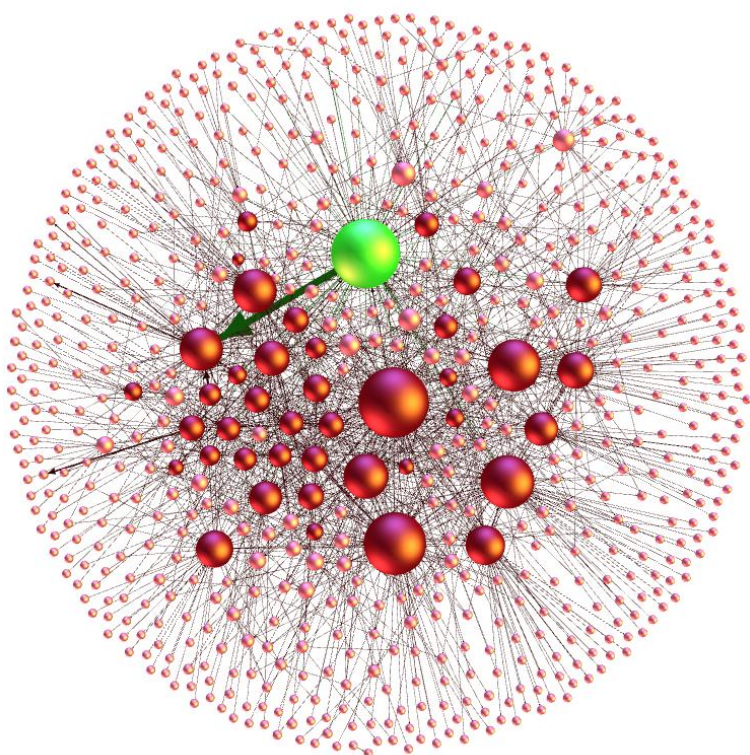


I квартал 2014 года

# Обзор денежного рынка



Центральный банк  
Российской Федерации  
(Банк России)

Настоящий Обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России с участием Департамента денежно-кредитной политики 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](http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin_stab)

Замечания, комментарии и предложения, касающиеся структуры и содержания Обзора, можно направлять по адресу: [reports@cbr.ru](mailto:reports@cbr.ru).



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

© Центральный банк Российской Федерации, 2014

## Содержание

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| Список рисунков.....                                                            | 4  |
| Список таблиц.....                                                              | 5  |
| Назначение Обзора денежного рынка.....                                          | 6  |
| РЕЗЮМЕ.....                                                                     | 7  |
| 1. Структура и конъюнктура сегментов денежного рынка.....                       | 8  |
| 1.1. Факторы ликвидности банковского сектора.....                               | 8  |
| 1.2. Структура и конъюнктура рынка РЕПО.....                                    | 10 |
| 1.3. Структура и конъюнктура рынка валютный СВОП.....                           | 12 |
| 1.4. Структура и конъюнктура рынка МБК.....                                     | 14 |
| 2. Влияние ключевых событий на денежный рынок.....                              | 16 |
| 3. Развитие и финансовая устойчивость инфраструктуры денежного рынка.....       | 18 |
| 4. Системные риски денежного рынка.....                                         | 21 |
| 4.1. Распределение и динамика стоимости обеспечения по операциям РЕПО.....      | 21 |
| 4.2. Структура держателей ОФЗ в разрезе сроков до погашения.....                | 23 |
| 4.3. Оценка «функции потерь» банковского сектора по операциям на рынке МБК..... | 24 |
| 5. Эффективность трансмиссии ликвидности на денежном рынке.....                 | 26 |

## Список рисунков

|                                                                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Рис. 1. Факторы формирования ликвидности, млрд. рублей.....                                                                                         | 8  |
| Рис. 2. Структурный дефицит ликвидности и операции Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности, млрд. рублей .....                    | 9  |
| Рис. 3. Объемы открытых позиций на рынке междилерского РЕПО, млрд. руб. ....                                                                        | 10 |
| Рис. 4. Объемы открытых позиций в разрезе контрагентов, млрд. руб.....                                                                              | 10 |
| Рис. 5. Объемы открытых позиций на рынке РЕПО в разрезе кредиторов, млрд. руб. ....                                                                 | 11 |
| Рис. 6. Объемы открытых позиций на рынке РЕПО в разрезе заемщиков, млрд. руб.....                                                                   | 11 |
| Рис. 7. Требования по доведению средств на рынке междилерского РЕПО с акциями, млрд. руб. ....                                                      | 11 |
| Рис. 8. Требования по доведению средств на рынке междилерского РЕПО с облигациями, млрд. руб...                                                     | 11 |
| Рис. 9. Структура доведений средств на рынке междилерского РЕПО в разрезе контрагентов по сделкам, % .....                                          | 12 |
| Рис. 10. Средневзвешенные дисконты на рынке междилерского РЕПО в разрезе видов обеспечения, млрд. руб. ....                                         | 12 |
| Рис. 11. Объемы операций на рынке валютный СВОП, млрд. руб. ....                                                                                    | 13 |
| Рис. 12. Объемы операций СВОП в разрезе получателей рублевой ликвидности, млрд. руб.....                                                            | 13 |
| Рис. 13. Объемы операций СВОП и курс доллара США .....                                                                                              | 13 |
| Рис. 14. Структура денежного рынка .....                                                                                                            | 13 |
| Рис. 15. Объемы заимствований на рынке .....                                                                                                        | 14 |
| Рис. 15. Концентрация заемщиков на рынке МБК, млрд. руб. ....                                                                                       | 14 |
| Рис. 17. Ставки заимствований на рынке МБК, %.....                                                                                                  | 15 |
| Рис. 18. Объемы МБК с нерезидентами (вкл. операции в валюте), млрд. руб. ....                                                                       | 15 |
| Рис. 19. Объемы операций на сегментах денежного рынка, млрд. руб. ....                                                                              | 16 |
| Рис. 20. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт» .....                                                                                       | 16 |
| Рис. 21. Объемы операций на сегментах денежного рынка, млрд. руб. ....                                                                              | 17 |
| Рис. 22. Процентная ставка RUONIA, %.....                                                                                                           | 17 |
| Рис. 23. Объемы операций на всех рынках с ЦК, трлн. руб. ....                                                                                       | 18 |
| Рис. 24. Объем торгов на денежном рынке с ЦК в I квартале 2014 года, млрд. руб. ....                                                                | 18 |
| Рис. 25. Ставки обеспечения и абсолютные значения максимальных двухдневных изменений стоимости наиболее ликвидных акций в I квартале 2014 года..... | 19 |
| Рис. 26. Структура совокупного объема торгов на фондовом рынке в разбивке по инструментам в I квартале 2014 года .....                              | 19 |
| Рис. 27. Частотное распределение двухдневного изменения курса USD/RUB в I квартале 2014 года .....                                                  | 19 |
| Рис. 28. Распределение двухдневного изменения EUR/RUB в I квартале 2014 года.....                                                                   | 19 |
| Рис. 29. Эмиссионная активность на фондовом рынке: .....                                                                                            | 21 |
| Рис. 30. Задолженность кредитных организаций и коэффициент утилизации рыночных активов.....                                                         | 22 |
| Рис. 31. Коэффициент утилизации рыночных активов: фактические и прогнозные значения .....                                                           | 22 |
| Рис. 32. Структура держателей ОФЗ в разрезе сроков до погашения (1 февраля 2014 года).....                                                          | 23 |
| Рис. 33. Функция потерь и ее компоненты в динамике.....                                                                                             | 24 |
| Рис. 34. Плотность сети взаимосвязей участников денежного рынка .....                                                                               | 27 |
| Рис. 35. Индикатор близости процентных ставок денежного рынка.....                                                                                  | 27 |
| Рис. 36. Распределение банков ядра и периферии по рейтингам.....                                                                                    | 28 |
| Рис. 37. Средневзвешенная стоимость заимствований на рынке МБК на 1 день .....                                                                      | 28 |
| Рис. 38. Нетто-распределение ликвидности по сегментам денежного рынка, средние значения чистых заимствований за 1 квартал 2014 года .....           | 29 |
| Рис. 39. Динамика нетто-объемов фондирования участников на сегментах денежного рынка .....                                                          | 30 |
| Рис. 40. Динамика нетто-объемов распределения ликвидности между сегментами денежного рынка..                                                        | 30 |

## **Список таблиц**

|                                                                                                                    |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Табл. 1. Динамика доли операций с ЦК на сегментах денежного рынка.....                                             | 18 |
| Табл. 2. Показатели объемов рыночного обеспечения по операциям РЕПО Банка России,<br>март 2013 г., трлн. руб. .... | 22 |

## Назначение Обзора денежного рынка

В настоящем Обзоре под денежным рынком понимается рублевый сегмент рынка межбанковского кредитования (МБК), рынка «валютных свопов» (СВОП) и рынка междилерского РЕПО со сроком сделок до 7 дней включительно. Рынку РЕПО уделяется несколько большее внимание, поскольку он носит межсекторальный характер. Банк России намерен всецело содействовать развитию денежного рынка для:

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

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

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

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

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

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

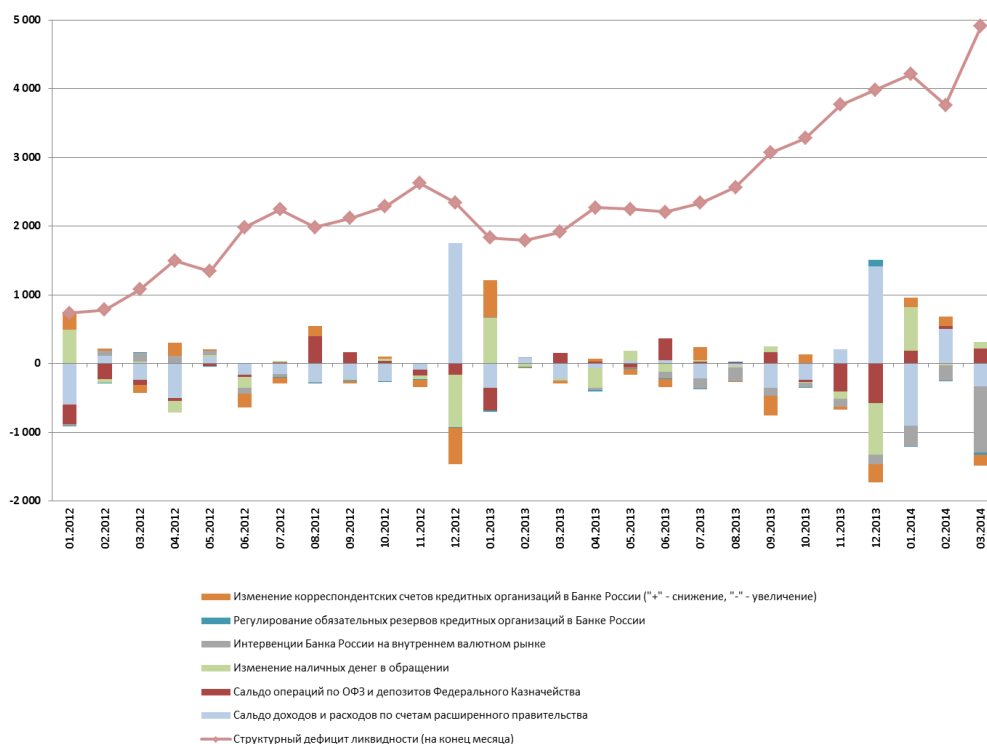
- Усиление внешнеполитической напряженности в марте 2014 года отразилось в некотором снижении активности участников на денежном рынке. Объемы открытых позиций уменьшились на всех сегментах денежного рынка частично за счет замещения части сделок операциями с Банком России, а также в результате сокращения объема операций с нерезидентами.
- Требования по доведению денежных средств (ценных бумаг) на рынке РЕПО в отдельные дни рассматриваемого периода достигали почти 0,8 млрд. руб., однако это не оказало дестабилизирующего воздействия на рынок, поскольку практически все требования были исполнены. Масштабных неисполнений обязательств в рассматриваемый период также не наблюдалось.
- За счет большого объема выпущенных облигаций в декабре 2013 года объем рыночного обеспечения на балансах банков с 1 декабря 2013 года вырос на 0,3 трлн. руб. до 4,9 трлн. руб. на 1 марта 2014 года. При этом по отношению к объему на 1 марта 2013 года годовой прирост объемов рыночного обеспечения составил 20% (17% на 1 января 2014 года по отношению к 1 января 2013 года).
- Эмиссионная активность на внутреннем облигационном рынке в I квартале 2014 года оказалась сравнительно низкой. Объемы первичных размещений как корпоративных облигаций, так и облигаций федерального займа оказались меньше аналогичных показателей 2013 года. Таким образом, возможности наращивания потенциала рефинансирования банковского сектора в рассматриваемый период были ограничены.
- Банк России провел оценку институциональной структуры вложений в ОФЗ в разрезе держателей выпусков и сроков до их погашения. Вложения нерезидентов сконцентрированы в выпусках ОФЗ со сроком до погашения от 3 до 10 лет.
- Наибольшей эффективностью трансмиссии ликвидности обладают рынки РЕПО и валютный СВОП. Они имеют более плотную сеть отношений между участниками и более однородное распределение процентных ставок. Недостаточно высокая эффективность перераспределения ликвидности на рынке МБК обусловлена ограничениями междилерского взаимодействия на денежном рынке и проявляется в относительно высокой волатильности процентных ставок.

# 1. СТРУКТУРА И КОНЪЮНКТУРА СЕГМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

## 1.1. Факторы ликвидности банковского сектора

В I квартале 2014 года помимо потоков бюджетных средств и изменения наличных денег в обращении, традиционно оказывающих значительное влияние на ситуацию с ликвидностью в начале календарного года, существенному изменению ликвидности банковского сектора способствовали интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке (рис. 1). Так, в условиях негативной внешней конъюнктуры в рамках реализации курсовой политики Банк России осуществлял продажи иностранной валюты, объем которых в целом за I квартал 2014 года составил 1,5 трлн. рублей (из них 1 трлн. рублей – в марте 2014 года).

Рис. 1. Факторы формирования ликвидности, млрд. рублей



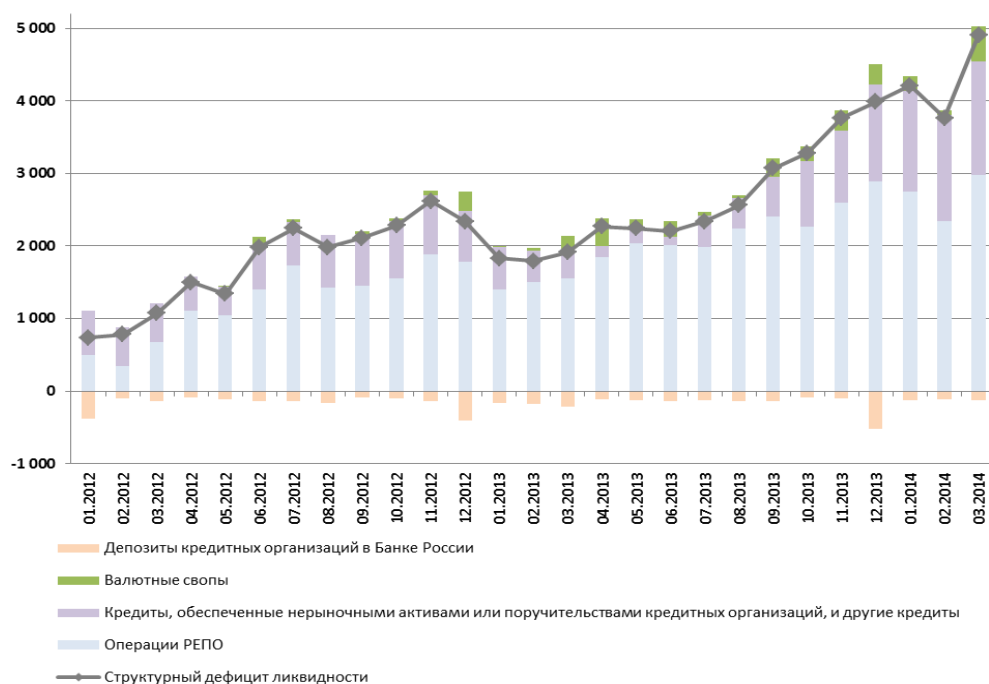
Дополнительным фактором изъятия ликвидности в рассматриваемом периоде выступал бюджетный канал, посредством которого было абсорбировано 700 млрд. рублей (без учета операций с ОФЗ и депозитов Федерального казначейства). В условиях значительной утилизации рыночного обеспечения сохранялся высокий спрос кредитных организаций на временно свободные средства, размещаемые Федеральным казначейством на депозиты в кредитных организациях. В целом за I квартал 2014 года посредством данного канала было предоставлено 0,3 трлн. рублей. Спрос кредитных организаций на аукционах по размещению ОФЗ Минфином России в рассматриваемом периоде был умеренным, что



в сочетании со значительным объемом погашения внутреннего государственного долга обусловило приток ликвидности в банковский сектор в размере 100 млрд. рублей.

Интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке и отток бюджетных средств из банковского сектора в I квартале 2014 года были частично компенсированы снижением спроса на наличные деньги. Наиболее существенное изменение объема наличных денег в обращении имело место в январе в результате действия сезонных факторов. В целом за рассматриваемый период снижение объема наличных денег в обращении привело к притоку ликвидности в банковский сектор в размере 700 млрд. рублей.

**Рис. 2. Структурный дефицит ликвидности и операции Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности, млрд. рублей**



Снижение остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России в I квартале 2014 года в результате действия сезонных факторов составило 0,1 трлн. рублей. Объем перечисления средств на счета по учету обязательных резервов в рассматриваемом периоде был незначительным и не оказал существенного влияния на ликвидность банковского сектора.

Основным механизмом рефинансирования кредитных организаций по-прежнему были операции РЕПО с Банком России, задолженность по которым увеличилась за квартал на 0,1 трлн. рублей до 2,9 трлн. рублей (рис. 2).

Значимым источником предоставления ликвидности в рассматриваемом периоде в условиях ограниченности объема рыночного обеспечения продолжали оставаться кредиты Банка России, обеспеченные нерыночными активами, чему в значительной степени способствовало введение Банком России ежемесячных кредитных аукционов на срок 3 месяца. Как следствие, задолженность по указанным операциям в I квартале 2014 года увеличилась на 0,2 трлн. рублей до 1,6 трлн. рублей.

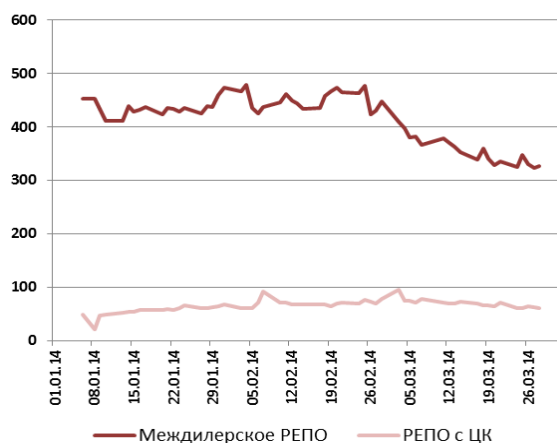
Проблемы с рыночным обеспечением у отдельных кредитных организаций способствовали росту спроса на операции «валютный своп» с Банком России. При этом если в январе-феврале 2014 года проведение указанных операций было нерегулярным, в основном приходясь на периоды крупных налоговых платежей, то в марте 2014 года по мере роста структурного дефицита ликвидности они приобрели устойчивый характер. В этих условиях задолженность кредитных организаций по операциям «валютный своп» в целом за квартал увеличилась на 0,2 трлн. рублей до 0,4 трлн. рублей, а среднечасовой объем предоставления ликвидности посредством данных операций в дни их проведения составил около 160 млрд. рублей.

## 1.2. Структура и конъюнктура рынка РЕПО

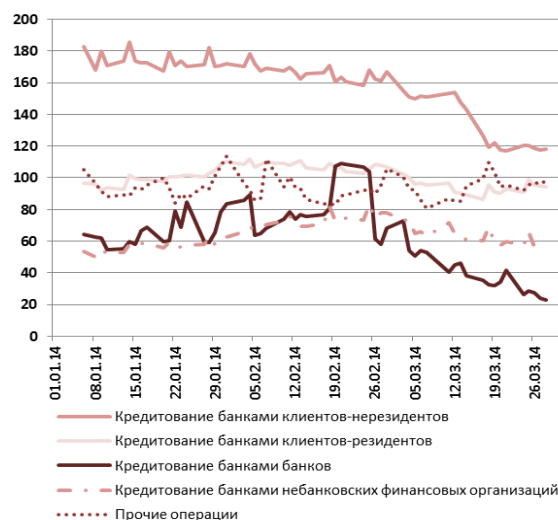
В I квартале 2014 года ухудшение внешнеполитической ситуации оказало основное влияние на денежный рынок. Объемы открытых позиций на рынке междилерского РЕПО в I квартале 2014 года сократились более чем на 20%. Если 6 января 2014 года объем открытых позиций составлял чуть более 500 млрд. руб., то 28 марта 2014 года – менее 390 млрд. руб. (рис. 3).

Указанное сокращение связано с увеличением объема операций РЕПО с Банком России, которые в условиях повышения рыночных процентных ставок частично заместили сделки РЕПО, ранее проводимые между банками. Кроме того на фоне роста внешнеполитической напряженности наблюдалось снижение объема операций по предоставлению банками ликвидности нерезидентам, которые являлись клиентами небанковских финансовых организаций (рис. 4).

**Рис. 3. Объемы открытых позиций на рынке междилерского РЕПО, млрд. руб.**



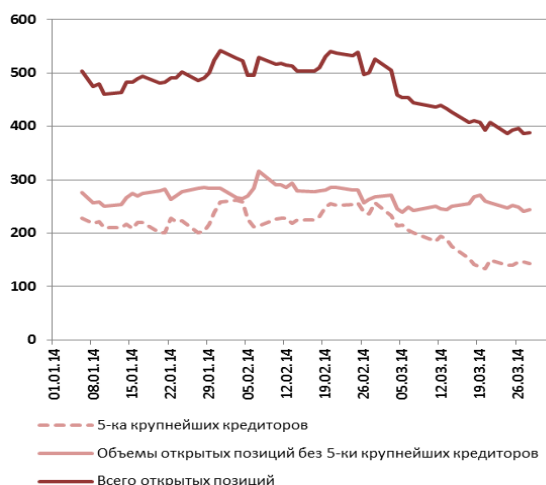
**Рис. 4. Объемы открытых позиций в разрезе контрагентов, млрд. руб.**



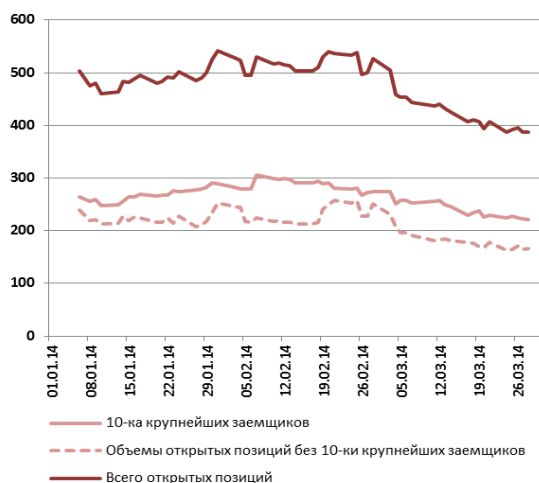
Следует отметить, что лишь несколько крупнейших участников рынка заметно сократили объемы кредитования, в то время как достаточно большое количество участников рынка и их клиентов уменьшили объемы заимствований (рис. 5 и рис. 6). В отчетном

квартале на фоне увеличения волатильности продолжился рост объемов и доли операций РЕПО с центральным контрагентом в общем объеме операций междилерского РЕПО. В марте объемы указанных операций достигали 16% от объемов открытых позиций на рынке (см. Раздел 3).

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



**Рис. 6. Объемы открытых позиций на рынке РЕПО в разрезе заемщиков, млрд. руб.**



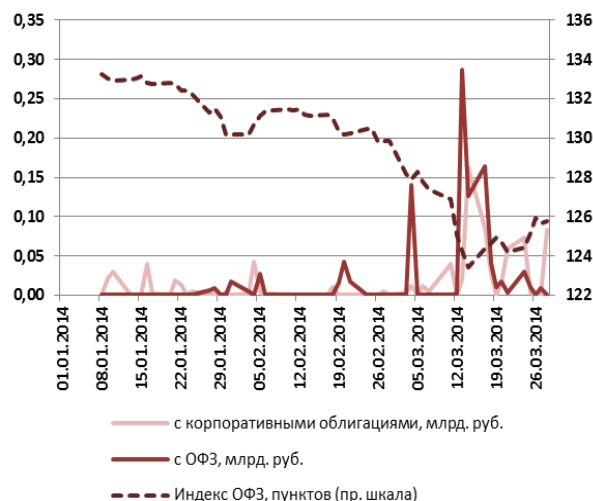
В I квартале 2014 года произошло существенное падение цен на фондовом рынке: индекс ММВБ снизился с 1 500 до 1 250 пунктов, т.е. более чем на 15%. При этом в отчетном периоде максимальное дневное снижение индекса ММВБ составило 6%. Столь значительный шок на фондовом рынке является фактором потенциальной реализации рыночного риска.

В отчетном периоде указанное событие не вызвало существенных сбоев в функционировании рынка междилерского РЕПО. В моменты сильного падения фондового индекса объемы рынка оставались относительно стабильными, суммарные объемы довнесения денежных средств (ценных бумаг) по операциям РЕПО в отдельные дни достигали почти 0,7 млрд. руб. (рис. 7 и 8), однако практически все требования были исполнены.

**Рис. 7. Требования по довнесению средств на рынке РЕПО с акциями**



**Рис. 8. Требования по довнесению средств на рынке РЕПО с облигациями, млрд. руб.**

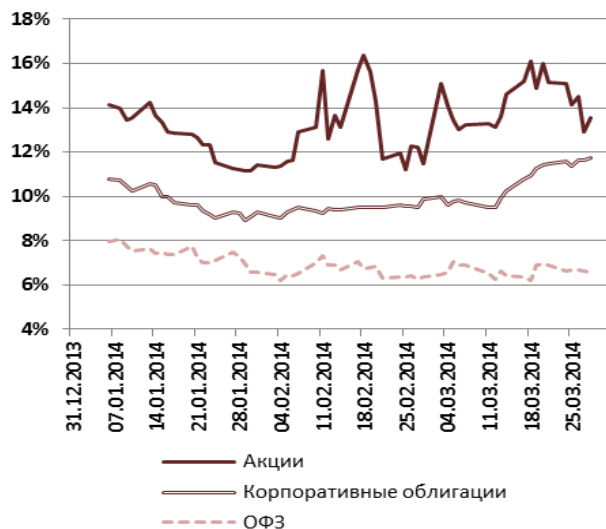


В целом большая часть совокупного объема довнесений относилась к сделкам с использованием акций в качестве обеспечения. В указанных операциях предоставлением ликвидности преимущественно занимались банки, а заемщиками выступали клиенты банков и небанковских финансовых организаций (рис. 9).

**Рис. 9. Структура довнесений средств на рынке междилерского РЕПО по контрагентам**



**Рис. 10. Средневзвешенные дисконты на рынке междилерского РЕПО в разрезе видов обеспечения, млрд. руб.**



В марте 2014 года с ростом неопределенности на фондовом рынке дисконты по операциям РЕПО с использованием корпоративных облигаций в качестве обеспечения стали расти (рис. 10). В начале квартала указанные дисконты в среднем составляли около 10%, к концу квартала – около 12%. Между тем динамика дисконтов в операциях, где обеспечением служили акции, не имела явно выраженной тенденции и характеризовалась достаточно высокой волатильностью.

В конце квартала разница между размером дисконтов по сделкам РЕПО с акциями и корпоративными облигациями достигла минимальных значений. Относительно низкий уровень дисконтов по операциям РЕПО с акциями указывает на то, что данный сегмент рынка РЕПО сопряжен с повышенным потенциальным рыночным риском.

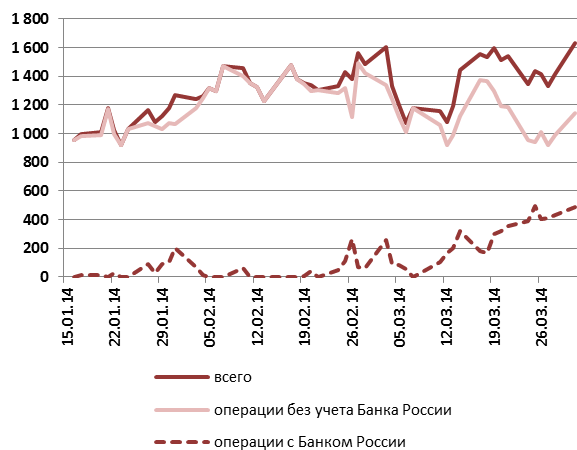
### 1.3. Структура и конъюнктура рынка валютный СВОП

В I квартале 2014 года значительно увеличился объем операций валютный СВОП. Если 15 января 2014 года объем открытых позиций по операциям СВОП составлял около 1,0 трлн. руб., то 31 марта 2014 года – около 1,6 трлн. руб. Указанный рост был связан преимущественно с ростом объемов биржевых операций с Банком России<sup>1</sup> (рис. 11). Посредством операций СВОП Банк России предоставляет участникам рынка рублевую ликвидность, причем Банк России практически полностью проводит указанные операции

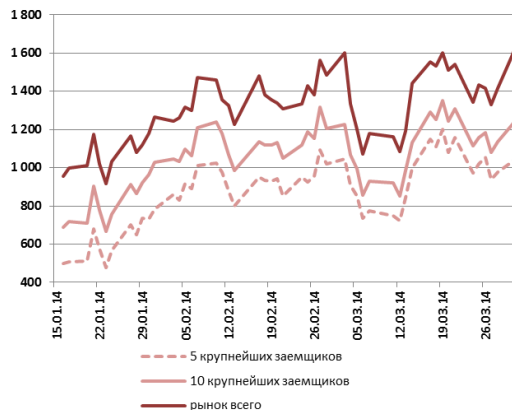
<sup>1</sup> Объемы рынка валютный СВОП определяются на основе информации из формы отчетности 0409701, которую предоставляют крупные банки-участники денежного и валютного рынков. В приводимые объемы рынка СВОП частично включаются операции СВОП с Банком России.

через Московскую биржу, непрерывно поддерживая в «стакане» свои заявки. Со стороны получателей рублевой ликвидности объемы операций на рынке СВОП нарастили преимущественно несколько крупнейших заемщиков (рис. 12).

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



**Рис. 12. Объемы операций СВОП в разрезе получателей рублевой ликвидности, млрд. руб.**

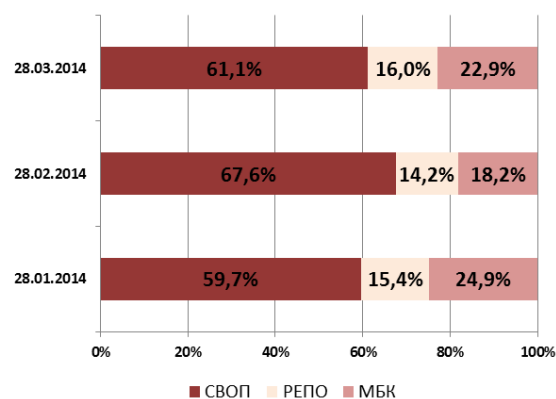


Динамика объемов открытых позиций по операциям СВОП в отчетный период в значительной степени коррелировала с динамикой курса рубля к доллару США (рис. 13). Участникам приходилось компенсировать сокращение доступных рублевых средств в результате роста активов в иностранной валюте за счет заимствований у Банка России, в том числе посредством операций валютный СВОП.

**Рис. 13. Объемы операций СВОП и курс доллара США**



**Рис. 14. Структура денежного рынка**



В течение I квартала 2014 года на денежном рынке доля операций валютный СВОП имела тенденцию к росту и к концу рассматриваемого периода составила 61,1% (рис. 14). Принимая во внимание ожидаемый в дальнейшем рост коэффициентов утилизации рыночных активов (см. раздел 4), можно ожидать роста относительного размера операций СВОП в рамках денежного рынка.

## 1.4. Структура и конъюнктура рынка МБК

Несмотря на негативный внешний фон и продолжающиеся меры Банка России по оздоровлению банковского сектора, ситуация на рынке МБК в целом оставалась стабильной. Объемы рынка несколько сократились: с 400 млрд. руб. в начале квартала до 350 млрд. в конце квартала (рис. 15). Указанное сокращение в основном было связано с действиями нескольких крупнейших игроков, сделки которых участвуют в формировании ставки Ruonia (рис. 16). Указанные банки совершали операции на всех сегментах денежного рынка и являлись достаточно крупными заемщиками по операциям с Банком России. Сокращение их операций на рынке МБК было связано с переориентацией на другие сегменты денежного рынка (см. раздел 5 про межсекторальное распределение ликвидности). Объемы заимствований небольших банков несколько выросли.

Рис. 15. Объемы заимствований на рынке МБК, млрд. руб.

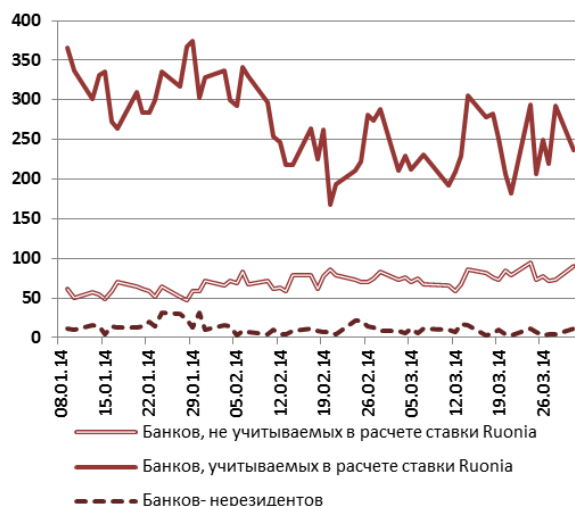
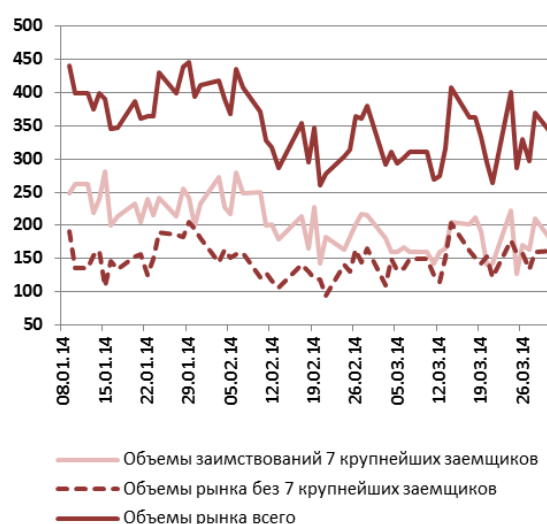


Рис. 16. Концентрация заемщиков на рынке МБК, млрд. руб.



Рост внешнеполитической напряженности оказал существенное влияние на ставки рынка МБК. Ухудшение внешнего фона привело к росту дифференциала ставок заимствований между банками, чьи сделки учитываются при расчете Ruonia, и прочими банками (рис. 17). В конце квартала в связи с сезонным повышением спроса на ликвидность ставки заимствований между банками, чьи сделки не участвуют в расчете Ruonia, превысили верхнюю границу процентного коридора Банка России. С учетом сохранения внешнеполитической напряженности в будущем нельзя исключать повторения указанных событий.

Рис. 17. Ставки заимствований на рынке МБК

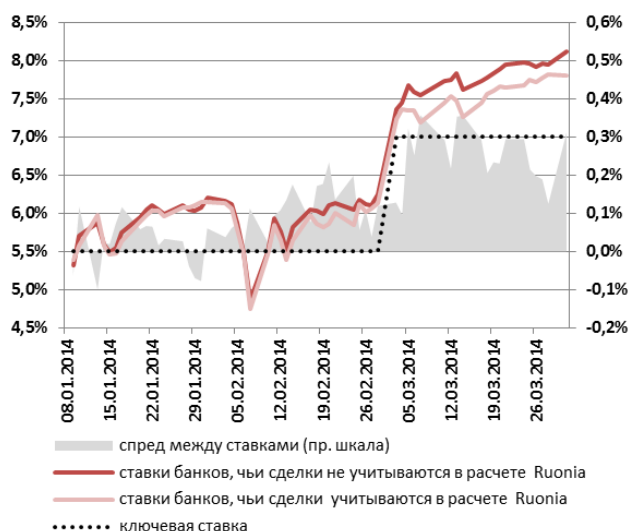
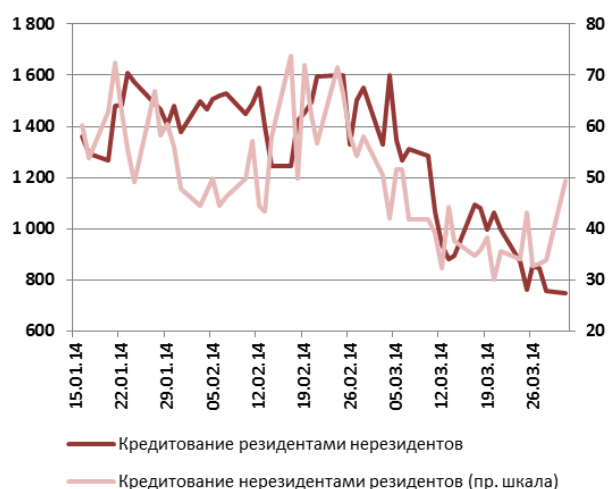


Рис. 18. Объемы МБК с нерезидентами (вкл. операции в иностранной валюте), млрд. руб.



В течение I квартала 2014 года сокращались объемы межбанковских операций с нерезидентами (рис. 18). Указанные сделки заключались в основном в долларах США и евро. Российские банки преимущественно размещали валютные депозиты в иностранных банках, причем более 2/3 указанных сделок носили внутригрупповой характер. Отчасти указанная тенденция обусловлена снижением обязательств дочерних иностранных банков в России перед физическими и юридическими лицами.



## 2. ВЛИЯНИЕ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ НА ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ухудшение внешнеполитической ситуации в I квартале 2014 года обусловило значительное падение фондовых индексов и ослабление рубля. Ситуация на финансовых рынках была стабилизирована благодаря мерам Банка России по временному изменению параметров курсовой политики, а также повышению ключевой ставки Банка России. Объем открытых позиций на денежном рынке в конце квартала несколько сократился преимущественно из-за снижения объемов рынка СВОП (рис. 19). Однако указанное снижение компенсировалось ростом объемов операций валютный СВОП с Банком России и в совокупности объемы операций СВОП в I квартале выросли.

Рис. 19. Объемы операций на сегментах денежного рынка, млрд. руб.

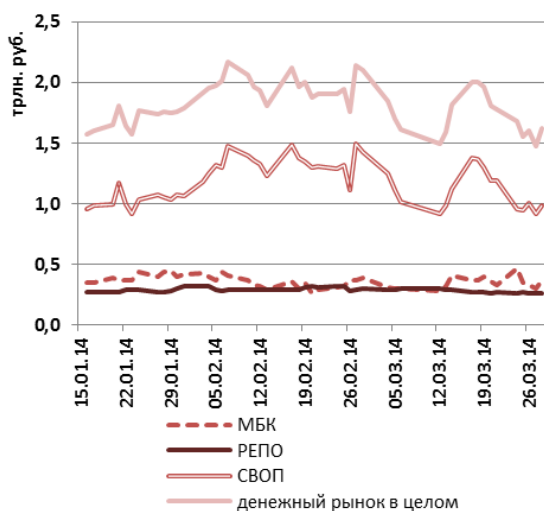


Рис. 20. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт»



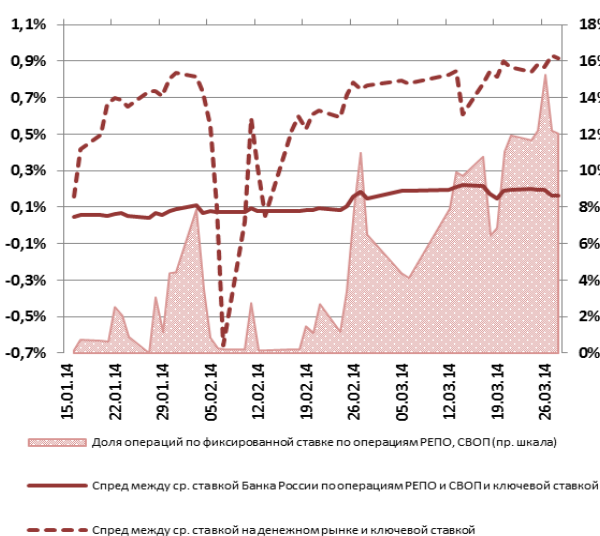
Тем не менее, общее беспокойство участников рынка относительно развития ситуации на Украине привело к некоторому росту напряженности на денежном рынке. Начиная с конца февраля 2014 года ставки находились вблизи верхней границы процентного коридора Банка России с тенденцией к росту (рис. 20). Несмотря на напряженную ситуацию на денежном рынке, в рассматриваемый период не наблюдалось неисполнений обязательств, которые бы послужили триггером для последующих дефолтов других участников.

Совет директоров Банка России с 11.00 мск 3 марта 2014 года принял решение временно повысить ключевую ставку до 7,0% годовых. Решение было направлено на предотвращение возникновения рисков для инфляции и финансовой стабильности, связанных с наблюдаемым повышенным уровнем волатильности на финансовых рынках. Вследствие данного решения ставки на денежном рынке скорректировались с учетом нового ориентира процентной политики Банка России.

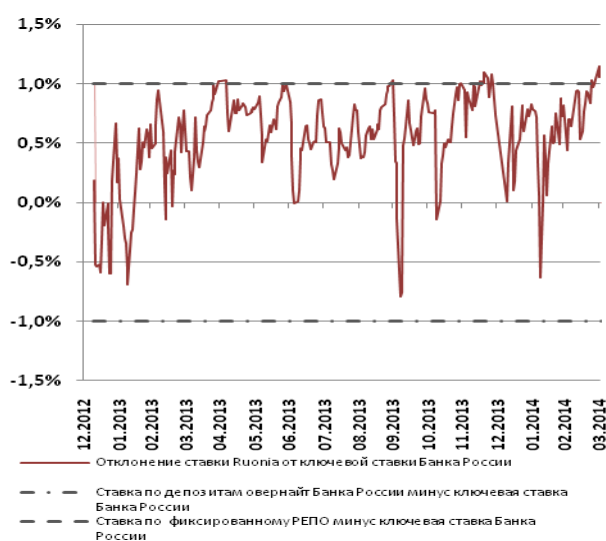


Наблюдающаяся в марте 2014 года напряженность на денежном рынке проявилась также в повышенном спросе на инструменты рефинансирования Банка России, в том числе по операциям, проводимым на фиксированных условиях. Объемы операций валютный СВОП и РЕПО с Банком России на фиксированных условиях к концу I квартала 2014 года достигли максимальных за рассматриваемый период значений - 15% от общего объема рефинансирования со стороны Банка России посредством операций СВОП и РЕПО. В то же время это практически не оказало влияния на разницу между средней ставкой заимствований у Банка России и ключевой ставкой (рост составил около 10 базисных пунктов).

**Рис. 21. Объемы операций на сегментах денежного рынка, млрд. руб.**



**Рис. 22. Отклонение процентной ставки RUONIA от ключевой ставки**



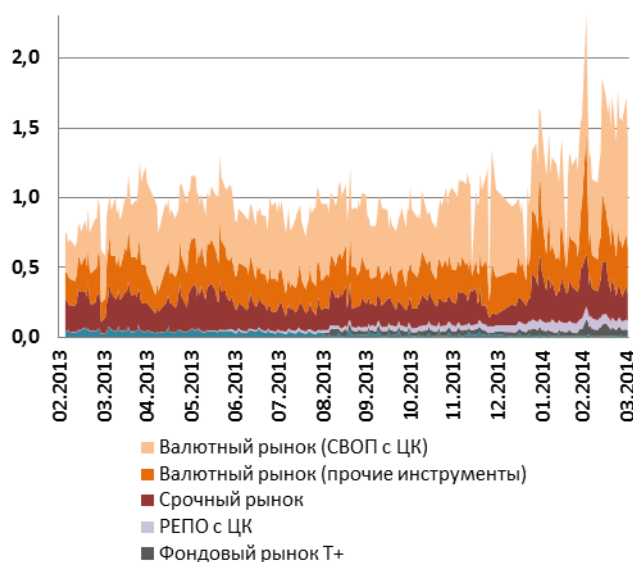
В конце I квартала 2014 года совокупный объем задолженности банковского сектора перед Банком России достиг рекордных значений в 4,95 трлн. руб. В период существенного роста совокупной задолженности банковского сектора перед Банком России (с 14 февраля по 25 марта 2014 года) более 75% роста задолженности по операциям РЕПО пришлось на 2 крупных банка.

До конца 2014 года следует ожидать роста объемов операций рефинансирования банковского сектора Банком России, направленных на компенсацию действия автономных факторов банковской ликвидности (см. раздел 1.1.). Как следствие, можно ожидать дальнейшего роста коэффициентов утилизации рыночного и нерыночного обеспечения и приближения рыночных процентных ставок к верхней границе процентного коридора Банка России (рис. 22).

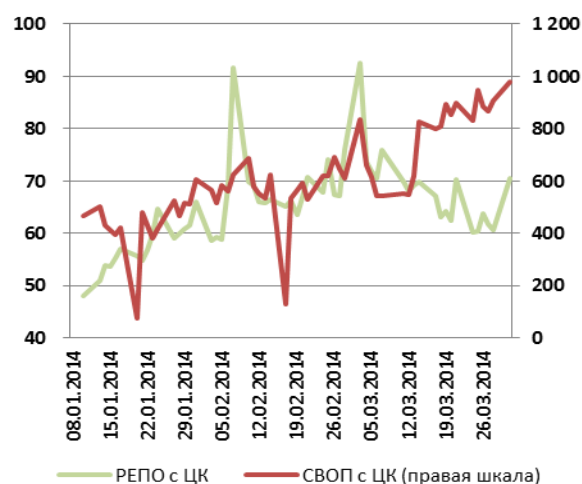
### 3. РАЗВИТИЕ И ФИНАНСОВАЯ УСТОЙЧИВОСТЬ ИНФРАСТРУКТУРЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Несмотря на повышенную волатильность на финансовых рынках, в 1 квартале 2014 года ситуация на денежном рынке оставалась стабильной (см. раздел 1). Объемы операций с центральным контрагентом (далее – ЦК) росли и в марте 2014 года достигли исторических максимумов как в совокупности по всем рынкам (2,31 трлн. руб. 3 марта 2014 года), так и на рынках РЕПО с ЦК (0,09 трлн. руб. 3 марта 2014 года) и СВОП с ЦК (0,98 трлн. руб. 31 марта 2014 года, см. рис. 23 и 24).

**Рис. 23. Объемы операций на всех рынках с ЦК, трлн. руб.**



**Рис. 24. Объем торгов на денежном рынке с ЦК в I квартале 2014 года, млрд. руб.**



Структура денежного рынка с ЦК в отчетном периоде не изменилась, при этом наблюдалась тенденция к увеличению объема операций на рынке СВОП с ЦК (с 7,5 трлн. руб. в январе 2014 года до 15,4 трлн. руб. в марте 2014 года), а также на рынке РЕПО с ЦК (с 1,0 трлн. руб. в январе 2014 года до 1,4 трлн. руб. в марте 2014 года). Доля операций на рынке РЕПО с ЦК в совокупном объеме открытых позиций на рынке РЕПО в I квартале имела тенденцию к увеличению и в марте 2014 года составила 16% (табл. 1).

**Табл. 1. Динамика доли операций с ЦК на сегментах денежного рынка**

| Инструменты                                                                          | Январь 2014 г. | Февраль 2014 г. | Март 2014 г. |
|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|--------------|
| Доля операций валютный СВОП от совокупного объема открытых позиций на валютном рынке | 100%           | 100%            | 100%         |
| Доля операций РЕПО с ЦК от совокупного объема открытых позиций на рынке РЕПО         | 11%            | 13%             | 16%          |

Вследствие повышенной волатильности на финансовых рынках и нестабильности внешних условий, способствующих росту финансовой неопределенности, в марте 2014 года ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» (далее – НКЦ) и НКО ЗАО «Национальный расчетный депозитарий» (далее – НРД) были предприняты мероприятия по повышению собственной финансовой устойчивости.

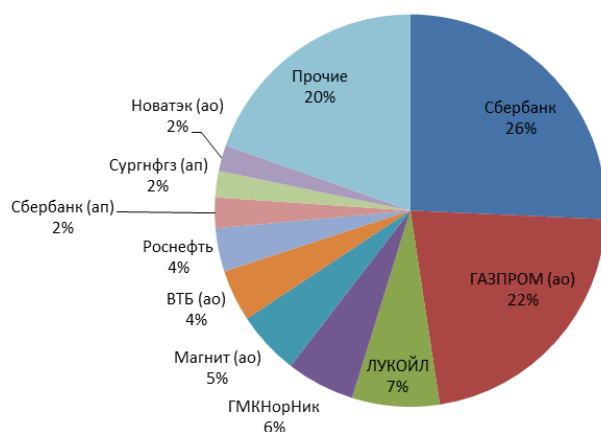
В марте 2014 года НКЦ, осуществляющий функции ЦК, изменил ставки обеспечения по ценным бумагам, допущенным к торгам с частичным обеспечением, и установил их на уровне, превышающем двухдневное падение стоимости ценных бумаг в течение отчетного периода, в том числе и по наиболее ликвидным акциям<sup>2</sup> (рис. 25 и 26).

**Рис. 25. Ставки обеспечения и абсолютные значения максимальных двухдневных изменений стоимости наиболее ликвидных акций в I квартале 2014 года**



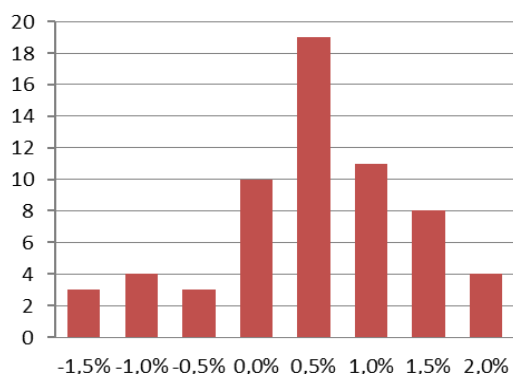
(ао) – акции обыкновенные  
(ап) – акции привилегированные

**Рис. 26. Структура совокупного объема торгов на фондовом рынке в разбивке по инструментам в I квартале 2014 года**

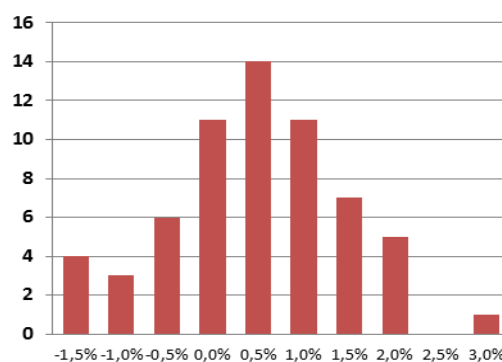


На валютном рынке ставки обеспечения, установленные НКЦ по долларам США и евро, не претерпели изменений (5% по долларам США и евро) и полностью покрывали рыночные колебания котировок иностранных валют на валютном рынке ОАО Московская Биржа за рассматриваемый период (рис. 27 и 28).

**Рис. 27. Частотное распределение двухдневного изменения курса USD/RUB в I квартале 2014 года**



**Рис. 28. Частотное распределение двухдневного изменения EUR/RUB в I квартале 2014 года**



<sup>2</sup> Под наиболее ликвидными понимаются акции, объем торгов которыми составил более 80% объема торгов акциями на Московской Бирже в I квартале 2014 года.

Таким образом, НКЦ при осуществлении операций на условиях частичного обеспечения в качестве ЦК оставался устойчивым к потенциальной реализации рыночного риска. Одновременно стоит отметить, что в отчетном периоде НКЦ провел процедуры ликвидационного неттинга в отношении ряда кредитных организаций, у которых были отозваны лицензии на осуществление банковских операций. Указанные события не оказали негативного влияния на финансовую устойчивость НКЦ. У банков с отозванными лицензиями не было существенных позиций по операциям с ЦК.

В рамках деятельности НРД в качестве клиринговой организации стоит отметить, что НРД осуществляет клиринг сделок на спот рынке только при условии зачисления участниками клиринга необходимого количества денежных средств и ценных бумаг (DVP) до начала проведения расчетов и формирования клирингового пула.

В марте НКЦ внес изменения в Правила клиринга НКЦ на валютном рынке и рынке драгоценных металлов, предусматривающие уточнение перечня обстоятельств, наступление которых является основанием для признания ситуации чрезвычайной, и определение мер по ее урегулированию. Указанные изменения также были внесены в Правила осуществления клиринговой деятельности НРД.

Таким образом, принятые НКЦ и НРД меры являются своевременными и адекватными в условиях повышенной волатильности на финансовых рынках, а проведенный анализ текущей ситуации на рынках ОАО Московская Биржа позволяет сделать вывод об отсутствии существенных угроз финансовой устойчивости и непрерывности деятельности НКЦ и НРД в потенциальных стрессовых ситуациях.

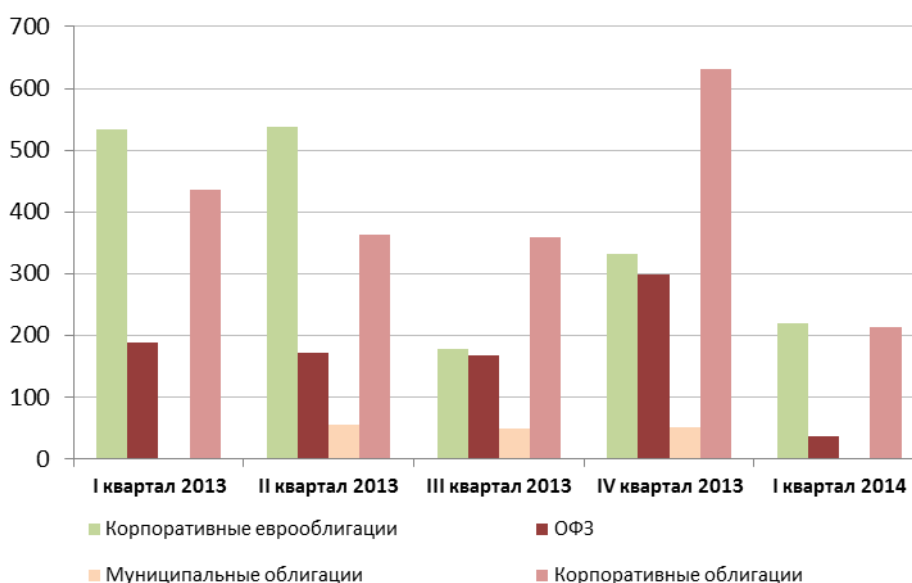
## 4. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

### 4.1. Распределение и динамика стоимости обеспечения по операциям РЕПО

В настоящее время операции РЕПО Банка России являются основным инструментом рефинансирования кредитных организаций. В условиях сохраняющегося высокого спроса банковского сектора на рефинансирование расширение объема рынка ценных бумаг способствует смягчению проблемы дефицита рыночного обеспечения. С этой точки зрения наибольшее значение имеет эмиссионная активность на рынке долговых ценных бумаг: облигации традиционно преобладают в структуре портфеля российских кредитных организаций.

Высокая волатильность финансовых рынков и рост процентных ставок в начале 2014 года снизили привлекательность размещения облигаций. В связи с этим эмиссионная активность на внутреннем облигационном рынке в I квартале 2014 года оказалась сравнительно низкой. Объемы первичных размещений как корпоративных облигаций, так и облигаций федерального займа в 1 квартале 2014 года были меньше, чем в каждый из кварталов 2013 года. На внутреннем рынке совокупный объем эмиссии составил менее 0,3 трлн. руб. Объемы размещения еврооблигаций были также несколько меньше, чем в среднем в 2013 году (рис. 29).

**Рис. 29. Эмиссионная активность на фондовом рынке:  
I квартал 2013 – I квартал 2014 г., млрд. руб.**



Источники: Минфин, CBONDS, расчеты Банка России.

В I квартале 2014 года продолжался рост объемов рыночного обеспечения, имеющегося в распоряжении банков. По оценкам на основе данных на 1 марта 2014 г., стоимостной объем рыночного обеспечения, имеющегося в распоряжении у кредитных организаций (скорректированный на величину дисконтов по операциям РЕПО Банка России),

составил 4,9 трлн. руб., что на 0,3 трлн. руб. больше в сравнении с объемом на 1 декабря 2013 года. По отношению к объему на 1 марта 2013 года прирост объемов рыночного обеспечения составил 20%.

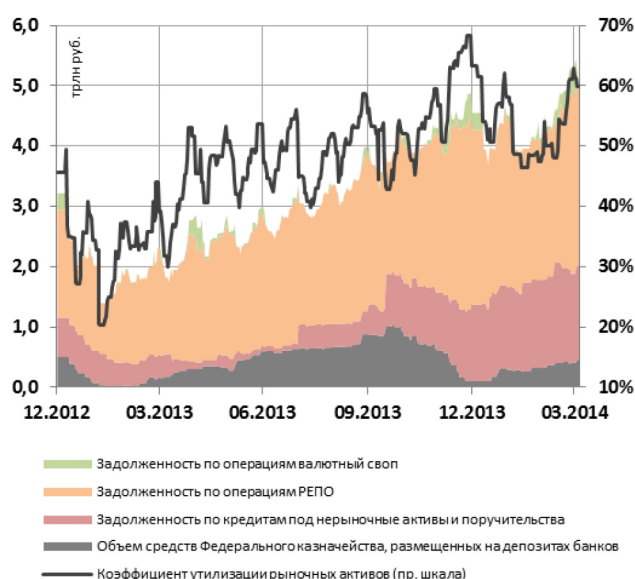
**Табл. 2. Показатели объемов рыночного обеспечения по операциям РЕПО Банка России, март 2013 г., трлн. руб.**

| Обеспечение                   | Объем в обращении | Объем на балансе банковского сектора | Объем на балансе банковского сектора (консервативная оценка) |
|-------------------------------|-------------------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| <b>Долговые ценные бумаги</b> | 8,4               | 4,7                                  | 4,6                                                          |
| <b>Долевые ценные бумаги</b>  | 4,2               | 0,2                                  | 0,2                                                          |
| <b>ИТОГО</b>                  | 12,6              | 4,9                                  | 4,8                                                          |

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

Коэффициенты утилизации рыночных активов находились в I квартале 2014 года в среднем ниже значений IV квартала 2013 года. Вместе с тем, в период максимального спроса кредитных организаций на рефинансирование коэффициент утилизации рыночных активов превышал 60% (рис. 30).

**Рис. 30. Задолженность кредитных организаций и коэффициент утилизации рыночных активов**



**Рис. 31. Коэффициент утилизации рыночных активов: фактические и прогнозные значения**



В целом, в настоящее время темп роста задолженности кредитных организаций по операциям РЕПО опережает темп роста рыночного обеспечения. Можно ожидать, что на протяжении II-IV кварталов 2014 года указанная тенденция сохранится. При сохранении текущей структуры задолженности по операциям рефинансирования Банка России и темпов роста рыночного обеспечения, коэффициент утилизации рыночных активов к концу 2014 года может превысить 75% (рис. 31).

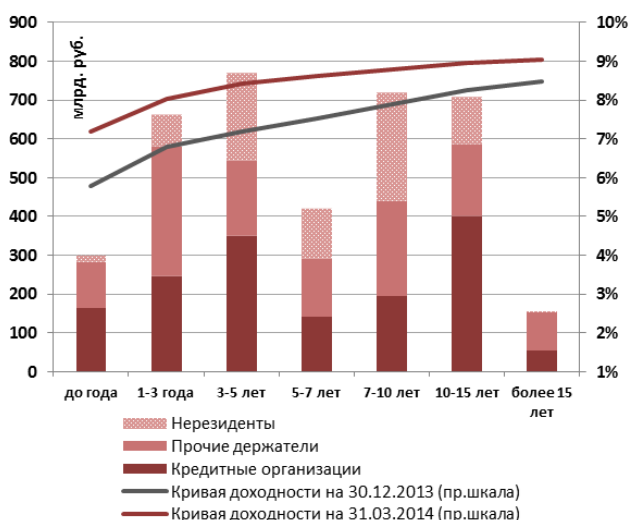
## 4.2. Структура держателей ОФЗ в разрезе сроков до погашения

При совершении операций РЕПО наиболее активно используемым в качестве обеспечения активом являются облигации федерального займа (ОФЗ). При проведении операций РЕПО важную роль играет рыночный риск, обусловленный изменением конъюнктуры рынка государственных заимствований и предпочтений инвесторов. Структура рынка облигаций в разрезе держателей ценных бумаг (доля нерезидентов, местных институциональных инвесторов и др.) оказывает существенное влияние на уровень волатильности и устойчивость рынка. С учетом рекомендаций Международного валютного фонда Банк России в 2013 году приступил к регулярной публикации статистики о вложениях нерезидентов в ОФЗ. В 2014 году Банк России планирует расширить раскрытие информации о рынке госдолга и включить в перечень публикуемой информации данные об институциональной структуре инвесторов.

Раскрытие информации о рынке госдолга должно способствовать большей прозрачности и более точной оценке рисков участниками финансового рынка, в том числе рынка междилерского РЕПО. Объем вложений отдельных категорий инвесторов может значительно варьироваться по сегментам срочности рынка государственного долга. Кроме того, интерес также представляет информация о соотношении вложений основных групп участников рынка.

В связи с этим Банк России провел оценку структуры вложений в ОФЗ в разрезе держателей выпусков и сроков до их погашения. Основной группой держателей ОФЗ являются российские кредитные организации, на которые приходится около половины объема рынка. Около четверти рынка приходится на иностранных инвесторов, и оставшаяся часть – на прочих инвесторов-резидентов, куда, в частности, входят пенсионные фонды и страховые компании.

**Рис. 32. Структура держателей ОФЗ в разрезе сроков до погашения (на 1 февраля 2014 года)**





Как видно на рис. 32, иностранные инвесторы отдают наибольшее предпочтение ценным бумагам срочностью от 3 до 10 лет. По всей видимости, это связано с более привлекательным уровнем доходности относительно краткосрочных бумаг и меньшей чувствительностью к процентному риску в сравнении с долгосрочными (более 10 лет) бумагами. Отдельные инвесторы, осуществляя вложения в среднесрочные бумаги (3– 5 лет), могут реализовывать стратегию удержания бумаг до погашения. В краткосрочном сегменте (до года) и сверхдолгосрочном сегменте (выше 15 лет) вложения нерезидентов минимальны, что может объясняться, соответственно, непривлекательной доходностью и высокой чувствительностью к процентному риску.

С ноября 2013 года масштаб присутствия нерезидентов на рынке ОФЗ демонстрирует тенденцию к снижению. Это выражается как в сокращении абсолютного объема вложений иностранных инвесторов в ОФЗ (с 933 млрд. руб. на 1 ноября 2013 г. до 836 млрд. руб. на 1 марта 2014 года), так и в сокращении доли нерезидентов в общем объеме рынка ОФЗ (с 26% до 22%, соответственно). При этом следует отметить, что сокращение объема вложений не является существенным для рынка, оно происходило достаточно равномерно в течение всего периода и не оказало значимого влияния на рыночную конъюнктуру.

#### **4.3. Оценка «функции потерь» банковского сектора по операциям на рынке МБК**

При оценке степени устойчивости процентных ставок на денежном рынке, в частности, на рынке МБК был использован подход на основе «функции потерь»<sup>3</sup> (см. Обзор денежного рынка за III квартал 2013 года).

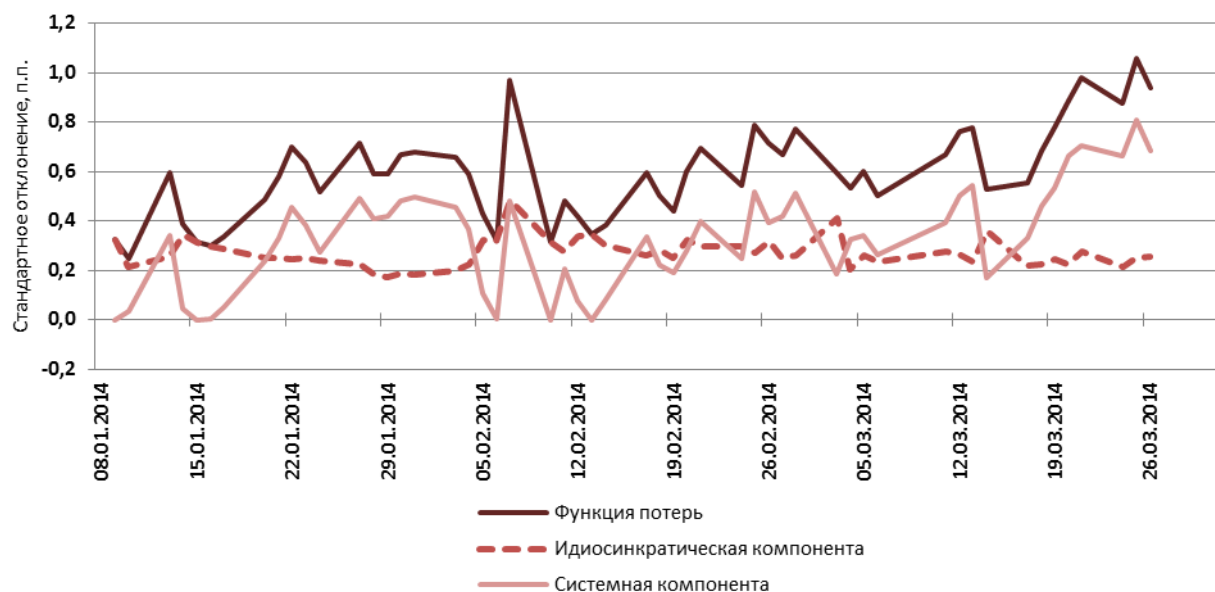
«Функция потерь» возрастает по мере увеличения объема сделок на денежном рынке по ставкам, значительно отклоняющимся от ключевой ставки центрального банка. Экономический смысл «функции потерь» состоит в измерении альтернативных издержек, которые несет банковский сектор в ситуации фондирования по ставкам, отличным от ключевой ставки центрального банка.

«Функция потерь» может быть разложена на две компоненты. Первая компонента (идиосинкратическая) описывает степень отклонения процентных ставок по сделкам на денежном рынке от сводного рыночного индикатора, то есть отражает масштаб неоднородности рынка и процентный риск на индивидуальном уровне. Вторая компонента (системная) измеряет отклонение сводного рыночного индикатора от ключевой ставки центрального банка, т.е. является показателем процентного риска на системном уровне.

---

<sup>3</sup> «Функция потерь» рассчитывается как сумма квадратов отклонений процентных ставок по сделкам на денежном рынке от ключевой ставки центрального банка, взвешенных по объемам соответствующих сделок.

Рис. 33. Функция потерь и ее компоненты в динамике<sup>4</sup>



В рассматриваемый период «функция потерь» имела тенденцию к повышению, которая началась с середины марта 2014 года и была связана с ростом внешнеполитической напряженности, а также приближением периода налоговых платежей (рис. 33). Следует обратить внимание, что в течение всего квартала идиосинкратическая компонента находилась на относительно высоком уровне и была в среднем сопоставима с системной компонентой. Указанный факт может свидетельствовать о недостаточно эффективной трансмиссии ликвидности на рынке МБК (см. раздел 5).

<sup>4</sup> В данном выпуске Обзора «функция потерь» оценивается по *всем* сделкам со сроком «овернайт» на рынке МБК, тогда как в Обзоре денежного рынка за III квартал 2013 года «функция потерь» рассчитывалась только по сделкам, которые учитывались при расчете индикатора RUONIA.

## 5. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ТРАНСМИССИИ ЛИКВИДНОСТИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

---

Эффективность трансмиссии ликвидности на денежном рынке является важным условием обеспечения его стабильности. Функционирование денежного рынка основано на потребности экономических субъектов в управлении краткосрочными денежными потоками. Часть субъектов (заемщики) имеют потребность в привлечении средств, другие (кредиторы) – в размещении временно свободных средств.

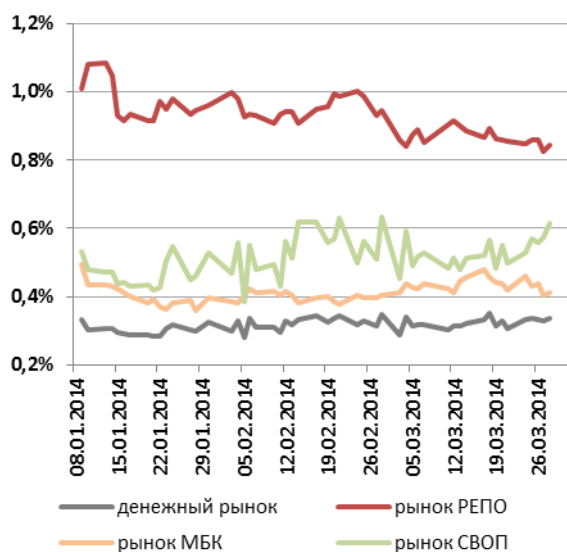
Эффективность трансмиссии ликвидности на денежном рынке определяется возможностью заемщиков/ кредиторов беспрепятственно привлечь/разместить средства по справедливым процентным ставкам, обоснованным отражающим все значимые факторы ценообразования. Таким образом, в случае неэффективности механизма передачи ликвидности участники рынка имеют ограниченные возможности управления краткосрочной ликвидностью или осуществляют такое управление по искаженным процентным ставкам, что может стать причиной возникновения рисков ликвидности отдельных участников или рынка в целом. Поэтому эффективность трансмиссии ликвидности и стабильность денежного рынка тесно взаимосвязаны. Данный раздел имеет целью ответить на следующие вопросы.

- При каких условиях трансмиссия ликвидности на денежном рынке наиболее эффективна?
- Какие индикаторы денежного рынка могут служить показателями эффективности трансмиссии?
- На каком из сегментов денежного рынка существует больше потенциальных возможностей для эффективной трансмиссии ликвидности?
- Как распределяется ликвидность между сегментами денежного рынка?

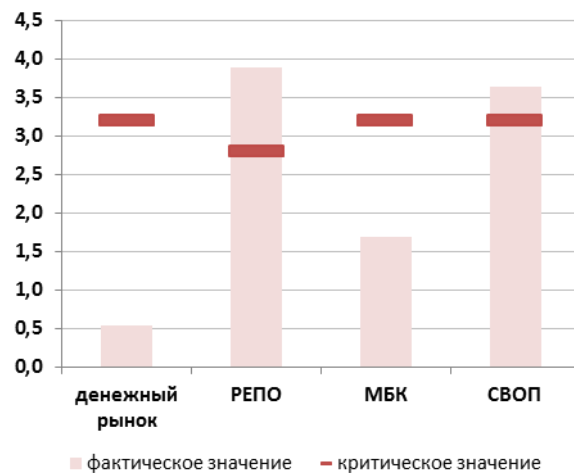
Для эффективной трансмиссии ликвидности на денежном рынке при прочих равных условиях необходимо наличие множества каналов передачи ликвидности, в рамках которых каждый участник имеет альтернативные возможности привлечения (размещения) денежных средств. Наличие конкуренции между кредиторами и заемщиками приводит к максимально широкому потенциальному выбору контрагентов, что позволяет обеспечить условия для наилучшего распределения краткосрочных денежных ресурсов.

Наилучшие условия для перераспределения ликвидности на денежном рынке возникают при формировании его полной структуры (complete market structure), при которой каждый из участников имеет позиции против всех других участников. Индикатором степени полноты рынка выступает показатель «плотности сети», то есть отношение числа фактических связей между участниками к максимально возможному числу связей, характерному для полного рынка.

**Рис. 34. Плотность сети взаимосвязей участников денежного рынка**



**Рис. 35. Индикатор однородности процентных ставок денежного рынка**



Наибольшим потенциалом для эффективного функционирования механизма трансмиссии с точки зрения наличия каналов перераспределения ликвидности обладает рынок междилерского РЕПО, плотность которого в среднем более чем в два раза превышает плотность рынка МБК (рис. 34). Таким образом, каждый участник рынка РЕПО имеет в среднем большее число контрагентов, чем участник рынка МБК и СВОП, а, следовательно, потенциально имеет большую гибкость в управлении собственной ликвидностью. Как показал анализ, плотность рынка РЕПО снизилась после начала обострения внешнеполитической ситуации, при этом плотность рынков МБК и СВОП в этот период незначительно выросла, что позволило сохранить плотность всего денежного рынка на стабильном уровне.

Наличие плотной структуры связей между участниками не является, тем не менее, достаточным условием для достижения эффективной трансмиссии ликвидности, так как переток ликвидности по существующим рыночным каналам может сдерживаться в результате таких ограничений, как взаимные лимиты на контрагентов, нехватка обеспечения, соблюдение нормативов и пр. Действие ограничений на перераспределение ликвидности проявляется в отклонении процентных ставок от уровней, характерных для рынка без междилерских ограничений. По этой причине одним из основных индикаторов эффективности трансмиссии на денежном рынке служит степень близости (однородности) и согласованность в динамике процентных ставок на его сегментах.

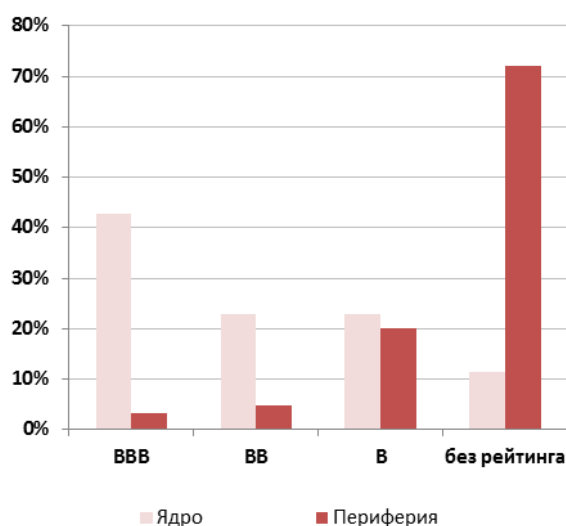
Анализ индикатора однородности процентных ставок<sup>5</sup> денежного рынка подтверждает вывод о том, что относительно более высокой эффективностью

<sup>5</sup> Индикатор однородности процентных ставок рассчитывается как отношение межгрупповой дисперсии ставок к их внутригрупповой дисперсии с поправкой на количество сделок в выборке (F-критерий). Критерием для выделения групп служит кредитное качество заемщиков, оцениваемое на основе рейтингов кредитоспособности международных рейтинговых агентств. Аналогично показателю «плотности сети» индикатор однородности процентных ставок как мера эффективности распределения ликвидности на рынке не является аддитивным. Несмотря на то, что на большей части денежного рынка (рынке РЕПО и рынке СВОП) по результатам анализа трансмиссия осуществляется достаточно эффективно, гипотеза об эффективности распределения ликвидности на денежном рынке в целом была отвергнута.

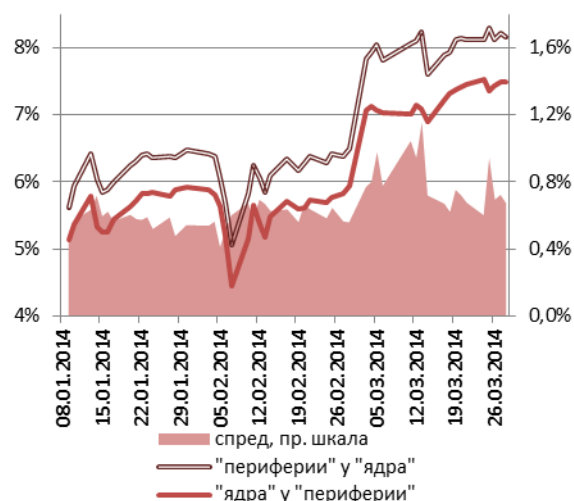
характеризуется трансмиссия ликвидности на рынке междилерского РЕПО (рис. 35). На этом сегменте рынка процентные ставки по однородным сделкам участников с одинаковым кредитным риском максимально близки друг к другу, что является признаком эффективного перераспределения ликвидности. По данному критерию относительно высокая эффективность трансмиссии ликвидности наблюдается на рынке СВОП. Напротив, для рынка МБК и денежного рынка в целом уровень индикатора однородности процентных ставок находится ниже критического уровня<sup>6</sup>. Таким образом, эффективность трансмиссии ликвидности на рынке МБК ниже, чем на других сегментах российского денежного рынка.

Дополнительное подтверждение приведенного выше утверждения можно обнаружить, если провести анализ однородности процентных ставок в разрезе отдельных сегментов рынка МБК. В этих целях рынок МБК был разделен на «ядро» и «периферию», где в качестве «ядра» рассматривались наиболее активные участники с высоким уровнем плотности сети взаимосвязей между ними (около 30%), тогда как к «периферии» были отнесены все прочие участники. «Ядро» в основном включает банки с высоким кредитным качеством, а «периферия» – банки с относительно низким кредитным качеством и небанковские организации (рис. 36)<sup>7</sup>. Вместе с тем, ряд участников «ядра» и «периферии» имеют одинаковое кредитное качество.

**Рис. 36. Распределение банков «ядра» и «периферии» по рейтингам**



**Рис. 37. Средневзвешенная стоимость заимствований на рынке МБК на 1 день**



С целью дальнейшей проверки гипотезы об однородности ценообразования на рынке МБК в разрезе выделенных сегментов было проведено сравнение уровня процентных ставок в сделках между участниками «ядра» и «периферии». При этом для сопоставления процентных ставок в «ядре» и «периферии» были отобраны участники с одинаковым уровнем кредитного качества.

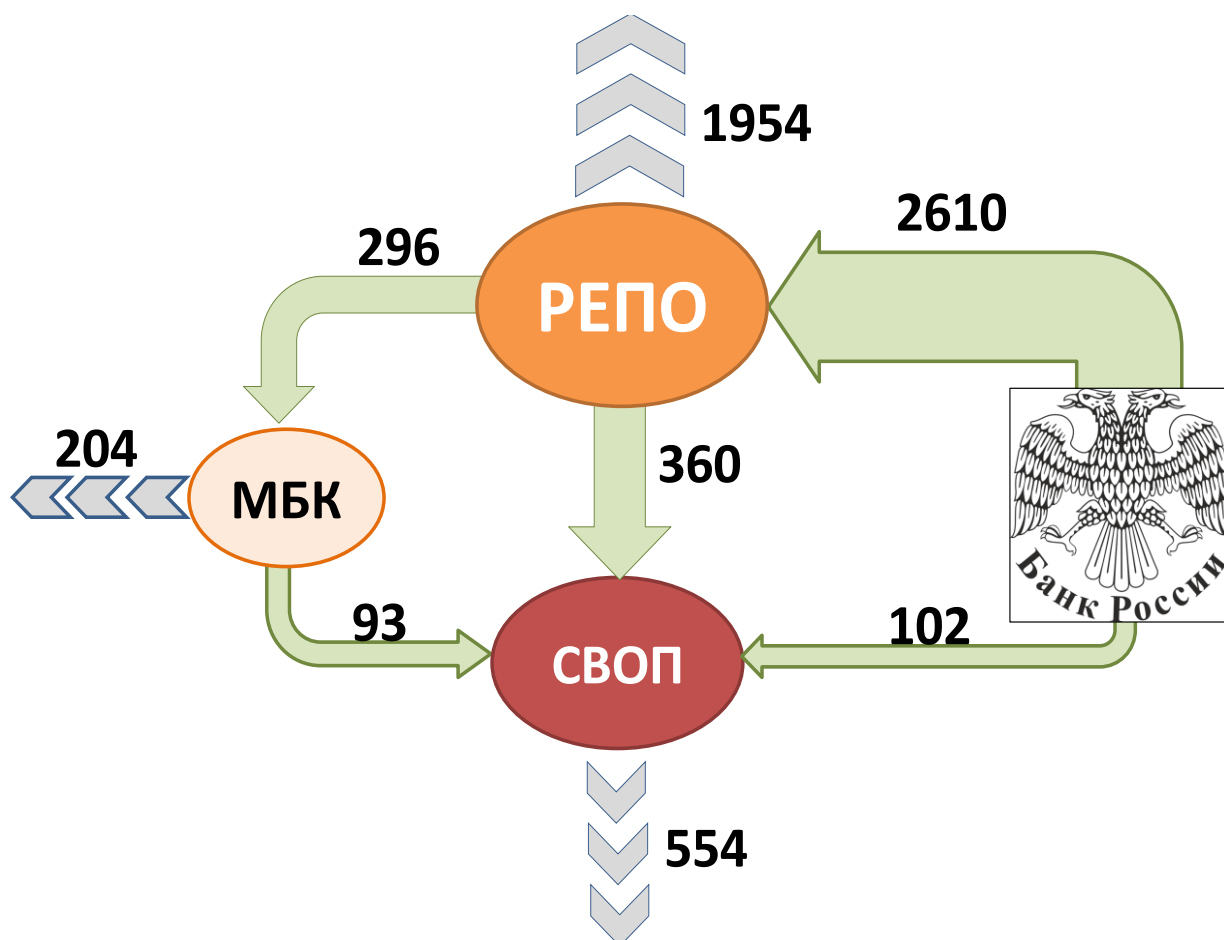
<sup>6</sup> Критическое значение индикатора определяется на основании 5%-ого квантиля F-распределения используемой статистики.

<sup>7</sup> Ядру принадлежит 41 участник, из которых 35 банков и 6 небанковских организаций. Периферия содержит 689 участников, из которых 189 – банки.

Результаты анализа показали статистически достоверное отличие уровня ставок по сделкам участников, входящих в «ядро», от уровней ставок участников «периферии» с сопоставимым уровнем рейтинга. Спред между процентными ставками «ядра» и «периферии» является положительным (около 0,6 п.п.), причем он существенно увеличился после нарастания внешнеполитической напряженности (рис. 37). Таким образом, подтверждается полученный ранее вывод о недостаточно эффективном механизме трансмиссии ликвидности на рынке МБК, что обусловлено, прежде всего, фрагментарностью этого рынка за пределами узкой группы тесно связанных между собой участников, входящих в «ядро».

Рынок междилерского РЕПО и рынок СВОП более эффективно проводят трансмиссию ликвидности благодаря наличию обеспечения, а также функционированию центрального контрагента, что предоставляет защиту от риска контрагента. Эти характеристики позволяют центральному банку осуществлять вливание ликвидности на любом из этих двух сегментов денежного рынка – РЕПО или СВОП с последующим ее перераспределением в пределах и за пределами денежного рынка (рис. 38).

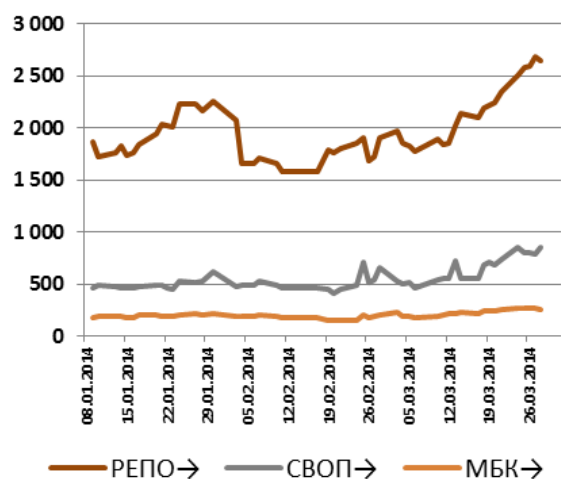
**Рис. 38. Нетто-распределение ликвидности по сегментам денежного рынка, средние значения чистых заимствований за I квартал 2014 года, млрд. руб.**



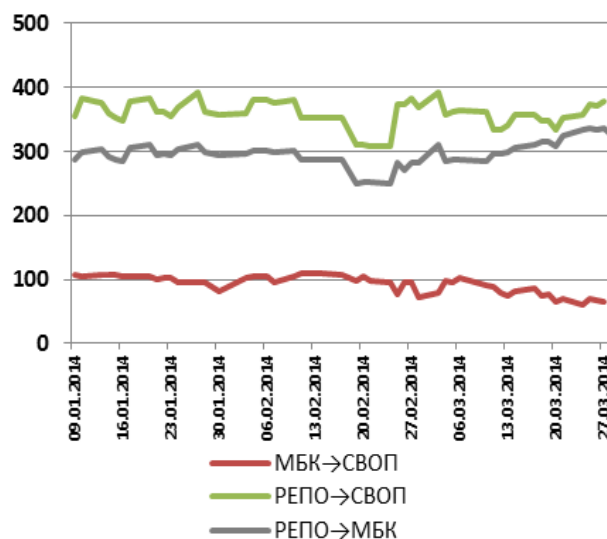
На рис. 38 представлена схема прямых нетто-потоков ликвидности между сегментами денежного рынка<sup>8</sup>. Как видно, ликвидность (около 2,7 трлн. руб. в среднем за I квартал) поступает на денежный рынок от Банка России по двум каналам – через рынок РЕПО и СВОП. Учитывая, что стоимость фондирования через операции РЕПО с Банком России (около 7%) ниже стоимости фондирования через операции СВОП (8%) основной поток ликвидности (около 2,6 трлн. руб.) поступает посредством операций РЕПО. При этом стоит отметить, что большая часть этих средств (около 2 трлн. руб.) не участвует в дальнейшем перераспределении ликвидности (через сделки на денежном рынке), поскольку в силу наличия собственных потребностей в ликвидности направляется банками на операции за пределами денежного рынка (например, на уплату налогов, покупку ценных бумаг, иностранной валюты и т.д.).

Остальная часть полученной от Банка России ликвидности (около 650 млрд. руб.) через рынок РЕПО поступает непосредственно на другие сегменты денежного рынка – рынок СВОП и МБК и в последующем также направляется на фондирование активных операций. Часть средств с рынка МБК (около 100 млрд. руб.) через прямые межсекторальные сделки поступает на рынок СВОП, что способствует усилению его роли в качестве источника краткосрочных ресурсов для участников денежного рынка.

**Рис. 39. Динамика нетто-объемов фондирования участников на сегментах денежного рынка<sup>9</sup>**



**Рис. 40. Динамика нетто-объемов распределения ликвидности между сегментами денежного рынка**



Анализ прямых нетто-потоков в динамике за I квартал 2014 года показал, что межсекторальная трансмиссия ликвидности на денежном рынке достаточно устойчива. Значительный рост нетто-объемов фондирования участников на рынках РЕПО и СВОП

<sup>8</sup> Стоит подчеркнуть, что описанные потоки ликвидности рассчитаны на нетто-основе, то есть представляют собой разницу между противоположными потоками в межсекторальных связях. При этом на рисунке отражены только *прямые* нетто-потоки ликвидности, то есть потоки, обусловленные исключительно сделками на денежном рынке. Проводимые Банком России депозитные операции не учитывались.

<sup>9</sup> Стрелки в легенде означают, что нетто-потоки ликвидности направлены от соответствующего сегмента за пределы денежного рынка. При этом линии на рисунках приведены с учетом сделок участников соответствующих сегментов рынка с Банком России.



наблюдался в марте 2014 года и был связан с повышением объемов заимствований у Банка России (рис. 39). Это, в свою очередь, привело к некоторому росту объемов ликвидности, направляемых участниками рынков РЕПО и СВОП на рынок МБК (рис. 40). Тем не менее, объем дополнительной ликвидности, перераспределенной (непосредственно на денежном рынке) на рынок МБК через рынки РЕПО и СВОП, оказался существенно меньше общего потока ликвидности, поступившего на денежный рынок в марте 2014 года. По-видимому, это объясняет значительный рост стоимости заимствований на рынке МБК в этот период и превышение ставкой Ruonia в конце марта 2014 года верхней границы процентного коридора Банка России.