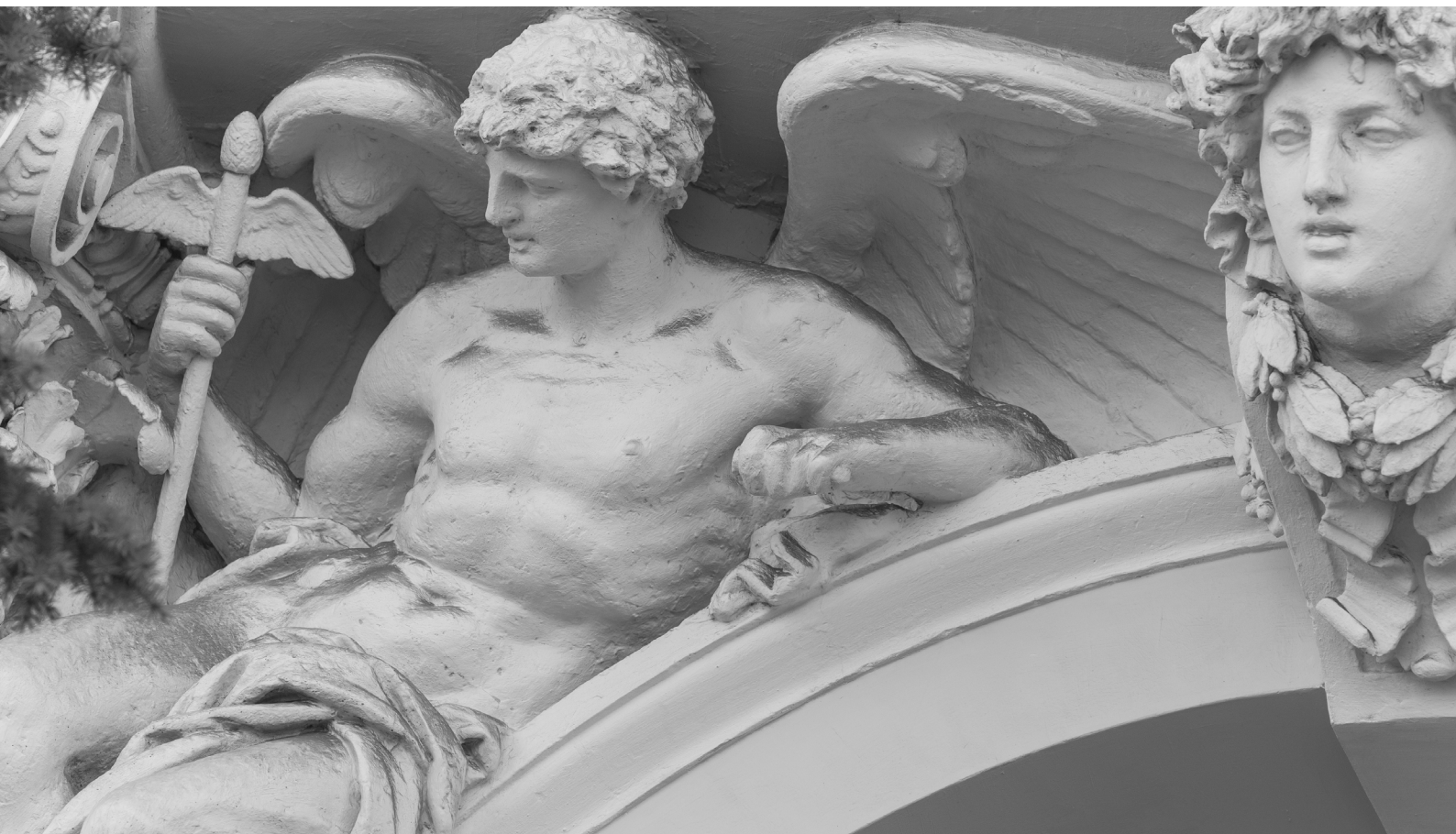




Банк России

Центральный банк Российской Федерации



№2

I квартал 2015

Информационно-
аналитические
материалы

ОБЗОР
ДЕНЕЖНОГО
РЫНКА

Москва



Настоящий Обзор подготовлен Департаментом финансовой стабильности Банка России.

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

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

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

Содержание

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	2
РЕЗЮМЕ	3
ПЕРЕЧЕНЬ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	5
1. КОНЬЮНКТУРА И ТЕНДЕНЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ	6
1.1. Структура и конъюнктура денежного рынка	6
1.2. Денежный рынок с центральным контрагентом.....	9
2. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА	11
2.1. Риски дефицита рублевой ликвидности в разрезе групп участников денежного рынка.....	11
2.2. Риски на денежном рынке с центральным контрагентом	12
2.3. Влияние операций валютного рефинансирования Банка России на рынок корпоративных облигаций и денежный рынок	14
3. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА.....	17
3.1. Совершенствование MosPrimeRate как эталонного индикатора российского денежного рынка.....	17
3.2. Мероприятия СРО НФА по развитию инфраструктуры и инструментов денежного рынка.....	19
3.3. Выпуск ОФЗ с переменными купонами и их востребованность на денежном рынке.....	20
ПРИЛОЖЕНИЕ	24
О новом подходе к оценке доходности к погашению облигаций с переменным купоном	24
ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ.....	26
ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ.....	27
ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК.....	27

НАЗНАЧЕНИЕ ОБЗОРА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

В настоящем Обзоре под денежным рынком понимается рынок межбанковского кредитования (МБК), рынок валютных свопов и рынок междилерского репо. Рынку репо уделяется несколько больше внимания, поскольку он имеет межсекторальный характер. Банк России намерен всецело содействовать развитию денежного рынка для достижения следующих целей:

- перераспределение ликвидности на стабильных условиях, то есть с приемлемой волатильностью краткосрочных процентных ставок и сглаженным изменением объемов заключаемых сделок;
- обеспечение равного доступа участников рынка к источникам ликвидности;
- минимизация риска дефолта контрагентов за счет качественного управления обеспечением;
- сбалансированное развитие различных сегментов рынка, в частности формирование полноценного сегмента за пределами срока «овернайт»;
- создание 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 экономике; 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 «валютный 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 представлен в форме электронной публикации на русском и английском языках на официальном сайте Банка России в сети Интернет.

РЕЗЮМЕ

В I квартале 2015 года в условиях снижающейся рыночной волатильности ставки денежного рынка находились преимущественно внутри процентного коридора Банка России, а объем открытых позиций на протяжении квартала не демонстрировал выраженной тенденции. В рассматриваемый период сохранилась тенденция роста доли операций с центральным контрагентом (ЦК), которая приблизилась к 50% рынка междилерского репо.

На рынке междилерского репо наблюдалось значительное снижение дисконтов по сделкам репо с обыкновенными акциями: среднемесячные дисконты упали с 18% в декабре 2014 года до 11% в марте 2015 года. Объем компенсационных взносов по сделкам с «маржин-коллами» значительно снизился в I квартале 2015 года по сравнению с декабрем 2014 года как в абсолютном, так и в относительном выражении. В целом динамика дисконтов и компенсационных взносов свидетельствует о снижении рисков на рынке репо в I квартале 2015 года.

При текущих уровнях утилизации (обременения) рыночных активов риски дефицита рублевой ликвидности можно охарактеризовать как умеренные. Объем свободного рыночного обеспечения на 1 апреля 2015 года в целом по банковскому сектору составлял около 2,4 трлн рублей. С учетом нормализации ситуации на внутреннем валютном рынке можно ожидать, что спрос на валютное рефинансирование будет снижаться, способствуя высвобождению рыночного обеспечения и снижению рисков дефицита рублевой ликвидности.

В 2014 году наблюдались разнонаправленные изменения в межбанковской лимитной политике. Лимиты сократились преимущественно на контрагентов по трансграничным межбанковским операциям, тогда как на внутреннем рынке лимиты в целом сохранялись, а по отношению к крупнейшим кредитным организациям (в число которых вошел НКЦ) – повышались, что свидетельствует о расширении потенциальной емкости внутреннего денежного рынка.

Результаты проведенного стресс-тестирования ЦК позволяют сделать вывод о достаточности средств для покрытия возможных потерь участников клиринга – дефолтеров. Кроме того, проведенный Банком России в отчетный период анализ достаточности ставок обеспечения показал, что ставки обеспечения по наиболее ликвидным инструментам, торгуемым на денежном рынке, устанавливались на достаточном уровне (превышающем значение двухдневного изменения стоимости данных инструментов на рынках репо с ЦК и валютный своп с ЦК).

Рефинансирование в иностранной валюте, предоставляемое Банком России, способствовало расширению кредитования банками нефинансового сектора, снижению стоимости валютного финансирования на денежном рынке и снижению доходности по корпоративным облигациям в иностранной валюте. После решения проблемы дефицита валютной ликвидности на внутреннем рынке Банк России повысил ставки по операциям рефинансирования в иностранной валюте, приведя их к рыночному уровню. В связи с планируемым постепенным снижением Банком России объема рефинансирования в иностранной валюте банкам – участникам таких операций необходимо продумать стратегию выхода из этих инструментов и дальнейшего фондирования на рыночных условиях.

Анализ практики формирования индикативной ставки денежного рынка MosPrimeRate, проведенный Банком России, показывает, что оно осуществляется в целом достаточно эффективно, однако по ряду направлений может быть существенно доработано. В частности, в качестве направлений развития можно рассматривать регламентацию работы контрибьютеров по выставлению

котировок и устранение конфликта интересов, регулярную верификацию контрибьютерами и Банком России выставляемых котировок, оптимизацию механизма заключения проверочных сделок. Отдельным направлением работы должно стать повышение репрезентативности MosPrimeRate для стрессовых рыночных условий.

В I квартале 2015 года СРО НФА проводила мероприятия по развитию инфраструктуры и инструментов денежного рынка, к числу которых можно отнести обсуждение законопроекта о банковских сертификатах, исследование бизнес-моделей российских брокеров и подготовку стандартов внебиржевых производных финансовых инструментов. Совет директоров СРО НФА утвердил «Стандарт процентного свопа НФА» 27 марта 2015 года. Во II квартале 2015 года ожидается утверждение «Стандарта валютного свопа НФА» и «Стандарта валютно-процентного свопа НФА».

В I квартале 2015 года Минфин России приступил к выпуску и размещению облигаций с переменными купонами ОФЗ-ПК. Ценовые риски облигаций с переменными купонами в меньшей степени зависят от конъюнктуры денежного рынка, поскольку изменение процентных ставок находит отражение в динамике переменных купонов. Как следствие, использование облигаций с переменными купонами в сделках репо характеризуется относительно меньшим размером дисконтов. Объем ОФЗ с переменными купонами, используемых в репо в качестве обеспечения, в I квартале 2015 года демонстрировал рост, а объем ОФЗ с постоянными купонами – снижался.

ПЕРЕЧЕНЬ КЛЮЧЕВЫХ СОБЫТИЙ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Меры Банка России по обеспечению устойчивости финансовой системы

Совет директоров Банка России 30 января 2015 года снизил ключевую ставку с 17 до 15% годовых, 13 марта – до 14% годовых, 30 апреля – до 12,5% годовых, 15 июня – до 11,5% годовых.

В январе 2015 года Банк России приступил к проведению операций по предоставлению кредитным организациям кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам крупнейшим компаниям-экспортерам в иностранной валюте.

Банк России в несколько этапов увеличил стоимость рефинансирования в иностранной валюте (27 марта, 10 апреля, 20 апреля 2015 года). Минимальная ставка на аукционах валютного репо на срок 1 неделя и 28 дней повышена до уровня LIBOR + 2 п.п., на 12 месяцев – LIBOR + 2,5 п.п. (ранее – LIBOR + 0,5 п.п.). Минимальная ставка рефинансирования под залог кредитов в иностранной валюте на срок 28 дней повышена до уровня LIBOR + 2,25 п.п., на срок 365 дней – LIBOR + 2,75 п.п. (ранее – LIBOR + 0,75 п.п.).

Аукционы Минфина РФ по размещению ОФЗ

В I квартале 2015 года Минфин РФ провел 15 аукционов по размещению ОФЗ: совокупный объем размещения ОФЗ-ПК по номиналу составил 77,2 млрд рублей, ОФЗ-ПД – 26,3 млрд рублей.

Действия международных рейтинговых агентств

Агентство Fitch 9 января 2015 года снизило долгосрочный кредитный рейтинг России в национальной и иностранной валютах с «BBB» до «BBB-». Moody's 16 января снизило долгосрочный кредитный рейтинг России в национальной и иностранной валютах с «Baa2» до «Baa3», 20 февраля 2015 года – с «Baa3» до спекулятивного уровня «Ba1». Агентство S&P 26 января снизило долгосрочный кредитный рейтинг России в иностранной валюте с «BBB-» до спекулятивного уровня «BB+», в национальной валюте – с «BBB» до «BBB-». Fitch, Moody's и S&P в I квартале 2015 года также снизили рейтинги и/или присвоили негативные прогнозы по рейтингам ряда российских банков и компаний.

События на Московской Бирже

На срочном рынке Московской Биржи 3 марта 2015 года начались торги фьючерсами на валютные пары «доллар США – канадский доллар» и «доллар США – турецкая лира», 17 марта 2015 года начались торги фьючерсами на валютную пару «китайский юань – рубль».

События на денежном рынке с центральным контрагентом

В конце I квартала 2015 года на рынок репо с ЦК на условиях частичного обеспечения были допущены 17 новых выпусков еврооблигаций и акции одного иностранного эмитента (Polyus Gold International Ltd).

Агентство Fitch 20 марта 2015 года подтвердило НКЦ долгосрочный кредитный рейтинг в иностранной валюте на уровне «BBB-» с «негативным» прогнозом и долгосрочный кредитный рейтинг в национальной валюте на уровне «BBB» с «негативным» прогнозом, что выше соответствующего рейтинга Российской Федерации на одну ступень.

1. КОНЪЮНКТУРА И ТЕНДЕНЦИИ НА ДЕНЕЖНОМ РЫНКЕ

1.1. Структура и конъюнктура денежного рынка

Основным фактором, определившим ценовую конъюнктуру денежного рынка в I квартале 2015 года, стало снижение ключевой ставки Банка России. В условиях снижающейся рыночной волатильности ставки денежного рынка находились преимущественно внутри процентного коридора Банка России, а объем открытых позиций на протяжении квартала не демонстрировал выраженной тенденции (рис. 1). Вместе с тем значимость различных сегментов денежного рынка с точки зрения объемов перераспределяемой ликвидности изменилась.

В течение квартала наблюдался рост открытых позиций по операциям «валютный своп», доля которых в общем объеме среднемесячных открытых позиций денежного рынка увеличилась на 5 п.п., тогда как доля открытых позиций по МБК снизилась на 6 п.п. за квартал (рис. 2). Указанное изменение долей отдельных сегментов отражает нормализацию структуры денежного рынка на фоне восстановления рыночных

условий после периода повышенной волатильности конца 2014 года.

Рост позиций на рынке свопов наряду с сохранением околонулевого спреда между ставкой RUONIA и вмененной ставкой по валютным свопам (на основе индикатора NFEA FX) свидетельствуют о нормализации ситуации с валютной ликвидностью (рис. 3). В частности это связано с ростом задолженности кредитных ор-

Рисунок 2

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

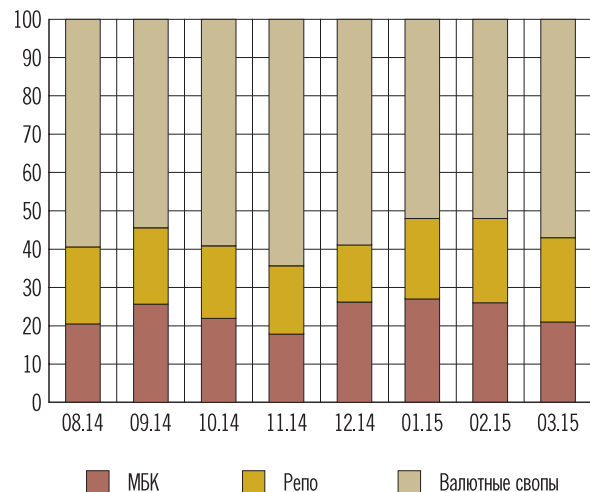


Рисунок 1

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

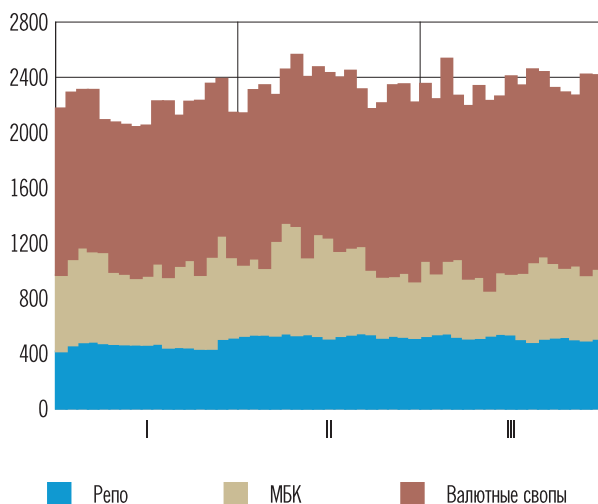


Рисунок 3

Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка (%)



Рисунок 4

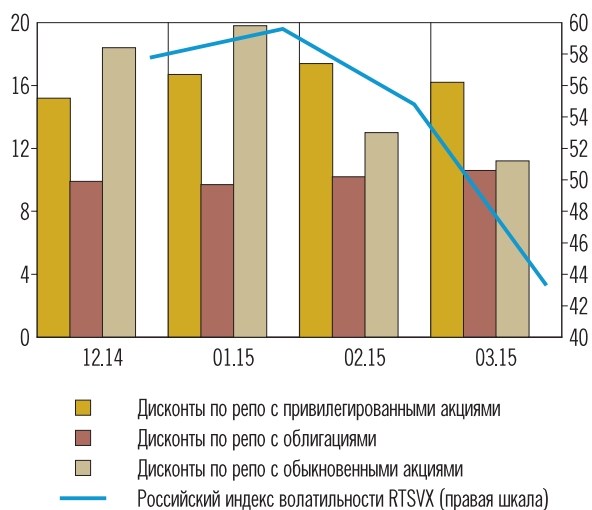
Дисконты по сделкам репо с различными
типами обеспечения (%)

Рисунок 5

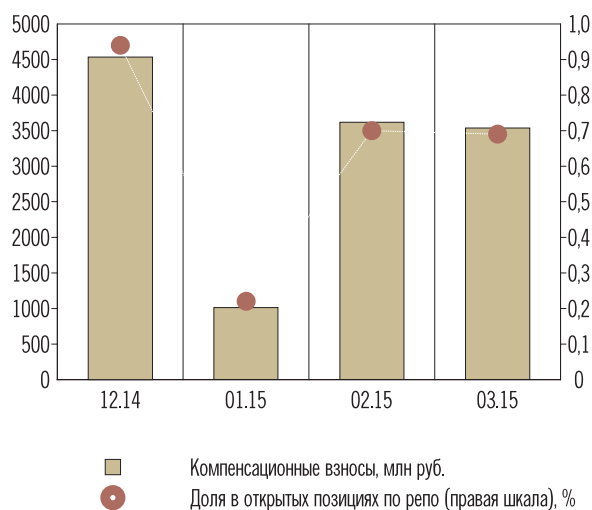
Динамика компенсационных взносов по сделкам
биржевого репо с «маржин-коллами»

Таблица 1

Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке (млрд руб.)

Сегмент	Среднемесячные открытые позиции		
	Январь 2015	Февраль 2015	Март 2015
МБК	577	612	487
Репо	459	518	516
Валютный своп	1 132	1 206	1 330
Денежный рынок	2 168	2 336	2 333

ганизаций по операциям валютного репо с Банком России (задолженность по данному инструменту возросла с 20 млрд долл. США на начало года до 29 млрд долл. США на конец I квартала 2015 года).

Кроме того, в январе 2015 года Банк России приступил к проведению операций по предоставлению кредитным организациям кредитов в иностранной валюте, обеспеченных залогом прав требования по кредитам крупнейшим компаниям-экспортерам в иностранной валюте, что обеспечило дополнительный канал предоставления иностранной валюты кредитным организациям. Это способствовало активизации рынка «валютный своп» и росту объема открытых позиций. На этом фоне доля рынка МБК в структуре денежного рынка к концу I квартала 2015 года снизилась.

На рынке междилерского репо объем позиций по итогам квартала изменился несуще-

ственно. Вместе с тем сохранилась тенденция роста доли операций с центральным контрагентом (ЦК): по итогам I квартала 2015 года доля операций с ЦК приблизилась к 50% рынка рублевого междилерского репо (более подробно об операциях репо с ЦК см. раздел 1.2).

После периода повышенной рыночной волатильности конца 2014 года в рассматриваемый период наблюдалось значительное снижение дисконтов по сделкам репо с обыкновенными акциями (рис. 4): среднемесячные дисконты упали с 18% в декабре 2014 года до 11% в марте 2015 года. Объем компенсационных взносов по сделкам с «маржин-коллами» также значительно снизился в I квартале 2015 года по сравнению с декабрем 2014 года как в абсолютном, так и в относительном выражении (рис. 5). В целом динамика дисконтов и компенсационных взносов свидетельствует о снижении рисков на рынке биржевого репо в I квартале.

Оценка ожиданий изменения ключевой ставки Банка России

Среди различных способов оценки ожиданий участников денежного рынка относительно изменения ключевой ставки Банка России – опрос участников, анализ их поведения и анализ рыночных данных по производным финансовым инструментам, привязанным к ставкам денежного рынка (последние занимают особое место). Цены на инструменты, привязанные к процентным ставкам, содержат в себе оценки будущих изменений ключевой ставки, являющихся основным сигналом направленности денежно-кредитной политики Банка России.

Участники, ожидающие снижения ключевой ставки, могут использовать некоторый контракт – например, индексируемые свопы на ставку «овернайт» (OIS), по которому они будут получать фиксированную ставку заданного срока и платить текущую (переменную) ставку «овернайт», сложившуюся на рынке МБК. Если фиксированная ставка по контракту OIS ниже, чем текущая ставка рынка МБК, это означает, что участники рынка ожидают смягчения денежно-кредитной политики Банка России в течение срока действия OIS. Аналогично превышение фиксированной ставки контракта над текущими ставками МБК говорит об ожиданиях повышения ключевой ставки.

Целью данного раздела является анализ краткосрочных (месячных) ожиданий, поэтому в дальнейшем расчеты будут основываться на сравнении форвардной ставки через месяц на минимально короткий срок со спотовой ставкой того же срока (сигнальный индикатор). Разница двух данных ставок может содержать информацию об ожидаемом изменении ключевой ставки. В случае если сроки ставок в сигнальном индикаторе отличаются от срока ключевой ставки, необходимо делать поправку на премию, отражающую чувствительность процентных ставок разных сроков к динамике ключевой ставки.

В таблице 2 приведены пять сигнальных индикаторов, представляющих собой разность форвардных и спотовых ставок. Ожидаемое изменение ключевой ставки, представленное в последнем столбце, рассчитано как среднее значение сигнального индикатора за последние пять рабочих дней (с учетом срочных премий).

Краткосрочные тенденции в динамике сигнальных показателей ожидания изменения ставок денежного рынка можно наблюдать на рисунке 6, где изо-

Рисунок 6
Динамика сигнальных показателей ожидания изменения ключевой ставки в течение месяца

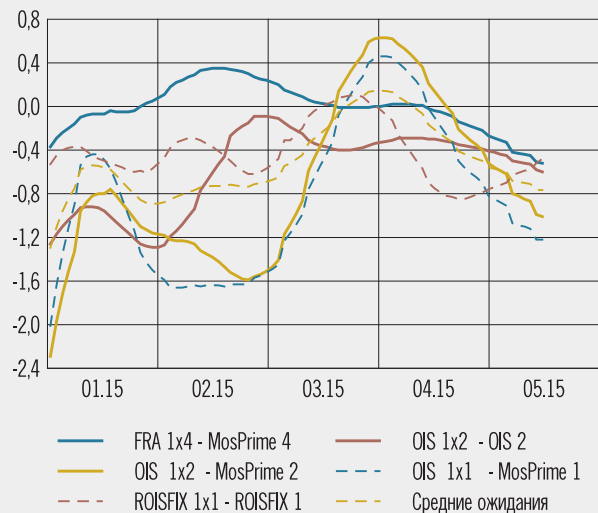


Таблица 2

Сигнальные индикаторы ожиданий участников рынка по изменению уровня ключевой ставки за месяц

№	Обозначение индикатора	Форвардная ставка	Спотовая ставка	Срочность инструмента	Значение сигнального индикатора на 13 мая, п.п.	Ожидаемое изменение ключевой ставки, п.п.
1	FRA 1x4 – MosPrimeRate 4	Ставка FRA через 1 мес. на 4 мес.	MosPrimeRate на 4 мес.*	4 мес.	-0,5	-0,3
2	OIS 1x2 – OIS 2	Форвардная ставка OIS через 1 мес. на 2 мес.	Расчетная ставка OIS на 2 мес.	2 мес.	-0,6	-0,5
3	OIS 1x2 – MosPrimeRate 2	Форвардная ставка OIS через 1 мес. на 2 мес.	MosPrimeRate на 2 мес.*	2 мес.	-1,0	-0,7
4	OIS 1x1 – MosPrimeRate 1	Форвардная ставка OIS через 1 мес. на 2 мес. 1 мес. на 1 мес.	MosPrimeRate на 1 мес.*	1 мес.	-1,2	-1
5	ROISfix 1x2 – ROISfix 1	Форвардная ставка ROISfix через 1 мес. на 2 мес.	ROISfix на 1 мес.	1 мес.	-0,5	-0,6

* Скорректированные значения MosPrime, равные исходным значениям MosPrime за минусом половины спреда между ставкой предложения и ставкой спроса, поскольку значения MosPrime являются офертой.

бражены их сглаженные значения. Все сигнальные показатели, кроме индикатора, основанного на ROISfix, имеют понижательный тренд. Этот же индикатор демонстрирует понижательный тренд только на двухмесячном периоде.

С учетом сглаженных за пять дней значений оценок ожиданий, представленных в последнем столбце табл. 2, можно заключить, что среднее значение ожиданий снижения ключевой ставки на середину мая текущего года равно -0,7, то есть участники денежного рынка считали, что Банк России снизит ключевую ставку либо на 0,5 п.п., либо на 1,0 п.п., и слабое предпочтение отдавали снижению на 0,5 процентного пункта. При этом с начала года ожидания участников рынка по снижению ключевой ставки колебались между 0,5 и 1,0 п.п., к концу I квартала преобладали ожидания неизменности ставки.

1.2. Денежный рынок с центральным контрагентом

В I квартале 2015 года на денежном рынке ОАО Московская Биржа (рынок валютных свопов и рынок репо) по операциям с Банком «Национальный Клиринговый Центр» (Акционерное общество) (НКЦ), осуществляющим функции центрального контрагента (ЦК), было зафиксировано незначительное сокращение объемов открытых позиций. В марте 2015 года по сравнению с январем 2015 года среднедневной объем открытых позиций участников клиринга снизился на 15%, с 1 716 до 1 462 млрд руб. (рис. 7). Ключевым фактором указанного сокращения является снижение волатильности курса рубля по отношению к основным мировым валютам (евро, доллар США).

В марте 2015 года среднедневной объем операций репо с ЦК достиг максимального значения с момента запуска торгов на указанном сегменте денежного рынка в феврале 2013 года и составил 207 млрд рублей. На торгах 31 марта 2015 года был зафиксирован исторический максимум дневного объема торгов всеми инструментами, допущенными к обращению на рынке репо с ЦК, составивший 253 млрд руб.

Увеличение объема торгов на рынке репо с ЦК с начала 2015 года обусловлено подключением к этому режиму новых участников и увеличением активности клиентов. Кроме того, на увеличение объема торгов существенное влияние оказал допуск еврооблигаций к операциям репо с ЦК, состоявшийся в декабре 2014 года. Данное обстоятельство позволило существенно увеличить объем залоговой базы, доступной для рассматриваемого сектора денежного рынка.

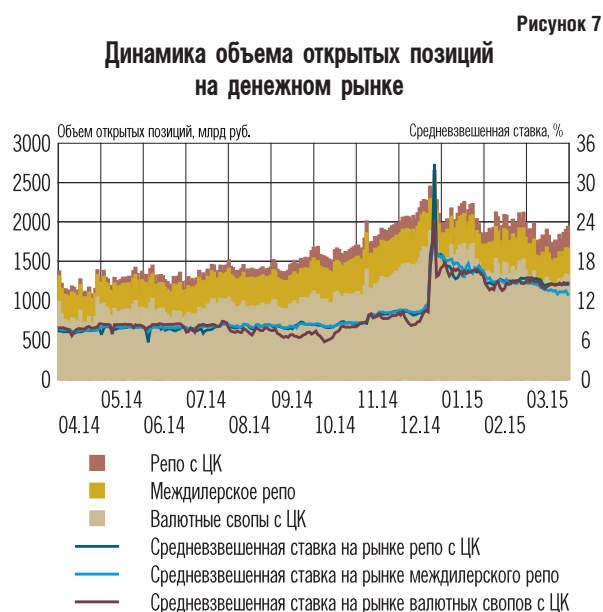


Таблица 3

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

Наименование	Среднедневной объем открытых позиций	Объем торгов
Еврооблигации	1,7	32,0
Polyus Gold International Ltd	2,4	25,9

Таблица 4

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

Тип ценной бумаги	Среднедневной объем открытых позиций			Объем торгов		
	Январь 2015	Февраль 2015	Март 2015	Январь 2015	Февраль 2015	Март 2015
Российские акции	72,7	64,4	78,5	1 178,6	1 215,2	1 625,3
Иностранные акции	2,1	7,7	10,1	38,6	105,5	191,0
Российские облигации	42,7	69,8	81,9	647,0	1 226,8	1 601,5
Иностранные облигации	11,6	39,0	46,2	194,0	697,1	922,9

В рамках расширения линейки инструментов, торгуемых на рынке репо с ЦК на условиях частичного обеспечения, в конце I квартала 2015 года к обращению на рынке репо с ЦК были допущены 17 новых выпусков еврооблигаций и акции одного иностранного эмитента – Polyus Gold International Ltd. Информация по открытым позициям и объемам торгов по указанным инструментам приведена в таблице 3.

В I квартале 2015 года доля еврооблигаций в общем объеме операций на рынке репо с ЦК составила 19%. При этом объем торгов и среднедневной объем открытых позиций по операциям с еврооблигациями в марте 2015 года по сравнению с январем 2015 года увеличились на 376 и 300% соответственно (табл. 4).

2. СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

2.1. Риски дефицита рублевой ликвидности в разрезе групп участников денежного рынка

В I квартале 2015 года спрос на ликвидность со стороны участников денежного рынка претерпел структурные изменения. В этот период имел место дефицит федерального бюджета, что стало фактором сокращения структурного дефицита банковской ликвидности и снижения соответствующего спроса участников рынка на инструменты рублевого рефинансирования Банка России. С другой стороны, наблюдалась потребность кредитных организаций в валютной ликвидности, которая в этот период была частично обеспечена проведением Банком России операций рефинансирования в иностранной валюте.

С началом проведения операций репо в иностранной валюте спрос на рефинансирование с использованием данного инструмента стабильно возрастал. К концу I квартала 2015 года задолженность по операциям валютного репо составила 29 млрд долл. США (что экви-

валентно 1,7 трлн руб.), приблизившись к задолженности по рублевому репо (2,0 трлн руб.). Доступность валютного рефинансирования посредством операций репо в целом привела к росту нагрузки на рыночное обеспечение, поскольку и для рублевых, и для валютных операций используется единый пул обеспечения. При этом валютное рефинансирование предоставляется на сравнительно более длинный срок, что снижает возможность быстро высвободить обеспечение в случае необходимости. Все это в свою очередь ведет к усилению риска дефицита рублевой ликвидности у участников рынка.

Степень использования рыночного обеспечения для привлечения рефинансирования у Банка России (коэффициент утилизации) различается среди различных групп банков (рис. 8). Наибольшей долей свободного рыночного обеспечения характеризуются дочерние иностранные банки, в меньшей степени использующиеся инструменты рефинансирования Банка России в иностранной валюте. В IV квартале 2014 года государственные банки в целом более активно использовали рыночное обеспечение для рефинансирования по сравнению с частными банками. Однако в I квартале 2015 года коэффициент утилизации рыночных активов частных банков превысил аналогичный показатель банков с государственным участием. Во многом это связано с быстрым ростом задолженности частных банков по операциям валютного репо с Банком России. К концу I квартала 2015 года коэффициент утилизации рыночных активов частных банков приблизился к 70%, в то время как у банков с государственным участием в качестве обеспечения по операциям рефинансирования Банка России было использовано около половины рыночных активов.

В целом по банковскому сектору объем свободного рыночного обеспечения на 1 апреля 2015 года составлял около 2,4 трлн руб., из них на частные банки приходилось свыше

Рисунок 8
Динамика коэффициента утилизации рыночных активов
в разрезе групп участников денежного рынка



Изменения в межбанковской лимитной политике за II квартал 2014 – I квартал 2015 года

В I квартале 2015 года Банк России провел опрос среди 26 крупнейших российских кредитных организаций относительно произошедших за последний год изменений в политике установления лимитов размещения средств кредитных организаций у других кредитных организаций (в разрезе групп банков с государственным участием, частных, дочерних иностранных банков и банков-нерезидентов), а также лимитов на Национальный клиринговый центр (НКЦ).

По информации кредитных организаций, в течение последнего года наблюдалось значительное снижение объемов (на 30–40%) и дюрации лимитов на российские банки со стороны иностранных банков-кредиторов. Как правило, снижение проходило в рамках общего сокращения странового лимита на Россию, в том числе ввиду снижения суверенного кредитного рейтинга Российской Федерации и санкций, направленных на ряд российских банков и/или отраслей экономики, а также по причине неблагоприятной экономической ситуации в России в целом. Сокращение лимитов со стороны иностранных кредиторов также связано с ограничением европейскими банками величины остатков на корреспондентских счетах вследствие реализации требований Базеля III к ликвидности.

Лимиты частных банков на банки с государственным участием, дочерние структуры иностранных банков и банки-нерезиденты за последний год в рублевом эквиваленте, как правило, не менялись. Изменения касались долларовой эквивалента в сторону уменьшения в связи с падением курса рубля к доллару США в течение последнего года. На другие частные банки лимиты корректировались не только в связи с изменением курса доллара США, но также в зависимости от изменения капитала банка-контрагента (происходило снижение лимитов на 20–40%).

Банки с государственным участием за последний год увеличили лимиты на другие банки с государственным участием, но сократили лимиты на банки-нерезиденты.

Лимиты дочерних структур иностранных банков в среднем не изменились по операциям с банками с государственным участием, крупными иностранными банками, однако уменьшились на 10–20% по операциям с частными банками и дочерними структурами иностранных банков.

Из 26 опрошенных банков 11 банков не изменили лимиты на НКЦ за последний год, 14 банков увеличили лимиты на 30–200%. Основной рост произошел во II, III кварталах 2014 года и I квартале 2015 года. Чаще других повышались лимиты на НКЦ по операциям репо.

Таким образом, можно сделать вывод, что в 2014 году наблюдались разнонаправленные изменения в межбанковской лимитной политике. Лимиты сократились преимущественно на контрагентов по трансграничным межбанковским операциям, тогда как на внутреннем рынке лимиты в целом сохранялись, а по отношению к крупнейшим кредитным организациям (в число которых вошел НКЦ) – повышались, что свидетельствует о расширении потенциальной емкости внутреннего денежного рынка.

0,7 трлн руб. Таким образом, при текущих уровнях использования рыночного обеспечения риски дефицита рублевой ликвидности можно охарактеризовать как умеренные.

2.2. Риски на денежном рынке с центральным контрагентом

Риски на денежном рынке с ЦК определяются уровнем достаточности средств системы защиты НКЦ. Структура уровней защиты

ЦК по сравнению с предыдущим кварталом не изменилась. Регулярно проводимый Банком России анализ достаточности уровней защиты ЦК для покрытия возможных потерь участника клиринга – дефолтера путем проведения стресс-тестирования свидетельствует о достаточности средств системы уровней защиты ЦК и об отсутствии риска ликвидности в текущих рыночных условиях. Проведенный Банком России в отчетном периоде анализ достаточности ставок обеспечения показал, что по наиболее ликвидным инструментам, торгуемым на денежном рынке, ставки обеспечения установ-

Рисунок 9



Рисунок 10



Рисунок 11

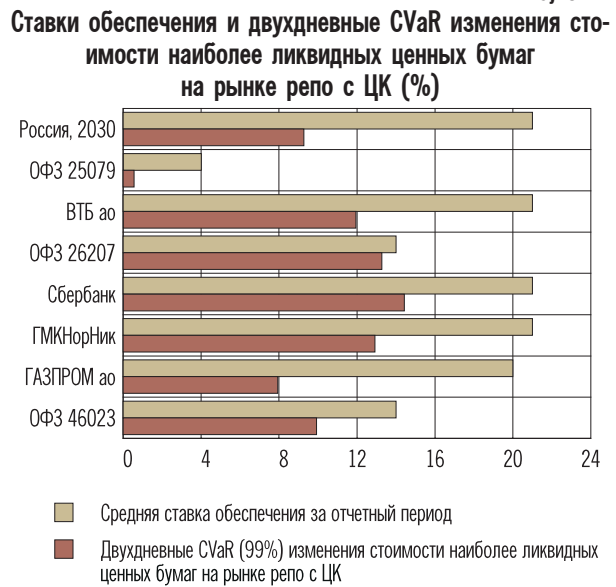


Рисунок 12



ливались на уровне, превышающем значение двухдневного роста/падения (расчетное значение показателя $CVaR_{99\%}^{2 \text{ дня}}$) стоимости данных инструментов на рынках репо с ЦК и валютных свопов с ЦК (рис. 9–11).

В отчетный период полностью отсутствовали случаи неисполнения обязательств участниками клиринга перед НКЦ, повлекшие дальнейшее неисполнение обязательств. В IV квартале 2014 года и I квартале 2015 года отношение объема неисполненных обязательств участни-

ков клиринга перед НКЦ за неделю к среднедневному объему открытых позиций за соответствующую неделю не превышало 1,2% (рис. 12). Наибольшее число случаев неисполнения обязательств участниками клиринга наблюдалось на рынке валютных свопов с ЦК (63,9% от общего количества неисполненных обязательств на денежном рынке ОАО Московская Биржа) по собственным операциям участников клиринга.

2.3. Влияние операций валютного рефинансирования Банка России на рынок корпоративных облигаций и денежный рынок

В IV квартале в связи с введением антироссийских санкций отдельными странами сузились возможности российских банков по использованию глобальных рынков в целях управления валютной ликвидностью. Проблема усилилась необходимостью погашения внешнего долга банками и нефинансовыми организациями, пик которого пришелся на конец 2014 – начало 2015 года. В целях нормализации ситуации с валютной ликвидностью и сглаживания возможного роста волатильности обменного курса рубля, обусловленного увеличением потребности участников рынка в иностранной валюте, Банк России ввел в действие инструменты предоставления банкам средств в ино-

странной валюте, которые использовались для погашения внешнего долга нефинансового сектора и управления валютной ликвидностью банков.

В сентябре 2014 года Банк России принял решение о проведении операций «валютный своп» длительностью 1 день по продаже долларов США за рубли с их последующей покупкой. С 27 октября 2014 года были введены в действие операции репо в иностранной валюте. Совокупный максимальный объем задолженности кредитных организаций по операциям репо в иностранной валюте был установлен в размере 50 млрд долл. США на период до конца 2016 года. Для операций репо в иностранной валюте были установлены сроки в 1 неделю, 28 дней и 12 месяцев. С 5 ноября 2014 года минимальные ставки по сделкам репо в иностранной валюте на все сроки были установлены равными ставкам LIBOR в соответствующих валютах и на сопоставимые сроки, увеличенным на 1,5 процентного пункта, с 4 декабря 2014 года – на 0,5 процентного пункта.

Рисунок 13

Срочная структура задолженности банков перед Банком России по операциям репо в иностранной валюте (на 1.04.15, млн долл. США)

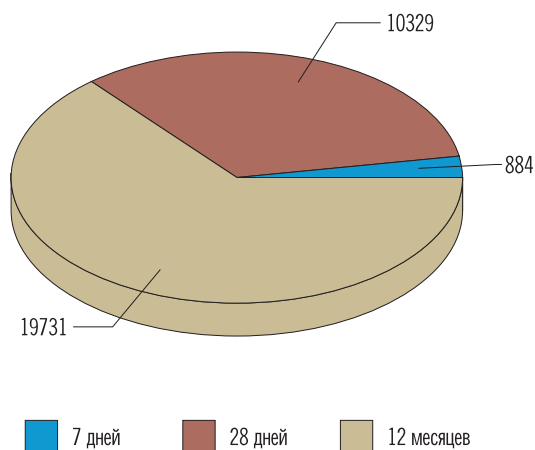


Рисунок 14

Динамика средневзвешенных ставок по операциям репо в иностранной валюте Банка России и доходности российских еврооблигаций (%)

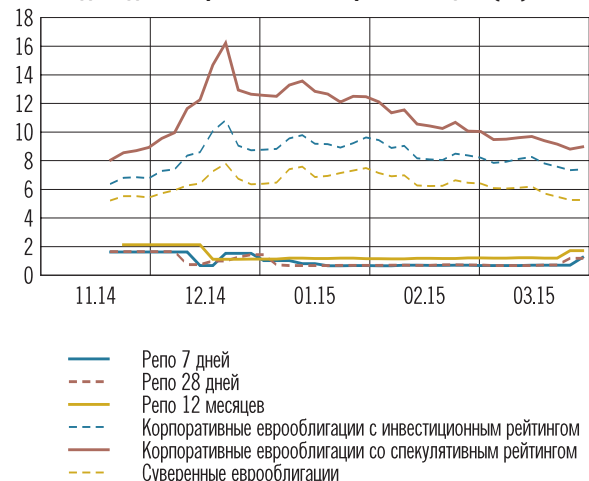


Таблица 5

Увеличение объема активов 7 банков в иностранной валюте в период с 1.11.2014 по 1.04.2015

	Банки, увеличившие объем активов по данной статье баланса, единиц	Объем увеличения активов в иностранной валюте, млрд руб.
Кредитование небанковских организаций	4	2 392
Межбанковские кредиты	4	565
Вложения в долговые бумаги	6	478

В течение I квартала 2015 года банки продолжали привлекать рефинансирование Банка России в иностранной валюте. По состоянию на 1 апреля 2015 года совокупный объем задолженности кредитных организаций перед Банком России по операциям репо в иностранной валюте составил 30,9 млрд долл. США. Задолженность банков по операциям репо являлась преимущественно долгосрочной (рис. 13), причем основная часть задолженности (75%) приходилась на семь крупных банков: два банка с государственным участием и пять частных.

Большая часть привлеченных средств была направлена данными банками на кредитование крупных российских нефинансовых компаний. Кроме того, отдельные банки проводили арбитражные операции, используя средства в иностранной валюте, полученные от Банка России, для покупки российских еврооблигаций и долговых бумаг крупных компаний. Это позволяло банкам, во-первых, получать доход по спреду между доходностью облигаций и ставкой по операциям репо Банка России в иностранной валюте и, во-вторых, использовать ценные бумаги в качестве обеспечения для привлечения рефинансирования Банка России в рублях. Встречались также примеры использования средств Банка России в иностранной валюте для предоставления межбанковских кредитов, что также позволяет получать доход на разнице ставок.

В результате за прошедший период с момента начала проведения операций Банка России по рефинансированию в иностранной валюте произошло значительное снижение доходностей как суверенных, так и корпоративных еврооблигаций (рис. 14). Так, доходность суверенных облигаций снизилась с пикового уровня 7,8% на 16 декабря 2014 года до 5% на 1 апреля 2015 года, корпоративных облигаций инвестиционного уровня – с 10,8 до 7,25% соответственно. В апреле-мае 2015 года снижение доходностей продолжилось: для суверенных и корпоративных облигаций инвестиционного уровня они составили в среднем 4,8 и 6,5% соответственно, однако все равно остались выше среднего уровня доходностей для периода до введения антироссийских санкций (4,4 и 4,9% соответственно за второе полугодие 2013 года). Для сравнения, в странах с формирующимися рынками доходности долларовых корпоративных облигаций (индекс JP Morgan CEMBI Broad Composite Yield) в апреле-мае 2015 года в среднем составили 5,5%, во втором полугодии 2013 года – 5,9%.

При этом стоит отметить, что доходность корпоративных еврооблигаций спекулятивного уровня рейтинга в отличие от облигаций инвестиционного уровня рейтинга характеризовалась более выраженной нисходящей тенденцией. Ее уровень снизился с 16,2% на 16 декабря 2014 года до 7,8% на 1 апреля 2015 года,

Рисунок 15

Динамика объема и структура валютных активов банков сроком до 1 года (млрд долл. США)

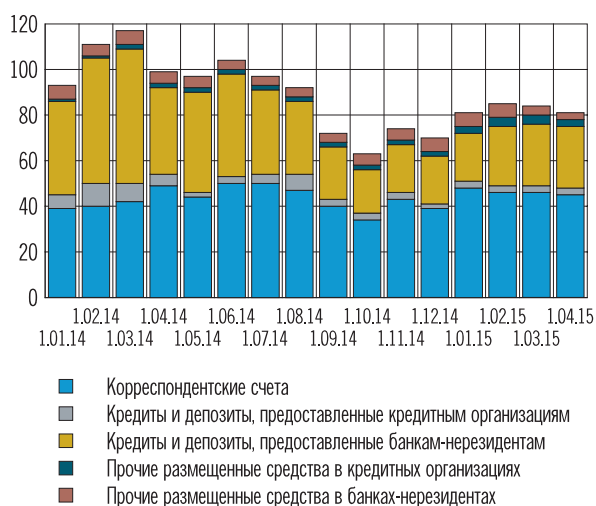
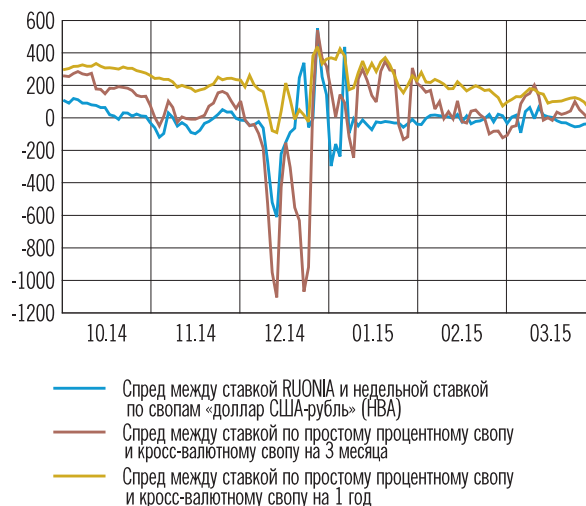


Рисунок 16

Кросс-валютные спреды на денежном рынке (базисных пунктов)



вплотную приблизившись к уровню доходности еврооблигаций инвестиционного уровня рейтинга. В дальнейшем доходности облигаций спекулятивного уровня в апреле-мае 2015 года снизились до 7% (средний уровень второй половины 2013 года – 6,2%).

Таким образом, можно говорить о существенном восстановлении рынков еврооблигаций с учетом снижения рисков, что косвенно также подтверждается благоприятной динамикой премий по CDS. Их размер с декабря 2014 года по май 2015 года снизился на 270 б.п., что сопоставимо с динамикой доходности суверенных еврооблигаций. В связи с этим можно говорить о снижении потребности участников рынка в использовании инструментов Банка России по рефинансированию в иностранной валюте.

О нормализации ситуации свидетельствуют также индикаторы объема валютной

ликвидности у банков (рис. 15), а также спреда между ставками по рублевым инструментам и вмененными рублевыми ставками по кросс-валютным свопам (рис. 16). На этом фоне Банк России в апреле 2015 года повысил ставки на аукционах репо в иностранной валюте, а также на аукционах по предоставлению кредитов в иностранной валюте. Кроме того, с учетом изменения конъюнктуры валютного рынка с 1 июня 2015 года были приостановлены операции репо в иностранной валюте на срок 364 дня.

В условиях отсутствия новых значимых шоков Банк России будет постепенно снижать объем рефинансирования в иностранной валюте. Банки, активно использующие данные инструменты, должны проработать собственные стратегии выхода из этих инструментов и дальнейшего фондирования на рыночных условиях.

3. РАЗВИТИЕ ИНФРАСТРУКТУРЫ И ИНСТРУМЕНТОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

3.1. Совершенствование MosPrimeRate как эталонного индикатора российского денежного рынка

В I квартале 2015 года Банк России проводил работу по оценке текущей практики формирования индикативной ставки MosPrimeRate для разработки рекомендаций по повышению ее качества. Мероприятия Банка России включали:

1) проведение прямого опроса банков – контрабьютеров фиксинга MosPrimeRate относительно организации процесса формирования котировок, процедуры фиксинга и порядка расчета индикативной ставки MosPrimeRate;

2) анализ индикативных и фактических процентных ставок (в том числе расхождения между ними) каждого из контрабьютеров по сделкам на рынке МБК.

Основные выводы проведенного исследования состоят в следующем.

- Процесс формирования котировок, по мнению большинства контрабьютеров, недостаточно регламентирован, а документация, разработанная Национальной валютной ассоциацией (в настоящее время объединена с Национальной фондовой ассоциацией), требует пересмотра. Создание стандартов формирования индикативных ставок CPO¹, в которых бы были зафиксированы права и обязанности всех участников формирования индикативной ставки, представляется еще одним направлением совершенствования MosPrimeRate. Таким образом, в качестве предложения для улучшения качества MosPrimeRate можно рассматривать разработку набора прав и обязанностей контрабьютеров, которые следует закрепить со-

ответствующими договорами с указанием функции других участников процесса фиксинга (администратора и расчетного агента).

- Большая часть контрабьютеров признает расхождения между индикативными и фактическими ставками и объясняет их различием в объемах сделок, состоянием ликвидности контрабьютера и изменением рынка в течение дня. В частности, MosPrimeRate фиксирует состояние рынка на 12:00, в то время как фактические сделки по сопоставимым инструментам и контрагентам могут быть совершены через несколько часов, когда конъюнктура рынка может измениться. Контрабьютеры допускают расхождения до 1,0 п.п. на короткие сроки (до месяца) и до 1,5 п.п. по более длинным инструментам. По оценкам Банка России, данные расхождения присутствуют в статистике процентных ставок, но они не представляются чрезмерными.
- Переход от индикативных к фактическим ставкам (например, от MosPrimeRate к OIS), по мнению контрабьютеров, не гарантирует повышение качества показателя стоимости заимствований. Недостатками обладают как индикативные, так и фактические ставки, основанные на рыночных сделках. В частности, ликвидность на рынке OIS несопоставима с ликвидностью базового актива (RUONIA). Инструменты, привязанные к MosPrimeRate, торгуются существенно активнее. Котировки OIS, отражая рыночные ожидания изменения ставки overnight, представляют собой показатель другой экономической природы и не учитывают значительную часть кредитного риска и риска ликвидности. Все это обуславливает отсутствие интереса со стороны корпоративных клиентов кредитных организаций к переходу от индикативных к фактическим ставкам.
- Проверочные сделки контрабьютеры признали эффективным инструментом повышения качества индикатора. Объемы провероч-

¹ CPO – саморегулируемая организация.

ных сделок в настоящее время практически всегда соответствуют установленному объему в 150 млн рублей. С целью повышения качества индикатора участники фиксинга предлагают увеличить размер разрешенных к заключению проверочных сделок контрибьютеров между собой до 300 млн рублей. Дополнительным направлением повышения эффективности проверочных сделок мог бы стать допуск к ним кредитной организации, не являющейся участником фиксинга. Однако отношение к подобной новации со стороны контрибьютеров неоднозначное. Это

связано с необходимостью выставления лимитов участниками фиксинга на контрагента. Исключение делается только для Банка России – его допуск к проверочным сделкам одобряют практически все контрибьютеры.

Таким образом, можно констатировать, что формирование индикативной ставки денежного рынка MosPrimeRate осуществляется в целом достаточно эффективно, однако по ряду направлений оно может быть существенно доработано.

Использование индикатора MosPrimeRate в ценообразовании банковских продуктов

По результатам проведенного Банком России в I квартале 2015 года опроса 26 крупнейших российских банков относительно практики трансфертного ценообразования было выявлено, что индикатор MosPrimeRate является самым распространенным эталонным показателем при ценообразовании банковских продуктов (рис. 17). Подавляющее большинство банков (20 из 26 банков) используют MosPrimeRate в качестве бэнчмарки для определения трансфертной кривой, депозитных и кредитных ставок. Также в этих целях используются доходности государственных облигаций (12 из 26 банков), ключевая ставка Банка России (8 из 26 банков).

MosPrimeRate используется банками прежде всего как индикатор процентных ставок по краткосрочным ресурсам (до 30 дней). На сроках свыше 30 дней бэнчмарками являются доходности гособлигаций, собственных облигаций банков и других крупнейших банков. На длительных сроках (от 1 года и выше) используются также swar-кривые и ставки депозитов физических лиц 10 банков, привлекающих максимальные объемы вкладов населения.

Несмотря на широкое распространение индикатора MosPrimeRate в качестве бэнчмарки при ценообразовании банковских продуктов, по результатам опроса обнаружилось, что в I квартале 2015 года ряд банков пересмотрели свое отношение к этому индикатору. Из 26 банков 4 банка исключили MosPrimeRate (на срок 2–3 месяца) из числа индикаторов, к которым могут быть привязаны процентные ставки, обосновывая это недостаточной репрезентативностью MosPrimeRate в период повышенной волатильности. Аналогичные меры были предприняты некоторыми банками по отношению к другим бэнчмаркам. Из 26 банков два банка исключили из бэнчмарок свои собственные облигации. Ввиду недостаточной ликвидности процентных инструментов в качестве основного рыночного индикатора эти банки теперь используют кривую доходности ОФЗ, данные по рынку МБК из системы Delta и экспертные оценки трейдеров.

Таким образом, в рамках проводимой Банком России работы по совершенствованию индикатора MosPrimeRate отдельное внимание будет уделено проблеме репрезентативности эталонного показателя в период стрессовых рыночных условий.



3.2. Мероприятия СРО НФА по развитию инфраструктуры и инструментов денежного рынка²

1. Создание рынка банковских сертификатов

В I квартале 2015 года СРО НФА провела серию встреч с представителями российских ведомств и ассоциаций по обсуждению проекта федерального закона «О внесении изменений в часть вторую Гражданского кодекса Российской Федерации», содержащего нормы по регулированию обращения нового инструмента денежного рынка – банковского сертификата. В рамках указанных встреч рассматривались вопросы возможной технологической схемы выпуска, обращения и депозитарного учета банковских сертификатов, идентификации их владельцев и ряд других.

Работа по созданию в России нового инструмента российского денежного рынка – банковского сертификата – в качестве механизма повышения эффективности распределения банковской ликвидности началась в 2014 году. В связи с дефицитом краткосрочных финансовых инструментов по инициативе участников денежного рынка была создана совместная рабочая группа Департамента финансовой стабильности Банка России и СРО НФА. К настоящему времени подготовлен законопроект о банковских сертификатах и проводится его широкое обсуждение с экспертами.

По завершении в 2015 году этапа согласований законопроект о банковском сертификате будет направлен в профильные комитеты Государственной Думы.

2. Развитие модели централизованного клиринга внебиржевых производных финансовых инструментов

В I квартале 2015 года СРО НФА завершила подготовку стандартов внебиржевых производных финансовых инструментов (ПФИ) для их перевода на централизованный клиринг. В частности, были подготовлены стандарты для

форвардов, процентных свопов и валютно-процентных свопов. Совет директоров СРО НФА 27 марта 2015 года утвердил Стандарт процентного свопа НФА.

Работа по подготовке стандартных требований для перевода внебиржевых сделок с ПФИ на централизованный клиринг проводится СРО НФА с весны 2014 года. В соответствии с утвержденным планом-графиком первый этап указанной работы – подготовка стандартов по ПФИ – должен быть завершен до конца II квартала 2015 года. Во II квартале 2015 года ожидается утверждение Стандарта валютного свопа НФА и Стандарта валютно-процентного свопа НФА.

3. Развитие бизнес-моделей профессиональных участников денежного рынка

В I квартале 2015 года на Московской Бирже прошло заседание Совета СРО НФА по брокерской деятельности, в рамках которого состоялась презентация и обсуждение результатов исследования бизнес-моделей российских брокеров (в том числе репрезентативность выборки, типичные бизнес-модели, оценка регулятивного воздействия и так далее).

В ходе исследования профессиональные участники финансового рынка были разбиты на группы по масштабам деятельности компаний, специфике их профессиональной деятельности, продуктовой линейке, клиентским кластерам.

Результаты исследования показали однозначную убыточность деятельности небольших компаний (особенно мелких брокеров и профессиональных инвесторов) в условиях, когда прибыльность работы на рынке обусловлена значительными расходами на вход компании на рынок и организацию бизнеса.

По итогам исследования были определены следующие предложения по развитию регулирования деятельности профессиональных участников финансового рынка.

1) Формирование законодательных возможностей для привлечения и размещения брокерами-дилерами, являющимися небанковскими организациями, денежных средств (в том числе клиентских), а также выпуска финансовых инструментов и др.

2) Стимулирование формирования средних и крупных мультисервисных компаний. Эффек-

² Раздел подготовлен с использованием материалов СРО НФА.

тивность работы брокера-дилера на российском рынке определяется относительно большими масштабами, а также диверсификацией его деятельности.

3) Установление требования к минимальному размеру собственного капитала универсального брокера-дилера до 55 млн рублей, интернет-брокера – до 140 млн рублей.

Результаты проведенной работы планируется представить в виде предложений для реализации мероприятий по развитию финансового рынка.

3.3. Выпуск ОФЗ с переменными купонами и их востребованность на денежном рынке

В I квартале 2015 года Минфин России приступил к размещению облигаций с переменными купонами (плавающими ставками) – ОФЗ-ПК. Размер очередного купона по выпущенным ОФЗ-ПК определяется как среднеарифметическое значение ставки RUONIA за 6 месяцев, предшествующих купонному периоду, плюс спред (в базисных пунктах).

В условиях неопределенности ставок денежного рынка размещение облигаций с купонами, отражающими текущую конъюнктуру рынка, позволяет Минфину России оптимизировать процентные платежи: при повышении ставок

денежного рынка увеличивается размер купонных выплат; при понижении ставок – инвестор получает меньшую сумму. Минфин России вместо запланированных 11 аукционов провел 15, из которых на 10 аукционах были размещены облигации с переменными купонами общим объемом 72,9 млрд руб., что составило 78,2% от всего объема размещения ОФЗ в I квартале. При этом ОФЗ-ПК в основном приобретались частными банками, в то время как доля финансовых компаний оказалась заметно ниже их доли в ОФЗ-ПД (рис. 18, 19).

Наряду с наличием интереса со стороны эмитента выпуск данных облигаций привлекателен для участников рынка, поскольку позволяет им эффективно хеджировать процентный риск. Средний коэффициент активности по размещению ОФЗ-ПК на аукционах в I квартале 2015 года, равный отношению объема спроса на аукционах к объему предложения, составил 2,4.

Помимо возможностей, связанных с хеджированием процентного риска, привлекательность ОФЗ-ПК обнаруживается при их использовании в качестве обеспечения по операциям репо, поскольку их рыночные цены стабильнее цен ОФЗ с постоянными купонами. Так, на рисунке 20, на котором представлена динамика цен двух близких по срокам до погашения выпусков (24 018 ОФЗ-ПК и 26 216 ОФЗ-ПД), цена выпуска с переменными купонами менее волатильна, чем цена выпуска с постоянными ку-

Рисунок 18



Рисунок 19



Рисунок 20

Волатильность цен ОФЗ (%)

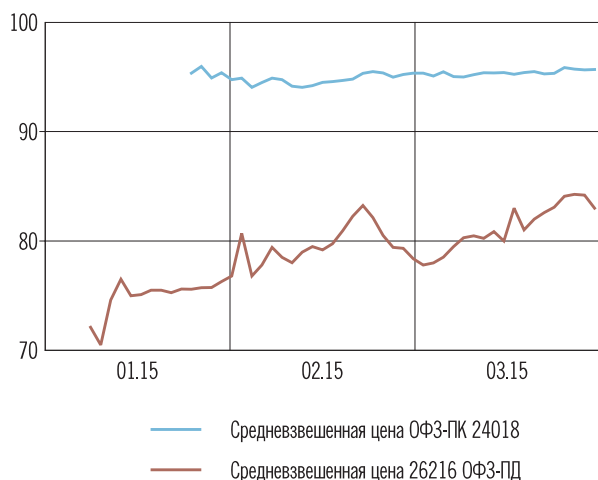


Рисунок 22

Динамика объемов ОФЗ, используемых в обеспечения репо (млрд руб.)

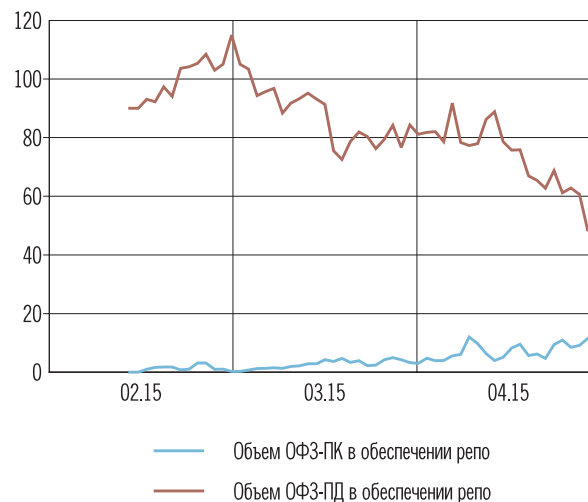


Рисунок 21

Дисконты по операциям репо (%)

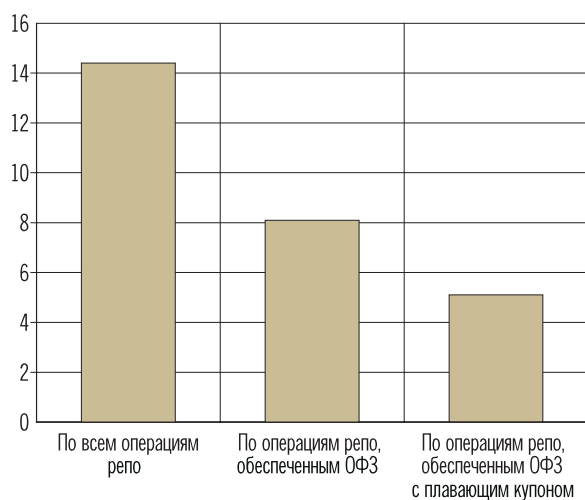
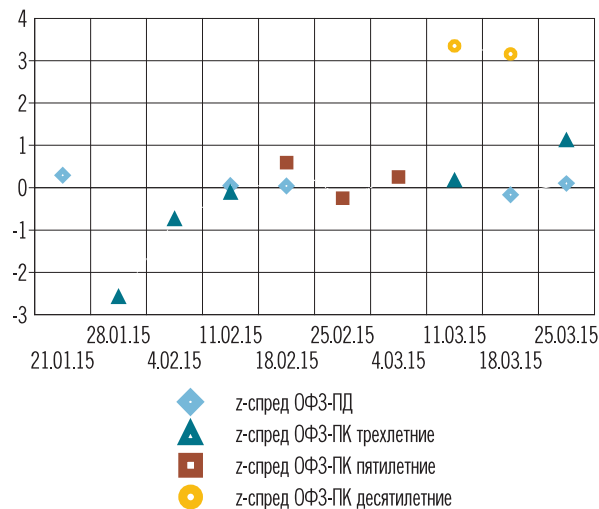


Рисунок 23

Премии к доходностям облигаций с постоянными и переменными купонами (процентных пунктов)



понами. Ценовые риски облигаций с изменяющимися купонами в меньшей степени зависят от конъюнктуры рынка, поскольку изменение процентных ставок находит отражение в динамике переменных купонов. В результате цена таких облигаций подвержена меньшей волатильности, а более низкая волатильность цен позволяет устанавливать меньшие дисконты в операциях междилерского репо на денежном рынке (рис. 20, 21). Объем ОФЗ с переменными купонами, используемых в репо в качестве обеспечения, в I квартале 2015 года демонстрировал рост, а объем ОФЗ с постоянными купонами – снижался (рис. 22).

В то же время облигации с переменными купонами обладают особенностями, связанными

с неопределенностью относительно размеров будущих купонов и несовершенством методики оценки доходности облигаций (подробнее см. в Приложении). В используемой в настоящий момент на Московской Бирже методике оценки доходности облигаций все неизвестные купоны приравниваются к последнему известному, что может приводить к относительно высоким отклонениям доходности облигации с переменными купонами от кривой бескупонной доходности. На рисунке 23 изображены отклонения доходности по средневзвешенной цене аукционов облигации от бескупонной доходности того же срока – так называемые z-спреды доходностей. ОФЗ с переменными купонами разбиты на три группы: трехлетние облигации

(зеленые треугольные маркеры), пятилетние облигации (красные квадратные маркеры), десятилетние облигации (бежевые круглые маркеры).

Растущий размер z-спредов ОФЗ-ПК по мере увеличения их срока до погашения объясняется тем, что в I квартале 2015 года на денежном рынке преобладали ожидания снижения ставок, что давало основание участникам рынка прогнозировать снижение величин купонов (см. вставку «Изменения в межбанковской лимитной политике за II квартал 2014 – I квартал 2015 года»). Завышенные величины купонов, используемые в расчетах доходности к погашению, ведут к увеличению будущих денежных потоков и,

следовательно, росту данной доходности (см. Приложение).

В настоящее время Минфин России изучает возможность выпуска облигаций, номинал и купоны которых будут определяться с учетом динамики индекса потребительских цен. Данные инструменты могут стать еще более востребованными рынком, чем уже выпущенные облигации ОФЗ-ПК. Подобный инструмент даже при смещенной во времени привязке к индексу потребительских цен позволит эффективно хеджировать инфляционный и процентный риски не только для кредитных организаций и профессиональных участников рынка, но и для пенсионных фондов и страховых компаний, обладающих более долгосрочными пассивами.

Международный опыт выпуска суверенных облигаций с переменным купоном и индексируемых облигаций

Ставки купонов **суверенных облигаций с переменным купоном** определяются либо краткосрочными процентными ставками по государственным ценным бумагам, либо процентными ставками денежного рынка (в зависимости от валюты выпуска), например LIBOR или EURIBOR плюс спред (в б. п.). Иными словами, размер купонных выплат увеличивается вместе с ростом и снижается вместе с падением краткосрочных ставок, тогда как номинальная стоимость таких облигаций не изменяется.

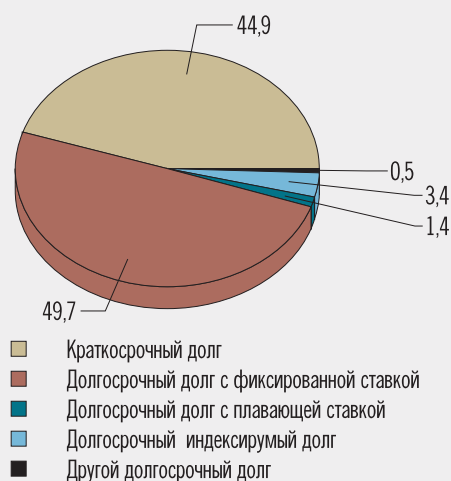
Выпуск государственных обязательств с переменным купоном позволяет эмитенту **диверсифицировать набор инструментов и базу инвесторов** (что актуально для стран с высоким уровнем госдолга, таких как США) особенно на фоне роста процентных ставок в экономике. Как видно из рисунка 24, данный тип государственных обязательств не столь распространен: на него приходится только 3% средне- и долгосрочного государственного долга стран ОЭСР по состоянию на 2014 год. В 2009–2012 годах в странах ОЭСР объем выпуска гособлигаций с переменным купоном снижался на фоне смягчения ДКП, но согласно прогнозам ОЭСР, в ближайшие годы доля госдолга с плавающими ставками будет расти.

В январе 2014 года Казначейство **США** выпустило двухлетние облигации со ставкой купона, определяемой дисконтом по 13-недельным казначейским векселям США (Floating Rate Notes – FRNs). Купонные выплаты осуществляются ежеквартально. С момента первого аукциона размещено пять выпусков FRNs на сумму в 204,991 млрд долл. США, что составляет около 1% от совокупного госдолга США.

В **Израиле** облигации с переменным купоном (New Gilon) впервые были выпущены в апреле 1999 года. Размер купонной выплаты определяется процентными ставками по казначейским векселям срочностью от 3 до 12 месяцев, а выплата купона осу-

Рисунок 24

Структура государственного долга стран ОЭСР (%)



ществляется ежеквартально. Сроки обращения составляют до 10 лет. На конец III квартала 2014 года объем облигаций с переменным купоном в национальной валюте составил 42,5 млрд шекелей, что составляет 6% от всего выпущенного госдолга.

В Чехии в октябре 2008 года были впервые выпущены 8-летние облигации в национальной валюте с переменным купоном, определяемым 6-месячной ставкой денежного рынка PRIBOR и выплачиваемым дважды в год. В октябре 2009 года состоялось первое размещение 6-летних еврооблигаций с купоном, определяемым ставкой 6-месячной EURIBOR плюс 100 б.п. и выплачиваемым дважды в год. На конец 2014 года объем облигаций с переменным купоном составил 250,5 млрд чешских крон (9,1 млрд евро), что составляет 15% от совокупного госдолга.

Суверенные индексируемые облигации обеспечивают институциональным заемщикам возможности для долгосрочного вложения, обеспечивая защиту от инфляции. Индексирование выплат по данному инструменту может производиться по различным экономическим индикаторам: индексам цен, ценам на товары (драгоценные металлы и сырье)¹; в европейских странах стандартным подходом является индексирование по гармонизированному индексу потребительских цен (HICP)² еврозоны.

Обычно индексируемые гособлигации выпускаются странами с высокой инфляцией в целях сохранения доступа на долгосрочный рынок и удлинения сроков госдолга, а также снижения стоимости его обслуживания (Израиль). Развитие рынка индексируемых облигаций в странах с инфляционным таргетированием и низкими темпами инфляции объясняется желанием сэкономить на обслуживании госдолга, достигшего значительного объема (США, Австралия). Также важной причиной выпуска индексируемого долга является развитие отдельных сегментов финансового рынка для определенного круга инвесторов (Великобритания).

В Великобритании история выпуска индексируемых гособлигаций началась в марте 1981 года, когда состоялось первое размещение 15-летних облигаций, номинал и купоны которых индексировались дважды в год в соответствии с динамикой Общего индекса розничных цен (General Index of Retail Prices – RPI). В 2002 году Казначейство выпустило сверхдлинные облигации со сроком до погашения в 33 года (Index-linked Treasury Stock 2035). В 2005 году состоялось размещение 55-летних облигаций. Данный инструмент предполагает индексацию стоимости облигации каждые три месяца и фиксированный в процентах от стоимости размер купона в диапазоне от 0,125 до 2,5%. На начало 2015 года объем выпущенных индексируемых гособлигаций Великобритании составил 478 млрд фунтов стерлингов, что составляет около 26% от госдолга.

В Израиле индексируемые по ИПЦ государственные облигации (Galil) впервые были выпущены в декабре 1984 года на фоне ускорения инфляции. Купонные выплаты производятся один раз в год. Сроки до погашения таких облигаций составляют до 20 лет. На конец III квартала 2014 года объем выпущенных индексируемых облигаций составил 179,6 млрд шекелей, что составляет 25% от всего выпущенного госдолга.

В 1997 году Казначейство США выпустило Treasury Inflation Protected Securities (TIPS). Данный вид государственных ценных бумаг выпускается со сроками обращения в 5, 10 и 30 лет. Ставка купона зафиксирована при индексируемом номинале, купон выплачивается дважды в год. По состоянию на конец I квартала 2015 года в обращении находится 39 выпусков TIPS на сумму в 1,075 трлн долл. США, что составляет 6% от государственного долга США.

В Австралии первое размещение суверенных индексируемых облигаций состоялось в 1985 году и включало два инструмента: Treasury Indexed Bonds (TIBs) и Interest Indexed Bonds (IIBs) сроками 10 и 20 лет. Купонные выплаты по данным бумагам осуществлялись ежеквартально. На данный момент номинал этих облигаций индексируется по ИПЦ (CPI). Купоны выплачивают ежеквартально по фиксированной ставке (от 1 до 4%) от скорректированной номинальной стоимости облигации. По состоянию на 8 мая 2015 года объем индексируемых облигаций составил 26,8 млрд австр. долл., что составляет около 5% от госдолга Австралии.

¹ В 1973 году Правительство Франции выпустило 15-летние облигации «Giscard» с купоном в 7%, номинал которой индексировался в соответствии со стоимостью 1 кг золота. За 10 лет обращения цена такой облигации выросла более чем на 700%. В 1977 году в Мексике государственным банком развития NAFINSA от имени правительства были выпущены так называемые Petrobonds с трехлетним сроком обращения и ставкой купона в 12,65823%. Данные облигации погашались по наибольшей из величин: по номинальной стоимости в 1 тыс. песо или по цене 1,95354 барреля нефти.

² Не учитывающему изменение цен на табачные изделия.

ПРИЛОЖЕНИЕ

О новом подходе к оценке доходности к погашению облигаций с переменным купоном

В настоящее время на Московской Бирже торгуются несколько выпусков ОФЗ-ПК с переменными купонами, определяемыми средним значением ставки RUONIA за 6 месяцев, предшествующих купонному периоду. При расчете цены облигации неизвестные купоны приравниваются к последнему известному. Используемая методология обладает двумя недостатками. Во-первых, наблюдается скачок доходности выпуска в день объявления следующего купона. Чем больше отличие этого купона от предыдущего, тем значительнее скачок. Во-вторых, цены ОФЗ-ПК слабее реагируют на изменение уровня процентных ставок, чем цены ОФЗ-ПД с тем же сроком до погашения. Вследствие этого происходит искажение связи доходности с ценой, и неправильное ценообразование затрудняет торговлю данными выпусками. Для устранения вышеназванных недостатков СРО НФА совместно с Московской Биржей разрабатывает новую методику оценивания выпусков ОФЗ-ПК.

Для оценки купона должны быть известны значения RUONIA за 6 месяцев, предшествующих купонному периоду. По мере приближения к концу данного периода число известных ставок RUONIA увеличивается. Для оценки неизвестных значений RUONIA предлагается наряду с реальными историческими ставками RUONIA использовать форвардные ставки. С течением времени первая часть, состоящая из фактических значений ставок RUONIA, удлиняется, вторая часть, включающая оценки будущих величин ставок RUONIA, сокращается, и полученная усредненная ставка приближается к той ставке по ближайшему неизвестному купону, которая будет объявлена реально. Подобный подход устраняет возможные скачки доходности в момент объявления очередного купона, присущие используемой методике, и связь доходности с ценой ОФЗ-ПК становится более согласованной с оценками участников рынка доходности остальных выпусков, выраженными в кривой бескупонной доходности.

Оценки остальных неизвестных купонов получаются через усреднение форвардных ставок RUONIA по соответствующим периодам. После того как все купоны рассчитаны, теоретическая цена выпуска ОФЗ-ПК вычисляется путем дисконтирования купонов с использованием кривой бескупонной доходности, и по заданной цене стандартным способом рассчитывается доходность к погашению.

Для реализации данного подхода используется форвардная кривая ставок RUONIA до момента погашения ОФЗ-ПК. Однако рыночных данных по ROISfix недостаточно для однозначного построения кривых для срока более 6 месяцев, поэтому дополнительные значения предлагается формировать на основании исторической регрессионной зависимости средних значений RUONIA от средних значений MosPrimeRate срочностью 3 месяца за тот же период. Регрессионная зависимость имеет вид:

$$\text{RUONIA forward av}_6\text{M} = 0,8 \times \text{MosPrime forward av}_6\text{M} + 0,19,$$

где RUONIA forward av_{6M} – 6-месячная средняя форвардных значений RUONIA;

MosPrime forward av_{6M} – 6-месячная средняя форвардных значений MosPrimeRate срочностью 3 месяца.

Качество регрессионного уравнения обеспечивается близостью его переменных (рис. 25), тем не менее зависимость должна периодически пересматриваться. На рисунке 26 представлена динамика показателей, используемых для расчета купонов ОФЗ-ПК. Форвардная кривая MosPrimeRate

Рисунок 25

Зависимость среднего значения RUONIA за 6 месяцев от среднего значения MosPrimeRate 3М за тот же период

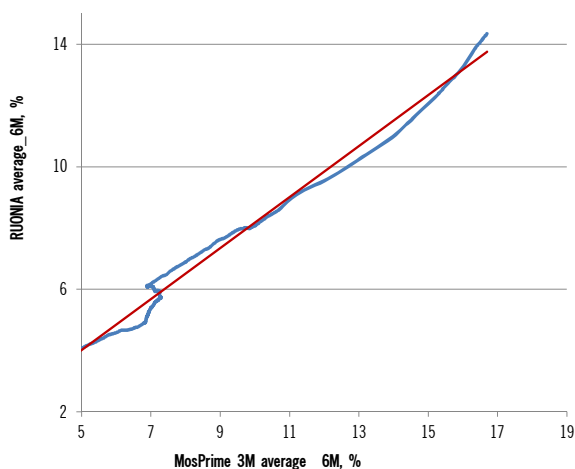
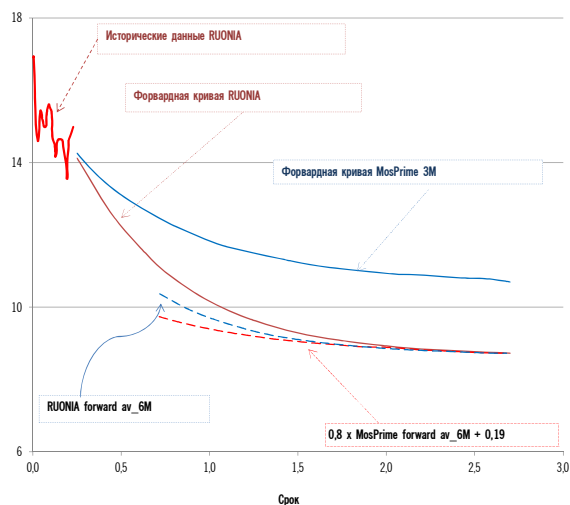


Рисунок 26

Компоненты расчета 6-месячной средней форвардных значений RUONIA (%)



срочностью 3 месяца используется для расчета форвардной кривой RUONIA, по которой рассчитываются значения 6-месячных средних форвардных значений RUONIA, представляющих собой оценку будущих купонов. Пунктирная линия на рисунке 26 показывает среднее значение форвардных ставок за последующий 6-месячный период.

Расчеты показывают, что доходности облигаций с переменными купонами, рассчитанные по методике, используемой в настоящее время, и новой методике, существенно различаются. Данные расчеты подтверждают необходимость разработки метода, учитывающего ожидания участников рынка ОФЗ по изменению будущих купонов на основе производных инструментов.

ПЕРЕЧЕНЬ РИСУНКОВ

1. Объемы открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью до 7 дней.....	7
2. Структура открытых позиций на рублевом денежном рынке срочностью.....	7
3. Процентный коридор и динамика ставок денежного рынка.....	7
4. Дисконты по сделкам репо с различными типами обеспечения	8
5. Динамика компенсационных взносов по сделкам биржевого репо с «маржин-коллами»	8
6. Динамика сигнальных показателей ожидания изменения ключевой ставки в течение месяца	9
7. Динамика объема открытых позиций на денежном рынке.....	10
8. Динамика коэффициента утилизации рыночных активов в разрезе групп участников денежного рынка.....	12
9. Частотное распределение двухдневного изменения курса доллара США к рублю	14
10. Частотное распределение двухдневного изменения курса евро к рублю.....	14
11. Ставки обеспечения и двухдневные CVaR изменения стоимости наиболее ликвидных ценных бумаг на рынке репо с ЦК.....	14
12. Объем неисполненных обязательств участников клиринга перед НКЦ к объему открытых позиций	14
13. Срочная структура задолженности банков перед Банком России по операциям репо в иностранной валюте (на 1.04.15).....	15
14. Динамика средневзвешенных ставок по операциям репо в иностранной валюте Банка России и доходности российских еврооблигаций.....	15
15. Динамика объема и структура валютных активов банков сроком до 1 года.....	16
16. Кросс-валютные спреды на денежном рынке.....	16
17. Количество банков, использующих различные бенчмарки.....	19
18. Структура покупателей ОФЗ-ПК на аукционах.....	21
19. Структура покупателей ОФЗ-ПД на аукционах.....	21
20. Волатильность цен ОФЗ	22
21. Дисконты по операциям репо.....	22
22. Динамика объемов ОФЗ, используемых в обеспечения репо	22
23. Премии к доходностям облигаций с постоянными и переменными купонами	22
24. Структура государственного долга стран ОЭСР.....	23
25. Зависимость среднего значения RUONIA за 6 месяцев от среднего значения MosPrimeRate 3M за тот же период	26
26. Компоненты расчета 6-месячной средней форвардных значений RUONIA	26

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ

1. Среднемесячные открытые позиции на денежном рынке.....	7
2. Сигнальные индикаторы ожиданий участников рынка по изменению уровня ключевой ставки за месяц.....	8
3. Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по инструментам, допущенным к торгам в отчетном периоде	9
4. Объемы торгов и открытых позиций на рынке репо с ЦК по типам инструментов в отчетный период.....	10
5. Увеличение объема активов 7 банков в иностранной валюте	14

ПЕРЕЧЕНЬ ВРЕЗОК

1. Оценка ожиданий изменения ключевой ставки Банка России.....	8
2. Изменения в межбанковской лимитной политике за II квартал 2014 – I квартал 2015 года.....	12
3. Использование индикатора MosPrimeRate в ценообразовании банковских продуктов	18
4. Международный опыт выпуска суверенных облигаций с переменным купоном и индексируемых облигаций.....	22

