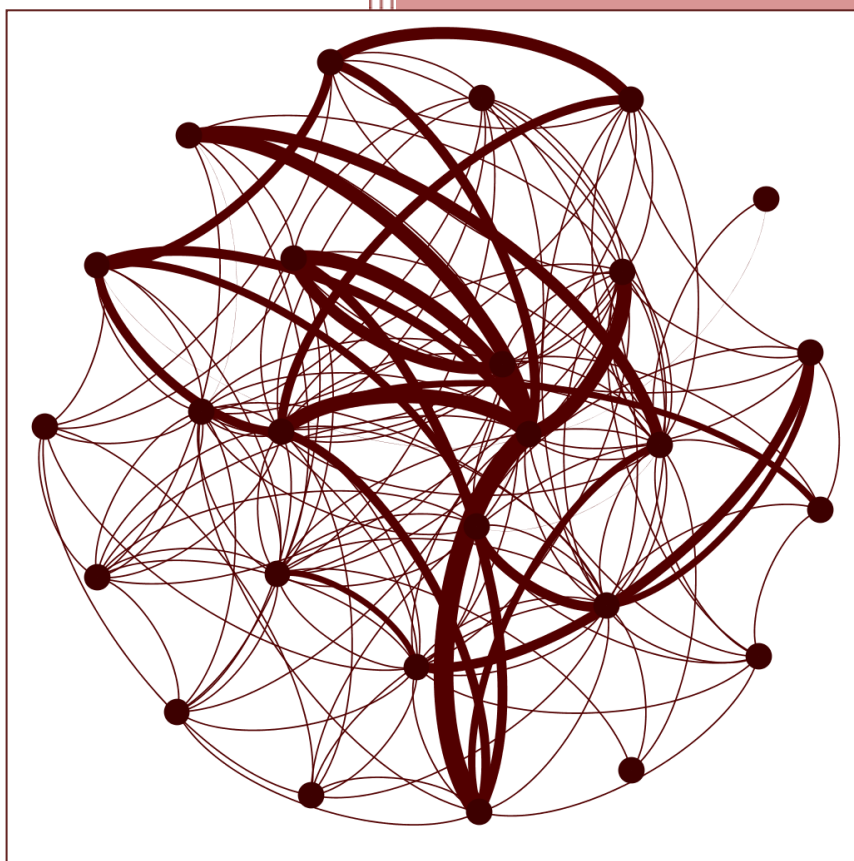


II квартал 2013 года

Обзор денежного рынка



Центральный банк
Российской Федерации
(Банк России)

Настоящий Обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности с участием Департамента исследований и информации и Сводного экономического департамента Банка России

Статистические данные, использованные в Обзоре, а также методические комментарии публикуются на сайте Банка России в разделе «Финансовая стабильность»

http://www.cbr.ru/analytics/?Prtid=fin_stab

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



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

© Центральный банк Российской Федерации, 2013

Содержание

Список рисунков	4
Список таблиц	5
Назначение Обзора денежного рынка	6
Резюме Обзора	7
1. Структура денежного рынка	9
1.1. Структура и текущая конъюнктура денежного рынка: СВОП, РЕПО, МБК	9
1.2. Состояние ликвидности банковского сектора	13
1.3. Торговые и информационные системы на денежном рынке	15
2. Системные риски денежного рынка	17
2.1. Достаточность обеспечения у банковского сектора	17
2.2. Анализ достаточности дисконтов на рынке междилерского РЕПО	19
2.3. Сетевая структура денежного рынка	20
2.4. Дефолты на рынке РЕПО	22
3. Ценообразование на рынке МБК	25
3.1. Поведение процентной ставки на рынке МБК	25
3.2. Внутрдневная динамика рынка МБК	28
4. Развитие инфраструктуры денежного рынка: создание Ценового центра НФА	32
5. Приложение. Индикатор стабильности и метрики рисков денежного рынка	34

Список рисунков

Рис. 1. Структура денежного рынка.....	9
Рис. 2. Динамика среднемесячных ставок по однодневным рублевым МБК.....	10
Рис. 3. Срочная структура сегментов денежного рынка.....	10
Рис. 4. Объемы операций денежного рынка.....	10
Рис. 5. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт».....	10
Рис. 6. Доли обеспечения на рынке междилерского РЕПО.....	11
Рис. 7. Доли крупнейших эмитентов обеспечения – акций на рынке междилерского РЕПО.....	11
Рис. 8. Позиции участников на денежном рынке.....	12
Рис. 9. Факторы формирования ликвидности.....	13
Рис. 10. Изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России.....	14
Рис. 11. Изменение наличных денег в обращении.....	14
Рис. 12. Доли торговых систем на денежном рынке.....	16
Рис. 13. Участие центрального контрагента в операциях на денежном рынке.....	16
Рис. 14. Доли торговых систем на рынке МБК.....	16
Рис. 15. Доли торговых систем на рынке СВОП.....	16
Рис. 16. Динамика коэффициентов утилизации и объема средств бюджета на депозитах банков в I-II квартале 2013 г.....	17
Рис. 17. Дисконты в разрезе видов обеспечения.....	19
Рис. 18. Распределение дисконтов в сделках, обеспеченных облигациями.....	19
Рис. 19. Распределение дисконтов в сделках, обеспеченных акциями.....	19
Рис. 20. Доля заимствования участниками ядра и периферии у Банка России на денежном рынке.....	21
Рис. 21. Доля заимствования участниками ядра и периферии во всем объеме ликвидности на денежном рынке.....	21
Рис. 22. Потоки ликвидности на денежном рынке во II квартале 2013 года.....	22
Рис. 23. Средневзвешенная стоимость заимствований на денежном рынке со сроком «овернайт».....	22
Рис. 24. Динамика дефолтов на рынке междилерского РЕПО.....	23
Рис. 25. Структура портфеля по операциям обратного РЕПО «Финансовой системы» и «Брокерского дома АЛМАЗ».....	23
Рис. 26. Влияние структурного и текущего дефицита ликвидности на ставку МБК.....	25
Рис. 27. Соотношение общего объема заключенных сделок на аукционе РЕПО на срок 1 неделя и установленного на аукционе лимита.....	26
Рис. 28. Влияние текущего дефицита ликвидности на положение ставки рынка МБК в процентном коридоре по операциям Банка России.....	26
Рис. 29. Декомпозиция спреда ставки рынка МБК к минимальной ставке по краткосрочным аукционам РЕПО.....	27
Рис. 30. Внутрдневная активность рынка межбанковских кредитов.....	29
Рис. 31. Соотношение спроса и предложения на рынке межбанковских кредитов.....	30
Рис. 32. Процентный дифференциал между индексами RIBOR-G и RIBOR-T.....	30
Рис. 33. Индикатор стабильности денежного рынка.....	34
Рис. 34. Метрики рисков денежного рынка.....	35

Список таблиц

Табл. 1. Структура портфеля ценных бумаг российских банков.....	18
Табл. 2. Показатели объема обеспечения, имеющегося в распоряжении банков.....	18
Табл. 3. Экономические нормативы для ядра и периферии.....	21
Табл. 4. Анализ чувствительности ставки денежного рынка к изменению соответствующих регрессоров.....	28

Назначение Обзора денежного рынка

В настоящем Обзоре под денежным рынком понимается рынок межбанковского кредитования (МБК), рынок «валютных свопов» (СВОП) и рынок междилерского РЕПО. Рынку РЕПО уделяется несколько большее внимание, поскольку он носит межсекторальный характер и Банк России проводит на нем основной объем операций по предоставлению ликвидности. 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, Департамент финансовой стабильности Банка России (далее - ДФС) публикует **регулярные квартальные обзоры** о его состоянии и уровне системных рисков.

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

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

Резюме Обзора

Структура денежного рынка

- Во II квартале 2013 года наблюдался рост доли сделок «валютный СВОП» в общем объеме сделок на денежном рынке. Доля указанного сегмента денежного рынка увеличилась с 54% до 62%. Повышенный интерес участников к операциям на рынке СВОП объяснялся постепенным сокращением в портфелях участников объема обеспечения, доступного для совершения сделок РЕПО.
- Средний спрэд между ставками MIACR-B (предоставление кредитов банкам со спекулятивным кредитным рейтингом) и MIACR-IG (предоставление кредитов банкам с инвестиционным кредитным рейтингом) по однодневным рублевым МБК во II квартале 2013 г. составил 18 базисных пунктов против 17 базисных пунктов в предшествующем квартале. Сохранение низкого уровня этого спреда свидетельствует о том, что участники рынка оценивали кредитный риск по межбанковским кредитным операциям как невысокий.
- Во II квартале 2013 г. наибольшая доля в обеспечении на рынке междилерского РЕПО приходилась на корпоративные, региональные и муниципальные облигации, однако в течение квартала указанная доля сокращалась. Доля акций на рынке выросла с 30% в начале квартала до 40% в конце.
- Ситуация на денежном рынке во II квартале 2013 года формировалась в условиях увеличения структурного дефицита ликвидности. Ключевой особенностью текущего года и II квартала в том числе стало существенное уменьшение влияния бюджетного канала, что обусловило в целом умеренное изъятие ликвидности по сравнению с соответствующими периодами предыдущих лет.
- Доля операций с Центральным контрагентом в общем объеме рынка возросла с 20,5% в I квартале 2013 года до 25,5% во II квартале 2013 года. При этом на рынке РЕПО объем операций с центральным контрагентом за тот же период возрос более чем в 4 раза: с 3,5 млрд. руб. до 15 млрд. руб. В будущем следует ожидать еще большего увеличения указанного сегмента за счет расширения перечня торгуемых инструментов.

Системные риски денежного рынка

- Как показал сетевой анализ, участники ядра (системно значимые участники) характеризуются меньшей величиной отклонения фактических значений нормативов от установленных минимальных значений. Кроме того, эти участники имеют в среднем более высокие коэффициенты утилизации, что предполагает необходимость регулярного мониторинга степени обременения их рыночных активов и возможности использования иных источников пополнения ликвидности.
- В мае-июле 2013 г. на рынке междилерского РЕПО прошло несколько дефолтов, причинами которых было невыполнение обязательств по возврату ценных бумаг отдельными небанковскими финансовыми организациями – ИК «Финансовая система» и ИК «Брокерский дом АЛМАЗ». Оценивая последствия нескольких дефолтов, Банк России не ожидает реализации системного риска или возникновения сетевого эффекта на рынке междилерского РЕПО.
- Во II квартале 2013 г. основным инструментом рефинансирования кредитных организаций продолжали оставаться операции прямого РЕПО с Банком России: задолженность кредитных организаций по данному инструменту варьировалась от 1,2 до 2,2 трлн. руб., а коэффициент утилизации рыночных активов находился преимущественно в диапазоне от 45 до 55%, что несколько выше уровней I квартала 2013 года.

- Во II квартале 2013 года значения дисконтов на рынке междилерского РЕПО в целом соответствовали средним уровням, наблюдавшимся в предыдущем квартале. Исключением служили лишь дисконты по сделкам с ОФЗ, которые в течение второго квартала имели тенденцию к снижению.

Ценообразование на рынке МБК

- Увеличение структурного дефицита ликвидности обусловило рост среднего уровня краткосрочной процентной ставки денежного рынка. Во II квартале ставка МІАСR находилась вблизи верхней границы процентного коридора Банка России, увеличившись по сравнению с предыдущим кварталом на 57 б.п.
- Во II квартале 2013 г. международные рейтинговые агентства понизили кредитный рейтинг ряду крупных российских банков. Анализируя влияние кредитных рейтингов на ценообразование на рынке МБК, ДФС приходит к выводу, что рейтинг, хотя и оказывает определенное воздействие на стоимость заимствований, однако его влияние несущественно.

Развитие инфраструктуры денежного рынка

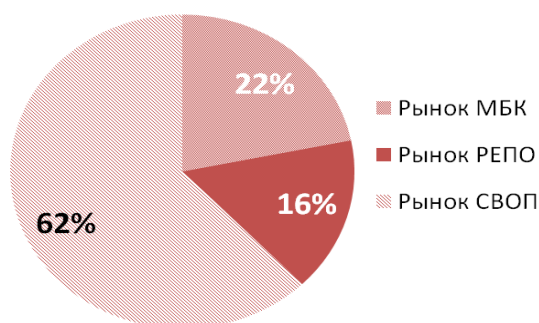
- С 1 апреля 2013 г. начал функционировать Ценовой центр НФА (Центр), представляющий собой проект по оказанию информационных услуг, реализуемый совместно СРО НФА и ЗАО НРД, в котором СРО НФА обеспечивает методологическую базу проекта, а НРД – техническую. На первом этапе основной задачей Центра является оценка справедливой цены облигаций как при наличии рыночных цен, так и при их полном отсутствии. Использование продукции Центра позволит более точно оценивать справедливую стоимость ценных бумаг при их использовании в качестве обеспечения и производить переоценку облигаций для целей учета.

1. СТРУКТУРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

1.1. Структура и текущая конъюнктура денежного рынка: СВОП, РЕПО, МБК¹

Участниками денежного рынка являются банки, небанковские финансовые организации, их клиенты (в т. ч. нерезиденты). Существенную роль на денежном рынке играет Банк России, использующий данный рынок для управления ликвидностью банковского сектора. На рынке совершаются преимущественно операции с короткими сроками, поэтому в дальнейшем (если не оговорено иное) в Обзоре будет проводиться анализ операций со сроками от «овернайт» до недели.

**Рис. 1. Структура денежного рынка
(в среднем за квартал), %**



Совокупный среднедневной оборот операций на денежном рынке вырос с 1,24 трлн. руб. в I квартале до 1,57 трлн. руб. во II квартале 2013 г. Основной причиной роста являлось увеличение объемов операций СВОП. Доля указанного сегмента денежного рынка увеличилась с 54% до 62% (рис. 1). Повышенный интерес участников к операциям на рынке СВОП объяснялся постепенным сокращением потенциального объема обеспечения, доступного для сделок РЕПО.

Динамика оборотов рынка МБК в течение квартала была неоднородной. В апреле сохранялся рост активности участников рынка МБК, наблюдавшийся в I квартале, причем, как и в предшествующем периоде, наиболее активно наращивали заимствования банки, не имеющие инвестиционного кредитного рейтинга, вследствие чего средняя по рынку ставка МIACR сблизилась со ставкой МIACR-B по кредитам банкам со спекулятивным кредитным рейтингом (рис. 2). В мае наметилось снижение активности участников рынка, резко ускорившееся в июне. При этом в мае лидерами сокращения заимствований были банки с инвестиционным кредитным рейтингом, привлекающие средства по более низким ставкам, что привело к опережающему росту ставки МIACR по сравнению со ставками заимствований отдельных категорий заемщиков. В июне опережающими темпами сокращались заимствования банков, не имеющих инвестиционного кредитного рейтинга. Доля банков с высоким кредитным рейтингом в оборотах рынка выросла, что привело к умеренному снижению среднерыночной ставки МIACR на фоне сохраняющегося роста стоимости заимствований для банков с определенным кредитным рейтингом (МIACR-IG и МIACR-B).

¹ Информационной базой настоящего исследования выступали данные ОАО «Московская Биржа» по сделкам РЕПО и форма отчетности 0409701 «Отчет об операциях на валютных и денежных рынках».

Рис. 2. Динамика среднемесячных ставок по однодневным рублевым МБК (% годовых)

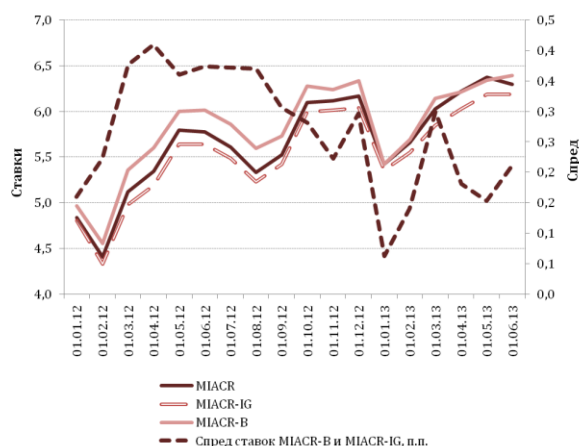
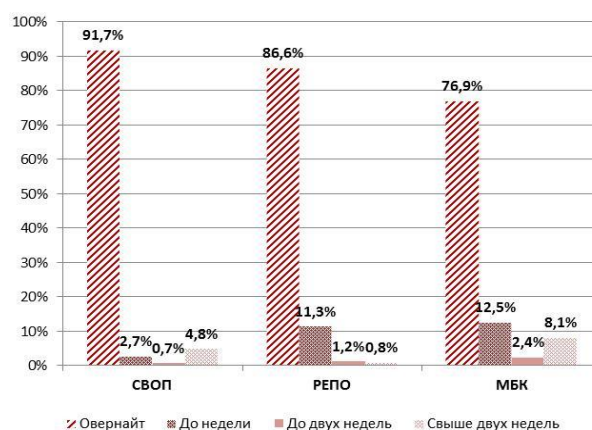


Рис. 3. Срочная структура сегментов денежного рынка, %



Во II квартале доля операций «овернайт» сократилась на всех сегментах рынка при одновременном росте доли операций «неделя» и на срок «выше недели»: на рынке СВОП с 96,8% до 91,7%, на рынке РЕПО с 89,8% до 86,6%, на МБК с 83,5% до 76,9% (рис. 3). В целом, операции на денежном рынке носили преимущественно краткосрочный характер.

В течение II квартала 2013 г. объемы и ставки на денежном рынке в среднем не претерпели существенных изменений (рис. 4, рис. 5). Значимый рост объемов наблюдался лишь на рынке СВОП. Отметим, что несмотря на повышенный спрос на ликвидность, в целом ситуация на денежных рынках сохранялась стабильной: в среднем ставки на денежном рынке оставались внутри процентного коридора Банка России.

Рис. 4. Объемы операций денежного рынка, млрд. руб.

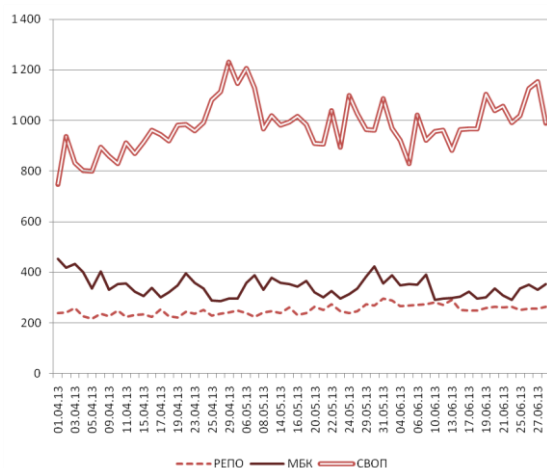
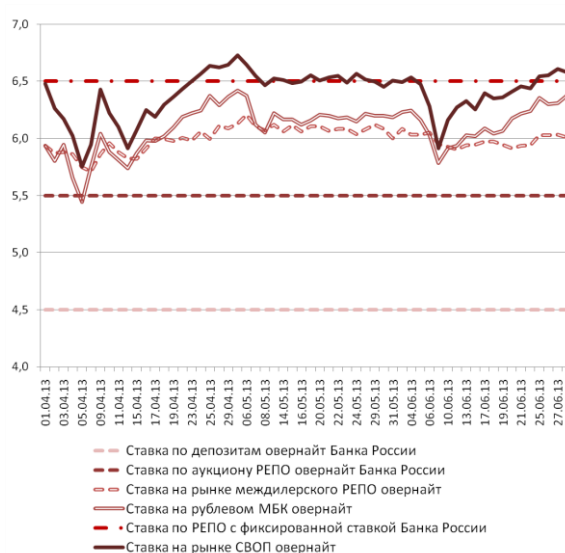


Рис. 5. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт», %



Рост спроса на ликвидность со стороны банков в последнюю неделю каждого месяца приводил к повышению ставок на денежном рынке, что было особенно характерно для рынка СВОП. В отдельные периоды вмененные ставки на рынке СВОП незначительно превышали верхнюю границу коридора процентных ставок Банка России, что отчасти могло быть связано с особенностями расчета валютной компоненты своп-разницы по операциям «валютный своп». Для расчета валютной компоненты своп-разницы использовалась ставка

LIBOR, которая не всегда соответствует ставке размещения банками средств в иностранной валюте.

Рост ставок на рынке МБК для банков-заемщиков с различным кредитным рейтингом во II квартале был сравнительно однородным. Средний спрэд между ставками MIACR-B (предоставление кредитов банкам со спекулятивным кредитным рейтингом) и MIACR-IG (предоставление кредитов банкам с инвестиционным кредитным рейтингом) по однодневным рублевым МБК во II квартале 2013 г. составил 18 базисных пунктов против 17 базисных пунктов в предшествующем квартале (рис. 5). Сохранение низкого уровня этого спрэда свидетельствует о том, что участники рынка оценивали кредитный риск по межбанковским кредитным операциям как невысокий.

Процентные ставки на рынке междилерского РЕПО в течение II квартала 2013 г. демонстрировали невысокую волатильность и характеризовались наибольшей стабильностью по сравнению с ценовыми параметрами других сегментов денежного рынка.

Во II квартале 2013 г. наибольшая доля в обеспечении на рынке междилерского РЕПО приходилась на корпоративные, региональные и муниципальные облигации (рис. 6), однако в течение квартала указанная доля сокращалась. Доля акций на рынке выросла с 30% в начале квартала до 40% в конце.

Основными эмитентами акций, выступавших обеспечением на рынке междилерского РЕПО, являлись крупнейшие российские корпорации – Газпром, Уралкалий, Сбербанк, Норникель и т.д. (рис. 7).

В операциях РЕПО с Банком России, напротив, основным обеспечением являлись федеральные облигации. На долю сделок, обеспеченных указанными активами, приходилось около 50% задолженности банков перед регулятором. Доля акций по сравнению с предыдущим кварталом несколько выросла – с 1,3% до 1,8%.

Рис. 6. Доли обеспечения на рынке междилерского РЕПО, %

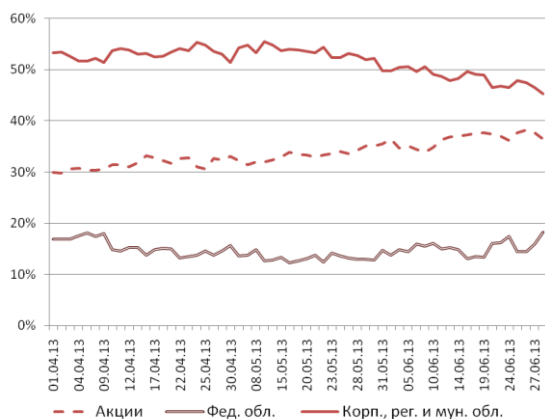
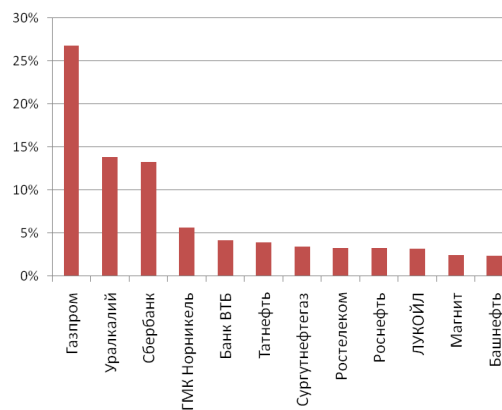
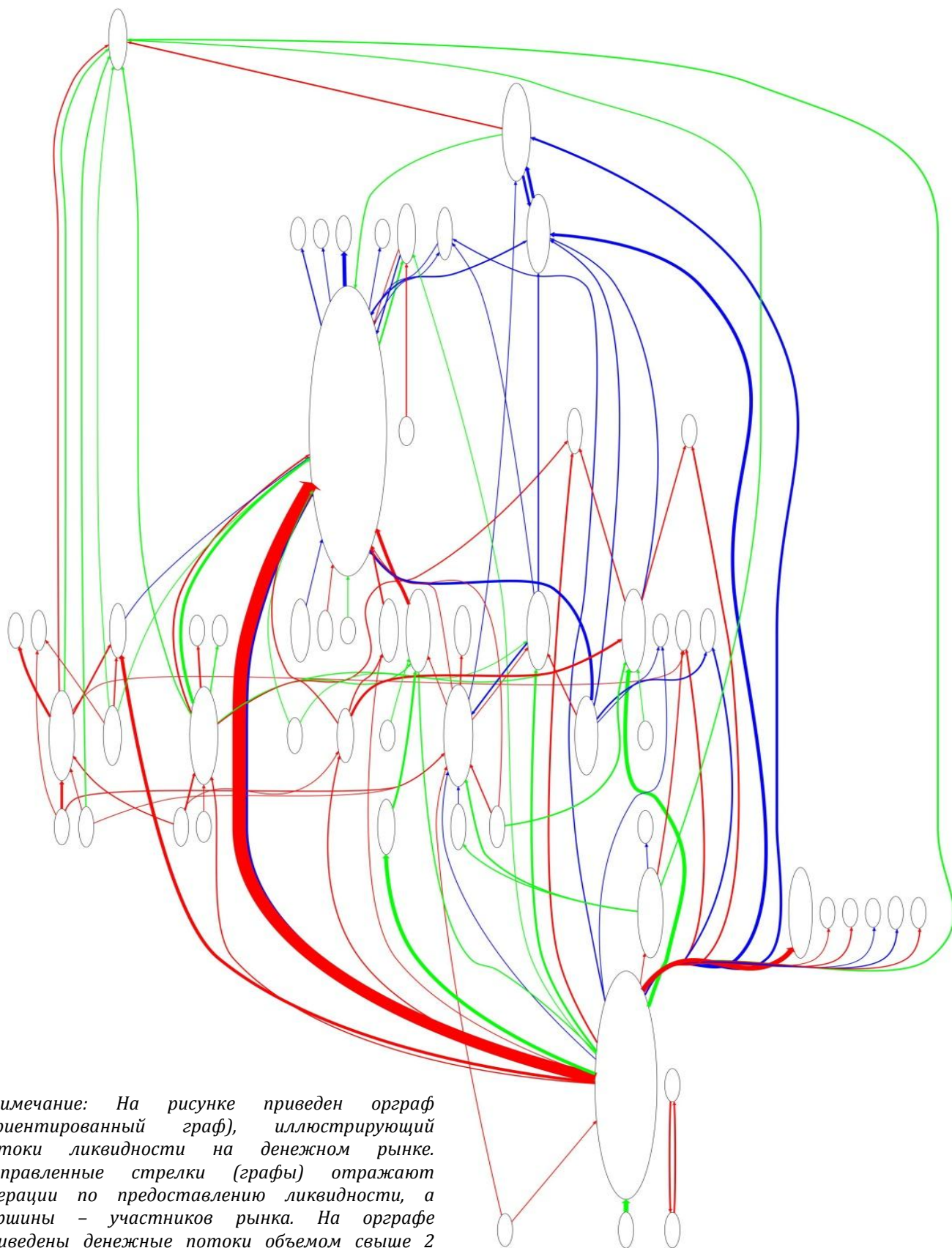


Рис. 7. Доли крупнейших эмитентов обеспечения – акций на рынке междилерского РЕПО, %



Как и в предыдущем квартале, денежный рынок характеризовался достаточно большим количеством активных участников (рис. 8), при этом рынок был неоднородным: выделялись несколько крупных участников с большими объемами операций и значительное число мелких участников (более подробно см. раздел 2.1 «Сетевая структура денежного рынка»).

Рис. 8. Позиции участников на денежном рынке

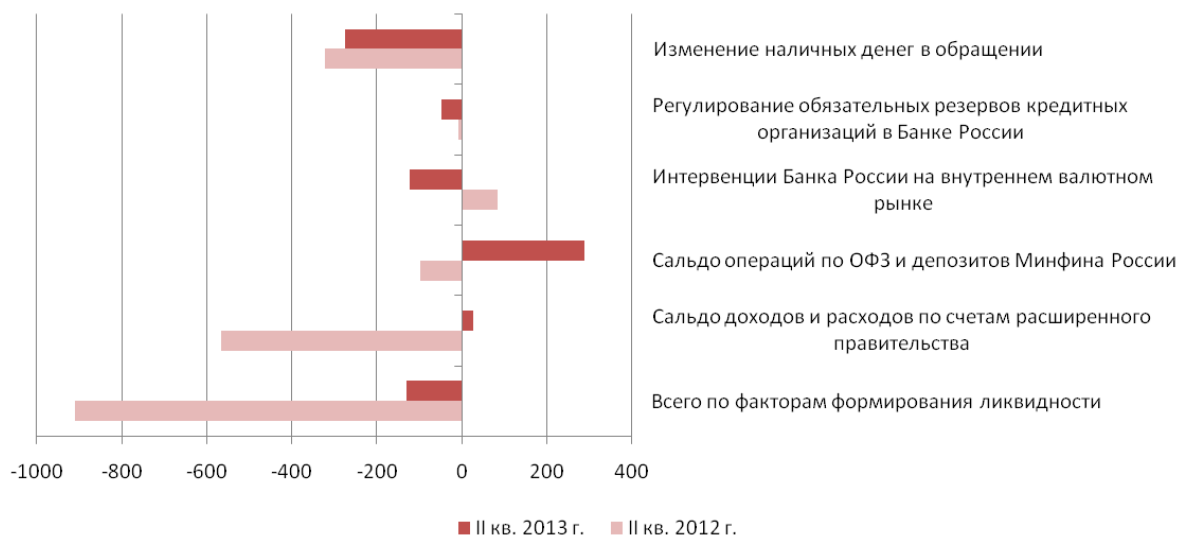


Примечание: На рисунке приведен оргграф (ориентированный граф), иллюстрирующий потоки ликвидности на денежном рынке. Направленные стрелки (графы) отражают операции по предоставлению ликвидности, а вершины – участники рынка. На оргграфе приведены денежные потоки объемом свыше 2 млрд. руб. Толщина стрелки пропорциональна позиции участника по отношению к данному контрагенту, размер шрифта – объему операций участника на денежном рынке. Красным цветом обозначены операции на рынке СВОП, синим – на рынке РЕПО, зеленым – на рынке МБК.

1.2. Состояние ликвидности банковского сектора

Ситуация на денежном рынке во II квартале 2013 года формировалась в условиях увеличения структурного дефицита ликвидности. Отличительной особенностью рассматриваемого периода являлся тот факт, что факторы формирования ликвидности имели во многом разнонаправленный характер, что обусловило в целом умеренное изъятие ликвидности по сравнению с соответствующими периодами предыдущих лет.

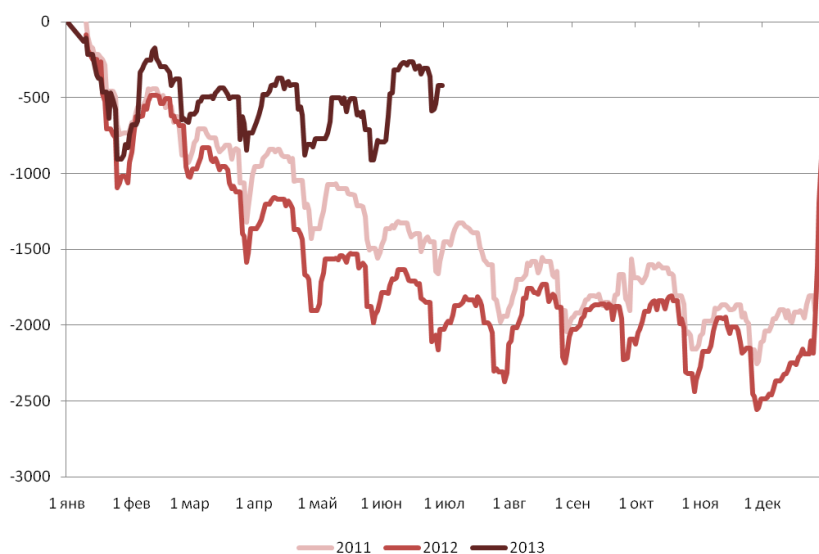
**Рис. 9. Факторы формирования ликвидности, млрд. руб.
(знаки отражают влияние на ликвидность)**



Основным источником предоставления ликвидности во II квартале 2013 года выступал бюджетный канал, посредством которого было предоставлено 315,6 млрд. рублей, из них 26,1 млрд. рублей – за счет превышения расходов над доходами расширенного правительства (во II квартале 2012 года – изъятие в размере 665,2 и 566,8 млрд. рублей соответственно). Уменьшение влияния бюджетного канала на уровень ликвидности банковского сектора, наблюдавшееся с начала текущего года, является ключевой особенностью II квартала 2013 года, выделяющей его на фоне соответствующих периодов предшествующих лет.

В условиях значительного структурного дефицита ликвидности (и, как следствие, высокого коэффициента утилизации рыночного обеспечения, принимаемого в качестве залога по операциям РЕПО с Банком России) во II квартале 2013 года сохранялся высокий спрос на временно свободные средства, размещаемые Федеральным казначейством на депозиты в кредитных организациях, что обусловило приток ликвидности в банковский сектор в размере 438,9 млрд. рублей. В целом неблагоприятная конъюнктура на внутреннем долговом рынке во второй половине мая – июне 2013 года способствовала сокращению как объема первичного предложения ОФЗ Минфином России, так и спроса на них кредитных организаций. В этих условиях проведение операций с ОФЗ способствовало снижению уровня ликвидности банковского сектора в размере 149,4 млрд. рублей.

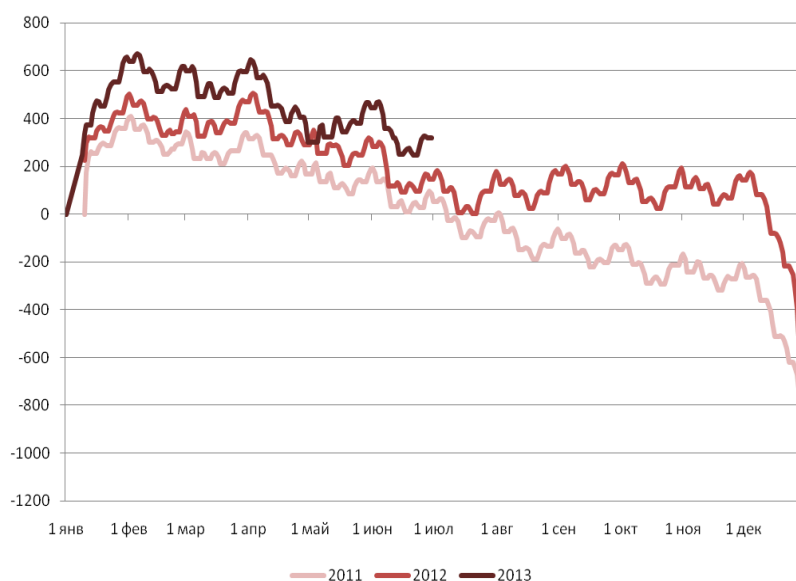
Рис. 10. Изменение остатков средств на счетах расширенного правительства в Банке России накопленным итогом с начала года, млрд. руб. (знаки отражают направление влияния на ликвидность)



Приток бюджетных средств в банковский сектор в рассматриваемом периоде был в значительной степени компенсирован сезонным изменением динамики наличных денег в обращении. В целом за II квартал увеличение объема наличных денег в обращении привело к сокращению ликвидности банковского сектора в размере 274,3 млрд. рублей (321,9 млрд. рублей во II квартале 2012 года).

В результате установления Банком России единого норматива обязательных резервов на уровне 4,5% по всем категориям обязательств и роста базы резервирования во II квартале 2013 года дополнительным фактором, оказавшим значимое влияние на уровень ликвидности банковского сектора, выступало регулирование обязательных резервов кредитных организаций. По итогам рассматриваемого периода действие указанного фактора способствовало снижению уровня ликвидности банковского сектора на 48,1 млрд. рублей.

Рис. 11. Изменение наличных денег в обращении накопленным итогом с начала года, млрд. руб. (знаки отражают направление влияния на ликвидность)



Снижение курса рубля в июне 2013 года, как и валют других стран с формирующимся рынком, на фоне заявления главы ФРС США о возможности скорого сворачивания мер стимулирования американской экономики сопровождалось продажей иностранной валюты Банком России. В целом за квартал интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке определили изъятие ликвидности в размере 122,8 млрд. рублей.

Общий результат воздействия указанных выше автономных факторов на уровень ликвидности банковского сектора был отрицательным. В этих условиях чистый кредит Банка России кредитным организациям увеличился за II квартал 2013 года на 130,3 млрд. рублей и составил 1,7 трлн. рублей.

В условиях роста краткосрочных процентных ставок на денежном рынке кредитные организации, исходя из мотива предосторожности, стремились поддерживать высокий уровень остатков средств на корреспондентских счетах в Банке России, что являлось дополнительным фактором увеличения потребности в рефинансировании со стороны Банка России.

Основным инструментом покрытия разрыва между спросом на ликвидность и уровнем ее предложения по-прежнему выступали краткосрочные операции РЕПО с Банком России, при этом в структуре задолженности по указанным операциям произошли некоторые изменения. Средний объем однодневных операций на аукционной основе во II квартале 2013 года вырос с 97,2 до 317,2 млрд. рублей, при этом средняя задолженность по операциям РЕПО на срок 1 неделя увеличилась с 1,1 до 1,4 трлн. рублей. Таким образом, доля однодневных операций по предоставлению ликвидности на аукционной основе в совокупной задолженности по операциям РЕПО на срок 1 день и 1 неделя по итогам II квартала выросла с 8 до 18%.

В условиях роста структурного дефицита ликвидности и приближения процентных ставок на денежном рынке к верхней границе процентного коридора Банка России участились случаи проведения операций «валютный своп» с Банком России, наиболее существенные объемы которых приходились на периоды уплаты налогов. По итогам II квартала 2013 года средний объем указанных операций в дни заключения сделок составил 97,6 млрд. рублей.

Еще одним фактором изменения структуры задолженности по операциям предоставления ликвидности Банка России было сохранение сформировавшейся в I квартале 2013 года тенденции к снижению спроса кредитных организаций на кредиты, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами, средняя задолженность по которым сократилась во II квартале по сравнению с I кварталом на 299,1 млрд. рублей – до 169,9 млрд. рублей.

1.3. Торговые и информационные системы на денежном рынке

Как и в I квартале, основной объем операций на денежном рынке во II квартале 2013 года осуществлялся на внебиржевом сегменте (рис. 12), при этом его доля за квартал увеличилась. Данный факт объяснялся увеличением доли операций МБК и внебиржевых операций СВОП в общем объеме операций на денежном рынке. Биржевой сегмент в основном представлен Московской биржей: на бирже заключалось более 94% сделок РЕПО, и около 44% операций СВОП. На рынке МБК среди систем организованных торгов можно выделить систему Дельта.

Доля операций с Центральным контрагентом в общем объеме рынка также выросла: с 20,5% в I квартале до 25,5% во II квартале (рис. 13). Основная часть операций с центральным контрагентом приходилась на рынок СВОП. На рынке РЕПО объем операций с центральным контрагентом за квартал вырос более чем в 4 раза: с 3,5 млрд. руб. до 15 млрд. руб. В будущем следует ожидать еще большего увеличения указанного сегмента за счет расширения перечня торгуемых инструментов.

Рис. 12. Доли торговых систем на денежном рынке, %

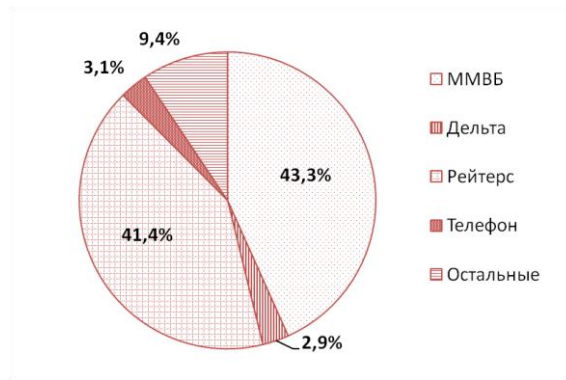
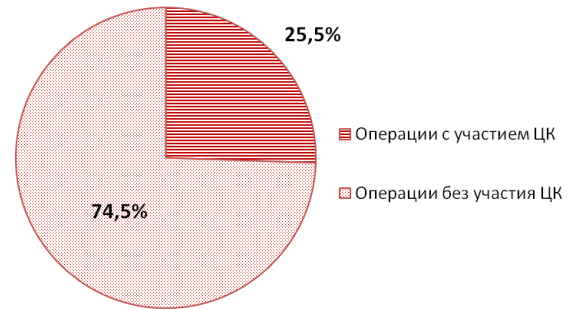


Рис. 13. Участие центрального контрагента в операциях на денежном рынке, %



На рынке МБК для совершения операций участники по-прежнему в основном использовали систему Рейтерс дилинг (более 70%). Переход на системы организованных торгов идет крайне медленно, в частности, доля крупнейшей системы на рынке МБК – Дельта – во II квартале увеличилась лишь на 2%: с 10% до 12% (рис. 14), несмотря на то, что сделки в ней совершало более 70 банков, среди которых присутствовали как мелкие региональные банки, так и банки, входящие в число 30 крупнейших.

На рынке СВОП доминирующее положение занимала Московская биржа и система Рейтерс дилинг (рис. 15). Основная часть наблюдавшегося во II квартале роста на рынке пришлась на биржевой сегмент: доля операций, заключенных через Московскую биржу, выросла с 37% до 43,4%.

Рис. 14. Доли торговых систем на рынке МБК, %

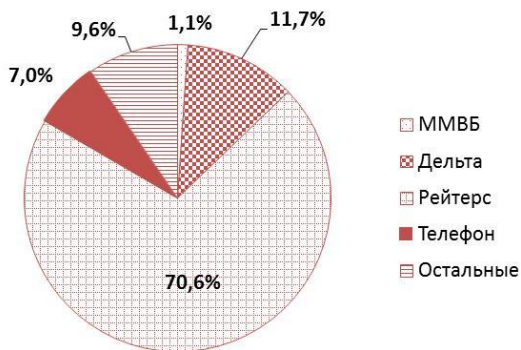
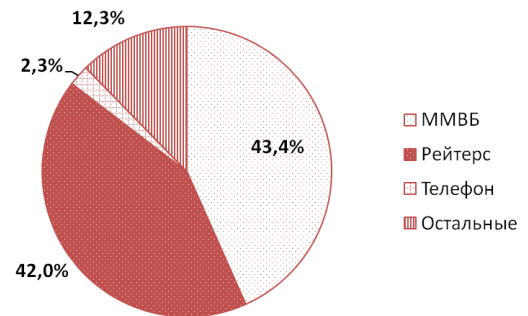


Рис. 15. Доли торговых систем на рынке СВОП, %

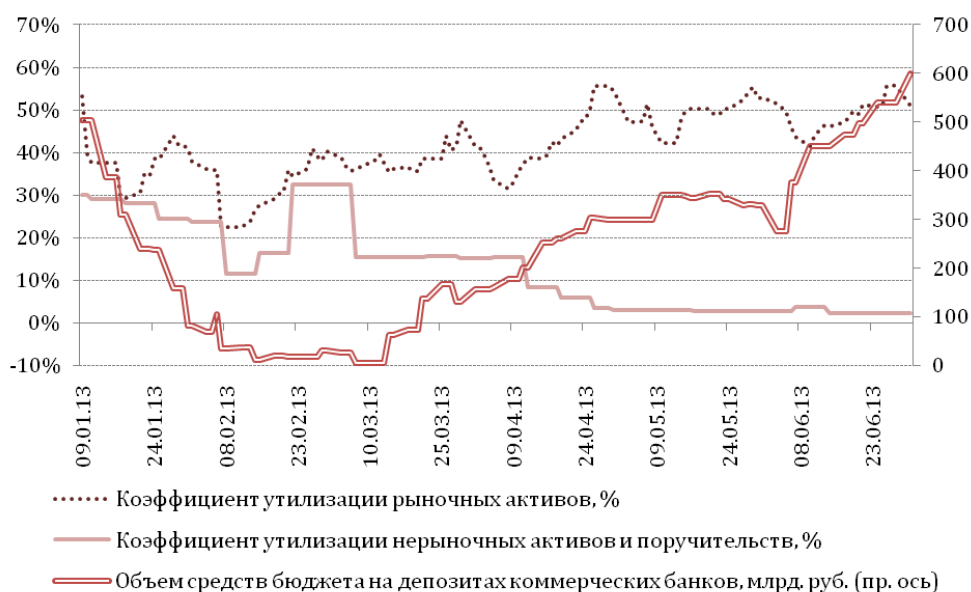


2. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

2.1. Достаточность обеспечения у банковского сектора

Банк России уделяет особое внимание регулярной оценке потенциала рефинансирования в связи с сохраняющимся высоким объемом задолженности кредитных организаций перед Банком России. Для этой цели используются так называемые «коэффициенты утилизации обеспечения» – отношение задолженности кредитных организаций перед Банком России по определенному инструменту рефинансирования ко всему объему обеспечения, имеющемуся в распоряжении у кредитных организаций, которое может быть использовано для рефинансирования с использованием данного инструмента. В настоящее время ДФС рассчитывает два вида коэффициента утилизации: коэффициент утилизации рыночных активов (используемых для рефинансирования посредством операций прямого РЕПО с Банком России)² и коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств (используемых для рефинансирования посредством обеспеченных кредитов Банка России)³.

Рис. 16. Динамика коэффициентов утилизации и объема средств бюджета на депозитах банков в I-II квартале 2013 г.



Рост коэффициентов утилизации означает, что доля обеспечения, не задействованного в операциях рефинансирования, в общем объеме доступного обеспечения снижается. Высокое значение коэффициента утилизации свидетельствует об ограниченном объеме свободного обеспечения в банковском секторе.

Во II квартале 2013 г. основным инструментом рефинансирования кредитных организаций продолжали оставаться операции прямого РЕПО с Банком России: задолженность кредитных организаций по данному инструменту варьировалась от 1,2 до 2,2 трлн. руб., а коэффициент утилизации рыночных активов находился преимущественно в диапазоне от 45 до 55%, что несколько выше уровней I квартала 2013 года. Коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств по крупнейшим банкам в сравнении с предшествующим кварталом, напротив, снизился и на конец II квартала 2013 г. составил 2% на фоне повышения объема средств Федерального бюджета, размещаемых на банковских депозитах (рис. 16).

² Коэффициент утилизации рыночных активов рассчитан на основе данных банковской отчетности исходя из объема ценных бумаг, принадлежащих банкам, участвующих в операциях прямого РЕПО Банка России.

³ Коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств рассчитан на основе данных регулярного опроса крупнейших кредитных организаций. Таким образом, величина данного коэффициента является приближенной оценкой использования обеспечения в банковском секторе в целом.

Следует учитывать, что трудности с привлечением рефинансирования от Банка России у ряда участников могут начаться при коэффициенте утилизации по банковскому сектору заметно меньшем единицы в силу неравномерности распределения обеспечения. Тем не менее, большинство кредитных организаций, обладающих значительными объемами обеспечения, далеко не исчерпали возможности рефинансирования под рыночные активы.

На данный момент потенциал расширения списка РЕПО за счет уже выпущенных бумаг ограничен: список РЕПО охватывает около трех четвертей выпусков облигаций, торгуемых на Московской бирже, и практически три четверти портфеля ценных бумаг, принадлежащих банкам. Среди бумаг, не включенных в список, максимальная доля приходится на облигации нерезидентов и акции резидентов (табл. 1).

Табл. 1. Структура портфеля ценных бумаг российских банков, %

Портфель		Доля в общем объеме портфеля		
		01.03.2013	01.06.2013	
В списке РЕПО	Облигации	Минфина России	30,2%	29,4%
		банков	11,7%	11,9%
		субъектов РФ и муниципалитетов	3,8%	3,7%
		прочих резидентов	20,5%	21,7%
		нерезидентов	3,5%	4,2%
	Акции	резидентов	4,9%	4,7%
		нерезидентов	0,0%	0,0%
ВСЕГО в списке РЕПО		74,7%	75,7%	
Вне списка РЕПО	Облигации	банков	1,2%	0,8%
		субъектов РФ и муниципалитетов	0,1%	0,2%
		прочих резидентов	5,3%	4,0%
		нерезидентов	11,1%	12,7%
	Акции	резидентов	6,5%	5,6%
		нерезидентов	1,2%	1,0%
		ВСЕГО вне списка РЕПО		25,3%
Итого		100,0%	100,0%	

Примечание: рассчитано на основе данных депозитарного учета по форме отчетности 0409711 «Отчет по ценным бумагам».

По оценкам на основе данных за июнь 2013 г., стоимостный объем рыночного обеспечения, имеющегося в распоряжении у кредитных организаций (скорректированный на величину дисконтов по операциям прямого РЕПО Банка России), по сравнению с I кварталом 2013 г. в целом не изменился. Некоторый рост объема облигаций был компенсирован снижением объема акций, и по итогам II квартала 2013 потенциал рефинансирования банков под ценные бумаги списка РЕПО составил 3,9 трлн. руб.

Табл. 2. Показатели объема обеспечения, имеющегося в распоряжении банков, по состоянию на июнь 2013 г., трлн. руб.

Обеспечение	Объем в обращении	Объем на балансе банковского сектора	Объем на балансе банковского сектора (консервативная оценка)
Долговые ценные бумаги	7,5	4,0	3,8
Долевые ценные бумаги	3,8	0,1	0,1
ИТОГО	11,3	4,1	3,9

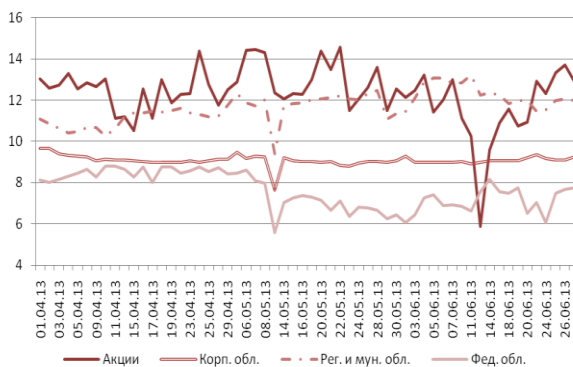
Примечание: показатели рассчитаны с учетом величины дисконтов по операциям прямого РЕПО Банка России; в объем долговых ценных бумаг в обращении не включены российские еврооблигации; консервативная оценка учитывает, что часть обеспечения находится в распоряжении банков, не участвующих в операциях прямого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

2.2. Анализ достаточности дисконтов на рынке междилерского РЕПО

Во II квартале 2013 года значения дисконтов на рынке междилерского РЕПО в целом соответствовали средним уровням, наблюдавшимся в предыдущем квартале. Исключением служили лишь дисконты по сделкам с ОФЗ, которые в течение второго квартала имели тенденцию к снижению. До середины мая их значения находились на уровне выше 8%, тогда как в последующий период они колебались в районе 7% (рис.17).

Дисконты по сделкам РЕПО с облигациями в среднем составляют 6-12%, что представляется достаточным для покрытия рыночного риска, учитывая, что дневное падение стоимости основной массы облигаций во время кризиса 2008 года составляло 1%-5%. Дисконты по сделкам РЕПО с акциями в соотношении с кризисным падением их стоимости находились на относительно меньших уровнях: в кризис 2008 года дневное падение акций в зависимости от степени их ликвидности составляло 10-20%, а средний дисконт по сделкам с акциями на рынке междилерского РЕПО составлял во втором квартале 10-14%. Резкие падения средних дисконтов по сделкам с акциями, наблюдавшиеся 13 мая и 13 июня 2013 года, были обусловлены заключением ряда крупных сделок с премией (отрицательным дисконтом).

Рис. 17. Дисконты в разрезе видов обеспечения, %



Дисконты заметно различаются в конкретных сделках. Например, чуть менее чем в 15% сделок, обеспеченных облигациями, дисконты принимают значения, близкие к нулю (рис. 18). В случае шока на фондовом рынке стоимость обеспечения в указанных сделках может оказаться ниже суммы обязательств по сделке, что в свою очередь, будет способствовать повышению вероятности неисполнения обязательств заемщиками. По акциям указанная величина ниже, однако доля сделок с дисконтами менее 2% также существенна (рис. 19).

Рис. 18. Распределение дисконтов в сделках, обеспеченных облигациями, %

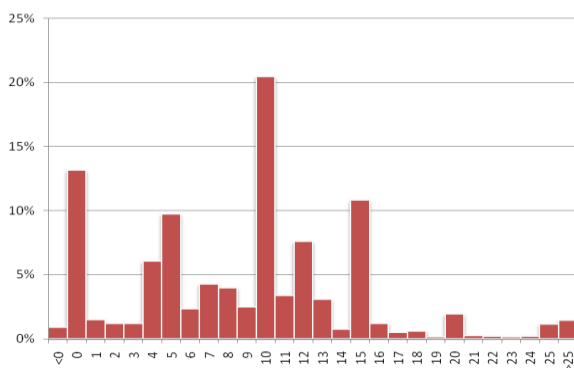
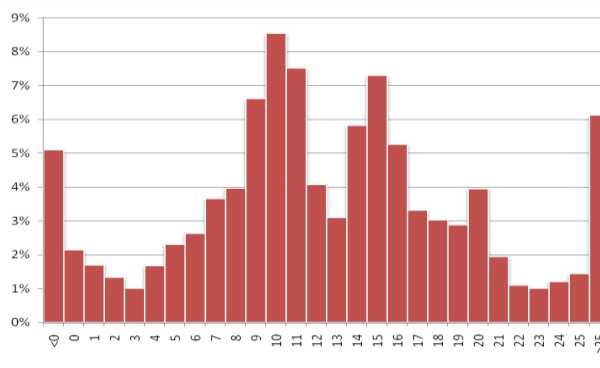


Рис. 19. Распределение дисконтов в сделках, обеспеченных акциями, %



2.3. Сетевая структура денежного рынка

Нестабильность в функционировании денежного рынка может быть следствием реализации двух типов шоков. Первый тип возможных шоков – системный – возникает в результате неблагоприятного развития общей рыночной конъюнктуры и затрагивает, как правило, всех участников денежного рынка. Примерами системного шока могут быть снижение фондовых индексов, сдвиг кривой доходности, обесценение национальной валюты и др. В результате реализации системного шока происходит переоценка открытых позиций широкой группы участников денежного рынка, которые в наибольшей степени подвержены этому типу риска.

Второй тип возможных шоков – индивидуальный – это дефолт отдельного участника (или дефолт нескольких участников), связанный с его неспособностью исполнить ранее заключенные сделки. Несмотря на то, что подобный тип шоков изначально не имеет системной природы, а носит локальный характер, в последующем в результате цепных эффектов неисполнения сделок может произойти его распространение на широкую группу участников, а в отдельных случаях и на весь рынок. По этой причине при анализе данного типа шока важно понимать, каким образом он будет распространяться, каких участников он затронет в первую очередь и насколько сильно реализуется процесс мультипликации шока.

Для изучения вышеуказанных вопросов применяется сетевой анализ, то есть методы исследования структуры связей между участниками денежного рынка и влияния этой структуры на трансформацию рисков отдельных участников в системный риск. В случае полной структуры связей, то есть при наличии связи каждого участника рынка со всеми другими участниками, такая трансформация реализуется в максимальной степени, поскольку дефолт любого участника непосредственно затрагивает всех других участников. В этой ситуации любой значимый по масштабу индивидуальный шок может мгновенно трансформироваться в системный шок, что заставляет регуляторов особенно пристально следить за подобными структурами связей.

Если на денежном рынке присутствует группа участников с плотной структурой значимых связей (существенные объемы операций между большинством участников ядра), то такую группу в соответствии с принятой терминологией называют «ядром» денежного рынка, а всех остальных участников – «периферией». В настоящее время уже разработаны математические модели идентификации ядра и периферии, поэтому дальнейший анализ будет основан на одной из таких моделей⁴.

Ядро денежного рынка имеет следующие признаки:

- участники ядра обладают многочисленными взаимными связями;
- участники ядра активно проводят операции на денежном рынке как в качестве кредиторов, так и в роли заемщиков;
- через ядро проходит основной поток ликвидности на денежном рынке.

Участники денежного рынка, образующие периферию, в основном, не связаны друг с другом напрямую, а только через участников ядра.

Во II квартале 2013 года было выявлено 26 устойчивых участников ядра, среди которых 3 участника ядра не являются банками, 15 участников относятся к списку 30 крупнейших банков по методологии Банка России по состоянию на 1 июля 2013 года, а 20 организаций входят в список RUONIA.

При анализе влияния выделенных участников ядра на устойчивость денежного рынка можно выделить два эффекта. Во-первых, большая часть участников ядра, как и следовало ожидать, представлена значимыми по размеру участниками денежного рынка. Таким образом, данные участники могут потенциально не только сами нести потери (от реализации индивидуальных шоков), но и в результате их размера и принадлежности к

⁴ Borgatti S. P. and Everett M. G. Models of core/periphery structures // Social Networks, 2000. - №21. - pp. 375-395.

ядру оказать масштабный эффект негативного воздействия на состояние других участников. Кроме того, что не менее важно, выделенные участники ядра характеризуются меньшим отклонением фактических значений нормативов от установленных минимальных значений (табл. 3).

Табл.3. Экономические нормативы для ядра и периферии

Величина норматива	Значение по выборке банков ядра	Значение по выборке банков периферии	Нормативное значение показателя
Достаточность собственных средств Н1	13,0%	14,2%	10%
Мгновенная ликвидность Н2	50,1%	63,0%	15%
Текущая ликвидность Н3	68,9%	85,2%	50%

Во-вторых, участники ядра, обладая относительно меньшим средним уровнем нормативов ликвидности, в большей степени используют инструменты рефинансирования Банка России, а, следовательно, являются основными проводниками процентной политики Банка России. В частности, можно выделить следующие закономерности на денежном рынке во II квартале 2013 года.

- Основной поток ликвидности из Банка России был направлен в сторону ядра денежного рынка (рис. 20): в среднем 69,4% заимствований у регулятора было произведено участниками ядра.

Рис. 20. Доля заимствования участниками ядра и периферии у Банка России на денежном рынке

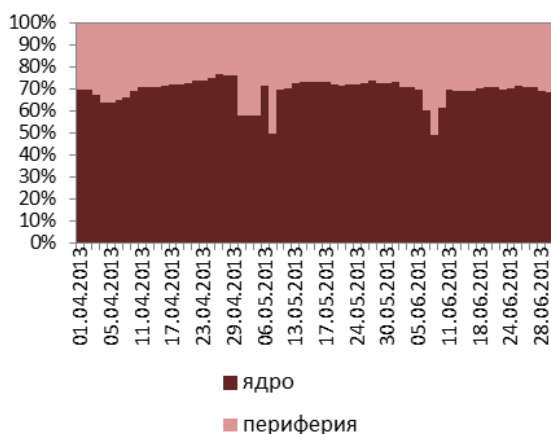
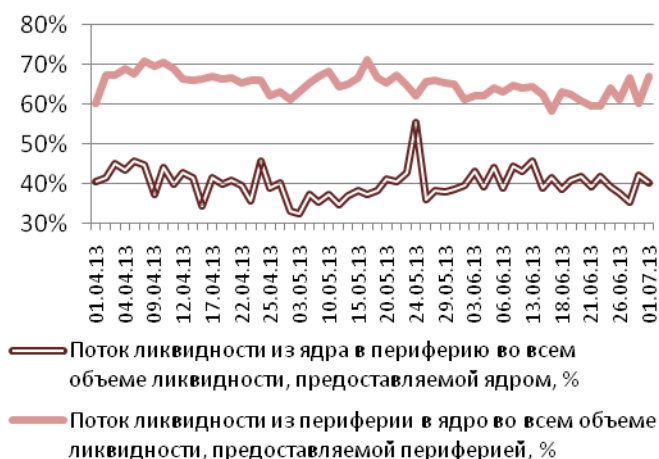


Рис. 21. Доля заимствования участниками ядра и периферии во всем объеме ликвидности на денежном рынке



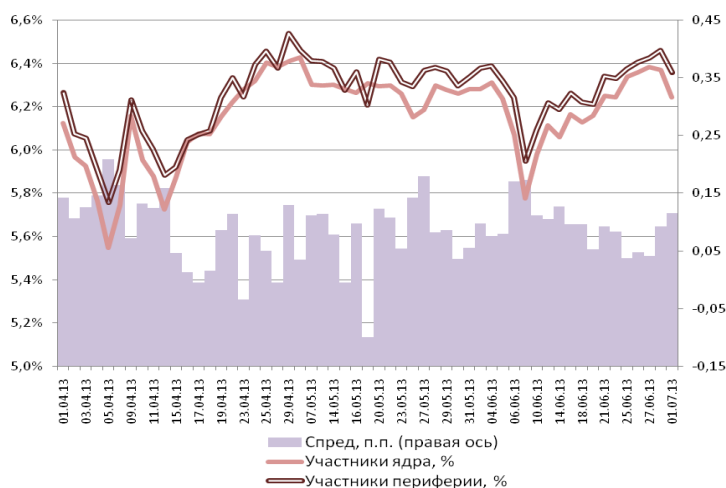
- Полученная ликвидность также распределялась в основном среди участников ядра – поток ликвидности из ядра в периферию составлял в среднем 40,2% от общего объема ликвидности на денежном рынке, предоставленной участниками ядра, а обратный поток – 64,9% от всего объема ликвидности, предоставленной участниками периферии (рис. 21). При этом, во II квартале 2013 года объем ликвидности, предоставленной участниками периферии для участников ядра, составил 26,1% от общего объема ликвидности на денежном рынке (за исключением Банка России), а обратный показатель – 29,4% (рис. 22).

- Кроме того, во II квартале 2013 года средневзвешенная стоимость заимствований для участников ядра на денежном рынке со сроком «овернайт» была в среднем на 0,09 п.п. ниже, чем аналогичный показатель для банков периферии (рис. 23).

Рис. 22. Потоки ликвидности на денежном рынке во II квартале 2013 года (кумулятивный итог)



Рис. 23. Средневзвешенная стоимость заимствований на денежном рынке со сроком «овернайт»



Вместе с тем, с позиции финансовой устойчивости можно отметить, что участники ядра имеют в среднем более высокий уровень коэффициента утилизации портфелей ценных бумаг, что предполагает необходимость регулярного мониторинга степени обременения их рыночных активов и возможности использования иных источников пополнения ликвидности.

2.4. Дефолты на рынке РЕПО

Во II квартале 2013 г. рынок междилерского РЕПО продемонстрировал эпизод реализации риска дефолтов. Источниками шоков выступили две небанковские финансовые организации – ИК «Финансовая система» и ИК «Брокерский дом АЛМАЗ»⁵. У первой компании ФСФР России аннулировала лицензию 30 мая 2013 г. (за сутки до первого дефолта). Вторая компания заявила о неготовности выполнять свои обязательства. Московская биржа проинформировала контрагентов, а также ФСФР России и Банк России о фактах неисполнения обязательств. Московская биржа является организатором торгов на рынке РЕПО и предоставляет технологический сервис для заключения сделок. Однако по двусторонним операциям Московская биржа не выполняет функции центрального контрагента и не является гарантом исполнения обязательств.

ДФС не обнаружил прямых финансовых связей между двумя компаниями. Иными словами, дефолт второй компании не был спровоцирован дефолтом первой. Исполнение второй части сделок РЕПО из-за разной срочности операций растянута во времени. Конечная величина неисполненных обязательств у «Финансовой системы» составила 2,822 млрд. руб., а у «Брокерского дома АЛМАЗ» – 3,572 млрд. руб. (рис. 24). Пострадавшими контрагентами у «Финансовой системы» оказалось 20 участников, в том числе 9 банков, а у «Брокерского дома АЛМАЗ» – 21 участник, в том числе 5 банков.

⁵ Подробнее см. пресс-релиз Московской биржи от 11.06.2013.

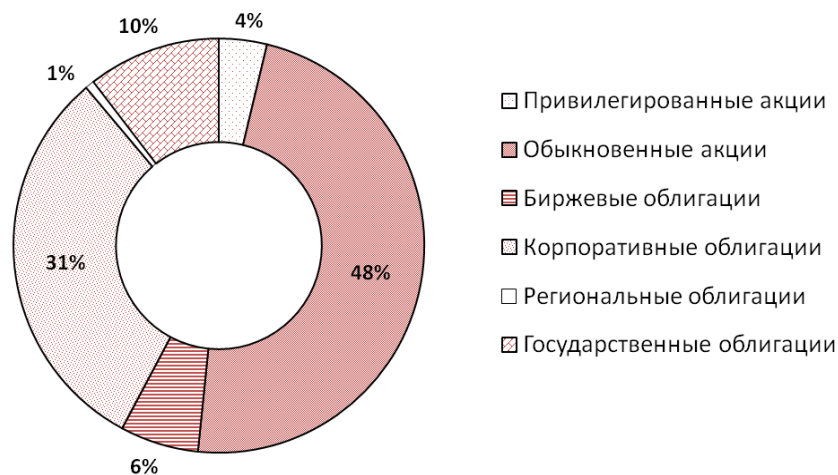
Рис. 24. Динамика дефолтов на рынке междилерского РЕПО, млн. руб.



Оценивая последствия дефолтов на основе сетевого анализа денежного рынка, ДФС не ожидает реализации системного риска или возникновения сетевого эффекта на рынке междилерского РЕПО. Такие выводы обусловлены несколькими фактами:

- совокупный размер позиций, по которым произошли дефолты, не превышает 6,4 млрд. руб. (что представляет собой небольшую величину в сравнении с объемами междилерского рынка);
- чистые потери пострадавших контрагентов (или выигрыш дефолтеров) оцениваются в 960 млн. руб., что недостаточно, чтобы существенно повлиять на устойчивость финансового сектора;
- обремененный портфель ценных бумаг был в достаточной степени диверсифицирован, что привело к низкому риску концентрации на инструмент или эмитента (рис. 25);
- дефолтеры имели широкий круг контрагентов, в результате чего риск концентрации на участника рынка был невелик – индивидуальная позиция контрагентов «Финансовой системы» составляет от 90 до 141 млн. руб., а у «Брокерского дома АЛМАЗ» - от 116 до 170 млн. руб.

Рис. 25. Структура портфеля по операциям обратного РЕПО «Финансовой системы» и «Брокерского дома АЛМАЗ»



Таким образом, дефолты были распределены по широкому кругу контрагентов и инструментов, что предопределило низкий риск возникновения «эффекта домино». Проведенное тестирование портфелей, обремененных по операциям РЕПО (посредством «вектора Шепли»), показало, что сетевой эффект ограничен одним раундом дефолтов и что совокупные потери участников рынка за пределами прямых контрагентов не могут превысить 50 млн. руб. Последующее развитие событий подтвердило полученные оценки. Распространения «эффекта домино» не последовало – повторные дефолты пострадавших контрагентов отсутствовали. Такие ключевые показатели как премия за риск в сегменте небанковских финансовых организаций и объемы их позиций на рынке не претерпели изменений. Отдельные участники снизили свою активность на рынке междилерского РЕПО, однако совокупные обороты рынка остались без изменений.

Для урегулирования ситуации Национальная фондовая ассоциация (НФА) сформировала Клуб кредиторов на рынке междилерского РЕПО⁶. Основной задачей Клуба кредиторов является координация действий, а также коллективное представительство интересов участников рынка, пострадавших от неисполнения обязательств недобросовестными контрагентами. В рамках Клуба кредиторов предполагается решить проблему взаимного раскрытия информации для восстановления доверия участников рынка друг к другу.

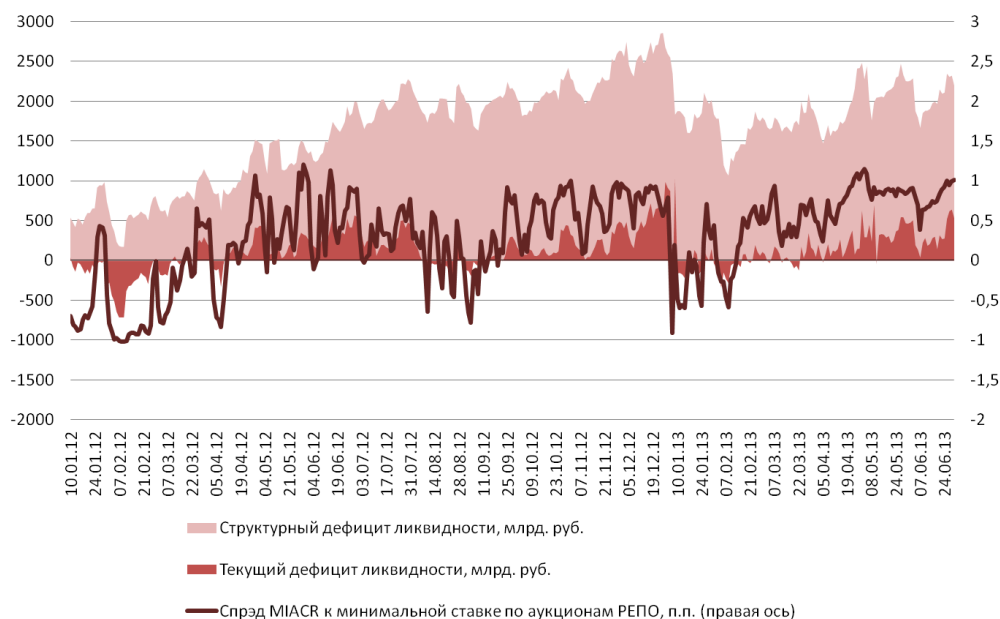
⁶ Подробнее см. пресс-релиз Национальной фондовой ассоциации от 20.06.2013.

3. ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА РЫНКЕ МБК

3.1. Поведение процентной ставки на рынке МБК

Средний уровень краткосрочной процентной ставки на рынке МБК во II квартале 2013 года составил 6,29% годовых, увеличившись на 57 б.п. по сравнению с предыдущим кварталом. При этом волатильность межбанковской процентной ставки, выраженная среднеквадратическим отклонением, в условиях ее приближения к верхней границе процентного коридора снизилась в рассматриваемом периоде до 19 б.п. с 43 б.п. в I квартале 2013 года.

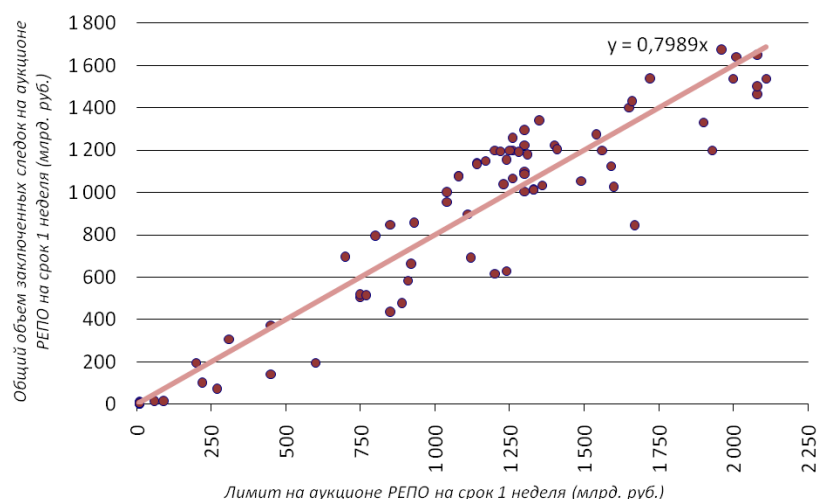
Рис. 26. Влияние структурного и текущего дефицита ликвидности на ставку МБК



По мере изъятия банковской ликвидности по каналу автономных факторов происходило увеличение структурного дефицита ликвидности (рис. 26), составившее в среднем за квартал 0,3 трлн. рублей, до уровня 2 трлн. рублей (в основном за счет сезонного роста объема наличных денег в обращении⁷). В этих условиях произошло соразмерное увеличение лимитов по операциям РЕПО Банка России на срок 1 неделя, отражающих средний разрыв ликвидности на недельном горизонте. Сочетание данного фактора в совокупности с наличием устойчивой положительной корреляции между величиной разрыва ликвидности на недельном горизонте и ее непокрытой частью, которая компенсируется за счет ежедневных аукционов РЕПО, обусловило рост текущего дефицита ликвидности во II квартале 2013 года (рис. 28) в среднем до 278,9 млрд. рублей (10,3 млрд. рублей кварталом ранее), что привело к росту ставок денежного рынка.

⁷ Более подробно см. раздел 1.2 «Состояние ликвидности банковского сектора и участие Банка России на денежном рынке».

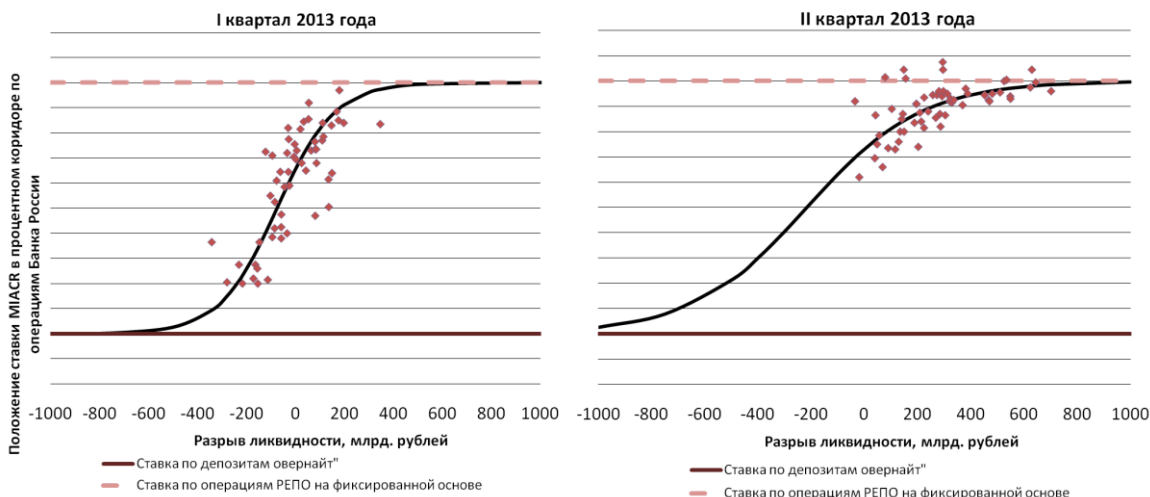
Рис. 27. Соотношение общего объема заключенных сделок на аукционе РЕПО на срок 1 неделя и установленного на аукционе лимита



Еще одним фактором, способствовавшим росту ставки во II квартале 2013 года, являлось снижение курса рубля⁸ на фоне неблагоприятной инвестиционной конъюнктуры. Согласно имеющимся оценкам⁹, воздействие указанного фактора способствовало увеличению среднего уровня краткосрочной процентной ставки денежного рынка во II квартале 2013 года приблизительно на 3 б.п.

Изменение вклада прочих факторов в спрэд межбанковской процентной ставки к минимальной ставке по аукционам РЕПО на срок 1 день и 1 неделя (рис. 29) в рассматриваемом периоде во многом¹⁰ стало следствием увеличения текущего дефицита ликвидности.

Рис. 28. Влияние текущего дефицита ликвидности на положение ставки рынка МБК в процентном коридоре по операциям Банка России



⁸ Рублевая стоимость бивалютной корзины возросла более чем на 3% по отношению к предыдущему кварталу.

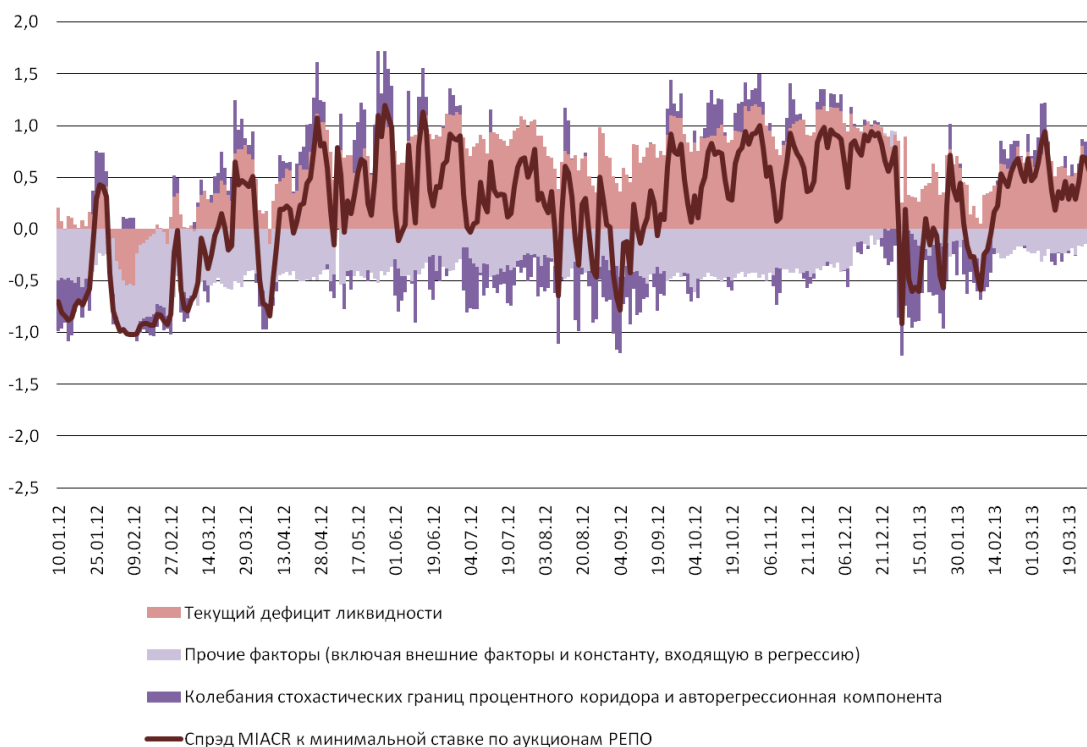
⁹ Указанные оценки базируются на используемой модели, описывающей влияние различных факторов на положение краткосрочной процентной ставки в процентном коридоре по операциям постоянного действия Банка России.

¹⁰ Другой причиной увеличения вклада прочих факторов в спрэд межбанковской процентной ставки к минимальной ставке по аукционам РЕПО на срок 1 день и 1 неделя является описанная выше ситуация на валютном рынке, имевшая место во II квартале 2013 года.

Увеличение текущего дефицита ликвидности означает рост разрыва между спросом на ликвидность и уровнем ее предложения, покрываемого ежедневными операциями Банка России по предоставлению ликвидности, в первую очередь – за счет аукционов РЕПО на срок 1 день. Таким образом, рост текущего дефицита ликвидности влечет за собой рост лимитов по рыночным операциям центрального банка по предоставлению ликвидности, в условиях чего возрастает нагрузка на сегмент «овернайт» денежного рынка в части перераспределения ликвидности, которую банковский сектор получает от Банка России на аукционах РЕПО на срок 1 день. При этом лимиты по указанным операциям, как правило, систематически выбираются (о чем свидетельствует отношение фактического объема заключенных сделок к установленному лимиту – см. табл. 4), а объемы рынка МБК возрастают¹¹.

Проводимый на основании данных за II квартал 2013 года анализ чувствительности процентной ставки рынка МБК к изменению отдельных факторов, влияющих на ее положение в процентном коридоре Банка России, показал, что ежедневная волатильность межбанковской процентной ставки являлась в основном результатом изменения текущего дефицита ликвидности. При этом в условиях приближения ставки денежного рынка к верхней границе процентного коридора во II квартале 2013 года значительно уменьшились колебания межбанковской процентной ставки по сравнению с предыдущим кварталом при близких значениях волатильности текущего дефицита ликвидности в рассматриваемых периодах.

Рис. 29. Декомпозиция спреда ставки рынка МБК к минимальной ставке по краткосрочным аукционам РЕПО, п.п.



¹¹ Так, средний оборот рынка МБК во II квартале в условиях преобладания текущего дефицита ликвидности составил 220,8 млрд. рублей против 195,1 млрд. рублей в предыдущем квартале, характеризовавшемся в целом нейтральной ситуацией с ликвидностью в терминах ее текущего дефицита/профицита. В рамках простой эконометрической модели, описывающей линейную зависимость логарифма оборотов денежного рынка от своих двух первых лагов и текущего дефицита ликвидности, можно показать, что увеличение текущего дефицита ликвидности на 100 млрд. рублей приводит в среднем к долгосрочному росту оборотов рынка МБК на 13% (период оценивания – 11.01.2010 – 30.06.2013, $R^2 = 0,8$, $DW = 2,1$).

Структурный дефицит ликвидности, как и кварталом ранее, выступал вторым по значимости фактором, шоки которого оказывали существенное влияние на уровень процентной ставки денежного рынка. Дополнительным источником значимых колебаний уровня межбанковской процентной ставки в рассматриваемом периоде, как уже отмечалось ранее, являлась значительная волатильность курсовой динамики. Влияние прочих факторов во II квартале 2013 года в целом оценивается как несущественное.

Табл. 4. Анализ чувствительности ставки денежного рынка к изменению соответствующих регрессоров

Показатель	Среднее значение	Среднеквадратическое отклонение	Диапазон колебаний ставки денежного рынка*		
Разрыв ликвидности, млрд. руб.	278,9	177,2	6,26	+/-	10 б.п.
Структурный дефицит ликвидности, млрд. руб.	2007,8	267,5	6,27	+/-	5 б.п.
Ожидания участников рынка по ставке, %	5,7	0,2	6,27	+/-	1 б.п.
Обороты межбанковского рынка, млрд. руб.	220,8	30,1	6,27	+/-	1 б.п.
Отношение предоставленных средств на аукционе РЕПО на срок 1 день к установленному лимиту	0,93	0,13	6,28	+/-	1 б.п.
LIBOR о/п, взвешенная с весами бивалютной корзины	0,090	0,005	6,28	+/-	0 б.п.
Рублевая стоимость бивалютной корзины	35,97	0,74	6,27	+/-	2 б.п.

* Соответствует отклонению соответствующего регрессора в размере одного среднеквадратического отклонения от своего среднего значения

3.2. Внутридневная динамика рынка МБК

За рубежом внебиржевые торговые платформы, позволяющие банкам заключать сделки на денежном рынке, получили широкое распространение. Для центральных банков доступ к статистике электронных торговых платформ позволяет видеть микроструктуру рынка и осуществлять мониторинг его внутридневной конъюнктуры. Это, в свою очередь, помогает оценивать влияние операций центрального банка по предоставлению ликвидности на рыночную конъюнктуру в режиме on-line, изучать условия перераспределения ликвидности на рынке, глубже понимать причины изменений процентных ставок и т.д. В России источником информации о внутридневной конъюнктуре межбанковского рынка служит Система DELTA¹². Наряду с секцией межбанковского кредитного рынка Санкт-

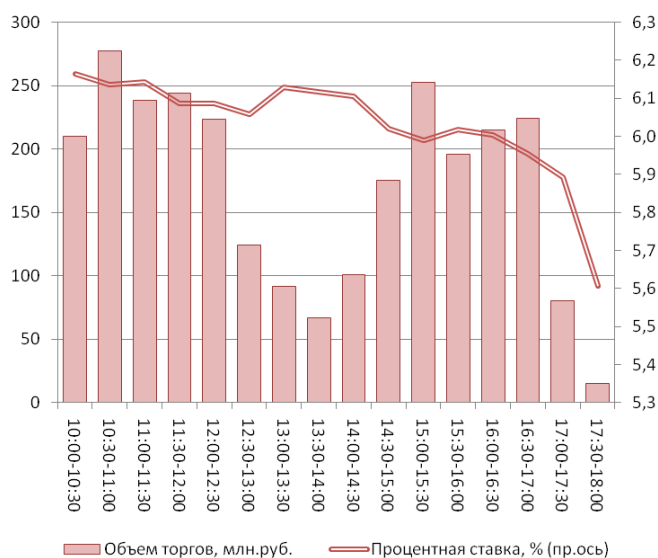
¹² Система DELTA (оператор - ООО «ДЭЛТА») принадлежит Московской международной валютной ассоциации (ММВА), которая была учреждена в 1999 г. по инициативе ряда банков. На 2013 г. членами ММВА значится 107 участников, из которых 89 зарегистрировано в Москве. Технологическим принципом DELTA является предоставление участнику торгов возможности формирования индивидуальной очереди заявок на привлечение и размещение МБК от всех контрагентов, с которыми банком установлены взаимные лимиты прямых расчетов, таким образом, что объемы предоставляемых участнику торгов заявок контрагентов не превышают лимиты, установленные им с данными контрагентами. Система работает в непрерывном автоматическом режиме

Петербургской валютной биржи Система DELTA является централизованной торговой площадкой для заключения сделок между банками. Однако в отличие от валютной биржи, объемы торгов на ней достаточны, чтобы считать ее репрезентативной для мониторинга денежного рынка (суточные обороты в DELTA достигают трети от оборота операций, учитываемых при расчете ставки RUONIA; корреляция процентных индикаторов превышает 96%).

Система DELTA представляет собой электронную брокерскую систему, посредством которой контрагенты выставляют заявки на размещение и привлечение межбанковских кредитов «овернайт». Ее ключевыми показателями являются индикаторы семейства RIBOR. Индексы RIBOR (Rouble InterBank Overnight Rate) рассчитываются как средневзвешенное значение процентных ставок по всем заключенным в DELTA рублевым сделкам на срок «овернайт». Различают индексы RIBOR-G (ставки на условиях заемщика) и RIBOR-T (ставки на условиях кредитора). Учитывая растущую значимость денежного рынка для процентной политики Банка России, во II квартале 2013 г. ДФС организовал доступ и обработку данных индивидуальных транзакций, учитываемых в Системе DELTA, на обезличенных условиях. В результате стало возможно еще до выхода официальной статистики процентных ставок (RUONIA и MIACR) осуществлять предварительный мониторинг событий на межбанковском рынке.

Для межбанковского рынка характерна внутридневная цикличность. Она определяется как динамикой клиентских платежей, так и регламентом рейсов платежной системы Банка России. Основной объем межбанковских платежей приходится на первый (с 9:00 до 11:00) и третий (с 14:15 до 16:00) рейсы. В результате за полчаса-час до завершения приема Банком России платежных распоряжений наблюдается повышенный спрос кредитных организаций на ликвидность. Следствием этого, в свою очередь, является увеличение оборотов межбанковского рынка в утреннее и послеобеденное время. И, напротив, снижение спроса банков на ликвидность приходится на время обеденного перерыва и на завершение операционного дня (рис. 30).

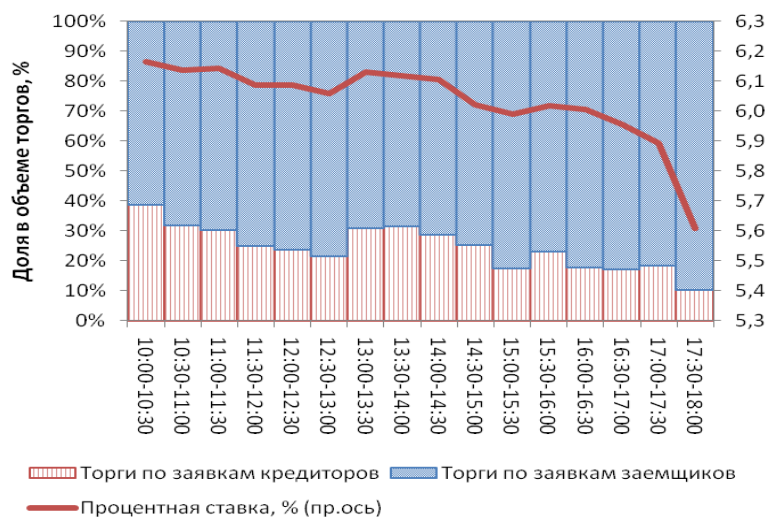
Рис. 30. Внутридневная активность рынка межбанковских кредитов



двойного встречного аукциона. Заключив сделку в DELTA, банки подтверждают ее и производят расчеты в двухстороннем порядке, т.е. DELTA является индикативной системой и не предоставляет услуги по расчетам и клирингу. В DELTA предусмотрены возможности торгов МБК на сроки O/N (RUB и USD) и 1W (RUB). Однако весь оборот в Системе приходится на кредиты «овернайт» в российских рублях. Торги в DELTA в режиме реального времени транслируют через свои информационные терминалы агентства Интерфакс и Bloomberg. Подробнее <http://www.mmva.ru/>

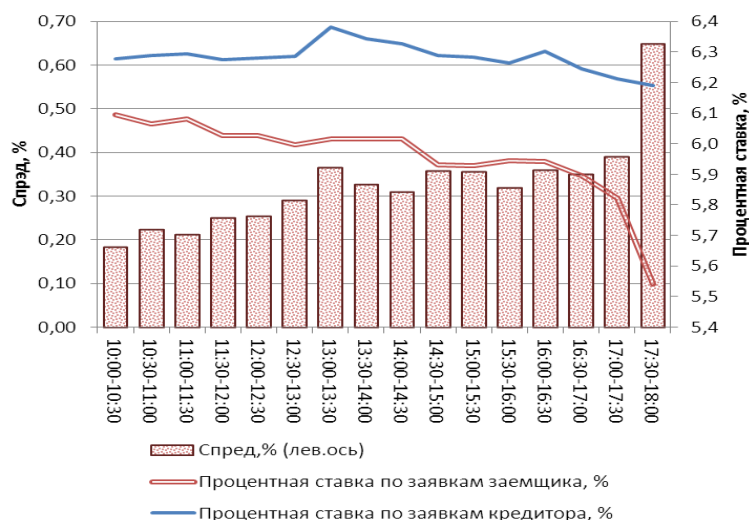
Поставщики ликвидности оказывают большое влияние на конъюнктуру межбанковского рынка. В условиях структурного дефицита ликвидности большинство сделок – как по количеству, так и по объему – заключается по заявкам поставщиков заемных ресурсов. Это отражает повышенный спрос банков на ликвидность. В среднем объем спроса на МБК в три раза превышает предложение (рис. 31). Дисбаланс спроса и предложения в пользу кредиторов является нормальным явлением для любой банковской системы, учитывая, что она выступает нетто-заемщиком в национальной финансовой системе. Однако в то же время степень дисбаланса выступает одной из метрик структурного дефицита ликвидности.

Рис. 31. Соотношение спроса и предложения на рынке межбанковских кредитов



Спрэд на рынке МБК как индикатор эффективности и неопределенности. Расчет Системой DELTA индексов RIBOR-G и RIBOR-T позволяет определять процентный дифференциал между ставками привлечения и размещения заемных ресурсов (рис. 32). В среднем он составляет 45 б.п., что почти в два раза меньше, чем спрэд между индикативными ставками MIBOR и MIBID. Иными словами, организованный рынок представляется более эффективным с точки зрения издержек перераспределения ликвидности, чем межбанковский рынок в целом. Увеличение спреда может отражать как рост дисбаланса между спросом и предложением на ликвидность (как правило, в конце рабочего дня, когда потребность в ликвидности падает), так и неопределенность в отношении будущей динамики процентных ставок.

Рис. 32. Процентный дифференциал между индексами RIBOR-G и RIBOR-T



Перечисленные ключевые характеристики внутрисудневной конъюнктуры – динамика объемов и процентных ставок, соотношение спроса и предложения, спрэд между ставками кредиторов и заемщиков – позволяют оперативно отслеживать ценовые эффекты операций центрального банка по предоставлению ликвидности, а также оценивать достаточность объема предоставляемых ресурсов. Типовая внутрисудневная конъюнктура II квартала 2013 г., приведенная на иллюстрациях, свидетельствует о том, что после проведения аукционов прямого РЕПО Банка России (которые приходятся на утренние часы), процентная ставка имеет тенденцию снижаться, а средняя величина сделки – падать. В то же время спрэд остается устойчивым. Все это свидетельствует о том, что на внутрисудневном горизонте предоставление ликвидности Банком России обладает необходимой операционной эффективностью.

4. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА: СОЗДАНИЕ ЦЕНОВОГО ЦЕНТРА НФА

С 1 апреля 2013 г. в штатном режиме начал работу Ценовой центр НФА (далее – Центр), представляющий собой проект по оказанию информационных услуг, реализуемый совместно СРО НФА и ЗАО НРД (далее НРД). В данном проекте СРО НФА обеспечивает методологическую базу проекта, а НРД – техническую. Центр был создан по инициативе Банка России с целью унификации оценки справедливой стоимости финансовых инструментов.

Работа по созданию Ценового центра была начата в 2009 г., когда СРО НФА приступил к разработке методики оценки справедливой стоимости облигаций (далее - Методика). В июне 2011 г. ЗАО НРД начал техническую реализацию проекта. С началом работы Центра участники рынка получают возможность передать часть рутинной и трудоемкой работы по оценке справедливой стоимости на аутсорсинг.

Методика отражает наиболее ценные предложения участников рынка, внесенные при апробации Методики, а также последние изменения в нормативных актах финансового учета, в частности, Приложения № 7 к приказу Министерства финансов Российской Федерации от 18.07.2012 № 106н «Международный стандарт финансовой отчетности (IFRS) 13 «Оценка справедливой стоимости», вступившего в силу с 1 января 2013 года. В соответствии с ним справедливая стоимость рассматривается как цена, которая была бы получена при продаже облигации на организованном рынке при совершении сделки между хорошо осведомленными, желающими совершить такую сделку и независимыми друг от друга участниками рынка.

Методика отдает приоритет рыночным данным: если для облигации существует активный рынок, для определения справедливой стоимости необходимо использовать рыночные котировки. Расчетные оценки могут использоваться только в случае отсутствия активного рынка. Критерием наличия активного рынка служит коэффициент ликвидности облигации, зависящий от трех факторов: месячного объема сделок, месячного количества сделок, числа дней со сделками по данной облигации.

При высокой ликвидности (значение коэффициента ликвидности не ниже порогового уровня) для расчета справедливой цены используется только рыночная цена. Поскольку она обычно более волатильна, чем справедливая цена, ее значения сглаживаются для устранения влияния несущественных факторов ценообразования. Для расчета справедливой стоимости используется также срочная структура процентных ставок в виде композиции бескупонной кривой доходности ОФЗ и кривой NDF (расчетных форвардов).

При недостаточно высокой ликвидности (значение коэффициент ликвидности ниже порогового значения) наряду с рыночными ценами для оценки справедливой стоимости используются три другие оценки, которые могут производиться даже при полном отсутствии сделок. Первая из них представляет усреднение индикативных (экспертных) оценок цены облигации. Вторая оценка основана на поиске торгуемых на внутреннем рынке облигаций, сходных по кредитному качеству с оцениваемой ценной бумагой. Для отобранных торгуемых облигаций строится групповая кривая бескупонной доходности, на основе которой производится определение расчетной цены облигации путем дисконтирования ее денежных потоков. Наконец, третья из оценок стоимости облигации в случае низкой ликвидности аналогична предыдущему подходу с той лишь разницей, что используются торгуемые облигации внешнего рынка.

Окончательно справедливая стоимость облигации рассчитывается как средневзвешенное значение данных четырех оценок. Веса пересчитываются на каждом шаге (периоде) с учетом точности соответствующей оценки: чем точнее метод оценки на ретроспективном периоде, тем больше его вес.

Использование продукции Центра позволит: расширить состав обеспечения по операциям РЕПО за счет облигаций, не имеющих рыночных цен; производить переоценку облигаций для целей учета при отсутствии рыночных цен; получить критерий для определения нерыночных сделок; создать ориентиры по стоимости вновь размещаемых выпусков.

Расчеты проводятся на основе базы данных НРД, содержащей информацию обо всех эмитентах и принятых на хранение облигациях. Кроме того, Московская биржа предоставляет сведения о торгах и кривой доходности, информационная система Bloomberg – о ценных бумагах, торгуемых на внешних рынках.

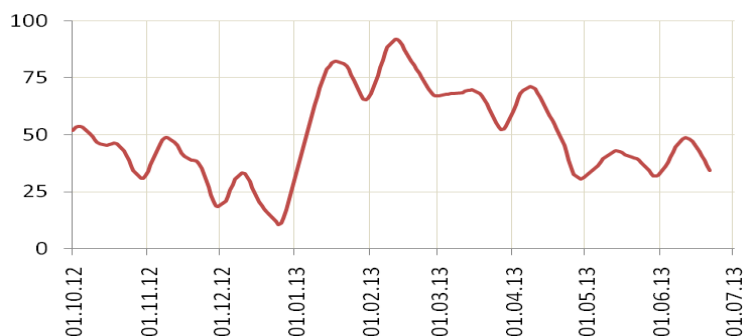
К достоинству внедренного Центром подхода к оценке справедливой стоимости следует отнести сведение к минимуму субъективности оценки и возможности манипулирования ценой. В то же время для адаптации к меняющейся конъюнктуре рынка Центр использует 15 параметров, значения которых периодически пересматриваются Экспертным советом СРО НФА по ценам.

Со временем Центр планирует расширить спектр услуг. Изучается потребность рынка в предоставлении сведений о спредах, показателях ликвидности, кредитном качестве эмитентов в виде рейтинга НРД, проводится работа по оценке стоимости деривативов.

5. ПРИЛОЖЕНИЕ. ИНДИКАТОР СТАБИЛЬНОСТИ И МЕТРИКИ РИСКОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Индикатор стабильности денежного рынка (далее – Индикатор) предназначен для измерения способности денежного рынка качественно и бесперебойно выполнять свои функции по перераспределению краткосрочных денежных средств среди участников рынка. Его величина меняется от 0 до 100 и тем выше, чем ниже риски нарушения деятельности денежного рынка (рис. 33).

Рис. 33 Индикатор стабильности денежного рынка



Индикатор является обобщением нижеприведенных частных показателей – метрик рисков денежного рынка (рис. 34). Вычисляется как первая главная компонента данных показателей.

Средняя ставка денежного рынка представляет собой средневзвешенную ставку рынка междилерского РЕПО, рынка межбанковских кредитов и рынка СВОП.

Коэффициент утилизации рыночных активов равен отношению текущей стоимости ценных бумаг, использованных в качестве обеспечения операций с Банком России, к текущей стоимости ценных бумаг, имеющих у кредитных организаций в наличии.

Объем операций СВОП и РЕПО с Банком России на фиксированных условиях характеризует объем удовлетворения спроса на ликвидность по более высоким, по сравнению со ставками аукционного РЕПО, ставкам.

Доля ценных бумаг, не включенных в Ломбардный список, определяется как отношение текущей стоимости ценных бумаг, использованных в операциях междилерского РЕПО и не включенных в Ломбардный список, к текущей стоимости ценных бумаг, использованных в операциях междилерского РЕПО.

Концентрация заемщиков на денежном рынке представляет собой показатель, характеризующий степень монополизации рынка со стороны заемщиков (модификация индекса Херфиндаля-Хиршмана).

Концентрация кредиторов на денежном рынке – показатель, характеризующий степень монополизации рынка со стороны кредиторов (модификация индекса Херфиндаля-Хиршмана).

Степень центральности денежного рынка – показатель, отражающий степень сходства с рынком, в котором ликвидность передается участникам через одних и тех же «центральных» участников.

Степень посредничества на денежном рынке представляет собой долю операций по передаче ликвидности участником-посредником от участника-донора к участнику-реципиенту в общем объеме операций.

Индикатор в наибольшей степени формируется под действием следующих факторов: средняя ставка рынка денежного рынка, объем операций СВОП и РЕПО с Банком России на фиксированных условиях, концентрация кредиторов на денежном рынке и степень центральности денежного рынка.

Рис. 34. Метрики рисков денежного рынка

