколькими банками и брокерами и не несло системного риска.

В III квартале 2015 г. ликвидность на денежном рынке также поддерживали операции Федерального Казначейства по размещению

¹ Операции репо без участия Банка России.

Рисунок 11



средств на депозитах кредитных организаций. Депозиты Федерального Казначейства в кредитных организациях показали существенный рост — с 222 млрд руб. на 1 июля 2015 г. до 850 млрд руб. на 30 сентября 2015 года. Это оказало значительное влияние на снижение структурного дефицита ликвидности в банковской системе. В III квартале 2015 г. 72% размещений проводилось на срок 14 дней, что дало банкам дополнительный краткосрочный инструмент управления пассивами в дополнение к операциям Банка России. Объемы операций репо кредитных организаций с Федеральным Казначейством также значительно выросли в III квартале: среднедневной объем открытых позиций по репо с ФК в сентябре составлял 111,5 млрд руб., тогда как в январе — 16 млрд руб., а в июне — 78,6 млрд рублей. Сделки репо с ФК заключаются на срок «овернайт» и, таким образом, могут являться для кредитных организаций альтернативой рефинансированию в Банке России на срок «овернайт». Однако в силу меньшего объема предоставления денежных средств, чем по операциям репо с Банком России, операции репо с ФК оказывали ограниченное влияние на денежный рынок.

В связи с замедлением снижения ключевой ставки Банка России в III квартале 2015 г. ставки денежного рынка перестали снижаться и колебались в течение квартала в пределах бокового процентного коридора (рис. 12). Благодаря снижению структурного дефицита ликвидности

Рисунок 12

Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка (%)



ставки значительный период времени находились в нижней половине коридора.

1.2. Денежный рынок в иностранной валюте

В III квартале 2015 г. конъюнктура денежного рынка в иностранной валюте характеризовалась стабильной ситуацией, обусловленной достаточным объемом валютной ликвидности в распоряжении кредитных организаций. С IV квартала 2014 г. после ухудшения состояния валютной ликвидности кредитных организаций Банк России принял решение о запуске аукционов репо в иностранной валюте сроками 1 неделя, 28 дней и 12 месяцев. В связи с изменением конъюнктуры валютного рынка с 1 июня 2015 г. аукционы репо в иностранной валюте на срок 12 месяцев были приостановлены.

Совокупный максимальный объем задолженности кредитных организаций по операциям в иностранной валюте был установлен Банком России в размере, эквивалентном 50 млрд долл. США. На рис. 13 представлены фактические объемы средств, предстоящие к возврату кредитными организациями Банку России по второй части сделок репо с начала года по III квартал 2015 года.

Достигнув своего максимального значения в 34 млрд долл. США в начале II квартала 2015 г., объем задолженности кредитных организаций перед Банком России стабиль-

Рисунок 13

Объем средств, предстоящих к возврату
кредитными организациями по второй части
сделок репо (млрд долл. США)

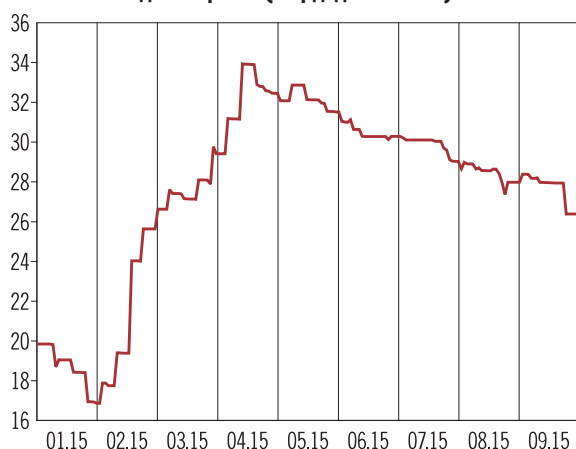
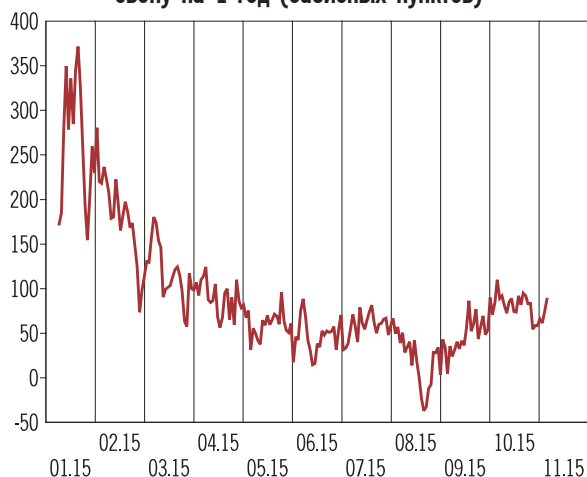


Рисунок 14

Спред между ставкой по простому
процентному свопу и кросс-валютному
свопу на 1 год (базисных пунктов)

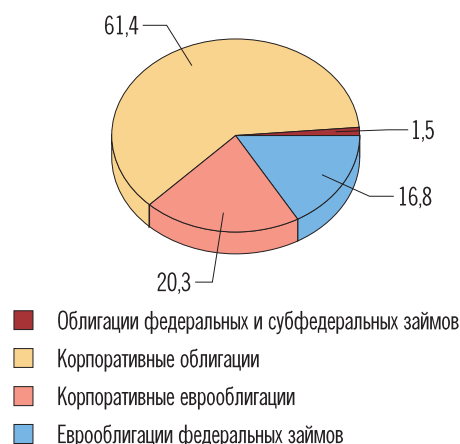


но снижался и составил 26,4 млрд долл. США на конец III квартала 2015 года. Объем задолженности по второй части сделок репо уменьшился как в результате уменьшения объема спроса на аукционах, так и в результате купонных и/или амортизационных выплат по ценным бумагам, используемым в качестве обеспечения по указанным сделкам.

На рис. 14 представлен спред между ставкой по простому процентному свопу и кросс-валютному свопу на 1 год, который является одним из индикаторов достаточности валютной ликвидности. Как видно из графика, после сильного скачка до 350 б.п. в начале 2015 г. спреды держались на достаточно низком уровне,

Рисунок 15

Виды ценных бумаг, используемых в качестве
обеспечения по сделкам репо в иностранной валюте
(% от общего объема заключенных сделок)



не, не превышающем 100 базисных пунктов. В течение III квартала 2015 г. спреды сужались до 20–40 б.п., что позволяет судить о достаточности валютной ликвидности у кредитных организаций. О благоприятной ситуации с валютной ликвидностью свидетельствует также сокращение задолженности кредитных организаций перед Банком России (рис.13).

На рис. 15 представлена разбивка ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения по сделкам репо в иностранной валюте. Наиболее востребованными являются корпоративные облигации и корпоративные еврооблигации, на которые приходится более 80% всех сделок. Облигации федеральных и субфедеральных займов, номинированные в рублях, используются реже всего и составляют около 2% от всего обеспечения.

1.3. Характеристика денежного рынка с центральным контрагентом

В течение III квартала 2015 г. на денежном рынке ПАО Московская Биржа (рынок валютных свопов и рынок репо) по операциям с Банком «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) (НКЦ), осуществляющим функции центрального контрагента (ЦК), отмечен рост объема открытых позиций. В сентябре 2015 г. по сравнению с июлем 2015 г. средне-

Таблица 2

**Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК
по типам инструментов в отчетном периоде (млрд руб.)**

Тип ценной бумаги	Среднедневной объем открытых позиций			Объем торгов		
	07.15	08.15	09.15	07.15	08.15	09.15
Акции резидентов, эмитированные за рубежом	10,4	3,6	9,7	229,2	64,8	191,4
Еврооблигации резидентов	39,6	37,8	56,1	824,7	637,4	1033,8
Акции резидентов, эмитированные в России	88,6	97,5	112,0	1873,3	1635,2	2031,3
Рублевые облигации резидентов	72,6	55,9	83,9	1480,2	977,6	1434,1

дневной объем открытых позиций участников клиринга увеличился на 31%, с 1614 до 2119 млрд руб. (рис. 16). Ключевым фактором указанного увеличения является рост объема открытых позиций на рынке валютных свопов с ЦК и репо с ЦК, в том числе по причине роста волатильности на валютном рынке и востребованности операций репо с ЦК.

В III квартале 2015 г. были достигнуты рекордные значения объемов операций на рынке репо с ЦК с момента запуска торгов на указанном сегменте денежного рынка в феврале 2013 г.:

- среднедневной объем операций в сентябре 2015 г. составил 339 млрд руб.;
- совокупный объем операций за день (30 сентября 2015 г.) составил 425 млрд рублей.

Среднедневной объем открытых позиций на рынке репо с ЦК впервые превысил среднедневной объем открытых позиций на рынке междилерского репо во II квартале 2015 г. и в отчетном периоде сохранил тенденцию к росту.

Увеличение объема торгов и открытых позиций на рассматриваемом рынке обусловлено ростом востребованности новых сервисов, доступных участникам торгов на рынке репо с ЦК с июня 2015 г. (возможность заключать сделки с расчетами в долларах США и евро и удлинять срок исполнения сделок до семи расчетных дней). Среднедневной объем открытых позиций по указанным сделкам в сентябре 2015 г. по сравнению с июлем 2015 г. увеличился почти в 4 раза и составил 76 млрд рублей. Совокупный объем операций по указанным сделкам также увеличился в 4 раза и составил 1 334 млрд рублей. За III квартал 2015 г. объем указанных операций составил 13% от совокупного объема операций на рынке репо с ЦК.

Наибольшую долю в совокупном объеме торгов на рынке репо с ЦК за III квартал 2015 г. составили операции с российскими акциями (33%), а также с облигациями в рублях (30%) и еврооблигациями (29%). В сентябре 2015 г. по сравнению с июлем 2015 г. совокупный объем операций с российскими акциями снизился на 12%, до 2018 млрд руб., а с еврооблигациями резидентов и рублевыми облигациями резидентов увеличился на 107 и 19%, до 2661 и 2 109 млрд руб. соответственно (табл. 2).

Среднедневной объем открытых позиций по операциям с российскими акциями снизился на 10%, до 113 млрд руб., а с еврооблигациями и рублевыми облигациями – увеличился на 132 и 31%, до 153 и 122 млрд руб. соответственно.

В III квартале 2015 г. расширения перечня инструментов, допущенных к обращению на рынке репо с ЦК и валютных свопов с ЦК, не происходило.

По инструментам, ранее допущенным к торгам на денежном рынке, проведенный Банком России в отчетном периоде анализ достаточ-

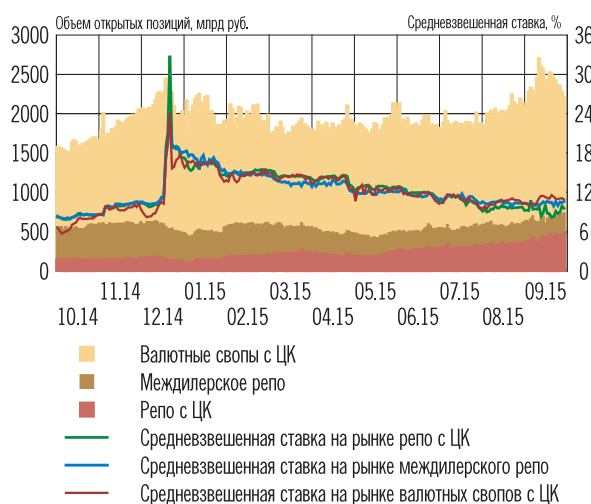
Рисунок 16
**Динамика объема открытых позиций
на денежном рынке**

Рисунок 17

Частотное распределение двухдневного изменения курса доллара США к рублю

Рисунок 19

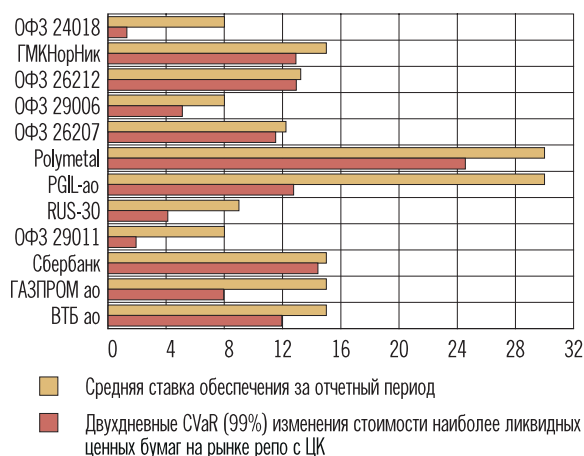
Ставки обеспечения и двухдневные CVaR изменения стоимости наиболее ликвидных ценных бумаг на рынке репо с ЦК (%)

Рисунок 18

Частотное распределение двухдневного изменения курса евро к рублю

ности ставок обеспечения показал, что ставки обеспечения по наиболее ликвидным инструментам устанавливались на уровне, превышающем значение двухдневного роста/падения (расчетное значение показателя) стоимости данных инструментов на рынках репо и валютных свопов с ЦК (рис. 17–19).

Уровень рисков на денежном рынке с ЦК определяется в том числе уровнем достаточности ставок обеспечения. Таким образом, в случае резкого изменения стоимости финансовых инструментов и последующего неисполнения участниками клиринга своих обязательств, для поддержания финансовой устойчивости ЦК будет достаточно задействовать первый уровень защиты, состоящий из индивидуального клирингового обеспечения участников клиринга, которые не исполняют своих обязательств.

2. УПРАВЛЕНИЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

2.1. Структура и достаточность обеспечения на денежном рынке

До финансового кризиса 2008 г. финансовыми институтами не уделялось столь большого внимания обеспечению на денежном рынке, как сейчас, в том числе в результате повышения регулятивных требований (реализация Базеля III и реформирование рынка внебиржевых деривативов). С ростом недоверия и рисков контрагентов в финансовой системе роль обеспечения возрастает, так как оно снижает потенциальные убытки участника денежного рынка в случае невыполнения контрагентом условий сделки.

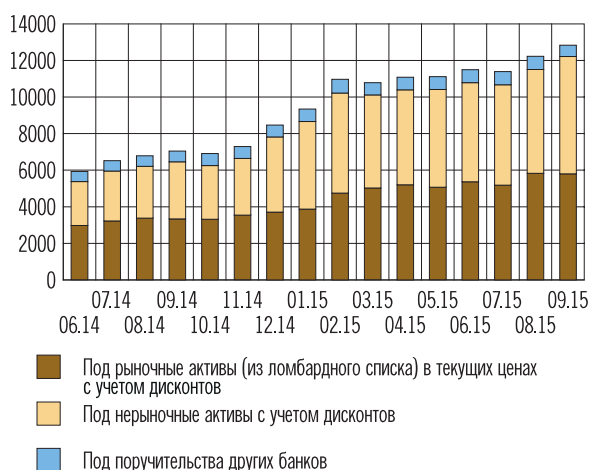
В период возросшей волатильности российского рынка на фоне падения цен на нефть и введенных санкций совокупные активы банков из списка топ-40, которые используются или могут использоваться в операциях рефинансирования как обеспечение, увеличились более чем в два раза (рис. 20). Нерыночные ак-

тивы возросли на 166% с июня 2014 г., а рыночные активы – на 95%. Нерыночные активы увеличивались равномерно, однако основной рост рыночных активов произошел в период с декабря 2014 г. по февраль 2015 г., когда компании нефтегазового сектора выпустили крупнейшие объемы облигаций на российском долговом рынке (рис. 21). Помимо облигаций нефтегазового сектора, рыночное обеспечение существенноросло за счет выпуска облигаций федерального займа Министерством финансов Российской Федерации, а также за счет размещения банками рублевых корпоративных облигаций.

Спрос на обеспечение традиционно увеличивается во время периодов финансовой и экономической нестабильности в связи с тем, что финансовые организации нуждаются в большем объеме привлечения ликвидности как со стороны центрального банка, так и со стороны других участников денежного рынка¹. По мере роста потребности в ликвидности участники рынка задействуют все больший объем активов, которые могут выступать в качестве обеспечения,

Рисунок 20

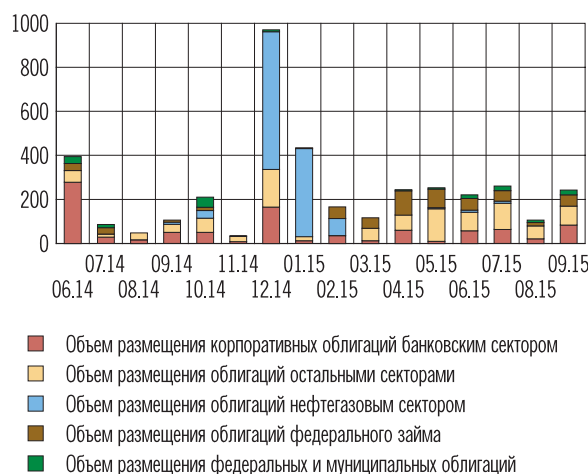
**Потенциальное рефинансирование банков
из списка топ-40 в Банке России (млрд руб.)**



Источник: результаты анкетирования крупнейших кредитных организаций.

Рисунок 21

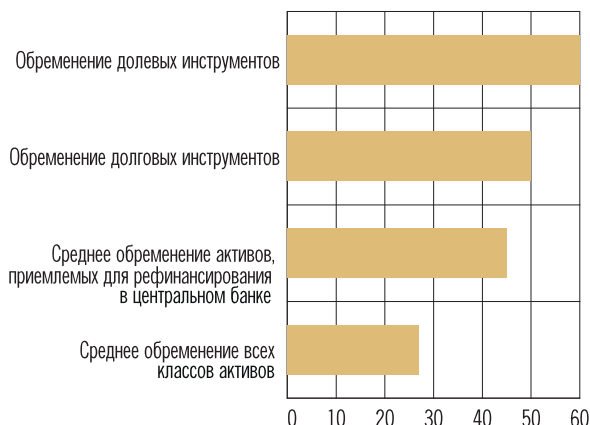
**Объемы размещения корпоративных, государственных
и муниципальных облигаций (млрд руб.)**



Источник: Cbonds.

¹ Capel, Jeannette (2015). «Central Bank CollaterALL», Occasional Studies, Vol.13–3.

Рисунок 22

Отдельные показатели обременения активов стран ЕС
(март 2015 г.)

Источник: EBA Report on Asset Encumbrance. - EBA. - September 2015.

Рисунок 23

Задолженность российских банков по операциям репо,
1 октября 2015 г. (млрд руб.)

тем самым вопрос достаточности обеспечения в период рыночной нестабильности становится все более острым.

Проблемы, связанные с достаточностью обеспечения у участников рынка, стали широко обсуждаться в 2008 г. и последующие годы. Экономический кризис привел к росту доли операций обеспеченного финансирования в глобальном масштабе. Это происходило как за счет роста объемов средств, предоставляемых центральными банками под залог активов, так и увеличения объема обеспеченных операций между участниками рынка. В связи с этим повысились риски, связанные с возможной нехваткой обеспечения, необходимого для поддержания операций обеспеченного кредитования на достаточном уровне.

Указанные обстоятельства привели к повышению внимания регуляторов к вопросам обременения активов. В 2013 г. Европейский совет по системным рискам (ESRB) рекомендовал Европейской банковской службе (EBA) выработать стандарты информации, необходимой для мониторинга уровня обременения активов. С 2015 г. EBA, основываясь на выработанных стандартах, начала получать данные, необходимые для оценки уровней обременения, и в сентябре 2015 г. EBA опубликовала доклад, содержащий оценки уровней обременения и методику оценок².

Основной показатель, используемый EBA, — это коэффициент обременения активов (КОА), порядок расчета которого закреплен нормативно³:

$$\text{КОА} = \frac{\text{Объем обремененных активов} + \text{Объем полученного обеспечения, использованного повторно}}{\text{Общий объем активов} + \text{Объем полученного обеспечения, доступного для повторного использования}}$$

В соответствии с методикой EBA при расчете КОА учитывается также полученное участниками обеспечение и повторно использованное обеспечение. Подобный порядок расчета отражает распространенность практики повторного использования обеспечения в Европе; в России операции подобного рода применяются реже (см. раздел 2.4).

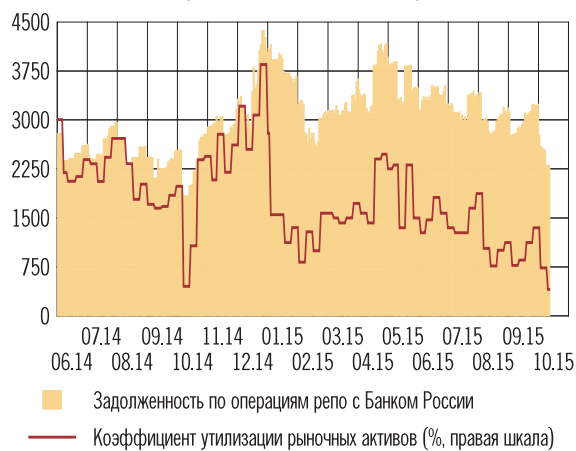
Оценки EBA показывают, что коэффициенты обременения активов в странах ЕС значительно варьируются: от значений, близких к нулю (Эстония, Латвия, Румыния), до уровней, превышающих 40% (Дания, Греция), среднее значение для стран ЕС составляет 27% (рис. 22). Если рассматривать только активы, которые принимаются в качестве обеспечения по операциям рефинансирования центрального банка, коэффициент обременения возрастет до 45%. При этом активы разных классов обременены в разной мере. Наибольшим коэффи-

² EBA Report on Asset Encumbrance. – EBA. – September 2015.

³ Commission Implementing Regulation (EU) 2015/79. – Official Journal of the European Union. – 21.01.2015.

Рисунок 24

**Коэффициент утилизации рыночных активов*
и задолженность по операциям репо с Банком России
(II–III кварталы 2015 г.)**



* По данным анкетирования крупнейших кредитных организаций.

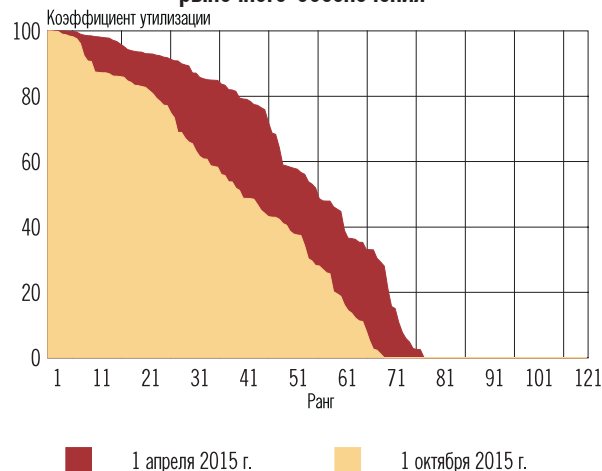
циентом обременения характеризуются рыночные активы: 50% — для долговых ценных бумаг, 60% — для долевого инструмента. Основным фактором обременения активов являются операции репо между участниками рынка: на данный фактор приходится около трети совокупного обременения активов в странах ЕС.

В России основным фактором обременения рыночных активов являются операции репо с Банком России (рис. 23). На 1 октября 2015 г. задолженность кредитных организаций перед Банком России (с учетом сделок репо в иностранной валюте) составляла 2,8 трлн рублей. При этом совокупная задолженность по операциям междилерского репо и репо с Федеральным казначейством не превышала 0,5 трлн рублей.

Текущие уровни обременения рыночного обеспечения в России сопоставимы с наблюдаемыми в ЕС. Коэффициент утилизации рыночных активов (сходный по методике расчета с европейским коэффициентом обременения активов для класса рыночных активов) в III квартале 2015 г. преимущественно находился в диапазоне 40–50% (рис. 24). В целом на протяжении II–III кварталов 2015 г. коэффициент утилизации рыночных активов демонстрировал тенденцию к снижению, что было связано с уменьшением задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям репо.

Рисунок 25

**Коэффициенты утилизации рыночных активов
150 банков — крупнейших держателей
рыночного обеспечения**



С точки зрения утилизации рыночного обеспечения на уровне отдельных кредитных организаций ситуация за последние кварталы улучшилась (рис. 25). Среди 150 крупнейших держателей рыночного обеспечения число банков, характеризующихся коэффициентом утилизации рыночных активов свыше 80%, снизилось с 53 (на 1 апреля 2015 г.) до 30 (на 1 октября 2015 г.). Также выросло число банков, чьи рыночные активы не обременены (с 46 до 57).

Таким образом, текущий объем рыночного обеспечения, имеющегося в распоряжении банковского сектора, можно охарактеризовать как достаточный: более половины имеющихся рыночных активов могут быть использованы для привлечения рефинансирования от Банка России или в сделках репо с участниками рынка.

2.2. Контрциклическая политика центрального банка по управлению обеспечением

Вопрос достаточности обеспечения в портфелях участников рынка тесно связан с политикой центрального банка по управлению обеспечением. При проведении операций рефинансирования центральные банки применяют разные критерии приемлемости контрагентов и состава обеспечения, что позволяет

оказывать воздействие на потенциальный объем активов, которые могут быть использованы в качестве обеспечения, и, соответственно, на их достаточность. Например, при ослаблении требований к контрагентам и составу обеспечения у участников рынка возникает дополнительный потенциал привлечения средств центрального банка, что снимает остроту проблемы достаточности обеспечения.

Ввиду того что при определении критериев приемлемости контрагентов и состава обеспечения центральные банки нередко ставят целью обеспечить доступ к системе рефинансирования достаточно широкому кругу участников, необходимым условием является одновременное использование центральным банком мер контроля рисков (дисконтов, лимитов на объем рефинансирования, первоначальных залоговых взносов и др.). При этом широкий подход к выбору контрагентов и обеспечения на практике обычно компенсируется более жесткими мерами контроля рисков, и наоборот, узкий подход позволяет упростить риск-менеджмент центрального банка.

При проведении операций рефинансирования центральные банки сталкиваются со следующими видами рисков:

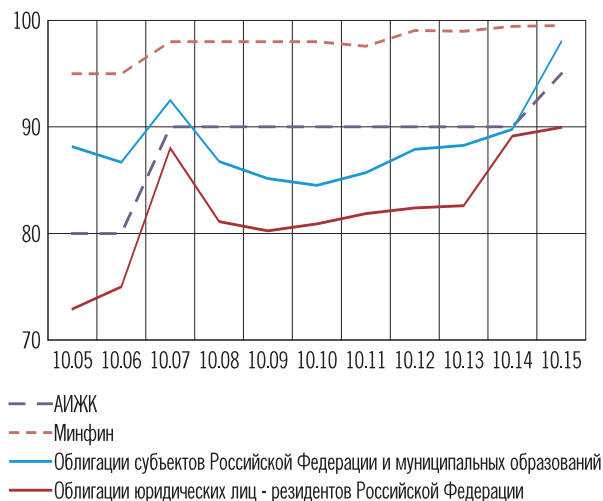
1. Кредитный риск, связанный с вероятностью банкротства заемщика и/или эмитента обеспечения. Кредитный риск чаще всего минимизируется посредством выбора приемлемого обеспечения высокого качества, дополнительно применяется запрет на использование обеспечения, эмитированного заемщиком или связанными с ним лицами.

2. Рыночный риск, возникающий при снижении рыночной стоимости обеспечения. Наиболее популярными мерами ограничения рыночного риска являются дисконты, а также первоначальные залоговые взносы.

3. Риск ликвидности менее значим для центрального банка, который в случае необходимости продажи залогового обеспечения не имеет ограничений в выборе оптимального момента времени. Пользуясь этим, центральные банки нередко принимают неликвидное обеспечение у платежеспособных заемщиков в период кризиса.

Успешная политика центрального банка в области управления обеспечением предпола-

Рисунок 26
Динамика поправочных коэффициентов по группам эмитентов и по отдельным эмитентам (%)

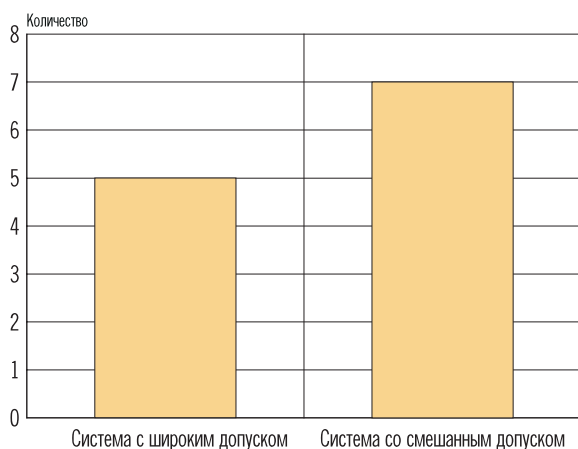


гает изменение параметров выбора контрагентов, состава обеспечения и инструментов контроля рисков по мере необходимости в ответ на изменение ситуации в финансовой системе. Например, многие центральные банки сделали свои концепции обеспечения более широкими, реагируя на финансовый кризис, ужесточив при этом меры контроля рисков для поддержания достаточного уровня защиты от рисков. Средний дисконт при оценке, применявшийся к контрагентскому обеспечению в Евросистеме, неуклонно увеличивался с 2008 по 2013 гг., отражая изменения критериев приемлемости обеспечения, позволявшие контрагентам закладывать активы с более высоким риском, чем до 2008 года. В то же время негативной стороной такой политики является проблема «неблагоприятного отбора», когда для участников рынка становится привлекательным в целях рефинансирования использовать относительно менее качественные активы, что стимулирует в свою очередь их предложение на рынке.

Важной проблемой, с которой сталкиваются центральные банки при изменении параметров системы управления обеспечением во времени, является возможная процикличность собственной политики. Так, повышение дисконтов в период повышенной волатильности защитит центральный банк от реализации рыночного риска, но при этом ухудшит положение банков-заемщиков, уже испытывающих дефицит ликвидности. Сокращение выборки контрагентов по операциям рефинансирования и/или

Рисунок 27

Характер системы рефинансирования с точки зрения допуска участников рынка: результаты исследования Банка международных расчетов

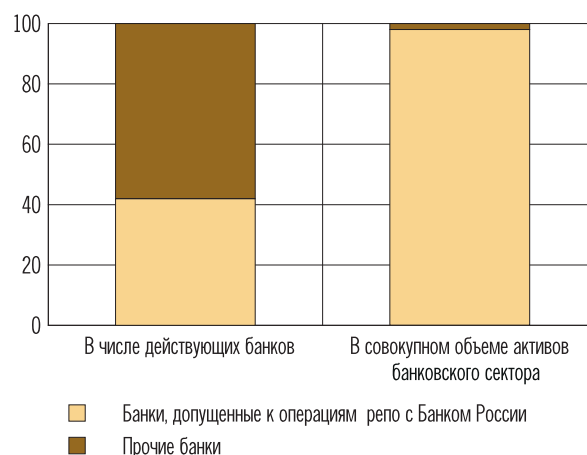


списка приемлемого обеспечения в период кризиса также является примером проциклической политики центрального банка, создающей дополнительные риски для участников рынка. Учитывая функции центрального банка по поддержанию финансовой стабильности, целесообразно использование контрциклической или, по крайней мере, наименее проциклической политики управления обеспечением. В отношении дисконтов такой подход может быть реализован посредством сохранения дисконтов на одном уровне или незначительного их изменения на протяжении всего кредитного цикла.

Банк России в течение длительного времени использует широкий подход к рефинансированию банковского сектора как в части перечня активов, принимаемых в обеспечение по операциям рефинансирования, так и в части круга контрагентов. Выбор такого подхода во многом имел макроэкономические причины, поскольку банковский сектор многие годы функционировал в условиях структурного дефицита ликвидности и ограниченного объема высококачественных активов. В этой связи набор активов, принимаемых Банком России в качестве обеспечения, является достаточно широким. По состоянию на 1 октября 2015 г. в составе Ломбардного списка Банка России насчитывалось свыше 70% обращающихся на внешнем и внутреннем рынках корпоративных облигаций, около 80% региональных облигаций; 100% ОФЗ, суверенных валютных облигаций России и региональных еврооблигаций; свыше 70%

Рисунок 28

Банки, осуществляющие операции репо с Банком России (% , октябрь 2015 г.)



наиболее ликвидных акций. Более 80% имеющихся у банков ценных бумаг могут быть использованы в качестве обеспечения в операциях рефинансирования Банка России. При этом фактически из доступного рыночного обеспечения на 1 октября 2015 г. было использовано менее половины.

По данным с середины 2012 г. невозможно сделать вывод о наличии на российском рынке проблемы «неблагоприятного отбора» обеспечения (вытеснения «хорошего» рыночного обеспечения «плохим»). Рейтинговая структура активов, переданных Банку России в качестве обеспечения по операциям репо, является достаточно стабильной. На акции приходится около 2% обеспечения, на облигации – 98%, при этом основная доля облигаций – от 65 до 77% – имеет рейтинг «BBB+» (или «Baa1»). Банки с высоким показателем утилизации обеспечения для операций репо с Банком России используют в основном качественное обеспечение: по состоянию на 1 октября 2015 г. до 96% задействованных в операциях репо ценных бумаг имеют рейтинг на уровне «BB» и выше.

При этом политика Банка России в части обеспечения является в существенной степени контрциклической. В стрессовые периоды Банк России корректирует дисконты и поправочные коэффициенты по ряду категорий активов (см. рис. 28), что способствует поддержанию финансовой стабильности на российском рынке.

Систему рефинансирования Банка России в части круга участников можно охарактери-

зовать как систему с широким допуском. При этом различие между операциями постоянного действия и операциями на аукционной основе не проводится: набор требований, предъявляемый к их участникам, одинаков. С учетом повышенной волатильности на российском рынке в 2014–2015 гг. Банк России также поступил контрциклично: расширил круг участников операций по предоставлению кредитов Банка России, включив в него банки III классификационной группы. Таким образом, широкий круг кредитных организаций имеет возможность получить доступ ко всем основным инструментам рефинансирования Банка России.

2.3. Повторное использование и обращаемость обеспечения на рынке междилерского репо

Рынок междилерского репо представляет собой значительную часть денежного рынка, поэтому важно отслеживать возможные источники возникновения уязвимостей данного сектора. Одним из основных факторов, обеспечивающих стабильную работоспособность рынка репо, является доступность и ликвидность активов, используемых для гарантийного обеспечения. В случае недостаточной доступности высококачественных ликвидных активов у рыночных участников, а также в случае заинтересованности в привлечении конкретных выпусков ценных бумаг появляется мотивация для вторичного использования бумаг, взятых под обеспечение, в последующих сделках. Банк России провел анализ международного опыта и подходов определения доли повторного использования обеспечения.

1. Основные определения и подходы

Выделяются два различных сценария, в которых финансовая организация может использовать обеспечение, полученное от другой организации, для собственных операций: повторное использование обеспечения и повторный залог обеспечения. Иногда эти два термина используются как взаимозаменяемые, но формаль-

ные определения различаются. Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board) определяет повторное использование как любое использование ценных бумаг, поставленных в одной сделке, в качестве обеспечения для другой сделки и повторный залог как повторное использование только клиентских активов⁴. В настоящем обзоре анализируется повторное использование обеспечения на рынке междилерского репо России.

Повторное использование обеспечения имеет как положительные, так и отрицательные стороны. Основным преимуществом является сокращение общих потребностей в обеспечении и уменьшение давления на существующий запас обеспечения, поскольку пул активов определенной стоимости может быть использован в качестве обеспечения для большего объема сделок репо. Тем не менее повторное использование обеспечения является причиной наращивания леввериджа, который может создавать проблемы для финансовой стабильности, особенно в теневой банковской системе (поскольку к банкам применяется нормативный коэффициент леввериджа). Таким образом, необходимо учитывать возможные риски, возникающие вследствие чрезмерной доли повторного использования, однако в спокойное время подобная активность является благоприятной и может даже стимулироваться⁵.

Обращаемость обеспечения⁶ – еще одно понятие, тесно связанное с повторным использованием обеспечения и отражающее эффективность, с которой доступные активы могут потенциально использоваться (в том числе повторно) в качестве обеспечения. Она определяется (1) долей совокупного доступного объема высококачественных активов, которая потенциально может использоваться или повторно использоваться в качестве обеспечения и (2) скоростью, с которой эти активы могут обращаться. Данные аспекты отражают тот факт, что в любой момент времени не все доступные высо-

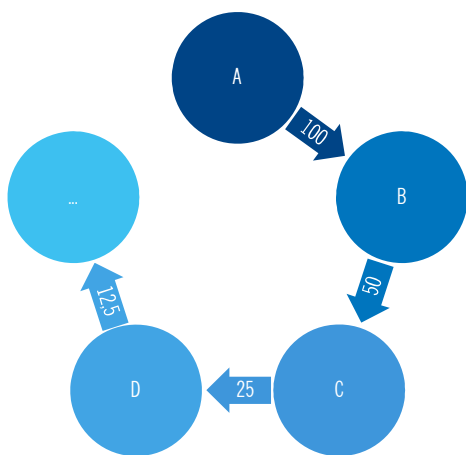
⁴ Financial Stability Board, *Strengthening oversight and regulation of shadow banking. A policy framework for addressing shadow banking risks in securities lending and repos*. – 2012.

⁵ Capel, J., *Central Bank Collateral*. – De Nederlandsche Bank. – Occasional Studies, Vol. 13/No. 3. – 2015.

⁶ Singh, M., *Velocity of pledged collateral: Analysis and implications*. – IMF. – WP/11/256. – 2011.

Рисунок 29

Принцип работы мультипликатора обеспечения



кокачественные активы могут фактически использоваться в качестве обеспечения, так как реальное предложение обеспечения меньше совокупного объема доступных активов. Одной из причин является то, что финансовым организациям необходимо держать пул высококачественных ликвидных активов на своем балансе. Другая причина заключается в том, что не все получатели обеспечения возвращают обеспечение в обращение (как, например, центральные банки, если у них нет программы кредитования ценными бумагами). Обращаемость такого обеспечения равна нулю, что снижает среднюю обращаемость в финансовой системе.

Повторное использование и обращаемость обеспечения выступают в качестве факторов «мультипликатора обеспечения», поэтому эти факторы могут оказать влияние на риски дефицита обеспечения. Величина мультипликатора обеспечения (cm) зависит от доли повторного использования (τ): $cm = 1/(1 - \tau)$. На рис. 29 представлен принцип работы мультипликатора обеспечения, когда доля повторного использования равна 50%.

Согласно исследованию Европейского совета по системным рискам, объем обеспечения, приемлемого для повторного использования, значительно больше объема обеспечения, фактически используемого повторно⁷. Как по-

казывают эмпирические данные на основании опроса репрезентативной группы европейских банков и кредитных агентов, в среднем 94% обеспечения, используемого в операциях финансирования ценными бумагами, приемлемо для повторного использования, тогда как фактическая доля повторного использования составляет около 50%. Данная доля повторного использования обеспечения соответствует величине мультипликатора обеспечения около 2. Это означает, что в среднем одна ценная бумага используется два раза.

2. Доля повторного использования обеспечения на рынке междилерского репо России

Для определения сделок репо, в которых гарантийное обеспечение использовалось повторно в III квартале 2015 г., применялся алгоритм, определяющий подобные сделки, основанный на следующих критериях:

- сделка покупки и сделка продажи использовали одну и ту же ценную бумагу в качестве обеспечения;
- продавец во второй сделке является покупателем в первой сделке;
- дата первой части каждой последующей сделки репо наступает не позже даты второй части предыдущей сделки.

Если вышеназванные условия выполнялись, то в дни пересечения сроков первичной и повторной сделок репо определялось повторное использование обеспечения на сумму, равную минимуму от объема обеих сделок. При этом в расчет принимались не только сделки междилерского репо, но также сделки участников рынка с Банком России, поскольку они зачастую используются в качестве последнего элемента в цепочке сделок повторного использования обеспечения на рынке.

На рис. 30 представлена доля вторичного использования обеспечения среди всех сделок III квартала 2015 года. Из графика видно, что доля повторного использования обеспечения составляла 1,5–3,0% за исключением одного дня, когда она составила 3,5%. Средний дневной объем открытых позиций в III квартале (с учетом сделок с Банком России) составил 1,32 трлн в рублях и 33,8 млрд в долларах

⁷ European Systemic Risk Board, *Securities financing transactions and the (re) use of collateral in Europe*. – Occasional Paper Series No. 6. – 2014.

Рисунок 30

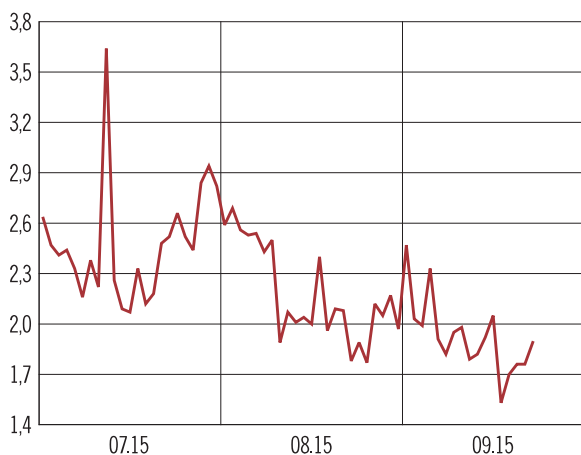
Доля вторичного использования обеспечения по сделкам репо (%)

Рисунок 32

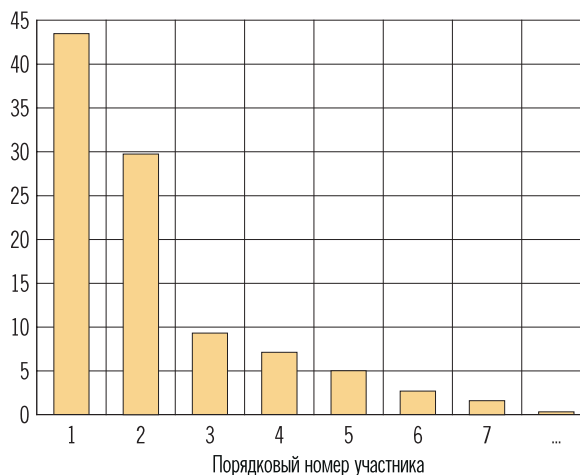
Концентрация участников по объему вторичного использования обеспечения в долларах (%)

Рисунок 31

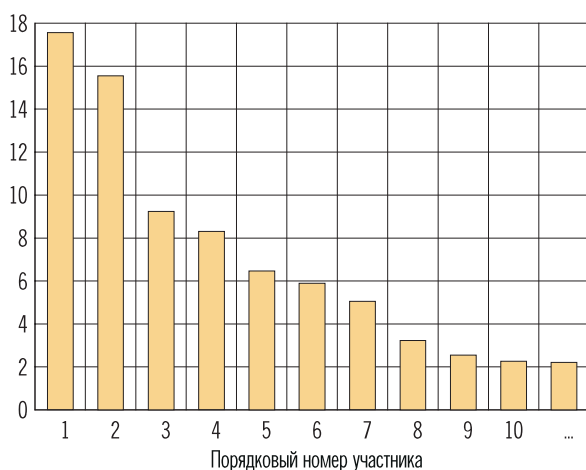
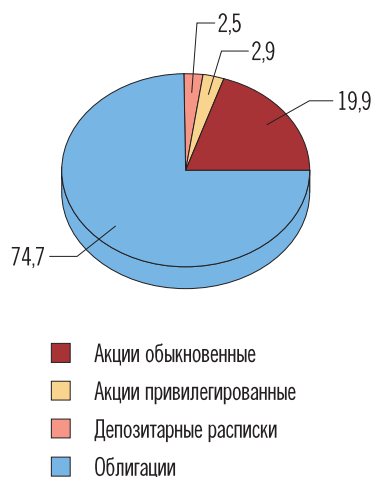
Концентрация участников по объему вторичного использования обеспечения в рублях (%)

Рисунок 33

Виды ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения по сделкам репо (%)

США. Средний дневной объем сделок с повторным использованием обеспечения составил 74,9 млрд в рублях (98,0% от среднего дневного объема повторного использования) и 22,9 млн в долларах США (2,0% от среднего дневного объема повторного использования). Доля репо в евро незначительна.

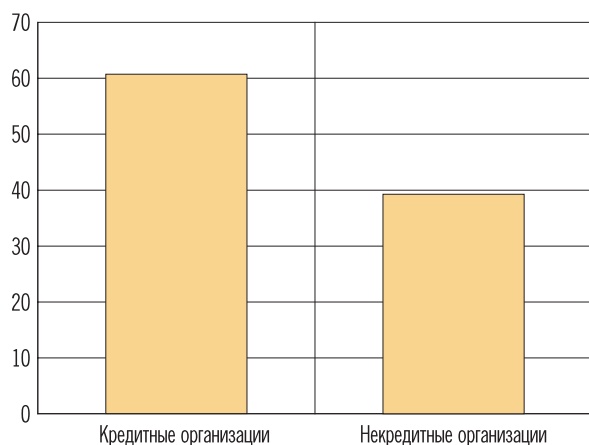
Концентрация участников по объему вторичного использования обеспечения представлена на рис. 31–32. Как видно из графика, два наиболее крупных участника рынка совершают чуть менее 18 и 16% сделок в рублях соответственно. Среди участников, вторично использующих обеспечение в сделках репо в долларах, выделяются два крупнейших участника – на

них приходится 43 и 30% сделок соответственно.

На рис. 33 представлена разбивка ценных бумаг, используемых повторно на рынке репо. Наиболее востребованными являются облигации (ОФЗ, корпоративные облигации, корпоративные еврооблигации), которые составляют около 75% всего используемого обеспечения. Наименее востребованными являются привилегированные акции (3%) и депозитарные расписки (2%). Основными участниками торгов, использующими обеспечение повторно, являются кредитные организации (более 60%), в то время как некредитные организации составляют чуть менее 40% (рис. 34).

Рисунок 34

Типы участников торгов (%)



В целом доля вторичного использования на рынке междилерского репо не достигает уровня, который мог бы являться источником системного риска. Мультипликатор обеспечения на российском рынке репо составляет чуть более 1,03, что позволяет сделать вывод о достаточности доступных средств, используемых в качестве обеспечения. В моменты недостаточной доступности ликвидных бумаг активность повторного использования может повышаться, что будет снижать давление на пул резервов высоколиквидных активов, в то же время повышая уровень левериджа, а также увеличивая взаимосвязанность участников финансового рынка. В декабре 2014 г. действительно наблюдалась повышенная активность вторичного использования обеспечения, однако это происходило на фоне значительно более высоких объемов торгов, что сохранило значения мультипликатора на том же уровне и не позволяет судить о повышенных рисках в этот период, связанных с повторным использованием обеспечения.

2.4. Инфраструктурные услуги по управлению обеспечением

Предоставление услуг по управлению обеспечением со стороны инфраструктурных организаций и развитие связанных с этим сервисов стало приобретать большую популярность

в мире. Причиной этого стало повышение спроса на обеспечение в условиях посткризисной переориентации участников рынка на совершение обеспеченных сделок, с одной стороны, и дефицит предложения высококачественных активов – с другой. Таким образом, развитие рынка сервисов по управлению обеспечением теоретически можно рассматривать как повышение эффективности использования ограниченных активов.

Потенциал для развития рынка инфраструктурных услуг по управлению обеспечением формируется особенностью сложившейся внутренней организации профессиональных участников рынка ценных бумаг. Исторически управление обеспечением осуществлялось децентрализованным образом в рамках торговли классами активов (акциями, облигациями, деривативами и так далее) и было сосредоточено на обслуживании интересов профильных бизнес-линий финансовых организаций. В результате возникала фрагментация в распределении обеспечения, которая могла быть внутренней (между бизнес-линиями компании) и внешней (между подразделениями компании).

По мере развития бизнес-процессов и увеличения конкуренции крупные финансовые организации уже начали предпринимать шаги по внедрению механизмов управления обеспечением на уровне группы. Усиление рисков дефицита обеспечения, а также регуляторные новации по повышению требований к наличию высоколиквидных активов заставили участников финансового рынка вырабатывать механизмы управления пулом обеспечения на централизованной основе, которая позволяет снизить степень фрагментации активов и повысить эффективность их использования. Повышение эффективности использования активов достигается за счет применения стратегий оптимизации и трансформации обеспечения.

На сегодняшний день стратегии оптимизации обеспечения, используемые сервисными провайдерами, пользуются большим спросом и в большей степени развиты, нежели стратегии трансформации обеспечения. В число возможных моделей оптимизации обеспечения стали входить многофакторные решения, включающие в расчет транзакционные издержки, налоговые последствия, формирование мини-

Оптимизация и трансформация обеспечения

Одной из стратегий в управлении обеспечением является оптимизация обеспечения, которую можно определить как совокупность действий, предпринимаемых для наилучшего возможного использования существующего портфеля залоговых активов. Первым шагом к оптимизации обеспечения является профессиональная информационная система управления обеспечением, предоставляющая актуальные общие сведения обо всех активах, которые могут использоваться в качестве обеспечения, их стоимости, о требованиях контрагентов организации к обеспечению и всех релевантных процедурах. При наличии таких сведений организации могут предпринимать дальнейшие шаги по совершенствованию распределения обеспечения.

После создания финансовой организацией централизованного пула обеспечения она может улучшить распределение обеспечения между различными контрагентами, используя правила оптимизации. Правила оптимизации предусматривают резервирование определенных активов для контрагентов, которым требуются такие активы, без направления этих активов контрагентам, готовым принимать иное обеспечение. Примерами правил оптимизации могут быть следующие: 1) «с самой дешевой поставкой», когда выбор активов определяется стоимостью их предоставления контрагенту, 2) «предпочтение клиентов», когда организация ранжирует контрагентов и распределяет обеспечение в соответствии с их рейтингом, 3) «первоочередная поставка обеспечения с наименьшей приемлемостью», когда предоставляется наихудшее из возможного обеспечения. Одни финансовые организации разработали собственные алгоритмы оптимизации или приобрели стороннее программное обеспечение для осуществления внутренней оптимизации обеспечения, а другие привлекают провайдера услуг по управлению обеспечением для осуществления оптимизации в их интересах.

В случае если после оптимизации обеспечения сохраняется опасность возникновения дефицита обеспечения, финансовые организации могут осуществлять трансформацию обеспечения. Трансформацией обеспечения (такие операции также называются залоговыми свопами или повышением качества обеспечения) называются сделки, инициируемые для получения определенных активов в целях их дальнейшего использования. Оптимизация обеспечения имеет целью использование существующего портфеля активов наилучшим образом, трансформация обеспечения предполагает изменение портфеля для получения обеспечения желаемого типа.

Трансформация обеспечения возможна для финансовых организаций, имеющих достаточно крупный общий портфель обеспечения, но не обладающих достаточным объемом активов, принимаемых в качестве обеспечения ее контрагентом (например, если контрагент принимает исключительно высококачественные государственные облигации). Такая организация может напрямую выйти на рынок репо или рынок кредитования ценными бумагами для получения заданного типа активов, а также воспользоваться услугами провайдера сервисов по управлению обеспечением (например, центрального депозитария) для совершения сделки залогового свопа.

мального остатка ликвидных активов в пуле, установление лимитов концентрации и другие аспекты. Потребность в трансформации обеспечения в данный момент у участников рынка достаточно ограничена в силу преобладающего отсутствия рисков дефицита высококачественных активов, а также общей тенденции к сохранению центральными банками и центральными контрагентами широких списков приемлемого обеспечения (включающих не только государственные, но и корпоративные облигации разного уровня качества).

Банк России анализирует риски регулирования в рамках реализации нескольких инфраструктурных проектов по денежному рынку, предполагающих развитие механизмов оптимизации и трансформации обеспечения. В рамках первого проекта в 2016 г. предполагается появление на российском рынке нового вида ценной бумаги – клирингового сертификата участия (далее – КСУ). Данный вид ценных бумаг предполагается использовать в рамках совершения сделок репо с участием центрального контрагента. В этих целях участник рынка пе-

редает ценные бумаги, полученные в качестве обеспечения, в специальный имущественный пул, а в обмен получает КСУ на сумму предоставленных ценных бумаг за вычетом установленного дисконта. В результате предметом сделок репо между участниками рынка становятся уже не первоначальные ценные бумаги, а КСУ, которые играют роль стандартизированных активов в процессе совершения сделок посредством центрального контрагента.

Таким образом, на денежном рынке с центральным контрагентом будет происходить автоматическая трансформация обеспечения, поскольку участники рынка будут сначала обменивать свои активы на КСУ, а затем совершать сделки с использованием КСУ в качестве обеспечения. В рамках описанной схемы центральный контрагент будет осуществлять не только функцию централизованного клиринга, но и функции агента по трансформации обеспечения. В последующем возможно дальнейшее развитие деятельности центрального контрагента по управлению пулом полученных активов, направленное на оптимизацию портфеля активов в соответствии с заранее установленными критериями.

Интерес участников рынка к развитию стратегий оптимизации и трансформации обеспечения в ближайшее время может значительно усилиться в условиях перехода внебиржевой торговли производными инструментами на централизованный клиринг. Регулярная переоценка позиций mark-to-market и необходимость выполнения маржинальных требований будет означать формирование значительного спроса на приемлемое обеспечение. В этой связи инфраструктурные услуги по своевременному формированию обеспечения, удовлетворяющего установленным требованиям, за счет оптимизации и трансформации имеющегося пула активов станут особенно востребованными.

С учетом планов Банка России по реализации международных инициатив в отношении перевода внебиржевой торговли на централизованный клиринг создание на российском рынке единой платформы по управлению обеспечением могло бы стать важным элементом этой реформы. При наличии эффективного механизма подбора активов процесс поставки ценных бумаг в целях маржирования и централизован-

ного клиринга внебиржевых производных инструментов станет более гибким для участников рынка.

В III квартале Банк России провел опрос среди широкого круга участников рынка (как банков, так и некредитных финансовых организаций) относительно перспективы внедрения на российском рынке сервисов по управлению обеспечением. Основное внимание в опросе было уделено оценке востребованности таких сервисов участниками рынка, имеющих ограничения на их использование, а также потенциальных рисков для развития биржевой торговли.

Востребованность услуг по управлению обеспечением по результатам опроса оказалась достаточно высокой и охватила практически все возможные виды сервисов. Все участники опроса отметили, что введение услуг по управлению обеспечением будет способствовать повышению эффективности управления активами и распределения ликвидности, а также создаст условия для снижения рисков и минимизации издержек. Основным преимуществом нового сервиса станет возможность замены обеспечения, что позволит привлекать ликвидность на более длительные сроки. Кроме того, это обеспечит развитие рынка репо с корзиной обеспечения и рынка кредитования ценными бумагами.

Наибольшей привлекательностью для участников характеризовались сервисы по замене обеспечения и по возможности заключать сделки с гибко «настраиваемыми корзинами». Ответы отдельных участников указывают, что их интересует не столько репо с корзиной ценных бумаг (что автоматически предполагает возможность замены обеспечения), сколько именно сама возможность замены обеспечения по сделке.

В будущем, по мнению ряда участников, важным преимуществом функционирования данного сервиса станет маржирование по портфелю сделок, что позволит сократить количество компенсационных взносов. Одновременно с этим участники рынка отмечают возможность использования единого интерфейса взаимодействия и операционного сопровождения заключенных сделок с обеспечением.

В качестве потенциальной инфраструктурной организации по управлению обеспечением большинство участников опроса (33 из 45) рассматривают НКО ЗАО НРД, при этом треть опрошенных считают, что данные функции следует выполнять АКБ НКЦ. Многие участники отмечают, что инфраструктурной организацией по управлению обеспечением может быть как НКО ЗАО НРД, так и АКБ НКЦ. Один участник предложил создать условия конкуренции в сфере агентских функций и наделить задачей управления обеспечением сразу несколько организаций (в том числе крупнейшие банки).

Важным в работе организации по управлению обеспечением, с позиции участников опроса, является разработка ею стандартов по управлению обеспечением и их согласование как минимум с крупными участниками рынка. В целях прозрачности контроля обеспечения различными агентами стандарты должны быть едиными и применяться одинаково, вне зависимости от выбора конкретной инфраструктурной организации по управлению обеспечением.

В данных стандартах должны быть указаны методологические допущения при управлении обеспечением, процедуры урегулирования, количественные и качественные требования к организации, управляющей обеспечением, требования к ее бизнес-процессам, бизнес-процессам взаимодействия с компанией, которой оказывается услуга по управлению обеспечением и так далее. В том числе должны быть описаны функции организации по управлению обеспечением.

Стандарты позволят устранить риски недобросовестного управления обеспечением, к числу которых можно отнести несвоевременное проведение расчетов по сделке по вине агента по управлению обеспечением, задержки с взысканием и ликвидацией обеспечения при наступлении кредитного события по вине агента по управлению обеспечением и так далее. Среди прочих рисков, связанных с деятельностью агента по управлению обеспечением, были отмечены: риски концентрации ценных бумаг, риски, связанные с адекватностью дисконтов/гарантийных фондов/лимитов, операционные риски.

Внедрение инструментов по управлению обеспечением затрагивает также вопросы внутреннего учета и системы управления рисками. Практически все участники опроса в качестве основного ограничения системы риск-менеджмента отметили необходимость выставления лимита на организацию по управлению обеспечением. Поскольку в схеме работы с инфраструктурной организацией по управлению обеспечением предполагается, что она будет являться доверительным управляющим обеспечения, объемы операций будут ограничены рамками риск-лимитов, устанавливаемыми в зависимости от рейтинга данной организации, наличия или отсутствия государственной поддержки и так далее.

Основной проблемой при использовании услуг по управлению обеспечением участники опроса назвали сложность в настройках внутренних систем учета и риск-менеджмента. Сложным представляется учет состава «корзины», автоматическое отражение изменений состава «корзины» во внутренних системах, отражение в системах взаимоотношений с третьей стороной (агентом). По мнению участников опроса, при разработке нового сервиса важно обеспечить удобство интерфейсов ввода/вывода информации, возможность их сопряжения с внутренними системами банка. Вместе с тем большинство участников отметили, что сроки перестройки систем учета и риск-менеджмента не превысят 1 года.

Перспективы внедрения услуг по управлению обеспечением с точки зрения структуры денежного рынка участники опроса оценивают оптимистично и допускают возможность значительного увеличения срочности сделок внебиржевого репо. Большинство опрошенных отметили, что введение нового сервиса может частично заменить операции репо на Московской бирже, что приведет к сокращению биржевого сегмента рынка репо, но в незначительных объемах. В качестве важного направления развития денежного рынка участники указали на возможное развитие рынка заимствований ценных бумаг клиентов, а также совершения сделок кредитования ценными бумагами со стороны инфраструктурной организации по управлению обеспечением. При этом для со-

вершения таких сделок потребуются не только инфраструктурные, но и законодательные изменения.

2.5. Правовые препятствия для становления рынка заимствований ценных бумаг

Одним из важных механизмов рыночного обращения активов, которые могут служить обеспечением в сделках на денежном рынке, являются операции займа ценных бумаг. Несмотря на схожесть договора займа ценных бумаг и договора репо, во многих юрисдикциях с развитыми финансовыми рынками данные правовые конструкции существуют одновременно. Из существенных различий между договорами можно отметить, что договор займа ценных бумаг не связан с движением значительного объема денежных средств в отличие от операций репо. Кроме того, различие между операцией репо и займом ценных бумаг заключается в цели операции: операции репо в основном имеют целью предоставление денежных средств (то есть операция экономически эквивалентна кредитованию под залог ценных бумаг); в тех же случаях, когда основной целью операции является получение в собственность ценных бумаг на определенный срок, как правило, сделки оформляются договором займа ценных бумаг. В частности, можно указать несколько основных причин необходимости получения ценной бумаги в заем:

- 1) возможность покрывать короткие позиции;
- 2) осуществление обязанностей маркет-мейкера;
- 3) привлечение ликвидности от третьих лиц через операции репо либо под обеспечение в виде ценных бумаг, полученных по договору займа (например, операции репо с Банком России или с рыночными контрагентами).

Стандартной ситуацией для операций репо является уплата процентов стороной, передающей ценные бумаги с обязательством обратного выкупа. В случае займа ценных бумаг, наоборот, сторона, предоставляющая ценные бумаги в заем, получает вознаграждение. Существует возможность оформления таких сделок через

операции репо с низким объемом финансирования и отрицательной ставкой, но, во-первых, это не подходит для случая нулевого движения денежных средств, что возможно в случае займа ценных бумаг, во-вторых, при такой конструкции используемые понятия не будут соответствовать экономической природе операции.

Учитывая системную необходимость в получении источников краткосрочной ликвидности участниками российского финансового рынка, сделки займа ценных бумаг могут быть востребованы на российском рынке для пополнения участниками своих портфелей активов, используемых в качестве обеспечения по инструментам рублевого и валютного репо, а также кредитов Банка России. Потенциальный объем рынка таких сделок, по экспертным оценкам Национальной фондовой ассоциации (далее – СРО НФА), может быть оценен в 200–400 млрд руб. в год.

В III квартале 2015 г. СРО НФА осуществляла проработку вопроса правового обеспечения сделок займа ценных бумаг на российском рынке. Основным препятствием для совершения таких сделок участниками рынка являются законодательные ограничения, вытекающие из отдельных положений Гражданского кодекса Российской Федерации (далее – ГК РФ). Согласно ч. 1 ст. 807 ГК РФ предметом договора займа могут быть деньги или иные вещи, определяемые родовыми признаками. Вместе с тем, согласно Федеральному закону от 2.07.2013 № 142-ФЗ «О внесении изменений в подраздел 3 раздела I части первой Гражданского кодекса Российской Федерации», к вещам относятся только ценные бумаги в документарной форме, а бездокументарные ценные бумаги (включая акции и облигации) отнесены к иному имуществу. Таким образом, для обеспечения правовых оснований заключения сделок займа ценных бумаг в бездокументарной форме требуется внесение изменений в ГК РФ.

В течение III квартала 2015 г. СРО НФА проводила экспертные обсуждения необходимых изменений в ГК РФ. В частности, в рамках законопроекта «О внесении изменений в ГК РФ» обсуждались изменения в статью 807 ГК РФ, позволяющие передавать в заем любые ценные бумаги, включая ценные бумаги в бездокументарной форме.

3. РЕФОРМИРОВАНИЕ ИНДИКАТОРОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

3.1. Реформирование индикаторов финансового рынка в зарубежных странах¹

3.1.1. Международные реформы Совета по финансовой стабильности и Международной организации комиссий по ценным бумагам

В ответ на недобросовестное поведение банков при предоставлении информации для расчета финансовых индикаторов в июле 2013 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам опубликовала «Принципы финансовых индикаторов». Документ представляет собой международные рекомендации для расчета ценовых рыночных индикаторов и предназначен для органов регулирования и администраторов индикаторов. В 2013 г. Совет по финансовой стабильности (СФС) создал Координационную группу государственного сектора (Official Sector Steering Group, OSSG), состоящую из представителей национальных регуляторов и центральных банков, задачей которой является координация процесса реформирования ключевых финансовых индикаторов (LIBOR, EURIBOR и TIBOR). Также OSSG руководит деятельностью Группы участников финансового рынка (Market Participants Group, MPG), занимающейся изучением вопросов целесообразности внедрения альтернативных финансовых индикаторов и разработкой стратегий перехода к ним.

Впоследствии Совет по финансовой стабильности опубликовал два доклада, содержащих рекомендации по реализации реформ ключевых процентных и валютных индикаторов.

В феврале 2015 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам провела обзор применения обнародованных принципов, который выявил, что все три администратора, ответственные за ключевые финансовые индикаторы (LIBOR, EURIBOR и TIBOR), значительно продвинулись во внедрении принципов по совершенствованию управления индикаторами, а также почти полностью внедрили принципы прозрачности и подотчетности.

Требуется дальнейшая работа по реализации принципов в области структуры финансовых индикаторов, достаточности информации, лежащей в основе индикаторов, и прозрачности их формирования.

Ключевые элементы реформы процентных индикаторов:

- администраторы, участники рынка и органы регулирования должны определить, как улучшить существующие процентные индикаторы, а к концу 2015 г. утвердить изменения;
- должны быть определены потенциальные альтернативные ставки, которыми можно заменить существующие индикаторы;
- ко II кварталу 2016 г. должен быть внедрен хотя бы один альтернативный индикатор.

Прогресс по направлениям реформы отслеживается Советом по финансовой стабильности. Промежуточный доклад с результатами мониторинга предполагается опубликовать в июле 2016 года.

В отношении реформы валютных индикаторов в 2014 г. Совет по финансовой стабильности получил комментарии от представителей рынка, указывающие на недостатки в рекомендациях. Международная организация комиссий по ценным бумагам планирует провести исследование деятельности администраторов валютных индикаторов в начале 2016 года.

В докладе СФС от 9 июля 2015 г. содержится информация о ходе реализации представ-

¹ Материал подготовлен с использованием промежуточного доклада Координационной группы государственного сектора о реализации рекомендаций Совета по финансовой стабильности.

ленных в первом докладе OSSG рекомендаций, касающихся:

- совершенствования существующих финансовых индикаторов и перехода к использованию ставок, основанных на данных по сделкам (так называемых IBOR+),
- разработки альтернативных индикаторов финансового рынка.

О переходе к ставкам IBOR+

В докладе отмечается, что с момента публикации рекомендаций СФС администраторы ключевых финансовых индикаторов проводили обзор методик расчета существующих индикаторов, оценку экономической целесообразности перехода к новым индикаторам, осуществляли сбор информации по сделкам, проводили консультации с участниками финансового рынка.

На сегодняшний день существенные результаты в области совершенствования финансовых индикаторов достигнуты администратором ставки EURIBOR (EMMI). Проект EURIBOR+, предусматривающий переход к расчету ставки на основании данных по сделкам, был запущен еще в 2013 году. К настоящему времени уже завершена разработка методологии расчета, в текущем году планируется начать постепенное внедрение усовершенствованной ставки.

Администратор ставки LIBOR (IBA) опубликовал первый доклад для общественных консультаций и результаты консультаций, разработал вопросник, организовал проведение круглых столов. Очередной этап консультаций планируется запустить в следующем году. В докладе отмечается, что на сегодняшний день у IBA отсутствует план конкретных действий по реформированию ставки LIBOR.

Администратор ставки TIBOR (JBATA) в декабре 2014 г. опубликовал первый доклад для общественных консультаций по результатам переговоров с банками. В дальнейшем планируется провести анализ данных, оценку экономической целесообразности и запустить второй этап консультаций. По итогам планируется выбрать наиболее приемлемый подход к использованию ставки TIBOR+.

Несмотря на то, что рекомендации СФС касаются только трех ключевых индикаторов ми-

ровой финансовой системы, в докладе отмечается, что администраторы других стран (Австралия, Канада, Гонконг, Мексика, Сингапур и ЮАР) также принимают меры по реформированию индикативных ставок, действующих в их юрисдикциях. Так, например, в Сингапуре в 2014 г. Комитет по валютным рынкам провел исследование, по результатам которого были представлены предварительные варианты определения ставки SIBOR+.

О разработке альтернативных индикаторов финансового рынка

В США в ноябре 2014 г. с целью определения возможных вариантов альтернативных ставок и разработки плана дальнейших действий был создан специальный комитет (Alternative Reference Rates Committee), в состав которого вошли представители 15 крупнейших компаний – участников сделок с внебиржевыми деривативами. Представители ФРС и Министерства финансов США являются в комитете членами ex officio. К настоящему времени Комитет рассматривает два возможных варианта альтернативных ставок:

1. Ставка, в основе расчета которой – необеспеченные кредиты «овернайт».

2. Обеспеченные кредиты (ставка по сделкам репо стандартного обеспечения (general collateral repo rate)).

По итогам проведенного в 2015 г. ФРС США анализа данных по сделкам были внесены предложения в Федеральный регистр США в области совершенствования процесса сбора информации. Вместе с тем Федеральный резервный банк Нью-Йорка объявил о том, что после принятия указанных изменений планирует публиковать ставку фондирования «овернайт» (Overnight Bank Funding Rate) на основании данных одновременно по евродолларовым сделкам и сделкам с федеральными фондами².

Страны еврозоны в качестве альтернативной ставки рассматривают ставку репо. В ноябре 2014 г. созданная Европейским советом РЕПО и администратором ставки EURIBOR (EMMI) рабочая группа (Secured Benchmark

² В настоящее время Резервный Банк Нью-Йорка публикует на ежедневной основе эффективную ставку по федеральным фондам.

Indices Joint Task Force) заключила соглашение с потенциальными партнерами (клиринговыми компаниями и другими) о запуске нового проекта по разработке нового индекса репо (New Repo Index). На сегодняшний день проект находится на ранней стадии подготовки, планирует назначить конкурс на выбор уполномоченного по расчету новой ставки. В настоящее время рабочая группа предполагает использование сделок репо с ценными бумагами, принимаемыми ЕЦБ в качестве обеспечения в форме корзин стандартного обеспечения или отдельных ценных бумаг, на условиях централизованного клиринга, совершаемых на электронных торговых площадках.

В Японии в качестве альтернативных ставок рассматриваются ставка по необеспеченным кредитам «овернайт», ставка по сделкам репо стандартного обеспечения, ставка по сделкам своп «овернайт». Обсуждение проходит в рамках встреч специально созданной группы, первое заседание которой состоялось в апреле 2015 года. Результаты исследования, проведенного Банком Японии, показали, что объем сделок по необеспеченным кредитам «овернайт» увеличился с 11 трлн иен в июле 2011 г. до 15 трлн иен в июле 2014 года. По данному виду сделок Банк Японии ежедневно осуществляет сбор информации, на основании которой рассчитывает и публикует соответствующую индикативную ставку (Uncollateralized Overnight Call Rate).

В Великобритании обсуждается вариант использования базовой процентной ставки (Bank of England base rate, Official Bank Rate) или ставки SONIA (ставка по сделкам «овернайт»). В текущем году была также сформирована рабочая группа, которая к концу III квартала 2015 г. планирует представить рекомендации по выбору наилучшей альтернативной ставки для фунта стерлингов. Дополнительно Банк Англии инициировал сбор информации по необеспеченным сделкам «овернайт» напрямую у банков и строительных сообществ с целью представления оснований в пользу использования ставки SONIA.

В Гонконге с целью выявления наиболее приемлемой альтернативной ставки Денежно-кредитное управление Гонконга организовало сбор информации по сделкам репо, сделкам

«своп овернайт» и сделкам с государственными ценными бумагами.

В Канаде эталонной ставкой считается ставка CORRA, рассчитываемая на основании данных по сделкам репо «овернайт» и публикуемая на ежедневной основе с 1997 года. CORRA использовалась также в качестве плавающей процентной ставки по соответствующим выпущенным облигациям (Floating Rate Note). В конце декабря 2014 г. администратором ставки CORRA было назначено агентство Thomson Reuters, к которому от Банка Канады в марте 2015 г. перешли полномочия по расчету и публикации ставки CORRA.

3.1.2. Регулирование финансовых индикаторов в отдельных странах

Европейская комиссия 18 сентября 2013 г. опубликовала проект документа, нацеленного на внедрение системы регулирования для финансовых индикаторов, расцениваемых как значимые для экономики и финансовой стабильности стран ЕС. Планируется ввести требования для администраторов ставок обеспечить надлежащий надзор, прозрачность процесса установления ставок. Предполагается, что под действие закона попадут все индикативные ставки, используемые при осуществлении операций с финансовыми инструментами, допущенными на торговые площадки стран ЕС, в договорах потребительского и ипотечного кредитования, а также при оценке эффективности деятельности инвестиционных фондов. Вводится также понятие критически значимого финансового индикатора для европейской экономики и финансовой стабильности. В настоящее время осуществляются переговоры между Европейским парламентом, Европейской комиссией и Европейским советом с целью принятия окончательного решения по документу.

В Великобритании были внесены изменения в Закон о рынке финансовых услуг (FSMA 2013) и подзаконный акт, в соответствии с которыми предоставление информации и администрирование «определенных финансовых индикаторов» становятся регулируемым видом деятельности. В результате с момента вступления в действие FSMA в апреле 2013 г. адми-

Проведение реформы процентных индикаторов в Великобритании

Реформа ставки LIBOR в Великобритании проходила в несколько этапов:

- В сентябре 2012 г. опубликован так называемый «Обзор Уитли» (Wheatley Review), в котором было предложено дополнять предоставляемую банками для расчета ставки LIBOR информацию о ставках данными фактических транзакций, а также установить требования к процессу предоставления информации. Положения «Обзора Уитли» впоследствии были реализованы в законодательстве Великобритании.
- В 2012 г. установлена уголовная ответственность за умышленное представление заведомо ложной информации для расчета ставки LIBOR.
- С конца июля 2013 г. ставка LIBOR ежедневно рассчитывается только для пяти валют по семи срокам погашения (в общей сложности 35 ставок).
- С 1 февраля 2014 г. функции администратора LIBOR перешли от Британской банковской ассоциации к ICA Benchmark Administration Limited (IBA).

Полномочия и ответственность по надзору за расчетом эталонных ставок переданы Financial Conduct Agency (FCA). Разработкой альтернативных ставок занимается специально созданная Банком Англии рабочая группа, в которую входят ведущие эксперты в области финансовых индикаторов из числа своп-дилеров. Кроме того, в группе представлены Международная ассоциация по свопам и деривативам (ISDA), Банк Англии и FCA. С января 2016 г. запланирован переход на новые индикаторы, основанные на фактических сделках, которые будут альтернативой LIBOR.

нистрирование ставки LIBOR стало подпадать под регулирование Агентства по регулированию поведения на финансовых рынках (FCA) Великобритании. Отныне в соответствии с положениями Руководства (FCA Handbook rules) FCA осуществляет прямой надзор за администратором ставки LIBOR, которым на сегодняшний день является дочерняя организация глобального биржевого оператора (ICE Benchmark Administration)³, и 20 банками, представляющими данные для расчета ставки. Положения Руководства затрагивают вопросы надзорных процедур, контроля и мониторинга данных, перечень лиц, ответственных за направление данных и администрирование ставки LIBOR, а также кодекс поведения для банков, направляющих данные. Закон также предусматривает уголовную ответственность за злоупотребления в процессе формирования индикаторов.

После утверждения документа ЕС по регулированию индикативных ставок панъевропейская система регулирования заменит все существующие нормы в странах ЕС, в том числе в Великобритании.

³ Смена администратора произошла после обвинения в 2012 г. ряда банков в злоупотреблениях в процессе формирования ставки LIBOR. Одним из первых оштрафованных банков стал Barclays. В результате было принято решение назначить нового администратора вместо Ассоциации британских банкиров.

В мае 2015 г. вступили в силу изменения, внесенные в Закон о финансовых инструментах и биржах, закрепившие нормы надзора и регулирования значимых индикативных ставок в Японии и их администраторов. Значимой ставкой была определена JBATA. Администраторы, руководствуясь принципами IOSCO, обязаны сформулировать правила, регулирующие их операционную деятельность, и в дальнейшем соответствовать им, а также утвердить кодекс поведения для лиц, представляющих данные для расчета ставки. Кроме того, закон определяет порядок выездных проверок и надзора администраторов значимых ставок и связанных компаний.

В Канаде федеральное правительство, а также правительства шести провинций и одной территории инициировали создание Единой системы регулирования рынков капитала (Cooperative Capital Markets Regulatory System) и соответствующего органа регулирования⁴. Регулятора планируется наделить, в частности, полномочиями по признанию той или иной индикативной ставки системно значимой и разработке норм регулирования, устанавливающих

⁴ Председатель нового органа регулирования был назначен 24 июля 2015 года.

ограничения и требования к ставкам и их администраторам.

В Гонконге к первой половине 2014 г. были реализованы в полной мере рекомендации в области регулирования индикативных ставок, представленные по итогам обзора по ставке TIBOR, проведенного в 2012 г. Ассоциацией по финансовым рынкам Гонконга (Treasury Market Association, TMA). Рекомендации и принятые меры включали:

- передачу функций администрирования TIBOR новому администратору (TMA);
- разработку Кодекса поведения;
- пересмотр каждые 12 месяцев списка банков, представляющих данные для расчета ставки;
- обеспечение надлежащего надзора за деятельностью администратора;
- прекращение использования индикатора для сроков, по которым наблюдается не большой спрос на рынке.

В Сингапуре проводятся консультации по уже разработанным законодательным нормам, которые планируется внедрить в ближайшее время. Законодательство будет предусматривать уголовную и административную ответственность за злоупотребления в процессе формирования индикаторов. Полномочиями по регулированию будет наделено Денежно-кредитное управление Сингапура. Ожидается, что выбор ключевых ставок, подпадающих под регулирование, будет осуществляться на основании критериев системной значимости и подверженности злоупотреблениям в процессе формирования индикаторов. На сегодняшний день администратором ставки SIBOR является Ассоциация банков Сингапура (Association of Banks in Singapore).

3.2. Основные направления реформирования индикаторов финансового рынка в России

Банк России, в рамках реализации своих функций в качестве регулятора, ответственного за развитие и надзор за деятельностью финансовых рынков, в ближайшее время планирует

разработать и применять в своей деятельности внутренние стандарты оценки качества формирования широко используемых финансовых индикаторов (далее – индикаторы) и качества функционирования организаций, которые занимаются формированием и публикацией таких индикаторов (далее – администраторы).

Исходя из лучших мировых практик и основываясь на принципах, сформулированных IOSCO, Банк России видит свою основную задачу в данном направлении в повышении надежности и прозрачности процессов формирования финансовых индикаторов, снижении рисков злоупотребления в процессе формирования индикаторов.

В целях оказания содействия становлению и совершенствованию системы индикаторов российского финансового рынка, повышения доверия к механизмам формирования индикаторов Банк России 30 сентября 2015 г. опубликовал информационное письмо «Об оценке качества формирования финансовых индикаторов и качества функционирования организаций, осуществляющих формирование финансовых индикаторов».

Необходимым условием предъявления Банком России требований к организации, осуществляющей формирование финансовых индикаторов, является внесение изменений в федеральное законодательство, предусматривающих закрепление за Банком России функций регулирования, надзора и контроля в сфере формирования индикаторов внутреннего финансового рынка, а также утверждение соответствующих стандартов формирования индикаторов и их согласование с участниками финансового рынка.

На первоначальном этапе предлагается осуществлять оценку качества формирования индикаторов и качества функционирования администраторов по ходатайству администратора на добровольной основе. В дальнейшем, по мере накопления опыта и отработки системы подходов к оценке качества индикаторов и администраторов, основные требования к участникам этого процесса планируется установить в соответствующих законодательных и нормативных актах.

Процедуры оценки качества администратора и формируемого им финансового индикатора

тора осуществляются на основании анализа деятельности администратора по формированию финансового индикатора и оценки качества методики формирования финансового индикатора. При этом процедура оценки качества администратора, выполняющего функции организатора торговли, является упрощенной.

С целью выработки наиболее эффективной модели регулирования финансовых индикаторов Банк России проводит работу по следующим направлениям: выделение функций администратора и критериев оценки его качества, формирование порядка отбора индикаторов, порядка наблюдения за процессом форми-

рования финансового индикатора, в том числе выбора инструментов наблюдения, порядка выявления злоупотреблений в процессе формирования индикаторов и оценки достоверности индикаторов.

Результаты оценки качества функционирования администратора и формирования финансового индикатора, проводимой на основании добровольных ходатайств администраторов, будут публиковаться на официальном сайте Банка России в сети Интернет в целях информирования участников финансовых рынков и потребителей финансовых услуг.

ПРИЛОЖЕНИЕ

Регуляторные новации на зарубежном денежном рынке

Регулирование рынка производных финансовых инструментов

Монетарное управление Сингапура (MAS) 1 июля 2015 г. предложило **обязательный централизованный клиринг в отношении процентных свопов** (Interest Rate Swaps) в сингапурских долларах и долларах США. На первом этапе требование об обязательном централизованном клиринге внебиржевых деривативов будет установлено для банков, у которых объем открытых позиций по сделкам с деривативами превышает 20 млрд долл. США. Банкам будет предоставлена возможность осуществлять клиринг сделок с деривативами через национального центрального контрагента (ЦК) либо через иностранные ЦК. Сбор комментариев по предложениям MAS будет проводиться до 31 июля 2015 года.

Международная ассоциация по свопам и производным финансовым инструментам (ISDA) 14 июля 2015 г. опубликовала классификационное письмо (ISDA EMIR Classification Letter), которое должно использоваться контрагентами сделок как шаблон для двустороннего обмена информацией. Письмо состоит из вводной части и приложений с перечнем вопросов, которые позволят сторонам сделки оценить степень соответствия друг друга клиринговым и прочим регулятивным требованиям, действующим в рамках Европейского регулирования рыночной инфраструктуры (EMIR).

Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга (SFC) 17 июля 2015 г. опубликовала консультативный документ, содержащий **изменения в правилах регулирования сделок с ценными бумагами и фьючерсных контрактов**. Изменения касаются требований к капиталу и других пруденциальных требова-

ний для компаний, имеющих лицензию на осуществление сделок с внебиржевыми деривативами. В документе представлены предложения в семи ключевых областях: минимальные требования к капиталу; расчет капитала при управлении рыночным риском; расчет капитала при управлении риском контрагента; внутренние модели; меры, направленные на минимизацию операционного риска; требования к отчетности и уведомлению; технические изменения. Завершение консультативного периода – 16 октября 2015 года.

Европейская комиссия 6 августа 2015 г. приняла регламент, который вводит **обязательный клиринг внебиржевых процентных производных инструментов через центрального контрагента (ЦК)**. Введение обязательного клиринга позволит снизить риски на контрагента. Регламент распространяется на следующие инструменты:

- своп обязательств с плавающей процентной ставкой на обязательства с фиксированной ставкой (Fixed-to-float interest rate swaps, IRS или plain vanilla);
- своп обязательств с плавающей процентной ставкой на обязательства с плавающей ставкой (Float-to-float swaps или basis swaps);
- форвардные соглашения (Forward Rate Agreements, FRA);
- индексные свопы overnight (Overnight Index Swaps, OIS).

Требования по обязательному клирингу вступили в силу через 12 дней после публикации в Официальном журнале ЕС.

Денежно-кредитное управление и Комиссия по ценным бумагам и фьючерсам Гонконга 30 сентября 2015 г. опубликовали совместный консультативный документ **об изменениях в регулировании рынка внебиржевых деривативов**. Он предполагает введение обязательного клиринга определенных стандартизированных процентных свопов, заключаемых между крупнейшими дилерами (определены

типы сделок, которые подлежат обязательному клирингу, лица, которые будут обязаны соблюдать обязательства по клирингу, возможные исключения и смягчение требований, а также необходимость авторизации центральных контрагентов, через которые можно выполнять обязательства по клирингу). Также документ предлагает ужесточить требования к отчетности, охватив все виды внебиржевых деривативов и расширив предоставляемую информацию по сделкам. Требования об обязательной отчетности по сделкам с внебиржевыми деривативами применяются только к тем участникам рынка, у которых суммарный объем открытых позиций по всем видам внебиржевых деривативов превышает 30 млн гонконгских долларов.

Меры по сбору информации о сделках на денежном рынке

Банк Англии 30 июля 2015 г. опубликовал для консультаций **планы по сбору данных по операциям на денежном рынке**. Ожидается, что банки и строительные сообщества будут представлять в Банк Англии на ежедневной основе информацию об обеспеченных и необеспеченных сделках «овернайт», крупные инвестиционные компании – по обеспеченным сделкам (дата, время сделки, процентная ставка, объем, тип обеспечения). Приступить к сбору информации планируется в течение трех месяцев после уведомления в апреле 2016 года. Банк Англии будет использовать эти данные в рамках реформирования расчета бенчмарки денежного рынка без обеспечения – процентной ставки SONIA (Sterling Overnight Index Average). Также предполагается, что при расчете данной ставки будут учитываться двусторонние и проводимые через брокеров операции по размещению депозитов «овернайт» без обеспечения.

Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) 2 сентября 2015 г. опубликовала консультативный документ, подготовленный совместно с Комитетом по платежам и рыночным инфраструктурам (CPMI), **о гармонизации ключевых данных по сделкам с внебиржевыми деривативами** (кроме международных идентификаторов UTI и UPI, уникальных идентификаторов транзакции и продукта). Основная цель доклада –

разработка руководства с определениями для первой группы основных показателей, необходимых для согласованной на международном уровне агрегации данных о сделках. Основное внимание уделено элементам, общим для всех юрисдикций и типов сделок. В частности, в докладе содержится информация о методике гармонизации, а также дан список основных терминов в области внебиржевых деривативов.

Регулирование центрального контрагента

Швейцарский регулятор FINMA 20 августа 2015 г. опубликовал для консультаций **проект постановления по регулированию институтов финансовой инфраструктуры** (FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance). Данный проект затрагивает вопросы обязательного централизованного клиринга и раскрытия информации по операциям с внебиржевыми деривативами, а также включает требования к раскрытию информации по биржевым операциям с ценными бумагами. Проект согласуется с международными стандартами. Сбор комментариев продлится до 2 октября 2015 года.

Европейский орган по регулированию ценных бумаг и рынков (ESMA) 26 августа 2015 г. опубликовал консультативный **доклад по пересмотру статьи 26 технических стандартов, касающейся ликвидационного периода, применяемого в отношении счетов клиентов**. Инициирование консультаций обусловлено обсуждением эквивалентности режимов для центральных контрагентов в США и ЕС (в США минимальный ликвидационный период для финансовых инструментов, кроме внебиржевых деривативов, составляет один день). В докладе предлагается сократить минимальный период до одного дня только для тех случаев, когда маржа по счетам клиентов рассчитывается валовым методом. Согласно текущей редакции статьи 26 ликвидационный период должен составлять как минимум пять рабочих дней для внебиржевых деривативов и два рабочих дня для прочих финансовых инструментов.

ЕЦБ 23 сентября 2015 г. опубликовал **стандарты для центральных контрагентов (ЦК), осуществляющих клиринг процентных свопов, номинированных в иностранной валюте**.

Данные стандарты направлены на сокращение рисков в области клиринга валютно-процентных свопов и являются дополнением к существующим стандартам.

Стандарт «Приемлемые условия для центральных банков». Центральным банкам как участникам рынка следует предоставить исключение в части критериев доступа к ЦК (требования к капиталу), маржинальных требований, взносов в гарантийный фонд, участия в процедуре несостоятельности, объема операций.

Стандарт «Сегрегация и переносимость». Следует обеспечить возможность перевода позиций и связанных с ними активов другому участнику клиринга в связи с несостоятельностью того или иного участника.

Стандарт «Завершение расчетов в деньгах центрального банка: использование инструментов центрального банка». ЦК должны иметь доступ и возможности для использования инструментов центрального банка для завершения денежных расчетов. ЦК должны обмениваться информацией с Евросистемой о наличии доступа к инструментам центрального банка.

Стандарт «Доступ к информации». ЦК следует обеспечить Евросистему следующей информацией о своей деятельности: система управления рисками, финансовая отчетность, права и обязательства участников, затраты на клиринг.

Регулирование брокеров-дилеров

Агентство по регулированию деятельности финансовых институтов США (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 15 сентября 2015 г. опубликовало **Руководство по практике управления риском ликвидности для брокеров/дилеров** (Guidance on Liquidity Risk Management Practices). FINRA рекомендует проведение двухэтапного стресс-тестирования на период в 30 дней с условиями, которые наблюдались при банкротстве других брокеров/дилеров в течение последних 30 лет.

Регулятивные меры в Китае

Комиссия по регулированию рынка ценных бумаг Китая (CSRC) 1 июля 2015 г. **смягчила правила маржинального финансирования**. В частности, отменено требование о принудительной продаже залога брокером в случае, если соотношение стоимости залога и маржинального кредита опускается ниже 130%, а доведение маржи с целью довести указанное соотношение до 150% не производится в течение двух торговых сессий. Новые требования позволяют брокерам сохранять позиции клиентов и самостоятельно согласовывать период, в течение которого клиент осуществляет доведение залога.

Народный банк Китая (НБК) 14 июля 2015 г. ввел **ряд ограничений для зарубежных институциональных инвесторов на доступ к межбанковскому рынку кредитования**. Для доступа на рынок инвесторы должны получить у НБК специальное разрешение для проведения операций купли/продажи облигаций, операций репо, операций кредитования ценными бумагами, форвардных операций, операций «процентный своп» и других операций, разрешенных НБК. Расчеты зарубежных институциональных инвесторов по операциям на межбанковском рынке должны проводиться через НБК или расчетного/депозитарного агента, подотчетного НБК, с открытием счетов в центральном депозитарии ценных бумаг и в рамках торговой валютной системы Китая (China Foreign Exchange Trading System).

Народный банк Китая (НБК) 30 сентября 2015 г. **открыл доступ на межбанковский валютный рынок для иностранных центральных банков, международных финансовых организаций и суверенных фондов**. Доступ к рынку обеспечивается следующими способами: через Народный банк Китая как агента, через участников валютного рынка как агентов, а также прямое участие иностранных центральных банков на валютном межбанковском рынке Китая.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Факторы формирования ликвидности банковского сектора	7
2. Требования Банка России к кредитным организациям	7
3. Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней.....	7
4. Структура открытых позиций на денежном рынке срочностью до 7 дней.....	7
5. Просроченная задолженность по кредитам, депозитам и прочим размещенным средствам	8
6. Объемы привлечения рублей по МБК банками из списка RUONIA и банками вне списка.....	8
7. Ставки привлечения рублей по МБК банками из списка RUONIA и банками вне списка.....	9
8. Привлечение рублей банками с государственным участием из списка топ-6	9
9. Репо с Банком России и свопы срочностью 1 неделя.....	9
10. Дисконты по сделкам репо с различными типами обеспечения	9
11. Динамика компенсационных взносов по сделкам биржевого репо	10
12. Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка.....	10
13. Объем средств, предстоящих к возврату кредитными организациями по второй части сделок репо.....	11
14. Спред между ставкой по простому процентному свопу и кросс-валютному свопу на 1 год.....	11
15. Виды ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения по сделкам репо в иностранной валюте	11
16. Динамика объема открытых позиций на денежном рынке.....	12
17. Частотное распределение двухдневного изменения курса доллара США к рублю	13
18. Частотное распределение двухдневного изменения курса евро к рублю	13
19. Ставки обеспечения и двухдневные CVaR изменения стоимости наиболее ликвидных ценных бумаг на рынке репо с ЦК.....	13
20. Потенциальное рефинансирование банков из списка топ-40 в Банке России.....	14
21. Объемы размещения корпоративных, государственных и муниципальных облигаций	14
22. Отдельные показатели обременения активов стран ЕС	15
23. Задолженность российских банков по операциям репо	15
24. Коэффициент утилизации рыночных активов и задолженность по операциям репо с Банком России.....	16
25. Коэффициенты утилизации рыночных активов 150 банков – крупнейших держателей рыночного обеспечения	16
26. Динамика поправочных коэффициентов по группам эмитентов и по отдельным эмитентам	17
27. Характер системы рефинансирования с точки зрения допуска участников рынка: результаты исследования Банка международных расчетов.....	18
28. Банки, осуществляющие операции репо с Банком России.....	18
29. Принцип работы мультипликатора обеспечения	20
30. Доля вторичного использования обеспечения по сделкам репо	21
31. Концентрация участников по объему вторичного использования обеспечения в рублях.....	21
32. Концентрация участников по объему вторичного использования обеспечения в долларах.....	21
33. Виды ценных бумаг, используемых в качестве обеспечения по сделкам репо	21
34. Типы участников торгов	22

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке.....	8
2. Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по типам инструментов в отчетном периоде	12

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

1. Оптимизация и трансформация обеспечения	23
2. Проведение реформы процентных индикаторов в Великобритании	30

