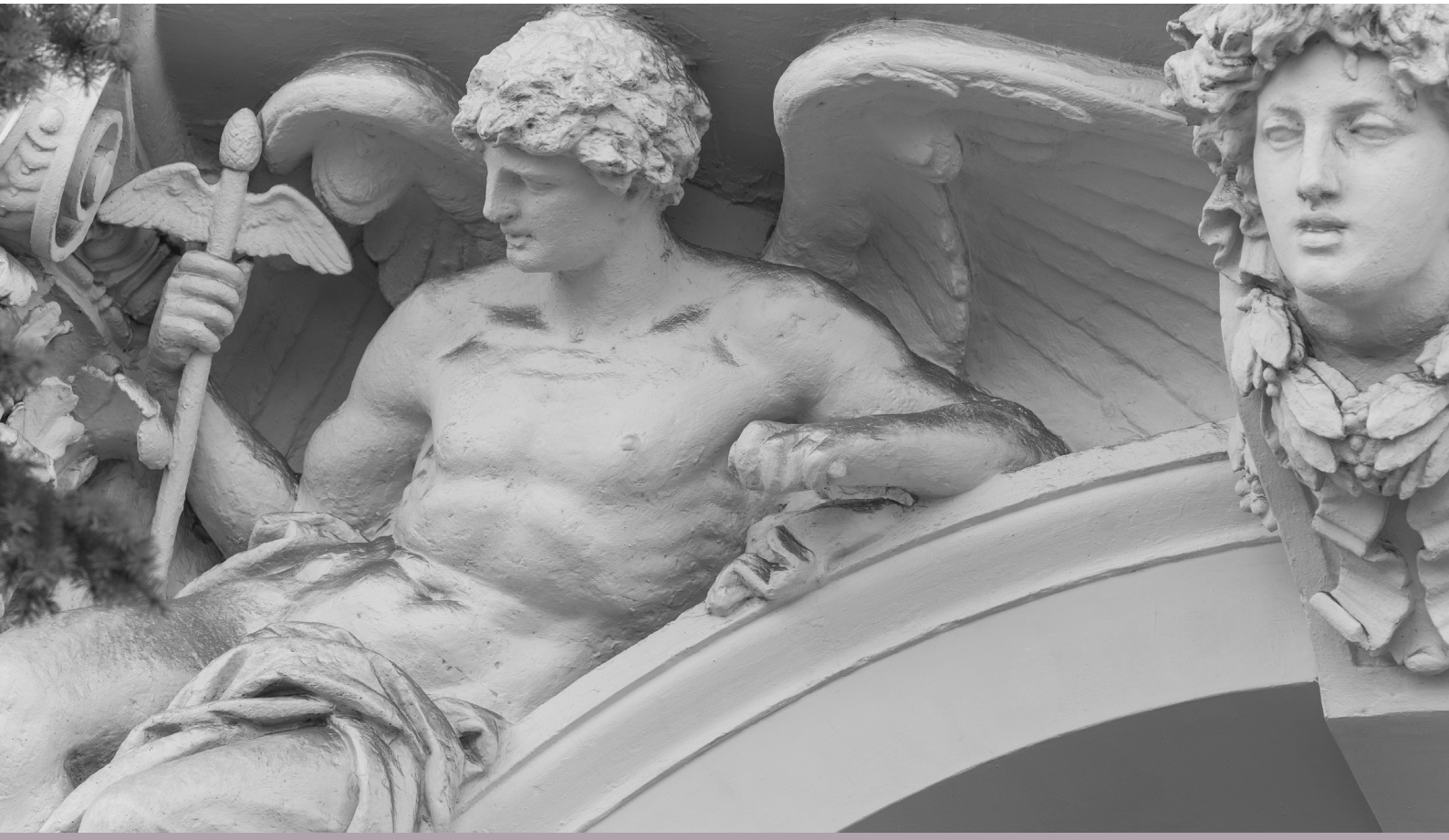
Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№3

II 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 8

1.1. Структура и конъюнктура денежного рынка 8

1.2. Трансмиссия ликвидности на денежном рынке 11

1.3. Характеристика денежного рынка с центральным контрагентом 13

2. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА 15

2.1. Оценка достаточности первоначальной маржи на денежном рынке с центральным контрагентом 15

2.2. Обзор моделей маржирования центральных контрагентов 16

2.3. Финансовая устойчивость центрального контрагента 18

3. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА 22

3.1. Развитие денежного рынка с центральным контрагентом 22

3.2. Результаты текущей деятельности торгового репозитария 23

3.3. Развитие инструментов и технологий на российском денежном рынке 25

3.4. Результаты работы НФА по развитию инфраструктуры и инструментов денежного рынка 26

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ 28

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ 29

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК 29

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.

Обзор не является официальным изданием Банка России, а представляет собой информационно-аналитический материал, посвященный анализу состояния рынка в отчетном периоде. Обзор выходит в форме электронной публикации на русском и английском языках в официальном представительстве Банка России в сети Интернет.

РЕЗЮМЕ

- Конъюнктура денежного рынка во II квартале характеризовалась снижением волатильности и уровня процентных ставок, а также ростом открытых позиций и доли операций, проводимых через ЦК. Рост открытых позиций на денежном рынке был умеренным и наблюдался в сегментах «валютный своп» и МБК преимущественно в связи с привлечением рублей крупными банками. В отчетном периоде они продолжили сокращать спрос на средства Банка России в целях снижения стоимости фондирования, замещая их средствами, привлеченными от других участников денежного рынка. Это приводило к росту спреда между средневзвешенной и минимальной ставками привлечения средств по операциям репо с Банком России в рублях за счет снижения доли крупных банков и, соответственно, увеличения доли прочих банков, предъявляющих спрос на аукционах по более высоким ставкам.
- Покупка Банком России иностранной валюты, наряду с другими факторами формирования ликвидности банковского сектора, способствовала сокращению структурного дефицита ликвидности, что выразилось в снижении задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям рефинансирования. Вместе с этим банки стали более активно использовать операции репо с Федеральным казначейством, однако объем подобных операций существенно уступал объему операций репо с Банком России.
- Банк России провел во II квартале исследование в области наиболее часто используемых в профессиональном сообществе моделей расчета первоначальной маржи как ЦК, так и участниками финансового рынка для оценки собственных рисков по портфелю финансовых инструментов. Большинство исследуемых моделей обладает процикличным характером, выраженным в том, что во время рыночного стресса повышается уровень первоначальной маржи (ставки обеспечения), и участники рынка должны обеспечить поставку дополнительных ликвидных активов, что может стать причиной дефицита ликвидности. В рамках исследования на временном горизонте с 2011 по 2014 год был смоделирован уровень первоначальной маржи по валютной паре USD/RUB по различным моделям. Центральному контрагенту и участникам рынка можно рекомендовать в большей степени использовать модели, предполагающие меньшую процикличность маржи (например, модель минимально ограниченного уровня экспоненциально взвешенного скользящего среднего), при этом обеспечивая в первую очередь финансовую устойчивость своей деятельности.
- Во II квартале 2015 года Банк России регулярно проводил проверку достаточности уровней защиты ЦК для покрытия возможных потерь недобросовестного участника клиринга (дефолтера) путем проведения стресс-тестирования, основные сценарии которого соответствуют международным практикам в области стресс-тестирования ЦК. В первом полугодии 2015 года отношение объема неисполненных обязательств участников клиринга перед Банком «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) (НКЦ) за неделю к среднедневному объему открытых позиций за соответствующую неделю не превышало 1,1%. Регулярно проводимый Банком России анализ рисков НКЦ, присущих его банковской деятельности, свидетельствует о хорошем кредитном качестве инвестиционного портфеля НКЦ (преобладают активы с кредитным рейтингом «инвестиционного уровня») и умеренной концентрации кредитного риска. Структура активов НКЦ представлена преимущественно высоколиквидными активами.

- В целях ограничения системного риска Банком России инициирована реформа регулирования деятельности кредитной организации, осуществляющей функции ЦК, качество управления которой признано Банком России удовлетворительным. Реформа предполагает:
  1) создание унифицированной структуры уровней защиты ЦК на рынках, обслуживаемых ЦК;
  2) введение особого режима расчета обязательных нормативов для ЦК.

  Реализация реформы регулирования деятельности ЦК позволит:
  1) сохранить финансовую устойчивость ЦК при значительных рыночных шоках и дефолтах участников клиринга;
  2) локализовать дефолт участника клиринга в рамках одного рынка и тем самым снизить системные риски на финансовом рынке в целом;
  3) более эффективно оценивать риски, присущие деятельности ЦК;
  4) приблизить деятельность ЦК к международным практикам регулирования ЦК;
  5) сформировать транспарентную для участников клиринга систему риск-менеджмента такого ЦК.
- После 1 октября 2015 года Россия присоединится к группе стран, в которых обязанность отчетности в репозитарий существует у всех финансовых институтов – резидентов по всем видам производных финансовых инструментов (ПФИ). Одновременно вводятся новые формы для сбора сведений по маржевым суммам, справедливой стоимости и обеспечению. В соответствии с общемировой тенденцией по глобальной синхронизации требований к отчетности по внебиржевым сделкам с 1 июля 2016 года все сведения по сделкам, направляемые в репозитарий, должны будут содержать уникальный код идентификации договора (UTI). Порядок формирования и присвоения уникального кода идентификации договора предложен Банком России для обсуждения.

ПЕРЕЧЕНЬ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Меры Банка России

Снижена ключевая ставка: 30 апреля 2015 года – с 14,0 до 12,5% годовых, 15 июня – до 11,5% годовых.

С 1 июня 2015 года приостановлены сделки валютного репо на срок 364 дня до нового уведомления.

Принято решение о проведении с 13 мая 2015 года регулярных операций по покупке иностранной валюты на внутреннем валютном рынке с целью пополнения международных резервов.

Повышена стоимость рефинансирования в иностранной валюте (10 и 20 апреля 2015 года). Минимальная ставка на аукционах валютного репо на сроки 1 неделя и 28 дней повышена до уровня LIBOR +2 п.п., на 12 месяцев – LIBOR + 2,5 процентного пункта. Минимальная процентная ставка для кредитных аукционов под залог кредитов в иностранной валюте на срок 28 дней повышена до уровня LIBOR + 2,25 п.п., на срок 365 дней – LIBOR + 2,75 процентного пункта.

С 16 июня 2015 года дополнена система инструментов денежно-кредитной политики аукционами «валютный своп» «тонкой настройки» по покупке долларов и евро за рубли на срок от 1 до 2 дней.

Принято решение повысить с 10 сентября 2015 года коэффициент усреднения, используемый банками для расчета усредненной величины обязательных резервов, с 0,7 до 0,8. Для небанковских кредитных организаций, осуществляющих депозитно-кредитные операции, коэффициент с 10 сентября 2015 года будет повышен с 0,7 до 1,0.

Внесены изменения в нормативные акты Банка России, связанные с уточнением методики оценки качества управления ЦК в части внутреннего контроля и корпоративного управления ЦК и установлением требований к клиринговой организации, в том числе осуществляющей функции ЦК, к управлению рисками при осуществлении клиринговой деятельности (подробнее в подразделе 3.1).

Аукционы Минфина РФ по размещению ОФЗ

Во II квартале 2015 года Минфин РФ провел 24 аукциона по размещению ОФЗ, совокупный объем размещения ОФЗ по номиналу составил 245,8 млрд руб. (ОФЗ-ПК – 132,6 млрд руб., ОФЗ-ПД – 113,2 млрд руб.).

События на Московской Бирже

С 1 июня 2015 года расширен инструментарий фондового и денежного рынков: введены единый цикл расчетов Т+1 по ОФЗ с частичным депонированием и новый режим торгов крупными пакетами ОФЗ; изменен принцип проведения дискретных аукционов по торгуемым акциям; в рамках режима основных торгов для ОФЗ и акций введены аукционы открытия и закрытия вместо предторгового и послеторгового периодов; расширен список бумаг, допущенных к торгам с частичным обеспечением; в режиме репо с ЦК и режиме переговорных сделок (РПС) с ЦК предоставлена возможность заключения сделок с расчетами в долларах США и евро наряду с расчетами в рублях; на рынке Т+ предоставлена возможность заключения сделок с иностранными ценными бумагами с расчетами в долларах США наряду с расчетами в рублях.

С 8 июня 2015 года снижены минимальные ставки обеспечения по инструментам валютного рынка (с 11 до 9%), фондового рынка (по наиболее ликвидным акциям – с 18 до 15%, по ОФЗ – на 1–5 п.п.) и срочного рынка (размер минимального базового первоначального обеспечения по фьючерсу на пару «доллар США – российский рубль» – с 11 до 9%, по фьючерсу на индекс РТС – с 15 до 10%, по фьючерсу на индекс ММВБ – с 14 до 10%).

С 11 июня 2015 года расширен список ценных бумаг, доступных участникам при проведении операций репо с ЦК (к заключению сделок допущен 41 выпуск корпоративных облигаций).

Регуляторные новации на зарубежном денежном рынке

- Центральный банк Мексики 17 апреля 2015 года объявил о введении новых правил торговли по 28-дневным процентным свопам, на которые приходится 90% торговли деривативами в Мексике. Правила предполагают, что все операции со свопами должны проводиться через электронные торги или биржи, а также ЦК, авторизованные центральным банком. Правила вступают в силу в апреле 2016 года.
- Европейский орган надзора за ценными бумагами и рынками (ESMA) 29 апреля 2015 года опубликовал список из 10 признанных иностранных ЦК: SX Clear (Futures) Pty Ltd, ASX Clear Pty Ltd, HKFE Clearing Corporation Limited, Hong Kong Securities Clearing Company Limited, OTC Clearing Hong Kong Limited, SEHK Options Clearing House Limited, Japan Securities Clearing Corporation, Tokyo Financial Exchange Inc, Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited and The Central Depository (Pte) Limited. Это означает, что выполнены необходимые требования EMIR, в частности законодательство и надзорные механизмы третьих стран (в данном случае – Австралии, Гонконга, Японии и Сингапура) признаны эквивалентными требованиям ЕС, а с надзорными органами заключены соглашения о сотрудничестве. Признание ЦК со стороны ESMA позволяет им предоставлять соответствующие услуги клиринговым членам и торговым площадкам, зарегистрированным в ЕС.
- Европейская ассоциация клиринговых организаций (European Association of CCP Clearing Houses, EACH) 30 апреля 2015 года опубликовала доклад о наилучших практиках стресс-тестирования ЦК. Правилами EMIR в целях надлежащего управления рисками предусматривается стресс-тестирование ЦК, при осуществлении которого учитываются как экстремальные, так и наиболее вероятные сценарии. В соответствии с докладом EACH, ЦК рекомендовано:
    - проводить стресс-тесты с использованием как исторических данных, так и гипотетических сценариев, а также принимать во внимание риски, возникающие в связи с осуществлением деятельности ЦК;
    - на постоянной основе совершенствовать методики осуществления стресс-тестов с учетом собственных технических и технологических особенностей, а также с учетом имеющихся количественных данных;
    - раскрывать всем заинтересованным сторонам информацию о проводимых стресс-тестах в соответствии с методологией, определенной документами Комитета по платежам и рыночным инфраструктурам (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI).
- Комиссия по ценным бумагам и инвестициям Австралии (ASIC) 28 мая 2015 года предложила проект правил по реализации требований к централизованному клирингу для ряда внебиржевых производных финансовых инструментов. Проект предложений разработан в рамках реализации обязательств «Группы 20» по реформированию рынка внебиржевых деривативов. Консультации по проекту проходили до 10 июля 2015 года. Основные предложения ASIC заключаются в следующем:
    - австралийские и иностранные клиринговые субъекты (финансовые организации с объемом обязательств по деривативам свыше 100 млн долларов США) должны осуществлять обязательный централизованный клиринг при проведении операций друг с другом и с иностранными дилерами (дилеры по свопам, которые подпадают под регулирование CFTC или SEC).
    - процесс централизованного клиринга будут обязаны проходить только некоторые процентные деривативы (Fixed-to-Floating свопы, базисные свопы, индексные свопы overnight и форварды на процентную ставку);
    - требования к клирингу будут применяться с апреля 2016 года.

- Монетарное управление Сингапура 3 июня 2015 года опубликовало для консультаций предложения по мерам, нацеленным на укрепление внебиржевого рынка производных инструментов. В качестве основных мер предлагается введение лицензирования для проведения операций на внебиржевом рынке производных инструментов, а также установление минимального размера капитала в объеме 1 млн сингапурских долларов для участников, не являющихся членами клиринговых организаций, и в объеме 5 млн сингапурских долларов для участников, являющихся членами клиринговых организаций.
- ЕАСН 9 июня 2015 года опубликовала дополнение к декабрьскому докладу по эффективным режимам самооздоровления и урегулирования несостоятельности ЦК. Дополнение освещает вопросы о требованиях к совокупной способности ЦК поглощать убытки (TLAC), о дополнительных предоплаченных финансовых средствах для урегулирования несостоятельности, о дисконтах по первоначальной марже (initial marging haircutting), о роли надзорных органов в процессе урегулирования несостоятельности.
- Европейское банковское управление (EBA) 10 июня 2015 года опубликовало второй консультативный документ по проекту регулятивно-технических стандартов по маржинальным требованиям по сделкам с деривативами, не проходящим централизованный клиринг. В данном документе дается методика расчета первоначальной и вариационной маржи (передача маржи третьей стороне, понятие нефинансового контрагента, понятие свопов с ипотечными облигациями, концентрация лимитов по суверенным долговым ценным бумагам, требования к документации по сделкам, минимальное кредитное качество залогового обеспечения, модели для первоначальной маржи, дисконты по валютному фиксингу, критерии для исключений внутри группы).

1. КОНЪЮНКТУРА И ТЕНДЕНЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

1.1. Структура и конъюнктура денежного рынка

Структура и конъюнктура денежного рынка во II квартале 2015 года определялась двумя основными факторами – снижением ключевой ставки Банка России и спадом волатильности финансовых рынков. Рост открытых позиций на денежном рынке был умеренным и наблюдался в сегментах «валютный своп» и МБК (рис. 1).

Доля открытых позиций по свопам в общем объеме позиций на денежном рынке продолжила тенденцию к росту. Открытые позиции по операциям репо не демонстрировали выраженной тенденции (рис. 2).

Рост открытых позиций по валютным свопам и МБК в основном объясняется сделками

Рисунок 1

Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней (млрд руб.)

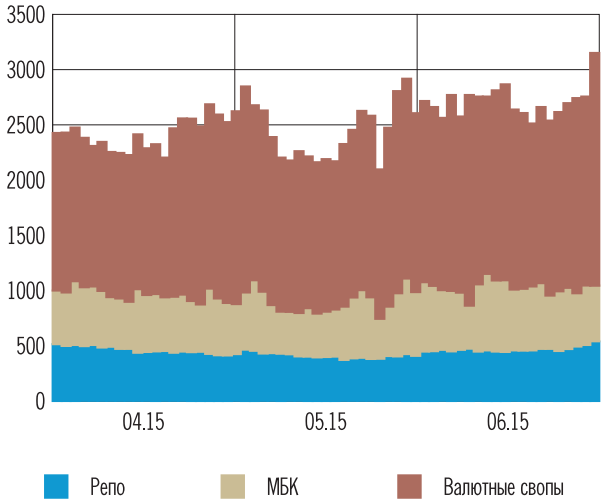


Рисунок 2

Структура открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней (%)

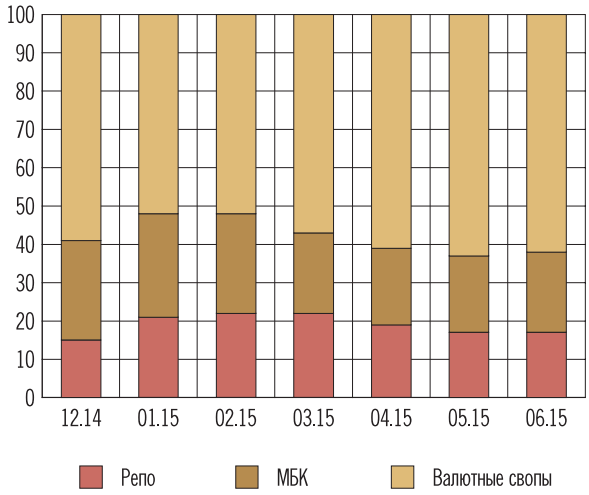


Рисунок 3

Операции репо с Банком России (млрд руб.)

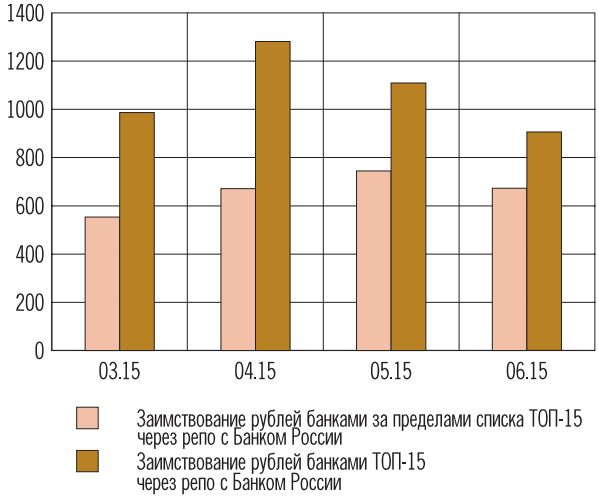
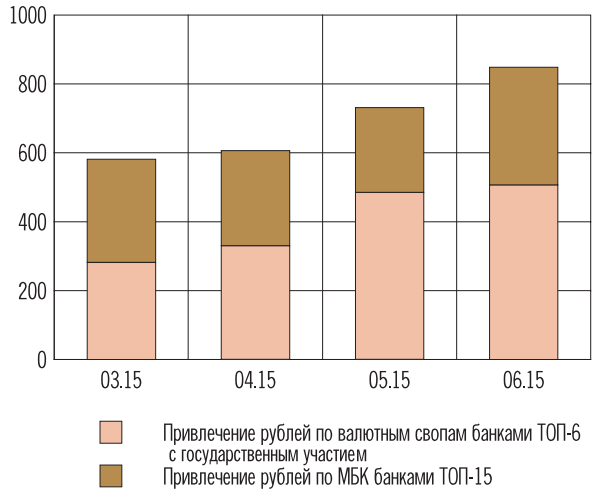


Рисунок 4

Привлечение рублей на денежном рынке крупными банками (млрд руб.)



привлечения рублей крупными банками, которые продолжают сокращать спрос на средства Банка России и замещают их средствами, привлеченными от других участников денежного рынка (рис. 3, 4). Так, банки с государственным участием списка ТОП-6 во II квартале резко увеличили открытые позиции по валютным свопам. Банки из ТОП-15, куда помимо госбанков входят крупнейшие частные банки и дочерние структуры иностранных банков, значительно увеличили заимствования рублей на МБК.

Несмотря на сокращение объема привлечения рублевой ликвидности у Банка России со стороны крупных банков (в среднем на 375 млрд руб. по репо с апреля по июнь), наблюдается увеличение объема привлечения со стороны остальных банков (в среднем на 118 млрд руб. с марта по июнь), сопровождающееся в конце II квартала 2015 года ростом объемов операций репо по фиксированной ставке. В силу более высокой доходности активов и стоимости пассивов, в частности стоимости привлечения средств на межбанковском рынке (рис. 5), банки за пределами списка ТОП-15 менее чувствительны к стоимости привлечения средств от Банка России и готовы предъявлять спрос по относительно более высоким ставкам, чем банки из ТОП-15. Это способствовало увеличению среднего уровня ставок на аукционах репо (рис. 6). Тем не менее в целом во II квартале наблюдалось сокращение спроса банков на рефинансирование Банка России, что свидетельствует о снижении дефицита рублевой ликвидности (подробнее в подразделе 1.2).

Во II квартале 2015 года кредитные организации стали более активно привлекать средства Федерального казначейства посредством операций репо (рис. 3). Сделки репо с Федеральным казначейством имеют срочность «овернайт» и в этом отношении являются альтернативой сделкам репо по фиксированной ставке с Банком России. Средневзвешенная ставка репо с Федеральным казначейством на протяжении II квартала 2015 года незначительно превышала минимальную ставку недельных аукционов репо Банка России и была ниже средневзвешенной ставки репо Банка России в силу ограниченного спроса на данные операции. Это в свою очередь связано с более жесткими требованиями к обеспечению по сделкам репо: перечень обеспечения, принимаемого по операциям репо Федерального казначейства, куда входят исключительно облигации федерального займа, существенно уже, чем список ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения Банком России, в который также входят корпоративные облигации, еврооблигации и акции. Средний объем задолженности по репо с Федеральным казначейством составлял во II квартале 2015 года 57 млрд руб., в то время как средний объем задолженности по операциям репо с Банком России составлял 1,9 трлн рублей.

В целом ставки денежного рынка продолжили снижаться во II квартале 2015 года вслед

Рисунок 5

Ставки заимствований на рынке МБК (%)

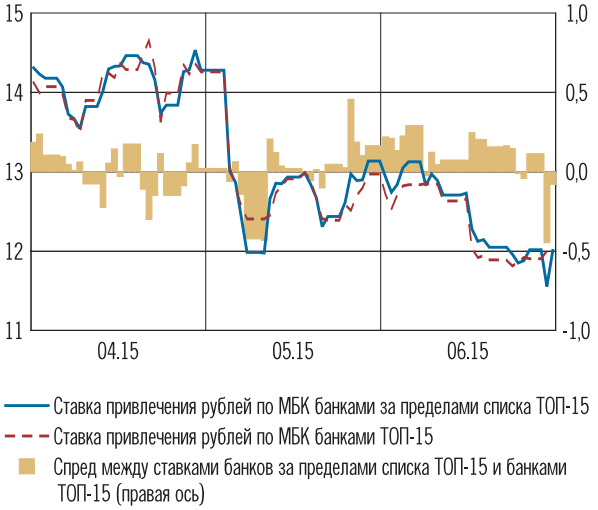


Таблица 1

Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке (млрд руб.)

Сегмент	Среднемесячные открытые позиции		
	04.15	05.15	06.15
МБК	501	485	561
Репо	459	406	462
Валютный своп	1478	1518	1679
Денежный рынок	**2 439**	**2 408**	**2 703**

Рисунок 6

Ставки по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством (%)

Рисунок 8

Дисконты по сделкам репо с различными типами обеспечения (%)

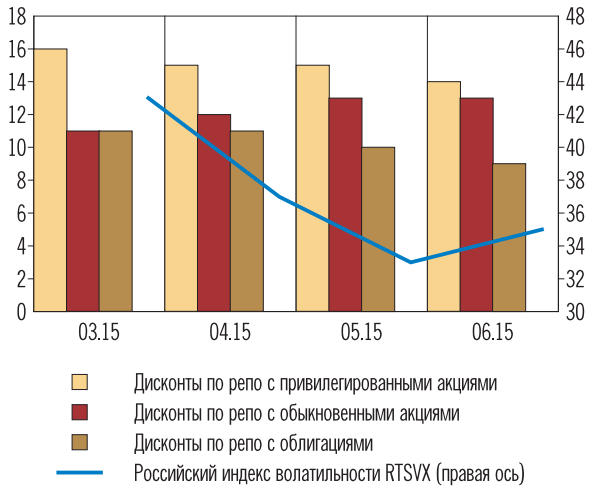
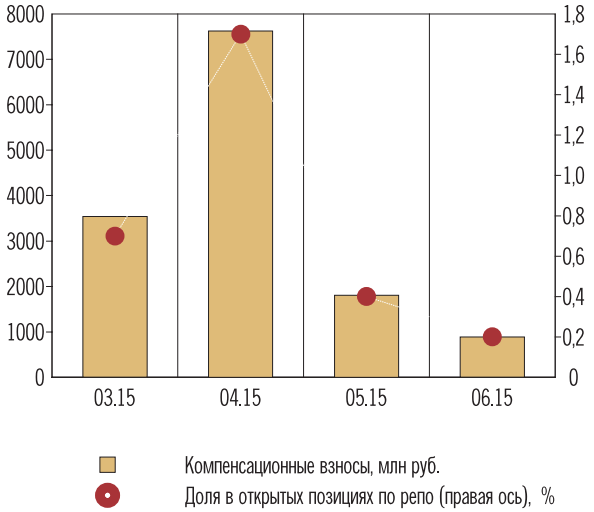


Рисунок 7

Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка (%)

Рисунок 9

Динамика компенсационных взносов по сделкам биржевого репо с «маржин коллами»



за снижением ключевой ставки Банка России (рис. 6). Как и в I квартале, ставки находились преимущественно в верхней части процентного коридора Банка России (рис. 7).

На фоне снижения рыночной волатильности и ставок наблюдалось сокращение рисков операций на денежном рынке. Дисконты по операциям репо под залог облигаций и привилегированных акций снижались (рис. 8). Во II квартале 2015 года произошел некоторый рост дисконтов по операциям репо под залог обыкновенных акций, что связано с оценкой рынком рисков отдельных эмитентов и контрагентов по сделкам.

Компенсационные взносы по операциям репо снижались в мае-июне, достигнув своего минимума с декабря 2014 года (рис. 9). Исключение составил апрель 2015 года, когда компенсационные взносы были выше по сравнению с декабрем 2014 года из-за отдельных сделок между брокерами и банками. Таким образом, увеличение компенсационных взносов в апреле было вызвано ограниченным числом сделок и не несло системного риска.

О снижении рисков на рынке МБК можно судить по спреду между Mosprime и Roisfix (рис. 10), который продолжил сужаться во II квартале, достигнув значений начала августа 2014 года. Подобная ситуация характерна и для своп-разницы базисного свопа «доллар США – российский рубль», которая уменьши-

Рисунок 10

Спред между Mosprime и Roisfix срочностью 1 неделя (%)

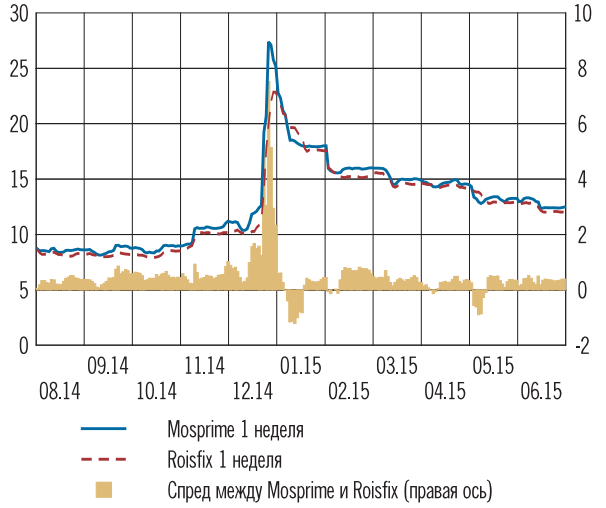


Рисунок 11

Своп-разница по сделкам базисный своп «доллар США – российский рубль» срочностью 1 год (базисных пунктов)

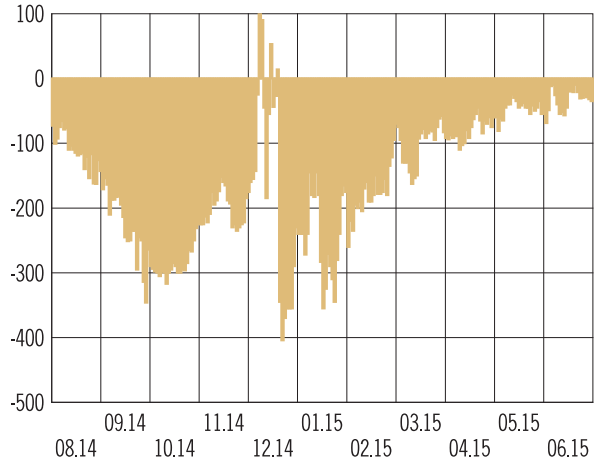


Рисунок 12

Задолженность кредитных организаций перед Банком России и Федеральным казначейством (млрд руб.)

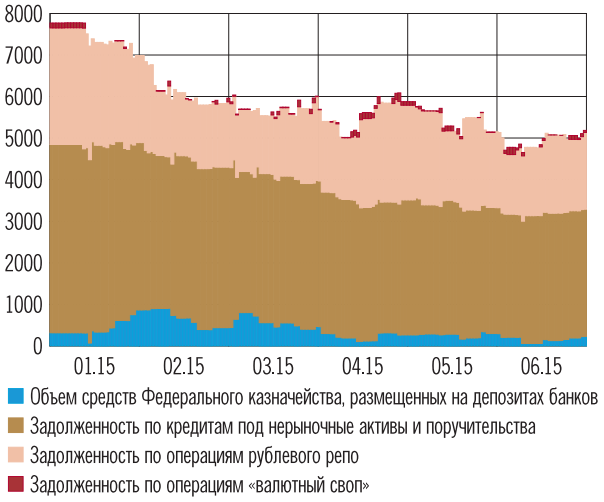
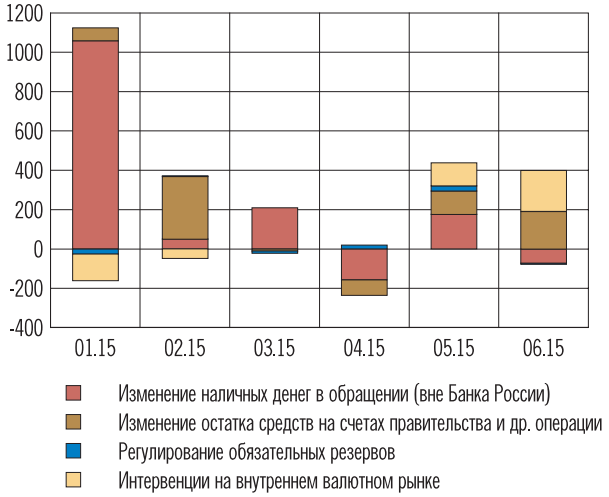


Рисунок 13

Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора (млрд руб.)



лась до уровня начала августа (рис. 11). Это свидетельствует о нормализации ситуации с валютной ликвидностью и, следовательно, ослаблении рисков контрагента по сделкам «валютный своп».

1.2. Трансмиссия ликвидности на денежном рынке

На протяжении II квартала 2015 года структурный дефицит ликвидности снижался, что выражалось в сокращении объема рублевого рефинансирования, предоставляемого кредитным организациям Банком России. Задолженность по кредитам, обеспеченным нерыночными активами и поручительствами, уменьшилась с 3,5 до 3,1 трлн руб., задолженность по операциям рублевого репо – с 2,0 до 1,8 трлн руб. (рис. 12).

Сокращению структурного дефицита ликвидности благоприятствовала динамика автономных факторов ликвидности: превышение расходов бюджета над доходами и проведение Банком России операций по покупке иностранной валюты во II квартале 2015 года (рис. 13). Совокупное воздействие автономных факторов на ликвидность за II квартал составило +0,5 трлн руб., при этом наиболее значимым

Рисунок 14

Структура сделок, заключенных между кредитными организациями на различных сегментах денежного рынка (%)

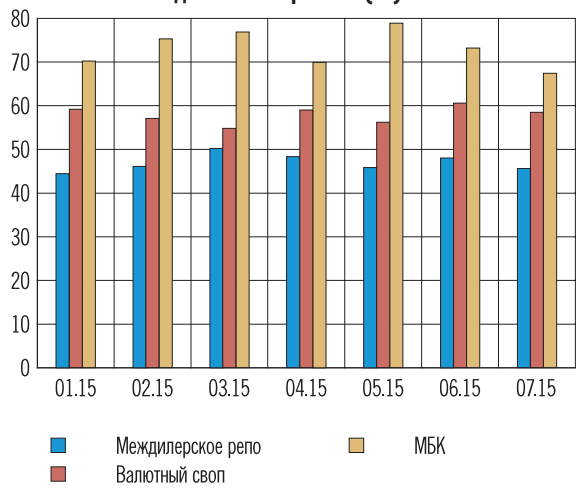
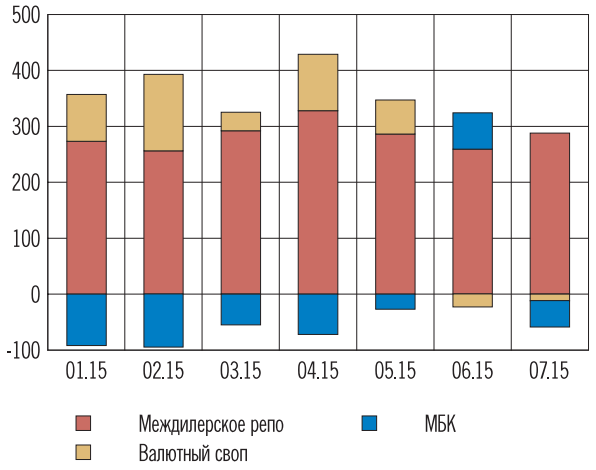


Рисунок 15

Нетто-позиция* российского банковского сектора на различных сегментах денежного рынка (млрд руб.)



** «+» — чистое кредитование, «-» — чистое заимствование.*

фактором стала покупка валюты Банком России (+0,3 трлн руб.).

Кроме того, сокращению задолженности по операциям репо с Банком России способствовало увеличение востребованности нового инструмента привлечения ликвидности – операций репо с Федеральным казначейством с корзиной ОФЗ. Отдельные сделки репо с Федеральным казначейством проходили в I квартале 2015 года, однако их объем был незначителен. Во II квартале максимальный объем предоставленных средств по данному инструменту доходил до 150 млрд руб. (что соответствовало установленному лимиту отбора заявок).

С точки зрения перераспределения ликвидности внутри банковской системы значимость различных сегментов денежного рынка варьируется. Наибольший объем сделок между российскими кредитными организациями характерен для рынка МБК[1]: на него приходилась 67%-ная доля объемов операций по состоянию на конец II квартала 2015 года (рис. 14). Доля сделок между банками на рынке «валютный своп» на протяжении II квартала оставалась на более низком уровне (около 60%), однако в абсолютном выражении объем данных сделок превышал объем сделок МБК между кредитными организациями (1,2 трлн руб. против 0,4 трлн руб.) ввиду большего объема сегмента валютных свопов (см. подраздел 1.1). Наименьшей долей (47% на конец II квартала), а также наименьшим объемом сделок между банками (0,3 трлн руб.) характеризовался сегмент междилерского репо.

Рынок междилерского репо имел большее значение с точки зрения перераспределения ликвидности между банковским сектором и прочими участниками рынка. На протяжении II квартала 2015 года объем нетто-кредитования банками прочих участников рынка посредством операций междилерского репо устойчиво находился на уровне 0,3 трлн руб. (рис. 15). В других сегментах денежного рынка нетто-позиция отличалась меньшей величиной и более высокой волатильностью. На рынке «валютный своп» во второй половине II квартала 2015 года нетто-позиция банковского сектора стала отрицательной (то есть банки стали нетто-заемщиками рублевых средств): сокращая объем заимствований у Банка России, банковский сектор стал использовать рынок «валютный своп» для привлечения рублевой ликвидности. На рынке МБК на протяжении большей части II квартала 2015 года банки сохраняли отрицательную нетто-позицию, не превышающую 0,1 трлн рублей. За счет устойчивой положительной нетто-позиции на рынке междилерского репо банковский сектор на рассматриваемых сегментах денежного рынка выступал как нетто-кредитор, однако за квартал величина нетто-кредитования сократилась с 0,4 до 0,3 трлн рублей.

[1] *Для рынка МБК доля сделок между кредитными организациями не равна 100%, в частности в связи с наличием операций с нерезидентами.*

В целом сложившуюся структуру перераспределения рублевой ликвидности на денежном рынке можно охарактеризовать как достаточно устойчивую к шокам. Наибольший объем сделок носит обеспеченный характер и проходит на организованном рынке (валютный своп, междилерское репо), а шоки на рынке межбанковского кредитования могут быть компенсированы за счет доступности системы рефинансирования Банка России для большей части его участников.

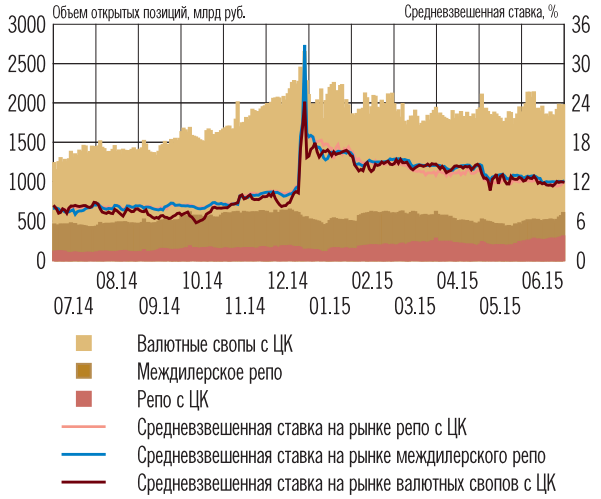
1.3. Характеристика денежного рынка с центральным контрагентом

В течение II квартала 2015 года 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 июне 2015 года по сравнению с апрелем 2015 года среднедневной объем открытых позиций участников клиринга увеличился на 9%, с 1545 до 1691 млрд руб. (рис. 16). Ключевым фактором указанного увеличения является рост объема открытых позиций на рынке репо с ЦК, в том числе по причине расширения возможностей участников торгов на указанном рынке.

В июне 2015 года среднедневной объем операций репо с ЦК достиг максимального значения с момента запуска торгов на указанном сегменте денежного рынка в феврале 2013 года и составил 223 млрд руб., а среднедневной объем открытых позиций на рынке репо с ЦК впервые превысил среднедневной объем открытых позиций на рынке междилерского репо без ЦК, составив 262 млрд рублей.

Рисунок 16

Динамика объемов открытых позиций на денежном рынке



На увеличение объема торгов и открытых позиций оказало влияние предоставление участникам возможности заключать сделки с расчетами в долларах США и евро, а также удлинение срока сделок до семи дней. Данное обстоятельство позволило участникам эффективно размещать остатки денежных средств в иностранной валюте и получать рефинансирование на короткие сроки по рыночным ставкам. При этом удлинение сроков сделок на рынке репо с ЦК синхронизирует сроки привлечения и размещения денежных средств со сроками, используемыми Банком России на аукционах по предоставлению рублевой ликвидности. В июне 2015 года среднедневной объем открытых позиций по сделкам репо с ЦК с расчетами в долларах США и евро составил 59 млн руб., а по сделкам со сроком 7 дней – 596 млн рублей.

Увеличение объема торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК обусловлено также допуском новых инструментов к операциям репо с ЦК. Во II квартале 2015 года к обращению на рынке репо с ЦК на условиях частичного обеспечения были допущены 44 новых выпуска

Таблица 2

Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по инструментам, допущенным к торгам в отчетном периоде (млрд руб.)

Наименование	Среднедневной объем открытых позиций	Объем торгов
Российские акции[1]	0,1	1,9
Корпоративные облигации	0,5	27,4

[1] При расширении линейки инструментов на условиях частичного обеспечения новые акции 24 российских эмитентов начали торговаться с 1.06.2015.

Таблица 3

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		
	04.15	05.15	06.15	04.15	05.15	06.15
Иностранные акции	10,4	3,6	9,7	229,2	64,8	191,4
Иностранные облигации	39,6	37,8	56,1	824,7	637,4	1033,8
Российские акции	88,6	97,5	112,0	1873,3	1 635,2	2031,3
Российские облигации	72,6	55,9	83,9	1480,2	977,6	1434,1

корпоративных облигаций, 24 акции российских компаний, а также паи 11 биржевых инвестиционных фондов. Информация по открытым позициям и объемам торгов по указанным инструментам приведена в таблице 2.

Сделки с паями биржевых инвестиционных фондов на рынке репо с ЦК во II квартале 2015 года не заключались.

Объем сделок репо с российскими акциями в июне 2015 года по сравнению с апрелем 2015 года увеличился на 8%, с корпоративными облигациями – снизился на 3% (табл. 3). Среднедневной объем открытых позиций по операциям репо с российскими акциями и корпоративными облигациями увеличился на 26 и 16% соответственно. В структуре объема торгов на рынке репо с ЦК сделки с российскими акциями составили 45%, а с корпоративными облигациями – 31%.

2. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

2.1. Оценка достаточности первоначальной маржи на денежном рынке с центральным контрагентом

Уровень рисков на денежном рынке с ЦК определяется в том числе уровнем достаточности ставок обеспечения. Проведенный Банком России в отчетном периоде анализ достаточности ставок обеспечения показал, что ставки обеспечения по наиболее ликвидным инструментам, торгуемым на денежном рынке, устанавливались на уровне, превышающем значение двухдневного роста/падения (расчетное значение показателя $CVaR_{99\%}^{2\,дня}$) стоимости данных инструментов на рынках репо и валютных свопов с ЦК (рис. 17–19).

По мере снижения уровня волатильности на российском финансовом рынке НКЦ снижал ставки обеспечения по инструментам, торгуемым с частичным обеспечением на рынках ПАО Московская Биржа, в соответствии с методиками определения риск-параметров биржевых рынков и принципами расчета первоначального обеспечения. В июне 2015 года НКЦ снизил ставки обеспечения по инструментам валютного рынка с 11 до 9%. На фондовом рынке по наиболее ликвидным акциям снижение ставки обеспечения составило 3 п.п. (с 18 до 15%), по ОФЗ ставки обеспечения снизились на 1–5 процентных пунктов. На срочном рынке ставки обеспечения по фьючерсу на индекс РТС и фьючерсу на индекс ММВБ снизились с 15 до 10% и с 14 до 10% соответственно.

Проведенный Банком России анализ достаточности ставок обеспечения по новым допущенным инструментам на рынок репо с ЦК на условиях частичного обеспечения показал, что некоторые ставки обеспечения устанавливались на уровне ниже значения потенциального рыночного шока, рассчитанного на основе показателя CVaR как за 1 год, так и за II квартал 2015 года. При этом иных ресурсов, входящих в структуру уровней защиты ЦК, достаточно для покрытия указанного рыночного шока в случае дефолтов участников клиринга.

Кроме того, следует отметить, что в НКЦ имеется механизм, позволяющий в соответствии с правилами клиринга осуществлять

Рисунок 17

Частотное распределение двухдневного изменения курса доллара США к рублю

Рисунок 18

Частотное распределение двухдневного изменения курса евро к рублю

Рисунок 19

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

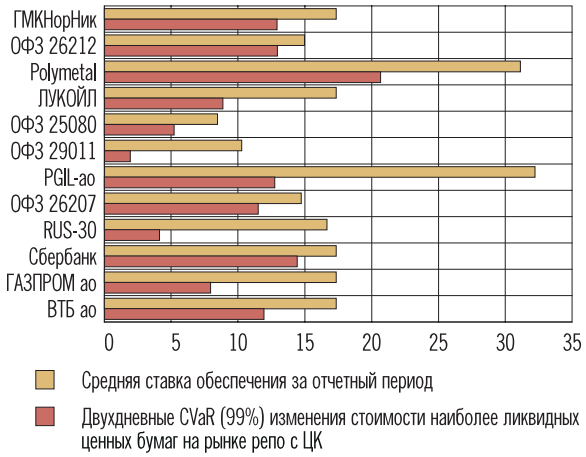
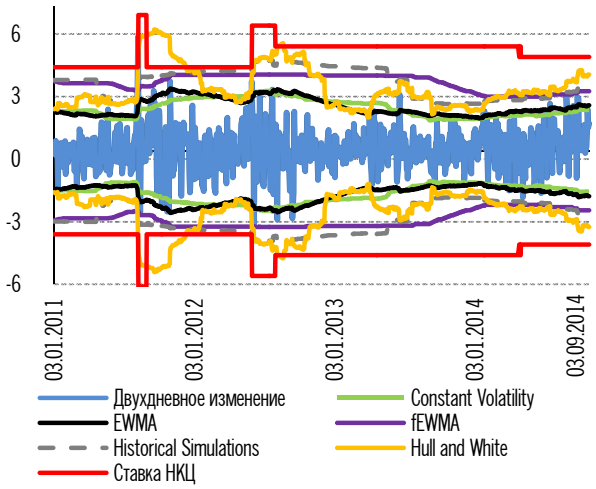


Рисунок 20

Двухдневное изменение валютной пары USD/RUB и модели первоначальной маржи (%)



(в том числе внутри торгового дня) сдвиг границ диапазона оценки рисков и увеличивать текущую ставку обеспечения по сделкам с частичным обеспечением в зависимости от повышения волатильности на рассматриваемых рынках и резкого снижения/роста стоимости ценных бумаг/базовых активов.

2.2. Обзор моделей маржирования центральных контрагентов

Международные организации и регуляторы ведущих стран уделяют повышенное внимание проблеме процикличности первоначальной маржи (initial margin, в российском законодательстве – индивидуальное клиринговое обеспечение, ИКО), устанавливаемой ЦК. Международная организация комиссий по рынку ценных бумаг (IOSCO) в октябре 2014 года опубликовала Доклад о рисках рынков ценных бумаг на 2014–2015 годы, в котором затрагиваются вопросы процикличности первоначальной маржи, устанавливаемой ЦК.

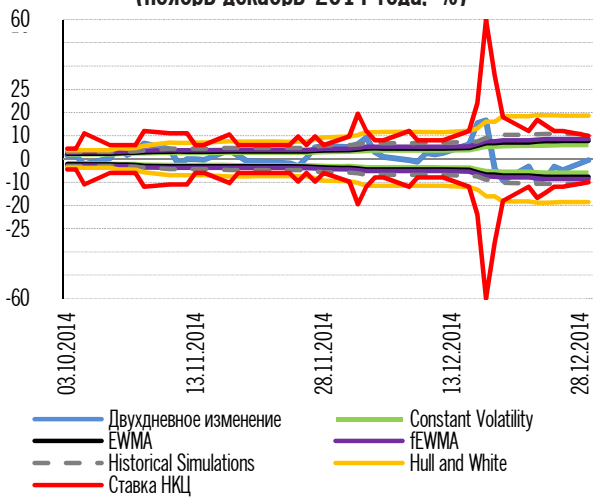
Банк России провел исследование в области наиболее часто используемых моделей расчета первоначальной маржи как ЦК, так и участниками финансового рынка для оценки собственных рисков по портфелю финансовых инструментов. Большая часть моделей носит проциклич-ный характер, выраженный в том, что во время стресса на рынке участники клиринга при повышении ЦК уровня первоначальной маржи должны обеспечить поставку дополнительных ликвидных активов, что может стать причиной дефицита ликвидности у участников клиринга.

В рамках исследования на временном горизонте с 2011 по 2014 год был смоделирован уровень первоначальной маржи по валютной паре USD/RUB по различным моделям, которые представлены ниже.

Смоделированные уровни первоначальной маржи в различные периоды волатильности представлены на рис. 20–21 (до перехода к плавающему валютному курсу и после соответствующего перехода) по сравнению с дей-

Рисунок 21

Двухдневное изменение валютной пары USD/RUB и модели первоначальной маржи в стресс-период (ноябрь-декабрь 2014 года, %)



Модели маржирования центральных контрагентов

Модели постоянной волатильности (CV)

Предполагается, что в модели изменение стоимости портфеля финансовых инструментов является нормально распределенной величиной и дисперсия базового актива является постоянной. В модели CV значения маржи определяется как 99%-ный квантиль нормального распределения.

Преимущества: возможность корректного учета рисков линейных финансовых инструментов.

Недостатки: неправдоподобие поведения цен базового актива.

Модель экспоненциально взвешенного скользящего среднего (EWMA)

Модель относится к классу адаптивных методов прогнозирования (моделирования), характеристикой которых является способность непрерывно учитывать большие веса последних наблюдений.

Сущность метода экспоненциального сглаживания заключается в том, что временной ряд сглаживается с помощью взвешенной скользящей средней, в которой веса подчиняются экспоненциальному закону. Взвешенная скользящая средняя с экспоненциально распределенными весами характеризует значение процесса на конце интервала сглаживания, то есть является средней характеристикой последних уровней ряда. Именно это свойство и используется для прогнозирования. Каждое новое сглаженное значение вычисляется как взвешенное среднее текущего наблюдения и сглаженного ряда. Очевидно, что результат сглаживания зависит от параметра адаптации, сглаживающей константы λ. Влияние данных на прогноз экспоненциально убывает с «возрастом» данных. Следует заметить, что значение сглаживающего параметра не может равняться 0 или 1, так как в этом случае сама идея экспоненциального сглаживания отвергается.

Преимущества: модель учитывает с большим весом значения последних наблюдений.

Недостатки: по сравнению с моделью простого скользящего среднего модель EWMA более быстро реагирует на изменение цен из-за придания большего веса последним наблюдениям. Во время тренда значения модели характеризуются большей ошибкой.

Модель минимально ограниченного уровня EWMA (fEWMA)

Итоговый результат при расчете первоначальной маржи по модели fEWMA равен сумме максимальных значений модели EWMA за один год и значений долгосрочной (10 лет) исторической волатильности.

Преимущества: модель учитывает с большим весом значение последних наблюдений, однако результат значений модели fEWMA получается «сглаженным» за счет учитываемых значений долгосрочной исторической волатильности; возможность избавления от погрешностей моделирования модели EWMA.

Недостатки: при переходе от «большой» волатильности к «малой» и обратно модель реагирует с определенной задержкой; завышение/занижение значений модели по сравнению с реальной волатильностью.

Модели исторического моделирования (HS)

Идея модели состоит в использовании исторических изменений цен на составляющие портфель финансовые инструменты для построения распределения будущих изменений цен и потенциальных прибылей и убытков портфеля в целом. Реализация данного метода подразумевает переоценку портфеля в течение некоторого исторического периода (от нескольких месяцев до нескольких лет) с фиксацией максимальных убытков на выбранном временном горизонте с заданной доверительной вероятностью. Такой подход позволяет рассмотреть финансовые инструменты, составляющие портфель «так, как они есть», без каких-либо погрешностей, привносимых моделями. Однако это не всегда возможно и не всегда дает однозначно положительный результат. Во-первых, использование исторических котировок для конкретных инструментов может быть невозможно. Во-вторых, проблемой может быть значительное изменение актуальной конъюнктуры рынка по сравнению с накопленной историей. Могут кардинально измениться волатильность рынков, доходность, поведение регулирующих органов, могут произойти политические события, существенно влияющие на финансовую сферу и так далее.

Преимущества: относительная простота реализации, устойчивость оценок.

Недостатки: некорректность результатов в случае, если базовый период не был репрезентативным.

Модель исторического моделирования, основанная на краткосрочной волатильности Hull and White (HW)

Модель HW, как и модель HS, относится к группе методов полного оценивания, однако она основана на подходе, при котором историческая доходность масштабируется на основе краткосрочной волатильности.

Преимущества: простота и наличие аналитических выражений для основных финансовых инструментов.

Недостатки: некорректность результатов в случае, если базовый период не был репрезентативным.

ствующими в рассматриваемые периоды времени ставками обеспечения НКЦ[1].

На основе сравнительной статистики по исследуемым моделям можно определить модель, которая в результате применения генерирует наиболее надежные оценки с точки зрения ограничения процикличности модели.

Результаты моделирования уровней первоначальной маржи позволяют сделать вывод о том, что модель fEWMA обладает устойчивым характером по отношению к цикличности и является наиболее предпочтительной из исследуемых моделей. Коэффициенты, характеризующие качество модели и ее подверженность процикличности, представлены:

- стандартным отклонением, определяющим разброс результатов данных модели относительно их среднего значения;
- коэффициентом вариации, квалифицирующим относительную меру отклонения измеренных значений модели от среднеарифметического значения модели;
- коэффициентом количества допустимых пробитий модели;
- коэффициентом процикличности по методу «разброса», характеризующим стабильность результатов рассчитанной модели, и коэффициентом процикличности модели по методу краткосрочного максимального роста значений за 1, 5 и 30 дней, отражающим стабильность поведения модели к результатам 1-, 5- и 30-дневной давности.

Таким образом, значение коэффициента количества пробитий по модели fEWMA находится на приемлемо низком уровне, а коэффициенты процикличности модели по методу «разброса» и по методу краткосрочного максимального роста значений за 1, 5 и 30 дней являются преимущественно самыми релевантными по сравнению с иными коэффициентами исследуемых моделей как в период до перехода к плавающему валютному курсу, так и после соответствующего перехода.

Принимая во внимание, что первоначальная маржа является лишь первым уровнем защиты, ЦК при разработке моделей расчета первоначальной маржи и определении ее приемлемого уровня также следует учитывать иные уровни защиты, за счет которых они вправе покрывать потери от дефолта участников клиринга и в большей степени использовать модели с низкой процикличностью, такие как модель fEWMA.

В настоящее время по предложению Банка России в рамках НКЦ осуществляется исследование по определению оптимальных подходов к расчету первоначальной маржи с учетом специфики российского финансового рынка.

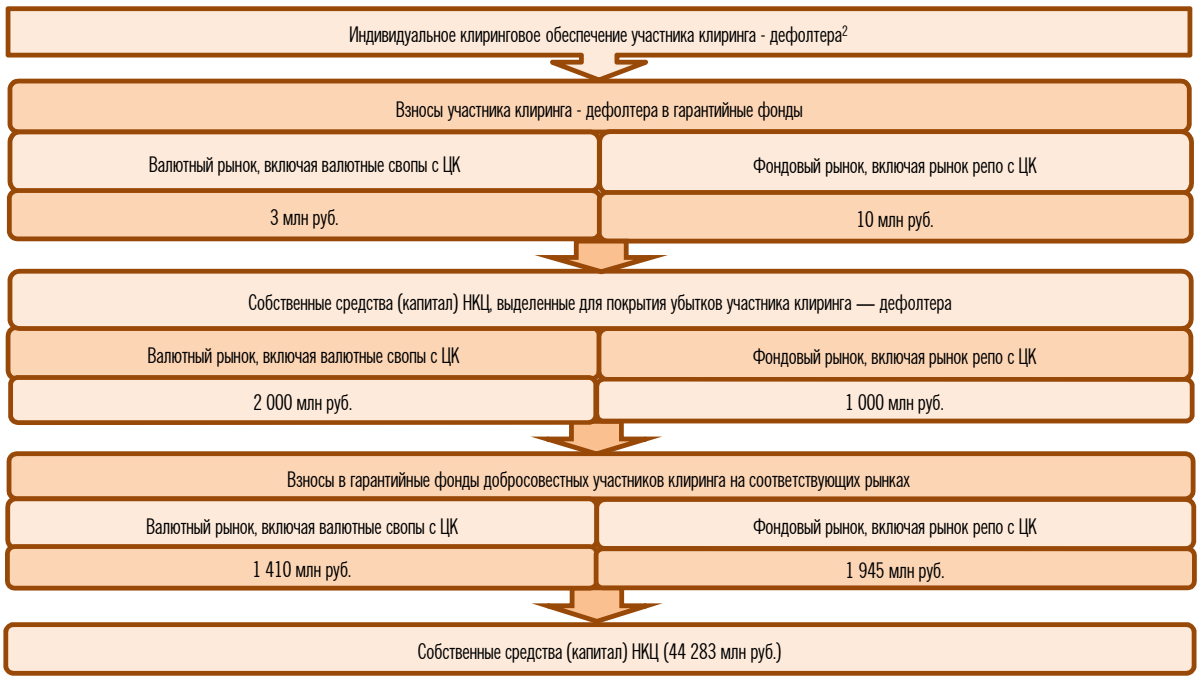
2.3. Финансовая устойчивость центрального контрагента

Риски на денежном рынке с ЦК определяются уровнем достаточности средств системы защиты НКЦ. Структура уровней защиты ЦК по сравнению с предыдущим кварталом не изменилась (рис. 22). При этом во II квартале 2015 года у участников клиринга появилась новая возможность формирования гарантийных фондов на рынках ПАО Московская Биржа за счет активов в иностранной валюте (доллары США и евро) и ОФЗ. Вследствие указанного ново-

[1] *Следует отметить, что ставка обеспечения НКЦ характеризуется меньшей волатильностью по сравнению с исследуемыми моделями. При этом в большинстве случаев ставка обеспечения НКЦ превышает уровни ставок обеспечения, рассчитанных в соответствии с исследуемыми моделями.*

Рисунок 22

Уровни защиты[1]



[1] *Количественные данные приведены по состоянию на 1.07.2015.*

[2] *Объем фактического индивидуального клирингового обеспечения на валютном и фондовом рынках составил 938 194 и 2 760 564 млн руб. соответственно.*

введения гарантийные фонды оказались подвержены рыночному риску, однако системой управления рисками НКЦ предусмотрено выставление участникам клиринга маржинальных требований по довнесению средств в гарантийные фонды.

В первом полугодии 2015 года отношение объема неисполненных обязательств участников клиринга перед НКЦ за неделю к среднедневному объему открытых позиций за соответствующую неделю не превышало 1,1% (рис. 23). Наибольшее число случаев неисполнения обязательств участниками клиринга наблюдалось на рынке репо с ЦК (52,4% от общего количества неисполненных обязательств на денежном рынке ПАО Московская Биржа). При этом при урегулировании указанных неисполнений взносы в гарантийные фонды использованы

Рисунок 23

Объем неисполненных обязательств участников клиринга перед НКЦ к объему открытых позиций (%)

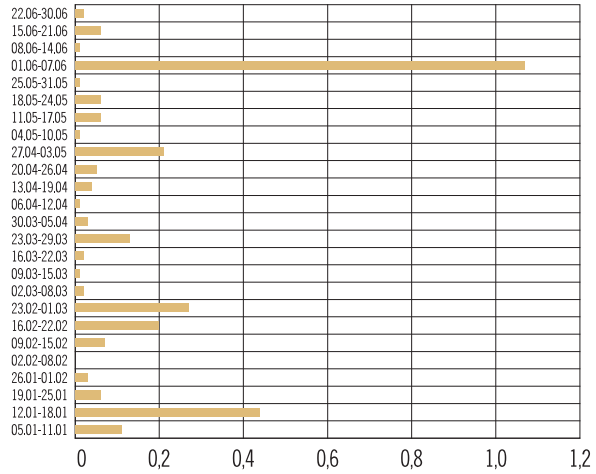
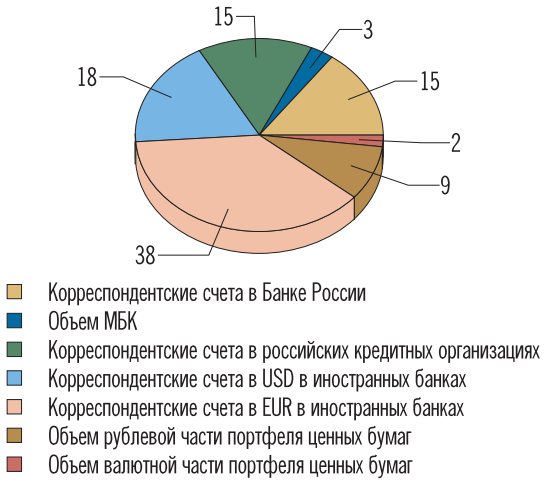


Рисунок 24

Структура активов НКЦ на 1.07.2015 (%)



не были и полностью отсутствовали случаи неисполнения обязательств участниками клиринга перед НКЦ, повлекшие дальнейшее неисполнение обязательств.

Регулярно проводимый Банком России анализ рисков НКЦ, присущих его банковской деятельности, свидетельствует о хорошем кредитном качестве инвестиционного портфеля НКЦ (преобладают активы с кредитным рейтингом «инвестиционного уровня») и умеренной концентрации кредитного риска. Структура активов НКЦ представлена преимущественно ликвидными и высоколиквидными активами (рис. 24). Остатки денежных средств в валюте на корреспондентских счетах в иностранных банках, составляющие наибольшую долю активов (59%), сформированы за счет вносимого участниками клиринга индивидуального клирингового обеспечения на валютном рынке. Следует отметить, что в роли банков-корреспондентов НКЦ в иностранной валюте в основном выступают крупные международные финансовые институты, такие как JPMORGAN CHASE BANK, N. A., JPMORGAN AG, HSBC Bank plc, The Bank of New York Mellon и другие.

Проект глобальной методологии присвоения рейтинга центральным контрагентам

Кредитное рейтинговое агентство Moody's Investors Service (Moody's) 22 июня 2015 года опубликовало проект глобальной методологии присвоения рейтинга центральным контрагентам (ЦК) для рассмотрения участниками финансового рынка и иными заинтересованными сторонами.

Рейтинг ЦК отражает мнение Moody's в отношении способности ЦК исполнять свои обязательства перед участниками клиринга и убытки, которые могут возникнуть, если ЦК окажется неспособен данные обязательства исполнить. Ключевые факторы, оцениваемые агентством при присвоении рейтинга ЦК в соответствии с данной методологией, сгруппированы в следующие четыре категории:

(1) Внутренняя кредитоспособность ЦК. При оценке внутренней кредитоспособности ЦК оцениваются риск-менеджмент ЦК, риски, специфичные для его деятельности, включая риск неисполнения обязательств его участниками клиринга и риски, возникающие в связи с предоставлением ЦК услуг централизованного клиринга, а также управление ресурсами его структуры уровней защиты. Кроме того, оцениваются общие бизнес-риски, реализация которых, в частности, может негативно отразиться на конкурентоспособности ЦК и объеме его ликвидных активов, необходимом для исполнения ЦК взятых обязательств.

(2) Рабочая (внешняя) среда. Факторы рабочей (внешней) среды оказывают существенное влияние на функционирование ЦК и его способность исполнять взятые на себя обязательства. К таким факторам, в частности, относятся текущее состояние национальной экономики, той юрисдикции, в которой функционирует ЦК, влияние на его функционирование деятельности государственных институтов, прежде всего уполномоченных органов, осуществляющих регулирование и наблюдение на финансовом рынке, в том числе в сегменте оказания услуг централизованного клиринга.

(3) Количественные корректировки рейтинга ЦК по результатам оценки качества менеджмента операционного риска и оценки корпоративного поведения, включая оценку деятельности руководства и совета директоров (или аналогичного органа) ЦК.

(4) Поддержка ЦК со стороны аффилированных лиц и/или государства в части предоставления денежных средств для целей обеспечения исполнения обязательств ЦК.

Окончательный рейтинг присваивается по результатам оценки вышеуказанных факторов и не может в подавляющем большинстве случаев превышать величину долгосрочного (в национальной валюте) суверенного рейтинга страны, в которой зарегистрирован ЦК. Подобное ограничение связано прежде всего с тем, что ЦК в качестве залогового обеспечения в существенном объеме принимает государственные ценные бумаги страны регистрации, и его способность исполнять обязательства зависит в том числе от кредитного качества данных бумаг, а значит, и от суверенного рейтинга их эмитента.

При подготовке данной методологии Moody's будет учитывать уже имеющийся у него опыт оценки кредитных рисков и рисков, связанных с оказанием клиринговых услуг ЦК, в том числе BM&FBovespa, а также ЦК, входящих в CME Group Inc. и Depository Trust & Clearing Corp., осуществляемой в соответствии с Глобальной методологией рынка ценных бумаг (перевыпущена Moody's в 2013 году). НКЦ, являющийся системно значимым ЦК на российском финансовом рынке, имеет рейтинг кредитоспособности Fitch Ratings.

Принимая во внимание ключевую роль ЦК в обеспечении функционирования финансовых рынков и поддержании их стабильности, Банк России считает, что выпуск данной методологии окажет существенное положительное влияние на деятельность ЦК и финансовых рынков. Присвоенные в соответствии с данной методологией рейтинги будут учитывать ряд специфичных для деятельности ЦК факторов и особенностей, что позволит ЦК повысить свою конкурентоспособность, качество и эффективность управления, внутренних процессов и процедур, совершенствовать системы риск-менеджмента, а клиенты ЦК будут иметь возможность получать информацию о качестве системы управления рисками в таких ЦК.

Moody's ожидает комментарии от различных участников финансового рынка в отношении проекта методологии в срок до 21 августа 2015 года, после чего доработанная методология будет введена в действие с учетом полученных замечаний и предложений (дата введения в действие настоящей методологии пока неизвестна). Банк России также планирует принять участие в подготовке комментариев по представленной методологии присвоения рейтинга центральным контрагентам.

3. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Обзор текущих регуляторных изменений

Во II квартале 2015 года продолжилась работа по совершенствованию нормативной базы Банка России, регламентирующей деятельность инфраструктурных организаций финансового рынка, обслуживающих денежный рынок. Вступили в силу следующие нормативные акты:

- Указание Банка России от 6 апреля 2015 года № 3612-У «О внесении изменений в Указание Банка России от 3 декабря 2012 года № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента», уточняющее методику оценки качества управления ЦК в части внутреннего контроля и корпоративного управления ЦК;
- Положение Банка России от 12 марта 2015 года № 463-П «О требованиях, направленных на снижение рисков осуществления клиринговой деятельности, и требованиях к документу (документам), определяющему (определяющим) меры, направленные на снижение кредитных, операционных и иных рисков, в том числе рисков, связанных с совмещением клиринговой деятельности с иными видами деятельности», устанавливающее требования к клиринговой организации, в том числе осуществляющей функции ЦК, к управлению рисками при осуществлении клиринговой деятельности.

3.1. Развитие денежного рынка с центральным контрагентом

В целях ограничения системного риска на финансовом рынке Российской Федерации Банк России инициировал реформу регулирования деятельности кредитной организации, осуществляющей функции ЦК, качество управления которой признано Банком России удовлетворительным[1]. Реформа предполагает:

- создание унифицированной структуры уровней защиты ЦК на рынках, обслуживаемых ЦК, которая позволяет локализовать дефолт участника клиринга в рамках одного рынка,
- введение особого режима расчета обязательных нормативов для ЦК.

1. В рамках оптимальной структуры уровней защиты ЦК ожидаемые потери должны покрываться за счет индивидуального клирингового обеспечения с надежностью не менее 99%. В случае если потери превышают величину индивидуального клирингового обеспечения участника клиринга – дефолтера, остаточные потери компенсируются за счет средств гарантийных фондов (коллективного клирингового обеспечения) участника клиринга – дефолтера. Таким образом, первые два уровня защиты ЦК, которые сформированы за счет средств участника клиринга – дефолтера, являются основным источником покрытия потерь, причиной которых является неисполнение участником клиринга своих обязательств.

При неожиданных потерях, вызванных неисполнением участником клиринга своих обязательств, когда средств дефолтера недостаточно, используются оставшиеся в распоряжении ЦК доступные предоплаченные финансовые ресурсы, включая выделенный капитал ЦК (часть собственных средств/капитала ЦК, определенная правилами клиринга), а также средства, внесенные добросовестными участниками клиринга в гарантийный фонд (коллективное клиринговое обеспечение), сформированный на рынке, на котором произошел дефолт участника клиринга.

[1] *Требования к системе управления кредитной организации – ЦК установлены Указанием Банка России от 3 декабря 2012 года № 2919-У «Об оценке качества управления кредитной организации, осуществляющей функции центрального контрагента».*

Рисунок 25

Предполагаемая структура уровней защиты ЦК

Предполагаемая структура уровней защиты ЦК на рынках, обслуживаемых ЦК, в случае неисполнения обязательств участниками клиринга (default waterfall) представлена на рисунке 25.

2. Установление особого режима расчета обязательных нормативов для ЦК предполагает исключение операций, проводимых ЦК при осуществлении клиринговой деятельности и функций ЦК, из расчета обязательных нормативов, расчета капитала, формирования резервов на возможные потери, а также расчета величины рыночных и валютных рисков.

Одновременно при расчете регулятивного капитала ЦК предусмотрено исключение выделенного капитала ЦК, а также средств, необходимых для обеспечения прекращения деятельности или реструктуризации ЦК и для покрытия потерь в результате ухудшения финансового положения ЦК вследствие уменьшения его доходов или увеличения расходов, не связанных с неисполнением обязательств участниками клиринга (деловой риск).

Реализация реформы регулирования деятельности ЦК позволит:

1) сохранить финансовую устойчивость ЦК при реализации значительных рыночных шоков и дефолтов участников клиринга,

2) локализовать дефолт участника клиринга в рамках одного рынка и тем самым снизить системные риски на финансовом рынке в целом,

3) более эффективно оценивать риски, присущие деятельности ЦК,

4) приблизить деятельность ЦК к международным практикам регулирования ЦК,

5) сформировать транспарентную для участников клиринга систему риск-менеджмента такого ЦК.

В настоящее время Банк России проводит работу по согласованию проектов нормативных актов, регламентирующих рассматриваемые выше вопросы и соответствующие изменения в действующее банковское регулирование.

Одновременно с этим Банк России устанавливает требования к кредитному качеству активов, в которые ЦК имеет возможность размещать клиринговое обеспечение, являющееся компонентой представленной выше структуры уровней защиты ЦК. Предъявление указанных требований к ЦК позволяет обеспечивать надежность хранения клирингового обеспечения.

3.2. Результаты текущей деятельности торгового репозитария

С момента запуска функции торговых репозитариев в 2013 году на площадках Небанковской кредитной организации закрытого акционерного общества «Национальный расчетный

Рисунок 26

Динамика количества зарегистрированных сделок в репозитариях (накопленным итогом, единиц)

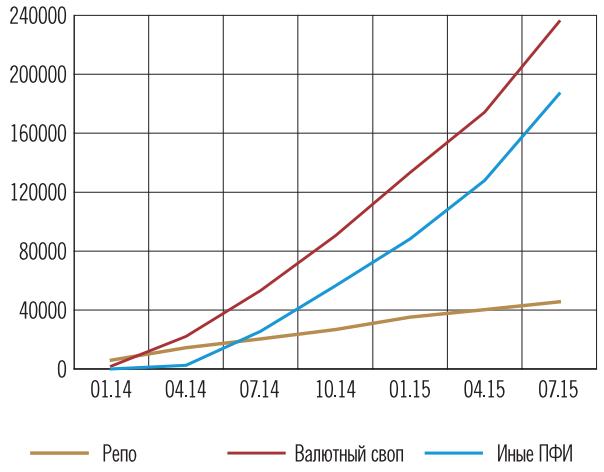
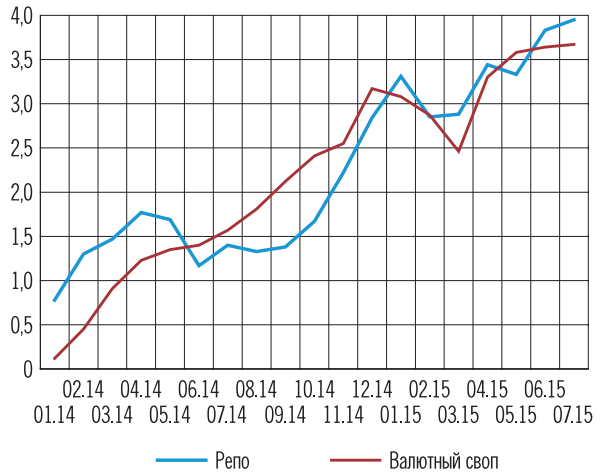


Рисунок 27

Среднемесячный объем открытых позиций по внебиржевым сделкам репо и «валютный своп» (трлн руб.)



депозитарий» (НКО ЗАО НРД) и Открытого акционерного общества «Санкт-Петербургская биржа» эта деятельность претерпела несколько эволюционных изменений.

Первоначально сбор сведений ограничивался наиболее ликвидными инструментами внебиржевого сегмента – репо и валютный своп. На основе этих инструментов отлаживались технологии сбора и сверки сообщений, поступающих от участников рынка.

Менее чем за два года активного функционирования репозитариев удалось добиться высокого качества сверки сообщений при занесении сведений в реестр. Не более 1% сделок не проходят процедуры сверки обязательных полей. Для сравнения: по результатам опроса зарубежных репозитариев, проведенного Банком России[2], внутрирепозитарную сверку не проходят от 70% (Азия) до 80% (Евросоюз) сообщений.

До 1 апреля 2015 года сделки «валютный своп» и прочие ПФИ, срок исполнения обязательств по которым составлял менее четырех рабочих дней, направлялись в репозитарии в агрегированном виде. С начала II квартала 2015 года наблюдается рост количества отдельно зарегистрированных сделок в связи с отменой так называемой квартальной отчетности.

Несмотря на необязательность направления сведений по внебиржевым договорам ПФИ за исключением валютного свопа, участники рынка активно используют предоставленную возможность (рис. 26). Основным мотивирующим фактором является возможность включить обязательства в ликвидационный неттинг только в случае регистрации договора в реестре репозитария. В настоящее время ведется работа по разделению отчетности в репозитарий для целей ликвидационного неттинга и мониторинга системных рисков. Тем не менее ожидается, что дисциплина по направлению сведений в репозитарий будет поддерживаться возможностью использовать всю доступную информацию, в том числе выписки из репозитариев, для представления в суде и включения в расчет нетто-обязательств по внебиржевым договорам.

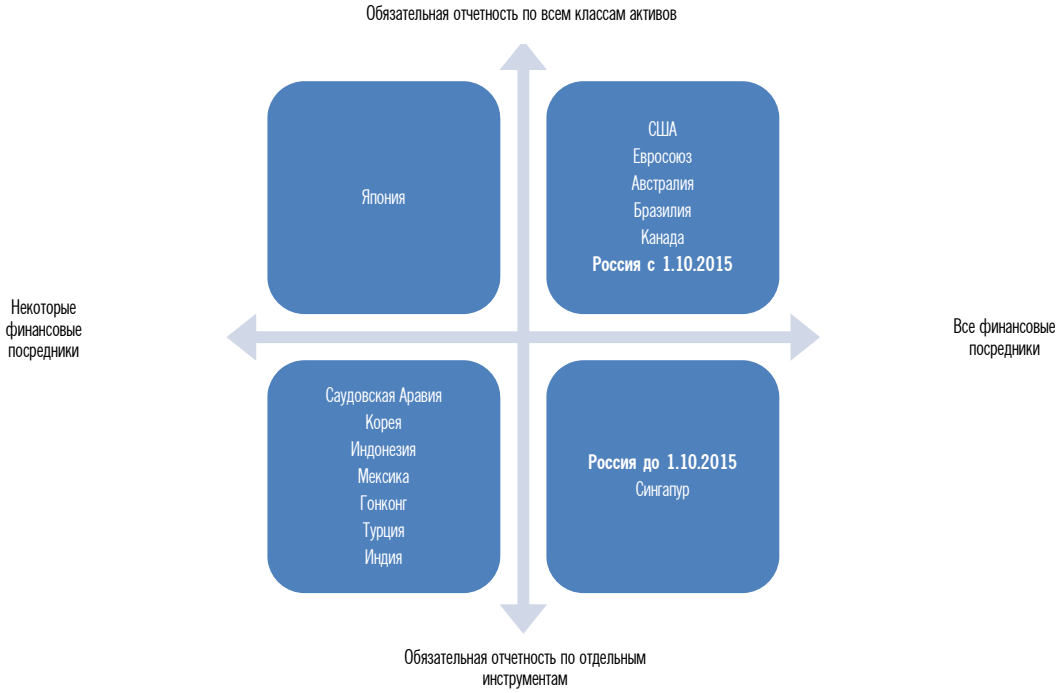
Несмотря на стабильно растущее количество регистрируемых сделок, объемы операций демонстрируют иную динамику. Вследствие повышенной волатильности на валютном рынке в декабре 2014 года объем внебиржевых своп операций с валютой существенно сократился (рис. 27), что отразилось на отчетности в репозитарий.

Текущие изменения в репозитарной деятельности связаны в первую очередь с обязательным использованием уникальных кодов идентификации юридических лиц (LEI). С 1 июля 2015 года торговые репозитарии отказывают во внесении в реестр записей, не содержащих в качестве идентификаторов сторон сделки, обязанных отчитываться в репозитарий, уникального кода юридических лиц.

[2] *В опросе участвовали репозитарии UnaVista, CME и DTCC по всем юрисдикциям, в которых они осуществляют деятельность.*

Рисунок 28

Распределение отчетности в репозитарий по видам инструментов и отчитывающимся организациям в разных юрисдикциях



Ближайшие существенные изменения касаются расширения перечня сделок, информация по которым должна направляться в репозитарий. После 1 октября 2015 года Россия присоединится к группе стран, в которых обязанность отчетности в репозитарий существует у всех финансовых институтов-резидентов по всем видам ПФИ (рис. 28). Кроме того, вводятся новые формы для сбора сведений по маржевым суммам, справедливой стоимости и обеспечению.

В соответствии с общемировой тенденцией по глобальной синхронизации требований к отчетности по внебиржевым сделкам с 1 июля 2016 года все сведения по сделкам, направляемые в репозитарий, должны будут содержать уникальный код идентификации договора (UTI). Порядок формирования и присвоения уникального кода идентификации договора предложен Банком России для обсуждения[3].

Открытым остается вопрос о каналах сбора информации о внебиржевых сделках репо и ПФИ для нефинансовых компаний. Ожидается, что в ближайшее время будет найдено эффективное решение этой проблемы. В качестве одного из вариантов рассматривается введение обязанности для нефинансовых компаний направлять сведения в торговые репозитарии.

3.3. Развитие инструментов и технологий на российском денежном рынке[4]

Развитие сервисов НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» на денежном рынке

Во II квартале 2015 года на денежном рынке (репо с Банком России с корзиной ценных бумаг и репо с Федеральным казначейством с корзиной ОФЗ), обслуживаемом НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД), наблюдалось увеличение объема операций.

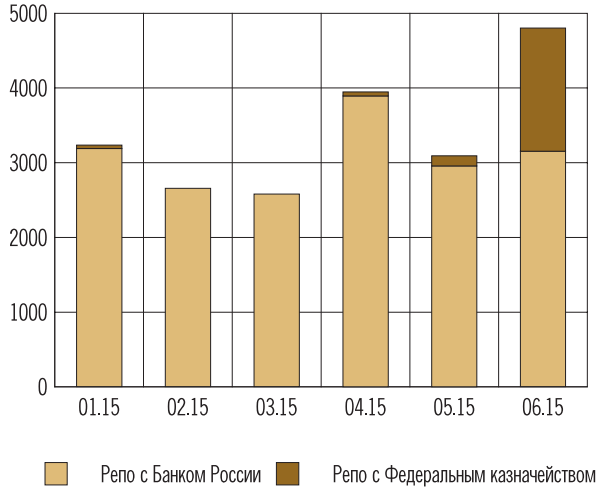
Объем операций на рынке репо с Банком России и на рынке репо с Федеральным казначейством увеличился в июне 2015 года по срав-

[3] *Методические рекомендации о порядке формирования и присвоения уникального кода идентификации договора. – Центральный банк Российской Федерации (Банк России). 2015. http://cbr.ru/finmarkets/files/development/22062015_m-rek.pdf*

[4] *Раздел подготовлен с использованием материалов СРО НФА.*

Рисунок 29

Объем операций на денежном рынке, обслуживаемом НРД (млрд руб.)



нению с апрелем 2015 года на 22% и составил 4 802 млрд рублей (рис. 29). Указанное увеличение обусловлено ростом объема операций на рынке репо с Федеральным казначейством по причине возросшего интереса участников клиринга НРД к новому сервису по привлечению ликвидности, а также увеличения Федеральным казначейством лимитов на предоставление денежных средств на аукционах репо.

В отчетном периоде НРД предоставил участникам клиринга – кредитным организациям возможность использования их корреспондентских счетов в Банке России для проведения денежных расчетов по сделкам с ценными бумагами на условиях «поставка против платежа» по принципу DvP1 в системе БЭСП Банка России. Указанный сервис расширяет возможности проведения денежных расчетов для клиентов НРД и позволяет снизить риски контрагентов при их проведении.

Клиринг по сделкам с акциями иностранных эмитентов в ОАО «Клиринговый центр МФБ»

Во II квартале 2015 года к торгам на ОАО «Санкт-Петербургская биржа» было допущено 50 акций иностранных эмитентов с централизованным клирингом, где в качестве ЦК выступает ОАО «Клиринговый центр МФБ».

Оборот по совершенным участниками клиринга КЦ МФБ операциям с ценными бумагами иностранных эмитентов в отчетном периоде составил 1 496 млн руб., показав 30%-ный рост по сравнению аналогичным показателем I квартала 2015 года (1153 млн руб.). По сравнению с аналогичным показателем первого этапа реализации данного проекта (IV квартал 2014 года) оборот во II квартале 2015 года вырос более чем в пять раз.

Операции с ценными бумагами иностранных эмитентов в существенной степени преобладают над операциями с иными ценными бумагами и договорами ОАО «Санкт-Петербургская биржа». Доля таких операций в общем обороте операций ОАО «Клиринговый центр МФБ» во II квартале 2015 года составила 97%.

В число пяти наиболее востребованных ценных бумаг иностранных эмитентов во II квартале 2015 года вошли ценные бумаги Apple Inc., Facebook Inc., THE COCA-COLA COMPANY, Johnson & Johnson и Microsoft Corporation, с которыми было совершено 5912 сделок (52% от общего количества сделок с ценными бумагами иностранных эмитентов) с общим оборотом 732 млн рублей (49% от общего оборота по ценным бумагам иностранных эмитентов).

3.4. Результаты работы НФА по развитию инфраструктуры и инструментов денежного рынка[5]

Создание рынка банковских (депозитных) сертификатов

В начале II квартала 2015 года от Минфина России поступило предложение о необходимости серьезного расширения подготовленного СРО НФА законопроекта о банковском (депозитном) сертификате в части его выпуска, размещения, обращения и погашения. Первоначально предполагалось, что детализация этих процедур будет дана в нормативном акте Банка России.

В связи с высказанным предложением была проведена работа с НРД и участниками рынка по согласованию указанных процедур, которые должны быть изложены в новом законопроекте

[5] *Раздел подготовлен с использованием материалов СРО НФА.*

по депозитному сертификату, подготовка которого намечена к концу лета 2015 года.

Предполагается, что законопроект позволит значительно снизить издержки и упростить порядок обращения и учета депозитного сертификата за счет предъявительской формы сертификата и централизованного способа хранения. Предъявительская форма позволит избежать значительных расходов на ведение реестра владельцев, а централизованное хранение позволит решить проблему их однозначной идентификации. Кроме того, предъявительская форма сертификата будет способствовать формированию активного вторичного рынка и вместе с ним бенчмарок процентных ставок, формируемых на основе торговой активности на этом рынке.

Подготовка к централизованному клирингу ПФИ

В апреле 2015 года Банк России согласовал Стандарт процентного свопа НФА. Стандарт разработан Юридическим подкомитетом Комитета НФА по ПФИ. Его разработка является необходимым условием для реализации поставленной Банком России задачи по переводу внебиржевых производных финансовых инструментов на центрального контрагента.

Кроме того, в июне 2015 года совет директоров СРО НФА утвердил еще два стандарта ассоциации, касающихся производных финансовых инструментов, которые предполагается передавать на централизованный клиринг: стандарты валютного и валютно-процентного свопа.

Ассоциация продолжила работу над проектом соглашения о передаче сделок между сторонами на клиринг с участием ЦК. Его доработка и представление рынку ожидается к осени 2015 года.

Принятие стандарта по секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу

Рабочая группа Банка России на заседании 16 июня 2015 года рассмотрела и одобрила совместный Стандарт СРО НФА-АРБР (СРО Национальная Фондовая Ассоциация – Ассоциация «Россия») по секьюритизации кредитов малому и среднему бизнесу (МСБ). Стандарт подготовлен по инициативе как регулятора, так и участников рынка, в рамках проекта по развитию секьюритизации на российском финансовом рынке.

Стандарт, в частности, имеет краткий глоссарий, описывает процесс секьюритизации кредитов МСБ, а также формулирует условия, при которых секьюритизация признается стандартизованной. Первая редакция Стандарта призвана формализовать процесс секьюритизации в данной сфере, на базе чего можно приступить к формированию документов методического и нормативного характера, а также обеспечить стимулирующие этот важный процесс меры. Вторую (уточненную) редакцию Стандарта планируется подготовить осенью 2015 года.

Реализация рассмотренных выше инициатив расширит набор инструментов, доступных участникам денежного рынка, повысит его прозрачность и создаст предпосылки для формирования репрезентативной кривой долгосрочных процентных ставок денежного рынка, а также будет способствовать увеличению объема активов, пригодных к использованию в сделках обеспеченного кредитования.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней 8
2. Структура открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней 8
3. Операции репо с Банком России 8
4. Привлечение рублей на денежном рынке крупными банками 9
5. Ставки заимствований на рынке МБК 9
6. Ставки по операциям репо с Банком России и Федеральным казначейством 10
7. Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка 10
8. Дисконты по сделкам репо с различными типами обеспечения 10
9. Динамика компенсационных взносов по сделкам биржевого репо с «маржин коллами» 10
10. Спред между Mosprime и Roisfix срочностью 1 неделя 11
11. Своп-разница по сделкам базисный своп «доллар США – российский рубль» срочностью 1 год 11
12. Задолженность кредитных организаций перед Банком России и Федеральным казначейством 11
13. Автономные факторы формирования ликвидности банковского сектора 11
14. Структура сделок, заключенных между кредитными организациями на различных сегментах денежного рынка 12
15. Нетто-позиция российского банковского сектора на различных сегментах денежного рынка 12
16. Динамика объемов открытых позиций на денежном рынке 13
17. Частотное распределение двухдневного изменения курса доллара США к рублю 15
18. Частотное распределение двухдневного изменения курса евро к рублю 15
19. Ставки обеспечения и двухдневные CVaR изменения стоимости наиболее ликвидных ценных бумаг на рынке репо с ЦК 16
20. Двухдневное изменение валютной пары USD/RUB и модели первоначальной маржи 16
21. Двухдневное изменение валютной пары USD/RUB и модели первоначальной маржи в стресс-период (ноябрь-декабрь 2014 года) 16
22. Уровни защиты 19
23. Объем неисполненных обязательств участников клиринга перед НКЦ к объему открытых позиций 19
24. Структура активов НКЦ на 1.07.2015 19
25. Предполагаемая структура уровней защиты ЦК 23
26. Динамика количества зарегистрированных сделок в репозитариях 24
27. Среднемесячный объем открытых позиций по внебиржевым сделкам репо и «валютный своп» 24
28. Распределение отчетности в репозитарий по видам инструментов и отчитывающимся организациям в разных юрисдикциях 25
29. Объем операций на денежном рынке, обслуживаемом НРД 26

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке 9

2. Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по инструментам, допущенным к торгам в отчетном периоде 13

3. Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по типам инструментов в отчетном периоде 14

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

1. Модели маржирования центральных контрагентов 17

2. Проект глобальной методологии присвоения рейтинга центральным контрагентам 20

3. Обзор текущих регуляторных изменений 22

© Центральный банк Российской Федерации, 2015