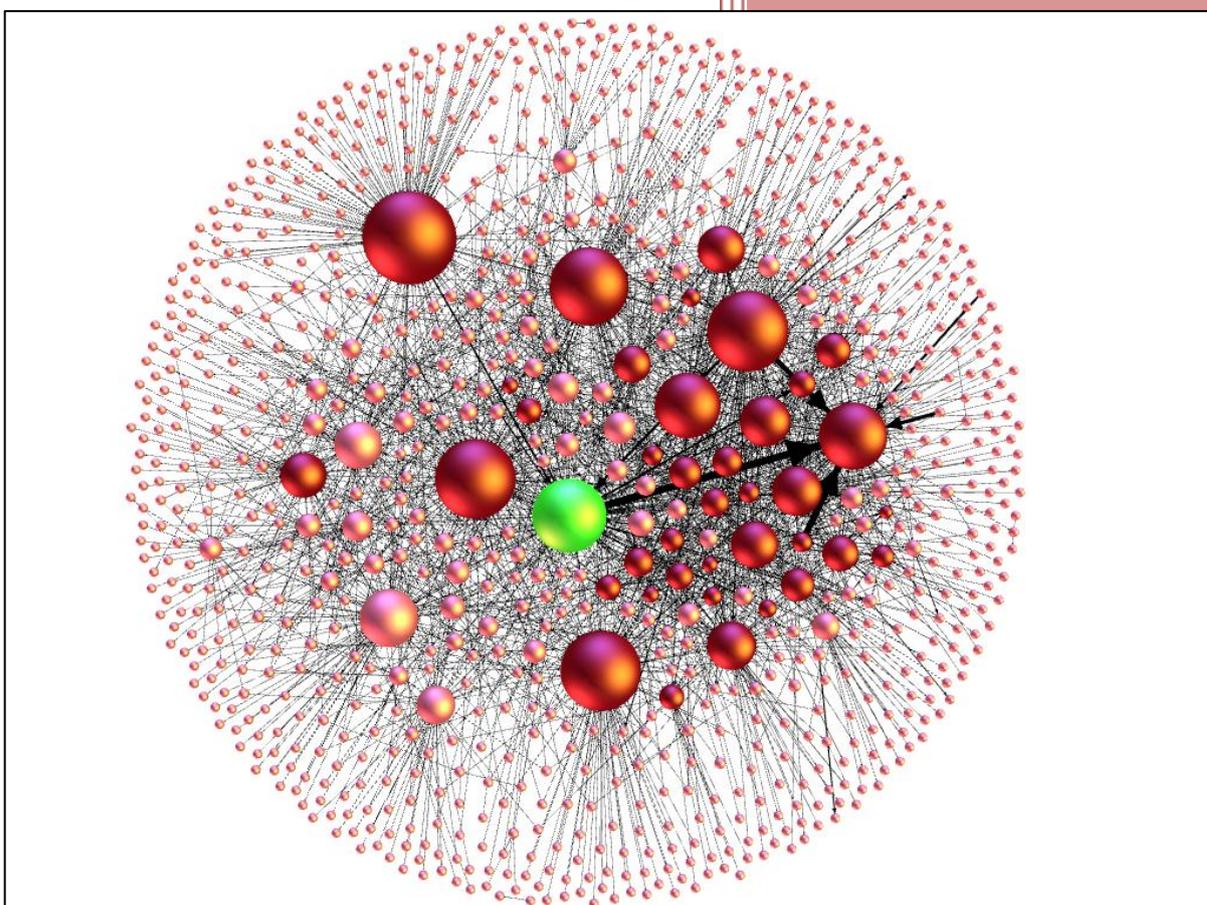


IV квартал 2013 года

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 и ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр»

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

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

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



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

© Центральный банк Российской Федерации, 2014

Содержание

Список рисунков.....	4
Список таблиц.....	5
Назначение Обзора денежного рынка.....	6
Резюме Обзора.....	7
1. Структура и текущая конъюнктура денежного рынка.....	9
1.1. Конъюнктура денежного рынка.....	9
Врезка 1. Изменение структуры европейского денежного рынка.....	12
1.2. Состояние текущей ликвидности банковского сектора.....	13
1.3. Внутрисуточная динамика рынка необеспеченного межбанковского кредитования....	15
1.4. Оценка достаточности дисконтов на рынке междилерского РЕПО.....	17
Врезка 2. Международные новации в регулировании: установление минимальных дисконтов по операциям РЕПО.....	18
2. Распределение денежных потоков и рыночных активов.....	19
2.1. Динамика потенциальной стоимости обеспечения по операциям рефинансирования Банка России.....	19
Врезка 3. Итоги встречи Министерства финансов России и Банка России с иностранными держателями ОФЗ.....	22
2.2. Достаточность обеспечения у банковского сектора.....	23
3. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на денежный рынок.....	24
3.1. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на объемы и ставки денежного рынка.....	24
3.2. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на распределение ликвидности на денежном рынке.....	26
3.3. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на сетевые показатели денежного рынка.....	29
4. Развитие инфраструктуры денежного рынка.....	31
4.1. Расширение инструментов НКЦ при проведении сделок РЕПО с ЦКА.....	31
4.2. Оценка финансовой устойчивости НКЦ.....	32
5. Приложение. Обзор участия ОФЗ в расчете глобальных индексов облигаций.....	35

Список рисунков

Рис. 1. Объемы открытых позиций на сегментах денежного рынка.....	9
Рис. 2. Объемы открытых позиций и задолженности перед Банком России.....	9
Рис. 3. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт».....	10
Рис. 4. Объемы операций на рынке СВОП и задолженности перед Банком России по операциям РЕПО.....	10
Рис. 5. Средний уровень финансового рычага на денежном рынке, по операциям с Банком России и Министерством финансов.....	11
Рис. 6. Доли чистых заимствований на денежном рынке, через операции с Банком России и Министерством финансов в зависимости от уровня финансового рычага участника.....	11
Рис. 7. Факторы формирования ликвидности.....	13
Рис. 8. Структурный дефицит ликвидности и операции Банка России по предоставлению/ абсорбированию ликвидности.....	15
Рис. 9. Доли сделок, инициированных кредиторами и заемщиками в системе Дельта.....	16
Рис. 10. Разница ставок в сделках, инициированных кредиторами и заемщиками, в системе Дельта.....	16
Рис. 11. Распределение заключенных сделок по времени.....	16
Рис. 12. Распределение заключенных по заявкам кредиторов сделок по времени.....	16
Рис. 13. Дисконты и дневные падения стоимости активов в кризис 2008 года по видам обеспечения.....	17
Рис. 14. Дисконты в разрезе видов обеспечения.....	17
Рис. 15. Прирост задолженности банков по кредитам Банка России под нерыночные активы и поручительства и объемы эмиссии российских корпоративных облигаций.....	20
Рис. 16. Объем рынка российских корпоративных облигаций и объем задолженности банков по кредитам Банка России под нерыночные активы и поручительства.....	20
Рис. 17. Требования I и II категории качества к нефинансовым организациям и объем кредитов под нерыночные активы, предоставленных кредитным организациям.....	21
Рис. 18. Номинальный объем рынка ОФЗ и доля нерезидентов.....	22
Рис. 19. Объем задолженности кредитных организаций перед Банком России и динамика коэффициентов утилизации обеспечения.....	23
Рис. 20. Динамика обязательств ТОП-30 банков перед физическими лицами.....	25
Рис. 21. Динамика обязательств всех банков без ТОП-30 перед физическими лицами.....	25
Рис. 22. Объемы заимствований на рынке МБК.....	25
Рис. 23. Ставки заимствований на рынке МБК.....	25
Рис. 24. Объемы операций в системе Дельта.....	26
Рис. 25. Средневзвешенные ставки в системе Дельта и Ruonia.....	27
Рис. 26. Частота попадания в ядро в течение 27 рабочих дней.....	27
Рис. 27. Доля заимствования участниками «ядра» и «периферии» у Банка России на денежном рынке.....	28
Рис. 28. Доля заимствования участниками «ядра» и «периферии» во всем объеме ликвидности на денежном рынке.....	28
Рис. 29. Ежедневные усредненные потоки ликвидности на денежном рынке.....	28
Рис. 30. Средневзвешенная стоимость заимствований на денежном рынке со сроком «овернайт».....	28
Рис. 31. Динамика показателей активности.....	29
Рис. 32. Динамика числа активных участников.....	29
Рис. 33. Динамика показателей «малого мира».....	30
Рис. 34. Динамика вариации показателей «малого мира».....	30
Рис. 35. Динамика показателей «малого мира» для 20 самых активных участников.....	30
Рис. 36. Динамика показателя посреднической активности.....	30
Рис. 37. Операции РЕПО с центральным контрагентом (ЦКА).....	31
Рис. 38. Объемы РЕПО с ЦКА в разрезе видов обеспечения.....	31
Рис. 39. Доли ценных бумаг эмитентов в обеспечении операций РЕПО с ЦКА.....	31
Рис. 40. Количество клиентов на рынке междилерского РЕПО.....	31
Рис. 41. Система стресс-тестирования финансовой устойчивости НКЦ.....	34
Рис. 42. Динамика индексов государственных ценных бумаг в местных валютах, в которые входят ОФЗ.....	37

Список таблиц

Табл. 1. Объемы операций на сегментах денежного рынка.....	10
Табл. 2. Предлагаемые минимальные значения дисконтов.....	18
Табл. 3. Эмиссионная активность на фондовом рынке.....	19
Табл. 4. Положения банков с отзывными в IV квартале 2013 года лицензиями на рынке МБК	24
Табл. 5. Механизмы защиты ЦК и их объемы.....	34
Табл. 6. Распределение потенциальных потерь при реализации риска центрального контрагента на рынках Группы «Московская Биржа».....	35

Назначение Обзора денежного рынка

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

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

Важность мониторинга денежного рынка объясняется несколькими факторами:

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

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

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

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

Резюме Обзора

- В течение IV квартала 2013 года конъюнктура денежного рынка находилась под влиянием традиционных (налоговых и календарных) факторов роста спроса на ликвидность со стороны кредитных организаций по операциям Банка России. Задолженность кредитных организаций перед Банком России (включая кредиты под нерыночные активы и поручительства) в течение IV квартала 2013 года продолжала расти и достигла к концу рассматриваемого периода 4,4 трлн. руб. (7,7% от величины совокупных пассивов банковского сектора), процентные ставки денежного рынка приблизились к верхней границе процентного коридора Банка России. При этом рост процентных ставок не привел к реализации кредитных рисков, существенных по объему неисполнений обязательств на денежном рынке не произошло.
- Политика Банка России по оздоровлению банковского сектора в ноябре–декабре 2013 года не оказала значимого влияния на общую конъюнктуру денежного рынка. Наблюдалось некоторое ужесточение условий по заимствованиям региональных банков, что проявлялось в росте средневзвешенного спреда между ставками привлечения региональных и столичных банков¹ (до 0,3 п.п.) и в сокращении лимитов на небольшие банки. Кроме того, падение активности было характерно для организованного межбанковского рынка в рамках системы Дельта (на которую в начале IV квартала приходилось около 10% объема МБК): в ноябре–декабре 2013 года объем операций сократился в 2 раза. Но, несмотря на напряженность в отдельных сегментах рынка, объемы перераспределяемой ликвидности в целом возросли: среднесуточный объем средств, предоставляемых наиболее активными участниками рынка МБК (банками «ядра») другим банкам (банкам «периферии») вырос на 60% до 83,6 млрд. руб. (объем заимствований внутри периферии – снизился на 26% до 47,0 млрд. руб.).
- В IV квартале 2013 года рост задолженности банков по операциям рефинансирования опережал рост объемов обеспечения, что приводило к росту коэффициентов утилизации². Коэффициент утилизации рыночных активов в отчетный период находился преимущественно около отметки 55% и в конце 2013 года превысил 65%. Коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств в конце 2013 года превысил 50%.
- Активизация проведения Банком России аукционов по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, не привела к снижению эмиссионной активности на рынке облигаций. Наоборот, в IV квартале 2013 года объемы эмиссии корпоративных облигаций были значительно выше, чем в предшествующие месяцы (прирост к IV кварталу 2012 года составил 21%), и составили 632 млрд. руб.

¹ Столичные банки включают банки, зарегистрированные в Москве и Санкт-Петербурге, а региональные – все остальные банки.

² «Коэффициент утилизации обеспечения» – отношение задолженности кредитных организаций перед Банком России по определенному инструменту рефинансирования ко всему объему обеспечения (скорректированному на величину дисконтов), имеющемуся в распоряжении у кредитных организаций, которое может быть использовано для рефинансирования с использованием данного инструмента.

- Дополнительным фактором спроса на российские корпоративные ценные бумаги в 2014 году станет расширение круга инвесторов за счет либерализации рынка посредством допуска иностранных расчетно-клиринговых систем в качестве номинальных держателей счетов в российском центральном депозитарии. Банк России совместно с Минфином России в IV квартале 2013 года провел встречу с иностранными держателями ОФЗ, на которой был высказан интерес к российскому рынку ценных бумаг в целом. Инвесторы подчеркнули важность развития инструментов хеджирования долгосрочных процентных рисков, а также роста транспарентности в части рыночной статистики.
- Стресс-тестирование финансовой устойчивости НКЦ, как квалифицированного центрального контрагента, на 1 декабря 2013 года показывает, что расчетное значение показателя достаточности регулятивного капитала при критическом сценарии составило 15,2% при нормативно установленном значении в 10% и текущем значении норматива в 18,7%. Таким образом, можно говорить о способности НКЦ сохранить общую финансовую устойчивость без возникновения угрозы непрерывности деятельности в условиях смоделированных шоков.

1. СТРУКТУРА И ТЕКУЩАЯ КОНЪЮНКТУРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

1.1. Конъюнктура денежного рынка

В IV квартале 2013 года *ситуация на денежном рынке в целом оставалась стабильной*, но несколько напряженной вследствие сезонного повышенного спроса банков на ликвидность, а также проводимой Банком России политики по оздоровлению банковского сектора. Объемы операций на денежном рынке в течение квартала снижались (рис. 1, табл. 1), но указанное снижение началось еще в сентябре 2013 года (более подробно о влиянии политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на денежный рынок см. раздел 2). *Изменение структуры денежного рынка* в разрезе его сегментов (МБК, РЕПО, СВОП) произошло вследствие сокращения объемов операций на рынке СВОП (с 1,6 до 1,2 трлн. руб. за период с 2 сентября до 27 декабря), что было отчасти связано с изменением бизнес-стратегий отдельных участников. Объемы операций на рынке междилерского РЕПО, напротив, оставались практически без изменений.

Рис. 1. Объемы открытых позиций на сегментах денежного рынка, трлн. руб.

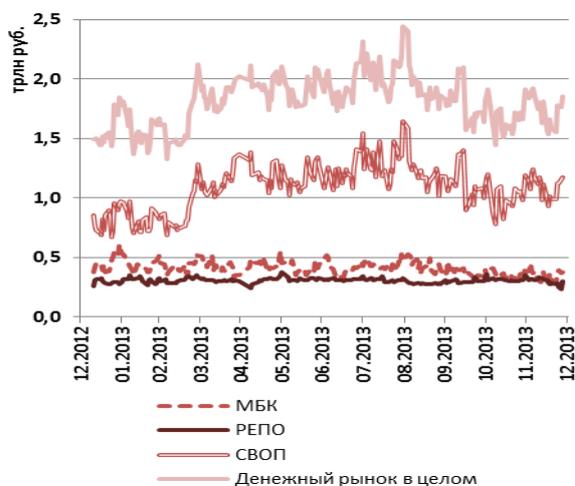


Рис. 2. Объемы открытых позиций и задолженности перед Банком России, трлн. руб.



Объемы заимствований у Банка России (включая кредиты под залог нерыночных активов и поручительств) в течение IV квартала 2013 года продолжали расти, и достигли к концу рассматриваемого периода локального максимума – 4,4 трлн. руб. (рис. 2). В дальнейшем участники рынка продолжают привлекать значительный объем ликвидности через сделки с Банком России. В целом, в ближайший год спрос на ликвидность со стороны банковского сектора с высокой вероятностью будет продолжать расти, причем существенная часть роста придется на вторую половину года.

**Таблица 1. Объемы операций на сегментах денежного рынка
(среднедневные позиции за квартал)**

	Объем МБК, млрд. руб.	Объем РЕПО, млрд. руб.	Объем СВОП, млрд. руб.	Объем денежного рынка, млрд. руб.
I квартал 2013 года	440,7	307,1	837,8	1 585,6
II квартал 2013 года	424,7	311,8	1 168,8	1 905,3
III квартал 2013 года	425,1	303,5	1 245,1	1 973,6
IV квартал 2013 года	359,3	304,0	1 067,4	1 730,7
Прирост объема рынка в IV квартале по сравнению с III кварталом 2013 года	-15,5%	0,2%	-14,3%	-12,3%
Прирост объема рынка в IV квартале по сравнению с I кварталом 2013 года	-18,5%	-1,0%	27,4%	9,1%

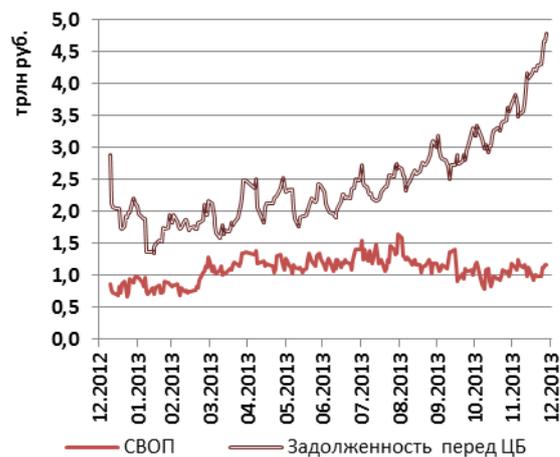
Несмотря на повышенный спрос на ликвидность и определенную напряженность на денежном рынке, *существенных неисполнений обязательств в рассматриваемый период не наблюдалось*. Неисполнение обязательств на рынке междилерского РЕПО происходило в основном в сделках участников с собственными клиентами, при этом объем неисполнений обязательств в сделках составлял менее 30 млн. руб.

Ставки на денежном рынке в течение IV квартала 2013 года росли и к концу года вплотную подошли к верхней границе процентного коридора Банка России (рис. 3).

Рис. 3. Ставки на сегментах денежного рынка «овернайт»



Рис. 4. Объемы операций на рынке СВОП и задолженности перед Банком России по операциям РЕПО



Уровень финансового рычага (левериджа) участников денежного рынка в целом оставался на приемлемых уровнях. Отношение чистой задолженности участников рынка по сделкам с контрагентами, Банком России и Федеральным казначейством (в части депозитов федерального бюджета) к капиталу по рынку в среднем колебалось от 100% до 200% (рис. 5). Стоит отметить высокие значения коэффициента левериджа у небанковских финансовых компаний и наблюдавшийся во второй половине 2013 года рост данного

показателя³. Указанные компании осуществляют преимущественно посреднические сделки между их клиентами, однако в ряде случаев высокие значения финансового рычага характерны также для собственных сделок указанных компаний. Вместе с тем, влияние высокого финансового рычага на системный риск денежного рынка ограничено, поскольку на эти компании приходится достаточно небольшая часть общей задолженности (рис. 6).

Рис. 5. Средний уровень финансового рычага на денежном рынке, по операциям с Банком России и Министерством финансов

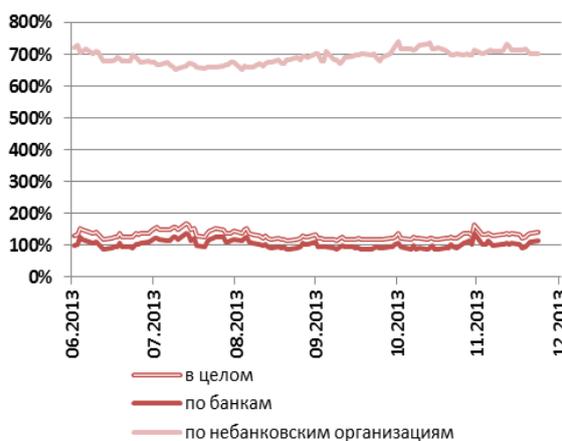
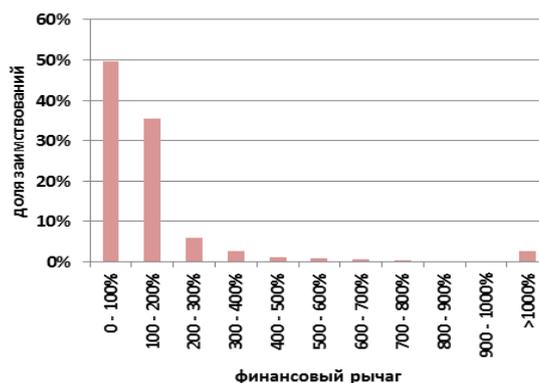


Рис. 6. Доли чистых заимствований на денежном рынке, через операции с Банком России и Министерством финансов в зависимости от уровня финансового рычага участника



³ Приведенные оценки левиреджа рассчитаны как отношение общей задолженности участника к размеру его собственных средств без учета того, что часть включенной в расчет задолженности относится к сделкам его клиентов. Таким образом, приведенные оценки являются верхней границей возможных значений уровня финансового рычага на рынке междилерского РЕПО.

Врезка 1. Изменение структуры европейского денежного рынка

Изменение структуры денежного рынка характерно не только для российского финансового сектора. Повышение степени вовлеченности центральных банков в рефинансирование банковского сектора в последние годы отражается на национальных денежных рынках зарубежных стран. Показательной в этом отношении является ситуация в Европе, где масштабные операции Европейского центрального банка в конце 2011 – начале 2012 гг. по предоставлению долгосрочных кредитов изменили конфигурацию европейского денежного рынка и выявили ряд проблем, связанных с его функционированием.

Согласно Обзору европейского денежного рынка (Euro money market survey), выпущенному Европейским центральным банком (ЕЦБ) в ноябре 2013 года (далее – Обзор ЕЦБ), в 2012 году наблюдалось существенное сжатие европейского денежного рынка как в сегменте необеспеченных кредитов, так и в сегменте обеспеченного кредитования. При этом в 2013 году на фоне восстановления объемов сделок участников с использованием обеспечения, обороты рынка необеспеченного кредитования продолжили снижаться и достигли минимального годового значения за последние 10 лет. По данным Обзора ЕЦБ активность на рынке необеспеченного кредитования в 2013 году в сравнении с предкризисным периодом сократилась более чем в 4 раза, в сравнении с 2011 годом – более чем в 2 раза.

Таким образом, меры ЕЦБ по предоставлению долгосрочного рефинансирования банкам в 2011–2012 гг. хотя и снизили напряженность на денежном рынке и способствовали нормализации уровня процентных ставок, тем не менее, оказались неспособны оживить денежный рынок. Более того, дальнейшее функционирование механизма перераспределения ликвидности было основано на превалировании потоков с участием центрального контрагента или непосредственно Евросистемы на фоне снижении активности прямого взаимодействия участников.

Фундаментальным следствием сжатия европейского денежного рынка является снижение его эффективности, что, как следует из Обзора ЕЦБ, подтверждают сами участники европейского денежного рынка. По их оценкам, европейский рынок необеспеченного кредитования является самым неэффективным сегментом денежного рынка. Информационная неэффективность находит отражение в снижении степени транспарентности на денежном рынке, в том числе в части стоимости заимствований, поскольку ряд участников европейского рынка принял решение о прекращении выставления котировок и участия в расчете индикативных ставок (Euribor).

Под угрозой потери репрезентативности может оказаться также основной операционный ориентир ЕЦБ – ставка EONIA – из-за сокращения объема сделок, используемых для его расчета. В связи с этим в Европе чрезвычайно важным становится регулярный мониторинг и анализ состояния денежного рынка с целью понимания возможности использования его отдельных параметров в качестве операционных ориентиров, как для регулятора, так и для самих участников рынка.

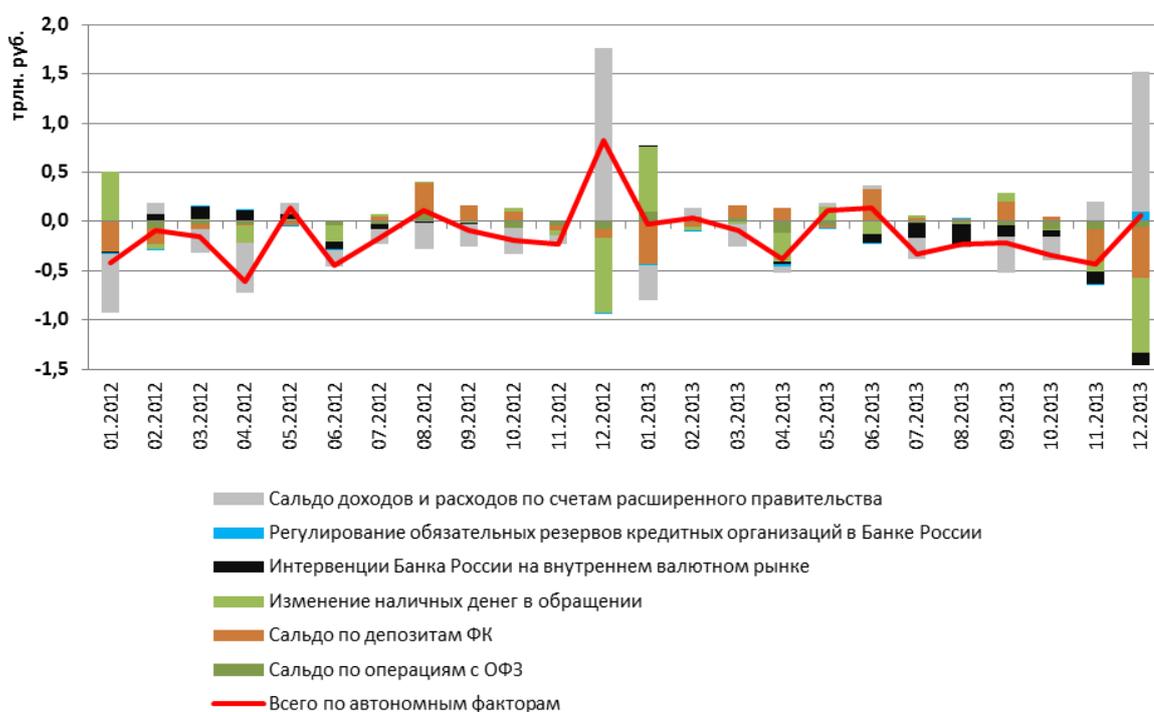
По поручению «Группы 20» Совет по финансовой стабильности (СФС), совместно с национальными и региональными органами власти, ведет работу по совершенствованию управления и надзора за финансовыми индикаторами, а также по разработке альтернативных финансовых индикаторов. Одной из возможных опций, на наш взгляд, является расчет модифицированных ставок, которые, как и ставки LIBOR/EURIBOR, отражают стоимость привлечения банками срочного оптового беззалогового финансирования, но в отличие от них основываются не только на стоимости межбанковских кредитов, но и учитывают доходности по депозитным сертификатам, коммерческим бумагам и банковским облигациям с коротким сроком до погашения.

Источник: Nagel J. and Hartkopf C. The changing structure of the euro money market // Central Banking Journal, 2013. - №4. - Pp.50-54

1.2. Состояние текущей ликвидности банковского сектора

Абсорбирование ликвидности из банковского сектора под воздействием автономных факторов в IV квартале 2013 года привело к увеличению структурного дефицита ликвидности на 0,9 трлн. рублей. Как и в предыдущие годы, динамика структурного дефицита ликвидности в октябре–декабре была в целом неоднородной. На большей части рассматриваемого периода превалировал тренд на изъятие ликвидности, в результате чего максимальный уровень структурного дефицита ликвидности достигал 4,7 трлн. рублей в третьей декаде декабря. Значительные расходы расширенного правительства, традиционно осуществляемые в конце года, способствовали его снижению до 4 трлн. рублей на 1 января 2014 года.

Рис. 7. Факторы формирования ликвидности



В целом за квартал превышение расходов расширенного правительства над его доходами⁴ обусловили приток ликвидности в банковский сектор в размере 1,4 трлн. рублей (в IV квартале 2012 года – 1,8 трлн. рублей). В условиях значительной утилизации рыночного обеспечения сохранялся высокий спрос кредитных организаций на временно свободные средства, размещаемые Федеральным казначейством на депозитах в кредитных организациях. Однако необходимость постепенного сокращения средств Федерального казначейства на депозитах банков для финансирования бюджетных расходов, приходящихся на конец года, привела к значительному возврату средств в ноябре–декабре 2013 года, что обусловило изъятие ликвидности в IV квартале (в размере 0,8 трлн. рублей). Оттоку средств

⁴ Без учета операций с ОФЗ и депозитами Федерального казначейства.

из банковского сектора в рассматриваемом периоде также способствовали операции с ОФЗ, за счет которых уровень ликвидности снизился на 0,2 трлн. рублей.

Приток бюджетных средств в банковский сектор в IV квартале 2013 в значительной степени был компенсирован сезонным ростом спроса на наличные деньги в конце календарного года. Эмиссия наличных денег в обращении в декабре, как и годом ранее, составила 0,8 трлн. рублей, в целом за квартал – 0,9 трлн. рублей (0,8 трлн. рублей в IV квартале 2012 года).

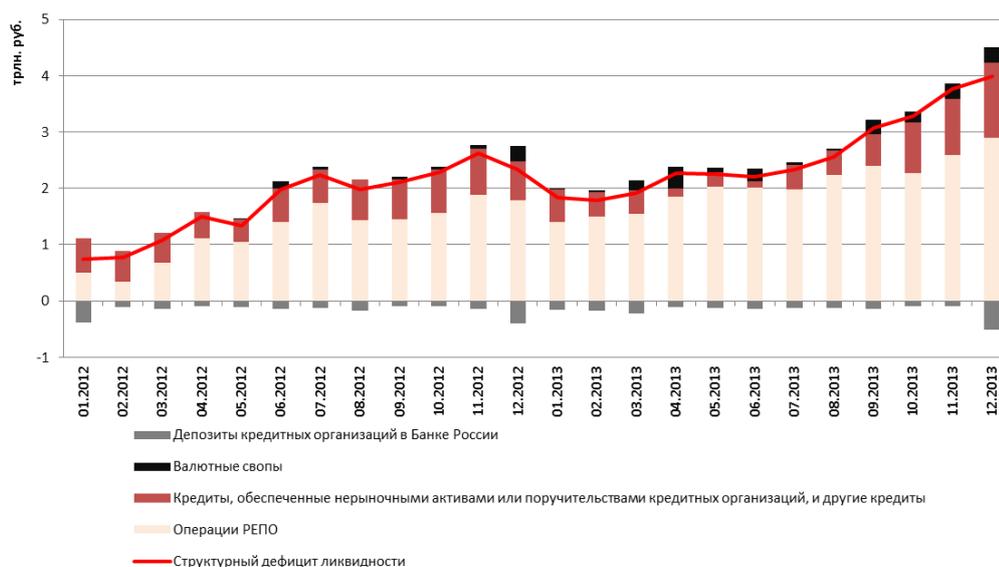
Дополнительным фактором изъятия ликвидности в IV квартале 2013 года выступали интервенции Банка России на внутреннем валютном рынке. Вместе с тем, объем продажи иностранной валюты на внутреннем валютном рынке несколько сократился по сравнению с предыдущим кварталом (0,3 и 0,5 трлн. рублей соответственно).

Увеличение остатков средств кредитных организаций на корреспондентских счетах в Банке России в IV квартале 2013 года на 0,2 трлн. рублей было связано как с влиянием сезонных факторов, так и с ростом усредняемой величины обязательных резервов в результате повышения с 10 декабря 2013 года коэффициента усреднения обязательных резервов с 0,6 до 0,7. Объем перечисления средств, депонированных на счетах по учету обязательных резервов, на корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России в IV квартале 2013 года составил 0,1 трлн. рублей.

Основным инструментом Банка России по рефинансированию кредитных организаций по-прежнему выступали краткосрочные операции РЕПО Банка России на аукционной основе, пик задолженности по которым (3,1 трлн. рублей) пришелся на середину третьей декады декабря. Сокращение структурного дефицита ликвидности в конце 2013 года под влиянием значительных бюджетных расходов способствовало снижению задолженности по краткосрочным операциям РЕПО до 2,9 трлн. рублей на 1 января 2014 года. При этом в целом за IV квартал увеличение задолженности кредитных организаций по указанным операциям составило 0,5 трлн. рублей. Спрос кредитных организаций на операции РЕПО на аукционной основе на более длительные сроки оставался незначительным.

Увеличение структурного дефицита ликвидности и высокие показатели утилизации рыночного обеспечения у отдельных кредитных организаций способствовали сохранению спроса кредитных организаций на операции «валютный своп» и кредиты Банка России, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами. При этом операции «валютный своп» с Банком России продолжали носить нерегулярный характер. Наиболее существенные объемы предоставления рублевой ликвидности посредством данного инструмента приходились на периоды значительных объемов выплат в бюджет. По мере роста структурного дефицита ликвидности и ставок на денежном рынке в IV квартале 2013 года произошло увеличение среднего объема указанных операций в дни заключения сделок до 143,8 млрд. рублей по сравнению с 60,3 млрд. рублей кварталом ранее.

Рис. 8. Структурный дефицит ликвидности и операции Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности



Значимым источником предоставления ликвидности в рассматриваемом периоде, способствовавшим снижению утилизации рыночного обеспечения, являлись кредиты Банка России, обеспеченные нерыночными активами и поручительствами, задолженность по которым увеличилась за квартал на 0,8 трлн. рублей – до 1,3 трлн. рублей. В значительной степени этому способствовало проведение в октябре 2013 года кредитного аукциона по предоставлению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, на срок 3 месяца (объем предоставленной ликвидности составил 0,5 трлн. рублей).

1.3. Внутривневная динамика рынка необеспеченного межбанковского кредитования

Большинство операций на российском рынке межбанковского кредитования заключается через систему Рейтерс, с использованием указанной системы проводится более 70% сделок. На централизованные торговые системы приходится чуть более 10% рынка, однако, информация, накапливающаяся в указанных системах, позволяет проводить анализ внутривневной динамики межбанковского рынка. Одной из централизованных торговых систем является система Дельта. С помощью данной системы привлекают и размещают свободные денежные средства как средние и небольшие банки, так и банки, входящие в ТР-30.

По итогам торгов в системе Дельта накапливается большой объем статистической информации, позволяющей охарактеризовать внутривневную динамику показателей рынка межбанковского кредитования: объемов рынка, ставок на рынке, соотношение сделок, инициированных кредиторами и заемщиками, и т.д.

Торги в системе характеризуются ярко выраженной внутридневной динамикой, в частности, основной пик операций приходится на утреннее и послеобеденное время, большинство сделок в системе заключается по заявкам заемщиков (более подробно см. Обзор денежного рынка за II квартал 2013 года). В IV квартале 2013 года во внутридневной динамике торгов произошел ряд изменений.

В частности, в IV квартале 2013 года в системе Дельта доля сделок, удовлетворенных по заявкам кредиторов, практически сравнялась с долей сделок, совершенных по заявкам заемщиков (рис. 9). Также увеличилась разница между ставками по указанным операциям (рис. 10). Данный факт объясняется, в первую очередь, традиционным ростом спроса на ликвидность в конце года.

Рис. 9. Доли сделок, инициированных кредиторами и заемщиками в системе Дельта

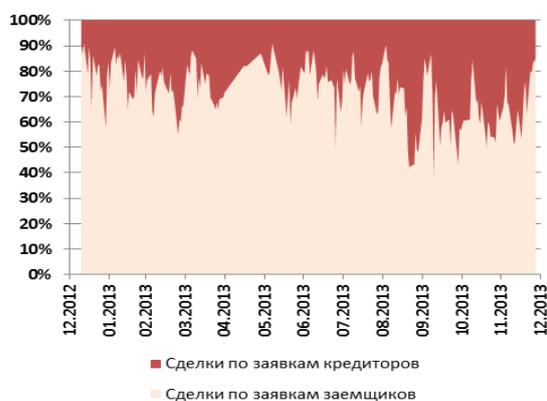


Рис. 10. Разница ставок в сделках, инициированных кредиторами и заемщиками, в системе Дельта



В целом внутридневное распределение сделок в системе Дельта практически не изменилось (рис. 11), однако как уже было сказано, выросла доля сделок, удовлетворенных по заявкам кредиторов, особенно в утренние часы (рис. 12).

Рис. 11. Распределение заключенных сделок по времени

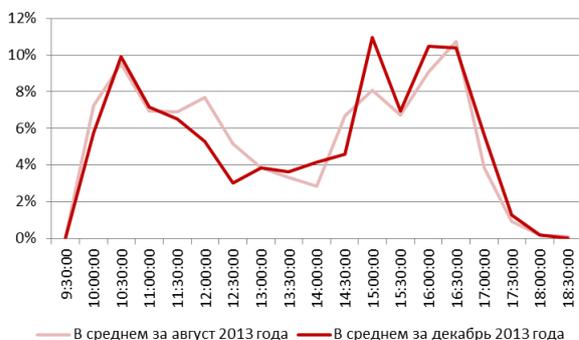
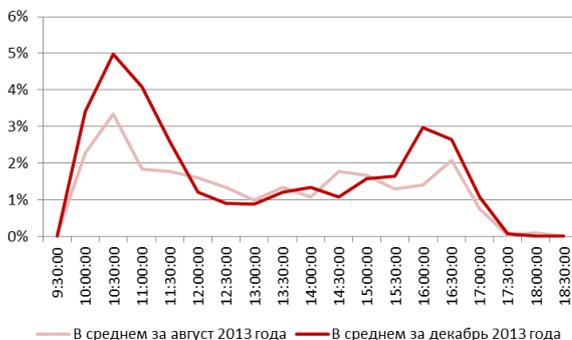


Рис. 12. Распределение сделок, заключенных по заявкам кредиторов, по времени



1.4. Оценка достаточности дисконтов на рынке междилерского РЕПО

В IV квартале 2013 года дисконты по сделкам на рынке междилерского РЕПО и РЕПО с центральным контрагентом в целом находились на достаточных уровнях: дисконты в среднем превосходили дневное падение стоимости ценных бумаг в кризис 2008 года (рис. 13).

Дисконты по сделкам с центральным контрагентом соответствовали текущей рыночной конъюнктуре. Указанные дисконты, с одной стороны, превышали соответствующие дисконты на междилерском рынке РЕПО без участия центрального контрагента, с другой стороны, данное превышение принимало не столь высокие значения.

Рис. 13. Дисконты и дневные падения стоимости активов в кризис 2008 года по видам обеспечения

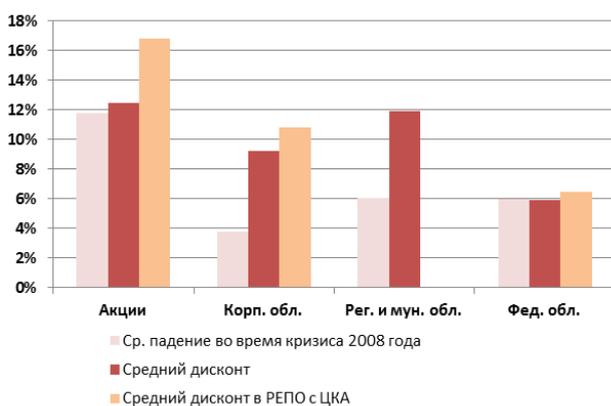
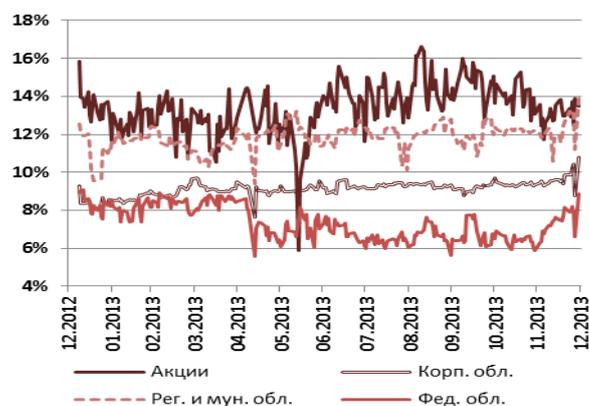


Рис. 14. Дисконты в разрезе видов обеспечения



Вслед за повышением напряженности на денежном рынке дисконты на рынке междилерского РЕПО начали постепенно расти (рис. 14). В частности, в декабре дисконты по сделкам, обеспеченным федеральными облигациями, выросли с 6% до 8%. Однако по сравнению с годовой динамикой указанный рост не являлся существенным. Помимо этого, стоит отметить сокращение доли сделок с дисконтами, находящимися на уровнях существенно ниже среднерыночных: в III квартале доля указанных сделок составляла в среднем 10,5 %, к концу IV квартала – 8,0%. Таким образом, в IV квартале рынок междилерского РЕПО оставался устойчивым к рыночному риску.

Врезка 2. Международные новации в регулировании: установление минимальных дисконтов по операциям РЕПО

В рамках реформы финансового регулирования Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board, СФС) проводит работу по усилению надзора и регулирования теневой банковской системы. Одним из направлений реформы является выработка рекомендаций в области регулирования операций кредитования ценными бумагами и РЕПО.

В ноябре 2012 г. СФС опубликовал консультативный документ, содержащий 13 рекомендаций. Помимо прочего было предложено установить требования к методикам расчета дисконтов и внедрить систему минимальных количественных значений дисконтов по определенным операциям, направленную на ограничение использования финансовыми институтами операций кредитования ценными бумагами для увеличения лавережда.

Согласно предложениям СФС, применяемые дисконты должны быть основаны на оценке долгосрочного риска активов, используемых в качестве обеспечения, и должны покрывать потенциальное снижение их стоимости при необходимости реализации обеспечения. При оценке дисконтов следует использовать исторические данные, охватывающие как минимум один стрессовый период (если такие данные недоступны, стрессовые условия необходимо определять расчетным путем). Помимо ценового риска, дисконты должны отражать и другие виды рисков (например, риск, связанный с ликвидацией крупных позиций, а также взаимосвязь риска контрагента и кредитного риска по обеспечению, которое он предоставил, *wrong-way risk*). Важно избежать процикличности в расчетах дисконта. Уровень дисконта не должен автоматически снижаться в случае увеличения цены активов в портфеле или при снижении волатильности цен активов.

Кроме этого, СФС предлагает ввести минимальные числовые значения дисконтов для компаний, не являющихся объектами пруденциального регулирования достаточности капитала и ликвидности (например, в случае России – не являющихся кредитными организациями) и получающих финансирование от организаций, находящихся в периметре пруденциального надзора. Минимальные значения дисконтов планируется применять к операциям, обеспечением по которым являются различные активы за исключением государственных облигаций, и по которым не осуществляется централизованный клиринг.

В апреле 2013 г. СФС приступил к исследованию количественного влияния предлагаемых мер регулирования на рынок. В рамках первого этапа исследования в целях калибровки предлагаемых минимальных значений дисконтов собрана информация об исторических значениях дисконтов, применявшихся небольшой группой крупных финансовых посредников. В рамках второго этапа (начался в конце 2013 г.) рассматривается влияние предлагаемых значений дисконтов на широкий круг участников рынка.

Табл. 2. Предлагаемые минимальные значения дисконтов

Класс активов и их срок до погашения	Уровень дисконта	
	Корпоративные и другие эмитенты	Секьюритизированные продукты
Долговые ценные бумаги со сроком до погашения менее 1 года и облигации с плавающей процентной ставкой	0,5%	1%
Долговые ценные бумаги со сроком до погашения более 1 года, но не более 5 лет	1%	2%
Долговые ценные бумаги со сроком до погашения более 5 лет	2%	4%
Акции		4%
Другие активы		7,5%

Предложения СФС по установлению минимальных значений дисконтов активно обсуждаются. С одной стороны, они могут не решить проблему процикличности дисконтов, так как на операции, обеспечением по которым являются негосударственные ценные бумаги, в большинстве юрисдикций приходится лишь малая доля рынка. С другой стороны, реализация предложений может создать дополнительные стимулы для возникновения регуляторного арбитража, если они не будут в полной мере внедрены всеми юрисдикциями. Окончательные предложения по данному вопросу будут сформулированы к началу II квартала 2014 года.

2. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ И РЫНОЧНЫХ АКТИВОВ

2.1. Динамика потенциальной стоимости обеспечения по операциям рефинансирования Банка России

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 и характеризуются существенно меньшей величиной дисконта по операциям прямого РЕПО с Банком России.

Возможность использовать облигации для рефинансирования в Банке России способствует формированию дополнительного спроса на облигации и стимулирует эмиссионную активность на рынке ценных бумаг.

В IV квартале 2013 года эмиссионная активность на облигационном рынке была наиболее высокой в сравнении с предшествующими кварталами. Общий объем эмиссии облигаций на российском рынке практически достиг 1 трлн. руб. (в предшествующие кварталы объем эмиссии составлял 0,5–0,6 трлн. руб.). При этом объемы эмиссии корпоративных еврооблигаций также были достаточно высоки (0,3 трлн. руб.), хотя и уступали показателям I и II кварталов (0,5 трлн. руб.). Чистый объем эмиссии корпоративных облигаций в IV квартале (за вычетом объемов погашенных бумаг) составил 0,4 трлн. рублей.

Табл. 3. Эмиссионная активность на фондовом рынке в IV квартале 2013 г.

Вид ценных бумаг	Объем эмиссии по номиналу, млрд. руб.	Количество выпусков (аукционов)
ОФЗ	299	1 новый выпуск (24 аукциона в рамках 7 выпусков)
Муниципальные облигации	51	14 выпусков
Корпоративные облигации	632	101 выпуск
Всего, российский рынок	982	116 выпусков
Корпоративные еврооблигации	333	79 выпусков
Итого	1 315	195 выпусков

Источники: Минфин, CBONDS, расчеты Банка России.

Начиная со второй половины 2013 года кредитные организации увеличивали объем кредитов, полученных от Банка России под залог нерыночных активов, что привело к частичному замещению задолженности по операциям РЕПО с Банком России. Во многом это было достигнуто за счет введения Банком России нового инструмента рефинансирования – аукционов по предоставлению обеспеченных нерыночными активами кредитов с плавающей процентной ставкой.

Как показывают данные, указанная мера не привела к снижению эмиссионной активности на рынке облигаций (возможной за счет сокращения спроса на ценные бумаги). В октябре–декабре 2013 года объемы эмиссии корпоративных облигаций были значительно выше, чем в предшествующие месяцы, а объем задолженности по кредитам Банка России под нерыночные активы и поручительства демонстрировал быстрый рост (рис. 15). При этом объем эмиссии российских корпоративных облигаций был на 21% выше, чем в IV квартале 2012 года, т.е. рост объемов эмиссии в октябре–декабре 2013 года не носит исключительно сезонный эффект. Объем рынка корпоративных облигаций продолжил стабильный рост; за второе полугодие 2013 года его объем вырос на 0,6 трлн. руб. (рис. 16).

Рис. 15. Прирост задолженности банков по кредитам Банка России под нерыночные активы и поручительства и объемы эмиссии российских корпоративных облигаций, млрд. руб.



Источники: Расчеты Банка России, CBONDS

Рис. 16. Объем рынка российских корпоративных облигаций и задолженности банков по кредитам Банка России под нерыночные активы и поручительства, трлн. руб.



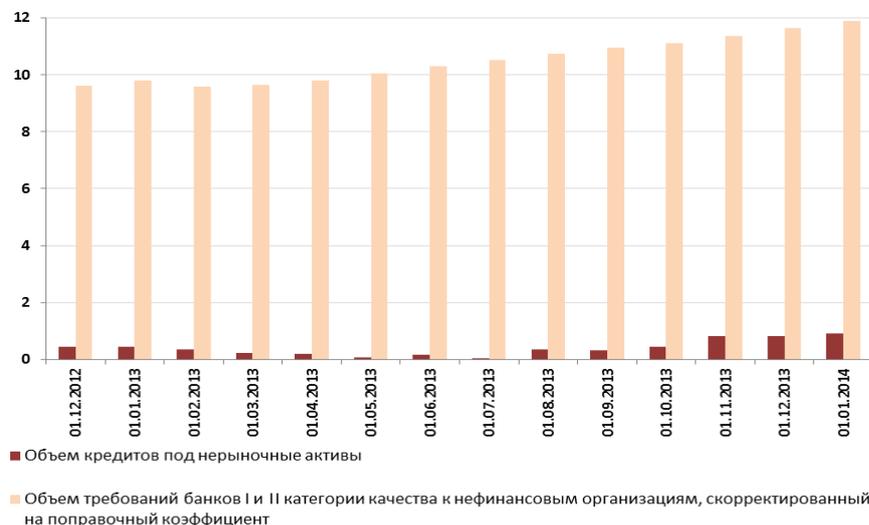
Источники: Расчеты Банка России, CBONDS

В целом можно заключить, что в текущих условиях дефицита ликвидности расширение масштабов рефинансирования под нерыночные активы и поручительства едва ли способно оказать негативное влияние на эмиссионную активность на облигационном рынке. Спрос на рефинансирование удовлетворяется преимущественно за счет операций РЕПО, формируя стабильный спрос на ценные бумаги и приводя к росту утилизации рыночного обеспечения (см. раздел 2.2).

Для привлечения рефинансирования под нерыночные активы банки в качестве обеспечения используют требования Iой и IIой категории качества к нефинансовым организациям. На данный момент объем активов данного вида (скорректированный на поправочные коэффициенты, применяемые при предоставлении кредитов) значительно превосходит объем рефинансирования под нерыночные активы (рис. 17). Так, по состоянию на 1 января 2014 года объем задолженности банков по кредитам, предоставленным под нерыночные активы, составлял менее 10% от объема требований Iой и IIой категории

качества нефинансовым организациям⁵. В связи с этим в среднесрочной перспективе есть потенциал для дальнейшего расширения рефинансирования кредитных организаций под нерыночные активы за счет включения новых активов в состав «мягкого залога».

Рис. 17. Требования I и II категории качества к нефинансовым организациям* и объем кредитов под нерыночные активы, предоставленных кредитным организациям, трлн руб.



Источники: Расчеты Банка России. Примечание: объем требований скорректирован на поправочный коэффициент 0,5 (максимальный, используемый при предоставлении кредитов, обеспеченных нерыночными активами).

⁵ Вместе с тем необходимо принимать во внимание, что Положение Банка России N 312-П «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами» предъявляет ряд требований к кредитным договорам для использования в качестве обеспечения по кредитам под нерыночные активы (в частности, заемщиком по договору должна выступать организация-резидент России, кредитный договор не должен содержать ограничений на переход прав требований кредитора к другому лицу, право требования по кредитному договору не обременено обязательствами банка-заемщика перед третьими лицами). Кроме того, требования компании-заемщика II категории качества должны проходить проверку Банка России и удовлетворять требованиям, предъявляемым к финансовому положению компании-заемщика. В связи с этим определенная часть требований I и II категории качества не может служить обеспечением по кредитам под нерыночные активы и фактический потенциал кредитования с использованием данного инструмента оказывается меньше, чем объем требований I и II категории качества, имеющих у банков.

Врезка 3. Итоги встречи Министерства финансов России и Банка России с иностранными держателями ОФЗ

До 2012 года основными держателями облигаций федерального займа (ОФЗ) являлись резиденты России. Ситуация начала меняться во второй половине 2012 года в преддверии либерализации рынка государственных ценных бумаг. Открытие в российском центральном депозитарии счетов номинального держателя для иностранных расчетно-клиринговых организаций в начале 2013 года привело к значительному притоку иностранных инвестиций на внутренний рынок государственного долга (рис. 18).

Изменение структуры держателей государственных ценных бумаг требует новых подходов к взаимодействию между инвесторами, эмитентом и регулятором. В связи с этим Минфином России и Банком России было принято решение о проведении совместной встречи с иностранными держателями ОФЗ в декабре 2013 года для обсуждения инвестиционной привлекательности российского рынка государственного долга и перспектив российской экономики.

По итогам встречи можно заключить, что иностранная инвестиционная база является достаточно диверсифицированной и включает участников, придерживающихся самых различных инвестиционных стратегий. При принятии торговых решений инвесторы в наибольшей степени ориентируются на динамику курса рубля и процентные ставки в различных сегментах финансового рынка.

Участники встречи сошлись во мнении, что текущий масштаб присутствия иностранных инвесторов на рынке государственного долга обеспечивает эффективное ценообразование и не приводит к чрезмерной зависимости рынка от внешнеэкономической конъюнктуры и настроений участников глобальных финансовых рынков. В будущем можно ожидать дальнейшего роста объема иностранных вложений, чему будет способствовать расширение присутствия ОФЗ в глобальных облигационных индексах (более подробно см. Приложение).

В ходе встречи обсуждались возможные направления дальнейшего развития российского финансового рынка. Инвесторы подчеркнули важность развития инструментов хеджирования долгосрочных процентных рисков. В связи с этим существует необходимость разработки эталонных ставок денежного рынка, адекватно отражающих ситуацию в его средне- и долгосрочном сегменте.

Иностранные инвесторы отмечали некоторый дефицит статистической информации по российскому рынку государственного долга. В связи с этим Минфин России и Банк России намерены продолжить взаимодействие в области совершенствования статистики рынка государственного долга. В ближайшие планы Банка России входит публикация ежемесячных данных о структуре держателей ОФЗ и доле иностранных инвесторов на рынке в разрезе сегментов по срокам.

Рис. 18. Номинальный объем рынка ОФЗ и доля нерезидентов



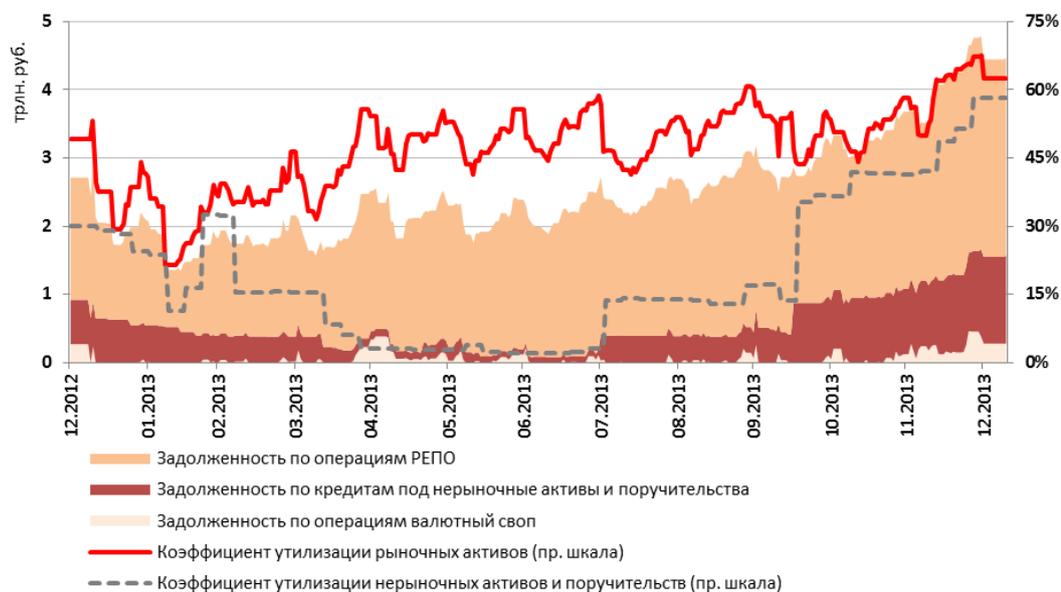
Источник: Минфин России, Банк России.

2.2. Достаточность обеспечения у банковского сектора

Банк России уделяет особое внимание регулярной оценке достаточности обеспечения банковского сектора в связи с сохраняющимся высоким объемом задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям рефинансирования.

В IV квартале 2013 года рост задолженности банков по операциям рефинансирования опережал рост объемов обеспечения, что приводило к росту коэффициентов утилизации. Коэффициент утилизации рыночных активов в отчетный период находился преимущественно около отметки 55% и превысил 65% к концу 2013 года. К этому моменту коэффициент утилизации нерыночных активов и поручительств превысил 50%. Увеличение коэффициентов утилизации связано с традиционным ростом спроса на ликвидность к концу года и, таким образом, носит сезонный характер.

Рис. 19. Объем задолженности кредитных организаций перед Банком России и динамика коэффициентов утилизации обеспечения в 2013 году



3. ВЛИЯНИЕ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ ПО ОЗДОРОВЛЕНИЮ БАНКОВСКОГО СЕКТОРА НА ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

3.1. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на объемы и ставки денежного рынка

В IV квартале 2013 года Банк России продолжал работу по оздоровлению банковского сектора. В рамках этой работы были в том числе отозваны лицензии на осуществление банковских операций у ряда банков, в том числе у нескольких банков среднего размера. Прямого влияния указанные события на денежный рынок не оказали: существенных позиций на денежном рынке у банков с отозванными лицензиями не было. Отношение объемов чистых заимствований к совокупному объему рынка не превышало для каждого из банков 0,2% (табл. 4).

Табл. 4. Позиции банков с отозванными в IV квартале 2013 года лицензиями на рынке МБК

Название банка	Номер лицензии	Дата отзыва лицензии	Объемы кредитования, млрд. руб.	Объемы заимствований, млрд. руб.	Объемы чистых заимствований (заимствования - кредитование), млрд. руб.	Отношение объемов чистых заимствований к объему рынка МБК
Национальный Республиканский Банк	3359	07.10.2013	—	0,0	0,0	0,0%
КБ «КБЦ»	914	14.10.2013	0,0	—	0,0	0,0%
АКБ "БАНК РАЗВИТИЯ РЕГИОНА"	3315	14.10.2013	0,0	0,0	0,0	0,0%
Принтбанк	546	25.10.2013	—	—	0,0	0,0%
КБ «Первый Экспресс»	3237	28.10.2013	0,0	0,4	0,4	0,1%
КБСИ «Стройиндбанк»	155	11.11.2013	0,6	0,0	-0,6	-0,2%
Волго-Камский банк	282	11.11.2013	—	0,1	0,1	0,0%
КБ «УРАЛЛИГА»	1626	20.11.2013	0,0	0,0	0,0	0,0%
Мастер-Банк	2176	20.11.2013	0,6	1,1	0,5	0,1%
КБ «НАФТАБАНК»	715	28.11.2013	0,0	0,1	0,1	0,0%
ВСБ	2428	02.12.2013	—	0,1	0,1	0,0%
АКБ «Инвестбанк»	107	13.12.2013	1,6	1,3	-0,3	-0,1%
АБ «БПФ»	1677	13.12.2013	0,0	—	0,0	0,0%
Смоленский Банк	2029	13.12.2013	0,0	0,5	0,5	0,1%
КБ «Рублевский»	2192	24.12.2013	—	—	0,0	0,0%
Банк «Аскольд»	2480	24.12.2013	0,4	0,1	-0,3	-0,1%

Источник: формы отчетности 0409501, расчеты Банка России

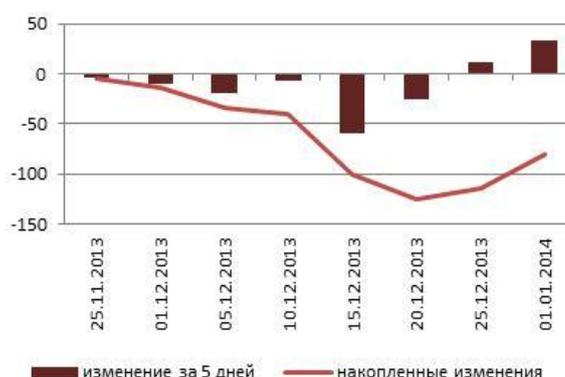
Вместе с тем, наблюдался негативный информационный эффект, повлекший за собой беспокойство части клиентов относительно надежности своих средств. Указанный эффект был, в основном, спровоцирован вбросом недостоверной информации о якобы имевшихся у Банка России намерениях по отзыву лицензий у иных банков. Несмотря на проводимые Банком России меры по разъяснению своей политики, некоторые вкладчики стали переводить средства в более крупные банки, что повысило совокупные обязательства этих банков перед физическими лицами (рис. 20). Динамика совокупных обязательств перед физическими лицами у банков, не относящихся к крупнейшим, имела противоположную

тенденцию⁶ (за исключением конца декабря), что обусловило некоторую напряженность на денежном рынке (рис. 21).

Рис. 20. Динамика обязательств TOP-30 банков перед физическими лицами



Рис. 21. Динамика обязательств всех банков без TOP-30 перед физическими лицами

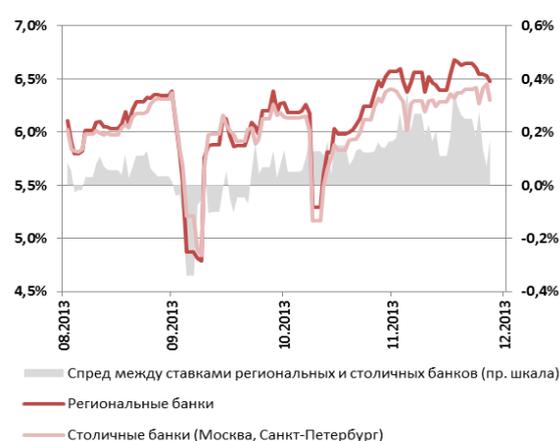


В результате вышеописанных событий структура ставок на денежном рынке в разрезе групп банков претерпела изменения. Несмотря на сохранение общих объемов рынка, как в целом, так и в разрезе отдельных групп банков (рис. 22), на рынке стал отчетливо прослеживаться рост спреда между ставками заимствований у столичных банков, с одной стороны, и региональных банков – с другой (рис. 23). Если в ноябре–декабре 2012 года указанный спред в среднем не превышал 0,1 п.п., то в ноябре–декабре 2013 года достигал 0,3 п.п., что, тем не менее, не несет угрозы системной дестабилизации рынка. Кроме того, следует учитывать, что частично рост процентных ставок обусловлен традиционными сезонными факторами, действие которых носит временный характер. По мере нормализации ситуации указанный спред должен вернуться к своим прежним значениям.

Рис. 22. Объемы заимствований на рынке МБК, млрд. руб.



Рис. 23. Ставки заимствований на рынке МБК



⁶ Следует отметить, что в декабре традиционно наблюдается тенденция более быстрого роста совокупных обязательств перед физическими лицами банков из TOP-30 относительно остальных банков. Так, за декабрь 2012 года обязательства перед физическими лицами банков из TOP-30 возросли на 7%, тогда как остальных банков – на 3,3%. Таким образом, произошедший негативный информационный эффект лишь усилил эту тенденцию.

Изменение рыночной конъюнктуры также прослеживается в системе Дельта, обслуживающей интересы малых и средних банков. В ней наблюдается заметное сокращение объемов операций. В частности, в ноябре–декабре 2013 года объемы операций сократились примерно в 2 раза (рис. 24). Одновременно с этим происходил рост средневзвешенной ставки в системе Дельта, в результате чего сократился также спред между этой ставкой и ставкой Ruonia (рис. 25).

Стоит отметить, что большую часть времени средневзвешенная ставка в системе Дельта находится ниже ставки RUONIA. Указанный факт объясняется, с одной стороны, централизованностью и открытостью системы Дельта, и, соответственно, более приближенными к совершенной конкуренции условиям торгов в ней. С другой стороны, в системе Дельта совершаются преимущественно мелкие и средние сделки, в то время как сделки, попадающие в расчет ставки RUONIA, наоборот, достаточно крупные. Количество участников, способных предложить на рынок большие объемы средств, ограничено, что ведет к росту цены указанных заемных ресурсов, и, соответственно, к более высоким значениям ставки RUONIA.

Рис. 24. Объемы операций в системе Дельта, млрд. руб.

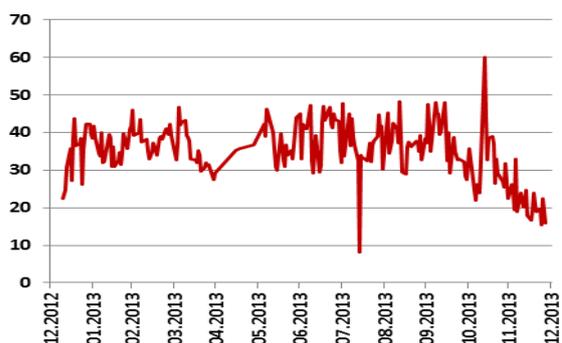


Рис. 25. Средневзвешенные ставки в системе Дельта и Ruonia



Таким образом, в рассматриваемый период доступ небольших банков к МБК для поддержания текущей ликвидности снизился. Однако, в целом, из-за изначально небольшого объема операций существенного влияния на общее состояние денежного рынка это не оказало. Надо при этом сказать, что денежный рынок в России недостаточно развит, поэтому Банк России будет проводить работу по повышению эффективности его функционирования, что должно способствовать росту объемов денежного рынка.

3.2. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на распределение ликвидности на денежном рынке

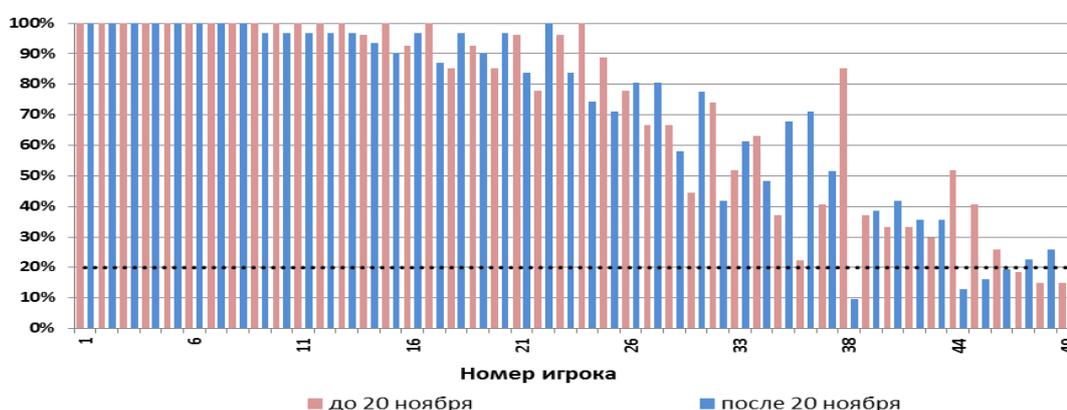
Как было отмечено в предыдущем разделе Обзора, политика Банка России по оздоровлению банковского сектора не повлияла на состояние денежного рынка в целом, но оказала воздействие на структуру рынка в разрезе групп его участников. В данном разделе

будет описано влияние указанных решений на параметры «ядра» и «периферии» денежного рынка.

«Ядро» денежного рынка представляет собой группу участников с плотной структурой связей и большими объемами операций внутри этой группы. «Ядро» характеризуется тем, что все его участники находятся на расстоянии не более 2-х связей от любого потенциального дефолтера и обладают способностью усиливать и распространять шоки на своих контрагентов. Все остальные участники рынка образуют группу, называемую «периферией». Эта группа характеризуется слабыми внутренними связями. В модели «ядро–периферия»⁷ основной объем ликвидности проходит через «ядро».

По оценкам Банка России, в IV квартале 2013 года в «ядре» денежного рынка содержалось 39 участников, 8 из которых относятся к небанковским организациям (рис. 26)⁸.

Рис. 26. Частота попадания в ядро в течение 27 рабочих дней



Рубежной датой для исследования ликвидности на денежном рынке в рамках модели «ядро-периферия» стало 20 ноября 2013 года, когда была отозвана лицензия у КБ «Мастер-банк». Поэтому последующий анализ будет основан на сравнении показателей денежного рынка до и после указанной даты.

После 20 ноября 2013 года поведение «ядра» и «периферии» на денежном рынке изменилось следующим образом.

⁷ Модель «ядро-периферия» для российского денежного рынка была построена на основе методологии, описанной в статье Borgatti S. P. and Everett M. G. Models of core/periphery structures // Social Networks, 2000. - №21. – pp. 375-395. При выявлении ядра использовался алгоритм Кернигана-Лина (Kernighan B. W., Lin, Shen An efficient heuristic procedure for partitioning graphs // Bell Systems Technical Journal, 1970. - №49. – pp. 291-307.

С использованием алгоритма Borgatti, Everett «ядро» денежного рынка было выявлено на каждый день IV квартала 2013 года. На рис. 26 приводится статистика попадания участников в ядро до 20 ноября в течение 27 рабочих дней и после 20 ноября в течение такого же промежутка времени. Группа с частотой попадания более 20% относительно стабильна, так как отличается на 3 участника для двух указанных периодов времени. Данную группу и будем считать ядром для IV квартала. Она содержит 39 участников, 8 из которых являются небанковскими.

⁸ Ядро выделялось на каждый день IV квартала (учитывались все сделки сроком до 7 дней), а затем выбирались участники с частотой попадания более 20%. Из рис. 26 видно, что эта группа относительно стабильна, так как отличается только на 3 участника.

- *Сохранение потребности «периферии» в ликвидности, предоставляемой Банком России.* Во втором полугодии 2013 года 71,9% ликвидности было направлено в сторону банков «ядра» и 28,1% – в сторону «периферии». После 20 ноября поток в сторону «периферии» стал на 0,9 п.п. выше указанной средней величины и составлял 29,0%, а поток в сторону «ядра», соответственно, на 0,9 п.п. ниже – 71,0%.

Рис. 27. Доля заимствования участниками «ядра» и «периферии» у Банка России на денежном рынке

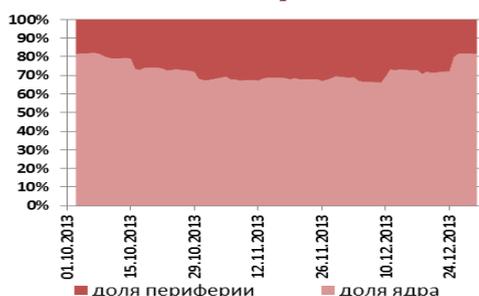


Рис. 28. Доля заимствования участниками «ядра» и «периферии» во всем объеме ликвидности на денежном рынке

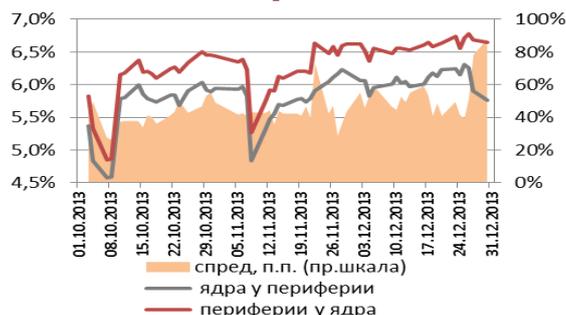


- *Усиление потока ликвидности из «ядра» в «периферию».* Среднедневной поток ликвидности из «ядра» в «периферию» вырос на 60% до 83,6 млрд. руб., а поток внутри «периферии» – снизился на 26% до 47,0 млрд. руб. Недостаток ликвидности внутри «периферийных» банков увеличивает спрос на кредиты «ядра». До 20 ноября поток ликвидности из «ядра» в «периферию» составлял в среднем 10,3% от общего объема ликвидности на денежном рынке, а после 20 ноября он вырос на 5,8 п.п. и составил 16,1%, а поток внутри «периферии» снизился с 13% (до 20 ноября) до 9% (после 20 ноября).
- *Рост спреда между ставками кредитования «периферии» со стороны «ядра» и наоборот на межбанковском рынке.* На фоне увеличения спроса на кредиты со стороны «ядра» во второй половине IV квартала возрос спред между ставками кредитования для «ядра» и «периферии» на 0,09 п.п. до 0,5 п.п. Таким образом, в этот период стоимость заимствования для «периферии» составила 6,6%, а для «ядра» – 6,1%.

Рис. 29. Ежедневные усредненные потоки ликвидности на денежном рынке в IV квартале 2013 года, млрд. руб.



Рис. 30. Средневзвешенная стоимость заимствований на денежном рынке со сроком «овернайт»



3.3. Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на сетевые показатели денежного рынка

Влияние политики Банка России по оздоровлению банковского сектора на денежный рынок может быть оценено на основе сетевого анализа. Данный анализ позволяет выявить изменения характера взаимодействия участников денежного рынка друг с другом и оценить потенциальные риски такого взаимодействия.

Согласно полученным оценкам, активность «типичного» участника денежного рынка снизилась. В частности, произошло снижение среднего числа контрагентов (кредиторов или заемщиков) с 5,1 единицы в III квартале и первой половине IV квартала (до 20 ноября 2013 года) до 4,6 единицы после 20 ноября 2013 года (рис. 31). Снижение активности не повлияло на плотность графа сети⁹, характеризующую степень интеграции денежного рынка, – она осталась на уровне 3,1%, что объясняется сокращением числа участников на денежном рынке со среднего значения в 884 (в период с 1 июля до 20 ноября) до среднего значения в 800 участников во второй половине IV квартала 2013 года (рис. 32). Среднее значение числа активных участников, через которых проходит основной объем ликвидности на денежном рынке, снизилось на 5 единиц до 45 игроков, что по-прежнему составляет 5,7% от общего числа участников денежного рынка.

Рис. 31. Динамика показателей активности

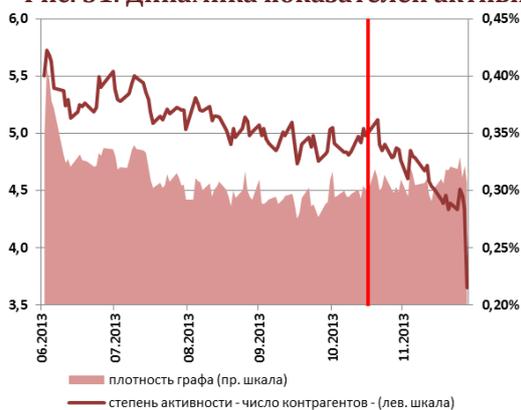
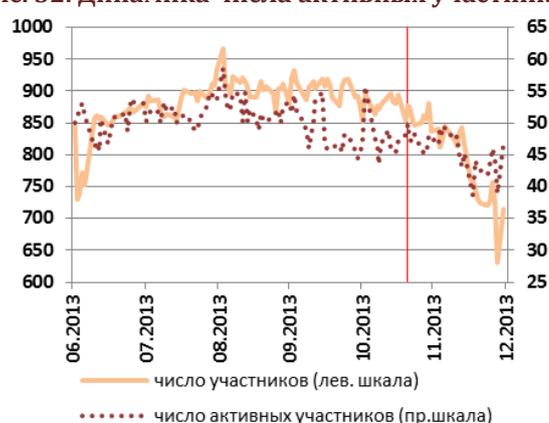


Рис. 32. Динамика числа активных участников



В период после 20 ноября 2013 года денежный рынок не стал значительно ближе к «малому миру»¹⁰ – конфигурации с высокой скоростью распространения шока, которая характеризуется малой средней длиной пути в графе рынка и высокой вероятностью увеличения шока вследствие его усиления при прохождении по сети денежного рынка (высоким кластерным коэффициентом). Этот показатель незначительно увеличился с 0,10 в первой половине IV квартала 2013 года до 0,11 – во второй половине этого квартала,

⁹ Плотность графа (*edge density*) – отношение числа ребер в неориентированном бинарном графе денежного рынка к максимально возможному числу ребер в полном графе; принимает значения от 0 до 1; характеризует степень интеграции денежного рынка (чем ближе данный показатель к 1, тем более фрагментирован и менее централизован рынок).

¹⁰ «Малый мир» характеризуется малой средней длиной пути и наличием плотных подгрупп (высоким кластерным коэффициентом).

а средняя длина пути сократилась с 3,6 до 3,5 связей (максимальная длина пути снизилась с 9,7 связей до 9), см. рис. 33.

Рис. 33. Динамика показателей «малого мира»

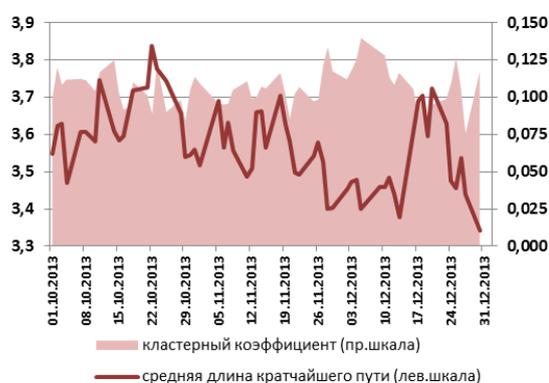


Рис. 34. Динамика вариации показателей «малого мира»



В то же время, значительно возросла вариация показателей «малого мира» (рис. 34), что свидетельствует о существовании отдельной группы игроков, которые, с одной стороны, обладают способностью усиливать шок при прохождении его по сети рынка, а с другой стороны, высокой степенью подверженности любым потенциальным шокам, которые могут возникнуть в системе. Таким образом, эта группа участников фактически образуют «малый мир» внутри «большого мира» сети денежного рынка.

Рис. 35. Динамика показателей «малого мира» для 20 самых активных участников



Рис. 36. Динамика показателя посреднической активности



Изменение фрагментации денежного рынка демонстрирует показатель посреднической активности при случайном шоке, характеризующий склонность участников к передаче шока. Во второй половине IV квартала 2013 года этот показатель оказался на 3,5% выше, чем в период с III квартала 2013 года по середину IV квартала 2013 года, а его вариация возросла на 13,5% за тот же период времени. Данный факт свидетельствует об увеличении значимости отдельных участников в потенциальном распространении шоков. Тем не менее, указанное изменение не оказало существенного влияния на потенциальные масштабы «эффекта домино» на денежном рынке.

4. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

4.1. Расширение инструментов НКЦ при проведении сделок РЕПО с ЦКА

С февраля 2013 года на Московской бирже появилась возможность заключать сделки РЕПО с участием центрального контрагента (ЦКА). В указанных сделках центральный контрагент гарантирует исполнение обязательств по сделке, и таким образом, обязательства перед добросовестной стороной будут исполнены при неисполнении обязательств контрагентом. Сделки через ЦКА возможно заключать либо через «стакан», либо в адресном режиме. Причем, если в начале года практически все сделки заключались через «стакан», то в середине декабря уже более 60% сделок заключалось в адресном режиме.

Рис. 37. Операции РЕПО с центральным контрагентом (ЦКА)

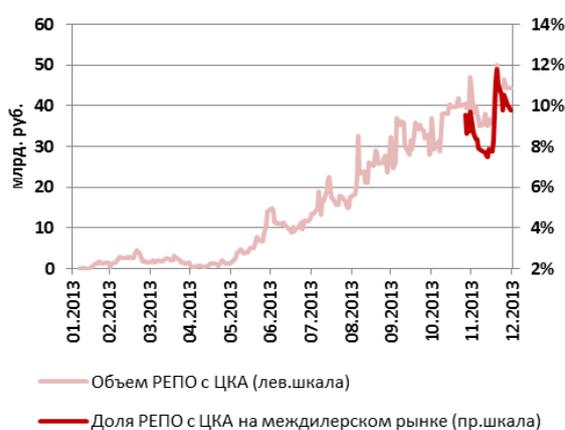


Рис. 38. Объемы РЕПО с ЦКА в разрезе видов обеспечения



Начиная с июня 2013 года объемы операций РЕПО с ЦКА планомерно возрастали, и к концу декабря ежедневный оборот по указанным операциям достиг 50 млрд. руб. или 12% от объема открытых позиций на рынке междилерского РЕПО (рис. 37). Основной рост объемов операций произошел после включения в июле 2013 года акций в список допустимых бумаг (рис. 38). На сегодняшний день сделки с акциями занимают более половины рынка. Оставшаяся часть рынка – сделки с использованием государственных облигаций (рис. 39). Корпоративные облигации не получили широкого распространения в сделках РЕПО с ЦКА вследствие того, что установленные центральным контрагентом дисконты по данным бумагам были несколько завышены относительно среднерыночных.

К декабрю 2013 года операции РЕПО с ЦКА осуществлял широкий круг участников (около 100 организаций) как со стороны заемщиков, так и со стороны кредиторов (рис. 40). Однако среди клиентов указанных компаний сделки с ЦКА получили меньшее распространение: число клиентов, осуществляющих операции с ЦКА, в десятки раз меньше числа клиентов на всем междилерском рынке. Также стоит отметить, что рынок с ЦКА характеризуется более высокой долей сделок между небанковскими финансовыми

организациями и более низкой долей сделок между банками по сравнению с междилерским рынком без ЦКА. Более высокая доля сделок между небанковскими финансовыми организациями обусловлена, по-видимому, относительно более высоким риском контрагента, характерным для данного типа финансовых посредников.

Рис. 39. Доли ценных бумаг эмитентов в обеспечении операций РЕПО с ЦКА

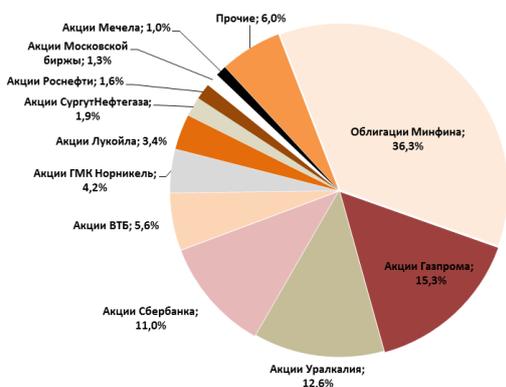
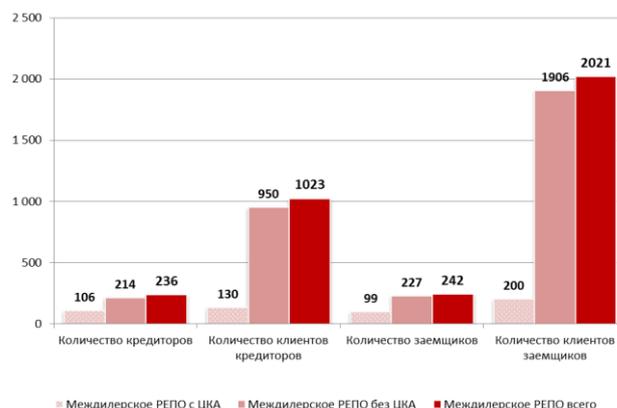


Рис. 40. Количество клиентов на рынке междилерского РЕПО



4.2. Оценка финансовой устойчивости НКЦ

18 октября 2013 года Центральный Банк Российской Федерации принял решение о признании качества управления ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» (далее – НКЦ), осуществляющего функции центрального контрагента, удовлетворительным. На данный момент НКЦ является первым в Российской Федерации квалифицированным центральным контрагентом.

Оценка качества управления НКЦ проводилась Банком России в соответствии с Указанием от 03.12.2012 №2919-У «Об оценке качества управления кредитной организацией, осуществляющей функции центрального контрагента». Требования данного Указания основаны на международных принципах для инфраструктурных организаций Комитета по расчетным и платежным системам Банка международных расчетов и Технического комитета Международной организации комиссий по ценным бумагам.

Согласно инструкции Банка России от 03.12.2012 №139-И «Об обязательных нормативах банков» при расчете норматива достаточности капитала (Н1), у российских банков предполагается возможность применения пониженных коэффициентов риска по требованиям к кредитной организации–центральному контрагенту, качество управления которого признано Банком России удовлетворительным.

Возможность применения пониженных коэффициентов риска в отношении квалифицированного центрального контрагента отражает международные инициативы в

регулировании и будет стимулировать использование кредитными организациями централизованного клиринга, что будет снижать системные риски.

В октябре 2013 года были завершены процедуры по увеличению уставного капитала НКЦ путем приобретения ОАО «Московская Биржа» дополнительного выпуска акций НКЦ на сумму 9 млрд. руб. В результате уставный капитал НКЦ увеличился до 15 млрд. рублей, объем собственных средств превысил отметку в 27 млрд. рублей, а значение норматива достаточности капитала Н1 возросло до 18,69% по состоянию на 1 декабря 2013 года.

В 2013 году в рамках реализации процессов управления и стратегического планирования, планирования собственных средств (капитала) и ликвидности в НКЦ был разработан и утвержден План восстановления финансовой устойчивости. Разработка планов финансового оздоровления является стандартной международной практикой. В соответствии с принципами Базельского комитета по банковскому надзору (БКБН), каждая финансовая организация должна заранее предусмотреть план действий на случай необходимости предотвращения кризисных ситуаций.

План восстановления финансовой устойчивости НКЦ содержит меры по предупреждению ухудшения финансового состояния, а также меры по восстановлению финансовой устойчивости и поддержанию непрерывности осуществления функций центрального контрагента в случае существенного ухудшения финансового состояния.

20 декабря 2013 года Fitch Ratings повысило долгосрочные рейтинги НКЦ (рейтинг дефолта эмитента, а также рейтинг устойчивости) с «BBB-» до «BBB» со «стабильным» прогнозом, т.е. до уровня странового рейтинга Российской Федерации

В рамках системного риск-менеджмента НКЦ регулярно проводит стресс-тестирование с целью оценки своей финансовой устойчивости при существенных изменениях конъюнктуры финансовых рынков или исключительных, но правдоподобных событиях. Стресс-тестированию подлежат:

- экономические риски банковских операций (кредитный, валютный, ценовой, процентный риски и риск ликвидности);
- специфический риск НКЦ как клиринговой организации и центрального контрагента на рынках Группы «Московская Биржа».

Стресс-тестирование проводится с использованием исторических шоков и сформированных гипотетических сценариев. Анализ чувствительности предполагает оценку непосредственного воздействия на активы и пассивы НКЦ изменений заданного фактора риска (обменного курса валюты, процентных ставок, волатильность цены

финансовых инструментов). Кроме того, анализ позволяет оценить в комплексе влияние на НКЦ «наихудшей» комбинации ряда факторов риска при их одновременном воздействии.

Рис. 41. Система стресс-тестирования финансовой устойчивости НКЦ



Источник: Группа «Московская Биржа»

При проведении стресс-тестирования финансовой устойчивости НКЦ на 1 декабря 2013 года расчетное значение показателя достаточности регулятивного капитала (H1stress) при критическом сценарии стресс-теста составило 15,21% при нормативно установленном значении 10% и фактическом значении норматива в 18,69%.

При формировании потерь в случае реализации стресс-сценария НКЦ имеет несколько механизмов защиты, порядок использования и объемы которых приведены в табл. 5.

Табл. 5. Механизмы защиты ЦК и их объемы

№	Механизм защиты ЦК	Объем по состоянию на 01.01.2014, млн. руб.
1.	Индивидуальное клиринговое обеспечение и иное обеспечение, предусмотренное правилами клиринга* (требования со стороны ЦК)	99 423
2.	Гарантийные фонды:	3 639
2.1.	Фонд покрытия рисков на валютном рынке	564
2.2.	Иные гарантийные фонды	3 074
3.	Собственный капитал ЦК (с учетом собственных средств ЦК специального назначения)**	28 775

* за исключением гарантийных фондов

** по состоянию на 01.01.2014

Результаты распределения потенциальных потерь при реализации риска центрального контрагента на рынках Группы «Московская Биржа» на 1 декабря 2013 года, приведены в табл. 6.

Табл. 6. Распределение потенциальных потерь при реализации риска Центрального контрагента на рынках Группы «Московская Биржа» на 01.12.2013г.

1	Валютный рынок	76%
2	Фондовый рынок, РЕПО с ЦК	0%
3	Срочный рынок	24%
4	ОТС деривативов	0%

Сценарий:

Дефолт двух участников клиринга, имеющих на отчетную дату максимальные потери, при реализации шока на рынках Московской Биржи

Параметры краткосрочного стресс-сценария:

1	Изменение рублевой стоимости бивалютной корзины	-8%
2	Изменение значения фондового индекса Московской Биржи	20%
3	Изменение волатильности стоимости базовых активов по опционам на акции	60%
4	Изменение волатильности стоимости базовых активов по опционам на курсы валют и товарные цены	30%
5	Изменение сырьевых цен	10%
6	Сдвиг процентной ставки	-3%

Итоги проведенного в 2013 году стресс-тестирования свидетельствуют о способности ЗАО АКБ «Национальный Клиринговый Центр» сохранить общую финансовую устойчивость без возникновения угрозы непрерывности деятельности.

5. ПРИЛОЖЕНИЕ. ОБЗОР УЧАСТИЯ ОФЗ В РАСЧЕТЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНДЕКСОВ ОБЛИГАЦИЙ

В 1990-ых годах рынки госбумаг развивающихся стран были в основном представлены внешними госзаимствованиями в долларах США. В 2000-ых годах эти страны стали развивать внутренние источники финансирования и выпускать облигации в национальных валютах. В то же время в поисках более высокой доходности и вариантов диверсификации инвесторы все большее внимание обращали на развивающиеся рынки.

Российские ОФЗ стали более привлекательными для зарубежных инвесторов с середины 2012 года, когда появилась возможность проводить сделки через расчетно-клиринговые организации Clearstream и Euroclear. Либерализация способствовала активизации включения российских ОФЗ в глобальные индексы государственных ценных бумаг.

На текущий момент российские ОФЗ по большей части включены в индексы т.н. emerging markets.

Индексы J.P.Morgan GBI-EM

На фоне волны интереса к развивающимся рынкам, J.P.Morgan в июне 2005 года начал рассчитывать индекс *Government Bond Index-Emerging Markets* (GBI-EM), который стал первым индексом для развивающихся рынков с наиболее широким, глобальным охватом. Российские ОФЗ вошли в индекс с момента его формирования.

На текущий момент в индекс входят государственные облигации стран, где нет существенных ограничений для зарубежных инвесторов (14 стран). По этой причине индекс стал называться ***Government Bond Index-Emerging Markets Narrow***.

В то же время спектр гособлигаций в национальной валюте, пригодных для инвестирования, существенно шире, поэтому J.P.Morgan уже через несколько месяцев – с января 2006 года – предложил расширенный индекс ***GBI-EM Broad***, включающий страны с контролем над международными потоками капитала, другими регулятивными требованиями, налоговыми барьерами и т.д., которые устанавливаются для иностранных инвесторов. По состоянию на ноябрь 2013 года индекс включал 18 стран.

В ноябре 2006 года появилась очередная модификация индекса ***GBI-EM Global***, включающая только подходящие для инвестирования бенчмарки, т.е. бумаги стран без контроля потоков капитала. На ноябрь 2013 г. в него входили страны из GBI-EM Narrow плюс Индонезия и Таиланд.

Все 3 индекса имеют вариации, обозначаемые как «Diversified» (GBI-EM Div, GBI-EM Broad Div, GBI-EM Global Div), в которых преобладающие доли некоторых стран скорректированы для более равномерного распределения портфеля.

Важно отметить, что J.P.Morgan раскрывает информацию о весах отдельных стран, входящих в его индексы, и они находятся в свободном доступе. Вес российских ОФЗ колеблется от 4,44% (Broad) до 11,08% (Narrow) для обычных индексов, и от 0,32% (Broad) до 2,44% (Narrow) для диверсифицированных версий индексов.

Индексы Citigroup

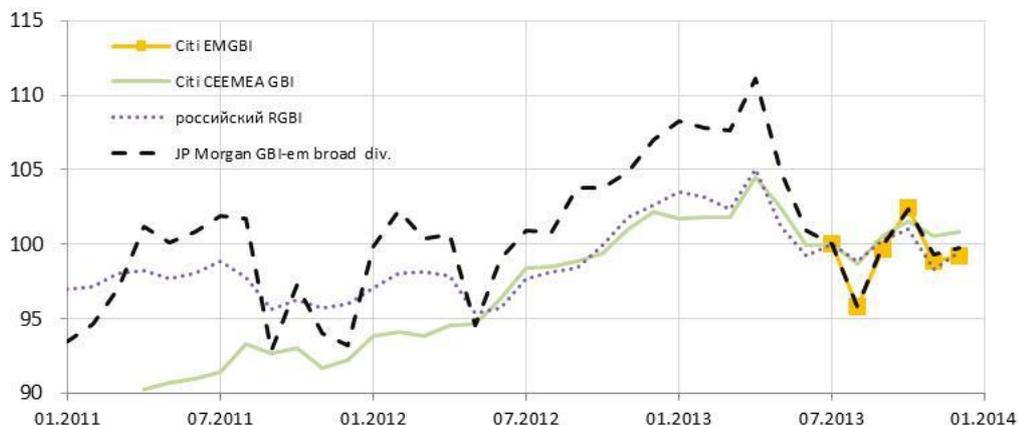
Citigroup начала проявлять активный интерес к российским государственным долговым инструментам в 2012 году. В декабре 2012 года Россия была включена в подиндекс ***World global bond index additional markets*** для Европы, Ближнего Востока и Африки (EMEA), который отслеживает характеристики облигации стран, которые не проходят по квалификационным критериям в ***World global bond index***, но имеют хорошие перспективы для включения.

Через несколько месяцев Россия вошла в индекс ***Ceemea government bond index*** для гособлигаций в национальной валюте стран Европы, Ближнего Востока и Африки, рассчитываемый с сентября 2011 года. На текущий момент помимо России он включает гособлигации Чехии, Венгрии, Польши, Турции, Израиля и ЮАР. Доля российских ОФЗ в данном индексе составляет 12,26%.

С июля 2013 года Citigroup начал рассчитывать ***Emerging markets government bond index*** (EMGBI). На сегодняшний момент он включает облигации 14 стран с развивающимися

рынками, где нет ограничений на операции с гособлигациями для нерезидентов. Данный индекс практически идентичен индексу GBI-EM Narrow J.P.Morgan, в нем отсутствует Нигерия, но включен Таиланд. Российские ОФЗ вошли в данный индекс с весом в 7,1%.

Рис. 42. Динамика индексов государственных ценных бумаг в местных валютах, в которые входят ОФЗ, 31.07.2013=100



Индексы Barclays

Barclays проявил интерес к российским ОФЗ в 2008 году и начал использовать их в расчете индексов EM **Local Currency Government Index**. К сожалению, отсутствует открытая полная информация об индексах Barclays, однако состав некоторых из них можно узнать по сторонним публикациям.

Основным индексом является **EM Local Currency Government Index**, в котором доля российских ОФЗ составляет порядка 5% среди других 23 стран по состоянию на конец 2012 года.

Помимо EM Local Currency Government Index у Barclays имеются различные модификации основного индекса: с расширенным составом стран и валют (EM Local Currency Government Universal Index с гособлигациями 26 стран), а также с более равномерным распределением долей (EM Local Currency Government Diversified и 10% Country Capped Index) и др.

Начиная с апреля 2014 года рублевые ОФЗ будут включены во «флагманский» глобальный агрегатный индекс (**Global Aggregate Index**), рассчитываемый Barclays по 24 странам, в котором доля российских ОФЗ составит 0,17%.

Как можно ожидать, включение российских ОФЗ в глобальный индекс будет способствовать повышению ликвидности рынка и притоку капитала в этот сегмент российского рынка.