Валерий СМИРНОВ,
начальник отдела анализа денежного и валютного рынка, департамент денежно-кредитной политики Банка России

Денежный рынок: в поисках новой нормальности

Конъюнктура рублевого денежного рынка на протяжении 2015 года претерпевала значительные изменения. Так, в начале года ситуация на рынке определялась, с одной стороны, дефицитом валютной ликвидности, способствовавшим формированию значительного положительного спреда между ставками по однодневным межбанковским кредитам и вмененными рублевыми ставками по операциям «валютный своп». С другой стороны, существенное влияние на краткосрочные ставки денежного рынка в январе-феврале оказывало преобладание текущего профицита ликвидности[1], формировавшегося в условиях больших бюджетных расходов в этот период. Наконец, несмотря на значительный приток ликвидности за счет действия автономных факторов, в начале 2015 года по-прежнему сохранялся высокий структурный дефицит ликвидности и, как следствие, существенный уровень утилизации рыночного и нерыночного обеспечения.

Совокупное действие указанных факторов (из которых первые два играют на снижение краткосрочных ставок денежного рынка, третий — на их увеличение) в январе-феврале 2015 года способствовало стабилизации среднего уровня ставок по однодневным межбанковским кредитам и операциям РЕПО вблизи ключевой ставки Банка России. При этом вмененные рублевые ставки по однодневным операциям «валютный своп» в условиях дефицита валютной ликвидности формировались преимущественно в нижней половине процентного коридора Банка России. Примечательно, что сложившейся в этот период времени рыночной конъюнктурой воспользовались некоторые крупные банки, частично замещавшие дорогую задолженность по операциям рефинансирования Банка России привлечением ликвидности на сегменте овернайт денежного рынка (рыночные ставки в данный период находились существенно ниже ставок отсечения по аукционам РЕПО Банка России на срок 1 неделя).

[1] Под текущим дефицитом ликвидности понимается часть разрыва ликвидности на дневном горизонте, покрываемая операциями Банка России по предоставлению/абсорбированию ликвидности.

По мере увеличения задолженности кредитных организаций по операциям валютного РЕПО Банка России, превысившей в третьей декаде февраля уровень в $30 млрд, и прохождения пика выплат российских компаний по внешнему долгу происходила постепенная нормализации ситуации с валютной ликвидностью. В результате уже в марте спред между ставками по однодневным рублевыми МБК и валютным свопам преимущественно перешел в отрицательную область, а котировка USD/RUB Basis Swap 1Y вернулась к уровням, характерным для июня-июля 2014 года (периода до начала введения секторальных санкций). Кроме того, примерно в это же время перешел в положительную область и чистый кредит на денежном рынке российских кредитных организаций банкам-нерезидентам в иностранной валюте, косвенно свидетельствующий об имеющемся объеме избыточной валютной ликвидности у российских банков.

В условиях нормализации динамики автономных факторов формирования ликвидности в марте 2015 года также происходила и стабилизация текущего дефицита ликвидности на околонулевом уровне, что способствовало нахождению ставок на сегменте овернайт денежного рынка преимущественно в верхней половине процентного коридора Банка России. Дополнительным фактором роста краткосрочных межбанковских процентных ставок в этот период также выступало повышение ставок по операциям «валютный своп» вследствие возросшего спроса на привлечение рублевой ликвидности посредством данных операций со стороны отдельных крупных участников рынка. Кроме того, в отдельные периоды расширение спреда по краткосрочным операциям «валютный своп» к ключевой ставке Банка России было обусловлено локальным увеличением спроса банков-нерезидентов на рублевую ликвидность, частично покрывавшегося за счет повышения объема заимствований их дочерних банков на биржевом рынке.

В апреле-июле ставки на сегменте овернайт денежного рынка продолжили формироваться в основном в верхней половине процентного коридора Банка России с локальными снижениями в конце периодов усреднения обязательных резервов, определяясь при этом преимущественно теми же факторами: в среднем близким к нулю текущим дефицитом рублевой ликвидности и благоприятной ситуацией с долларовой ликвидностью. При этом сохранение высокого спроса на привлечение рублевой ликвидности на биржевом валютном свопе со стороны отдельных крупных участников рынка и ряда «дочек» банков-нерезидентов поддерживало спред между ставками по данным операциям и рублевыми МБК в положительной области.

Однако начиная с июля ситуация на денежном рынке начала снова меняться, что в значительной мере было обусловлено продолжающимся сокращением величины структурного дефицита ликвидности за счет притока ликвидности по бюджетному каналу и покупок Банком России иностранной валюты для целей пополнения

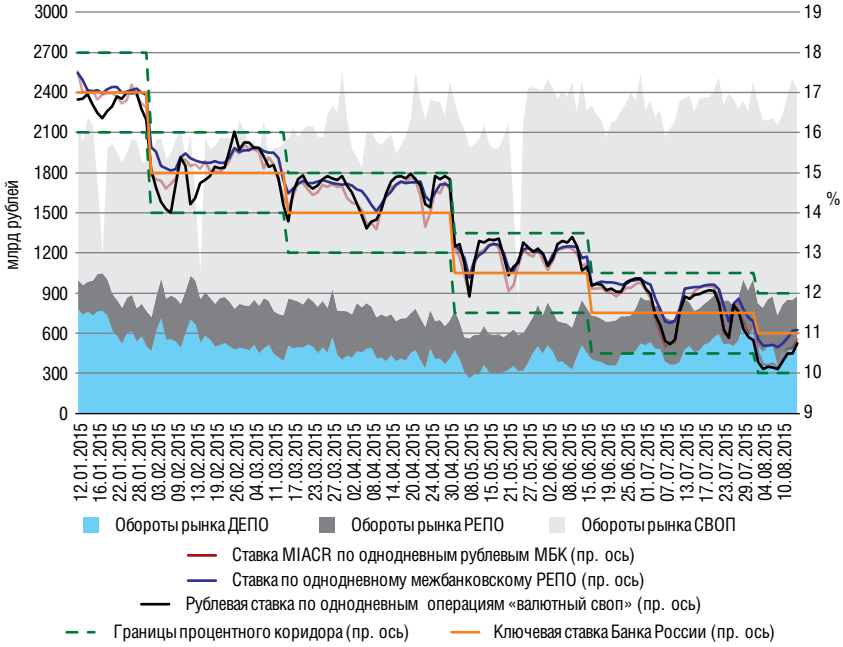
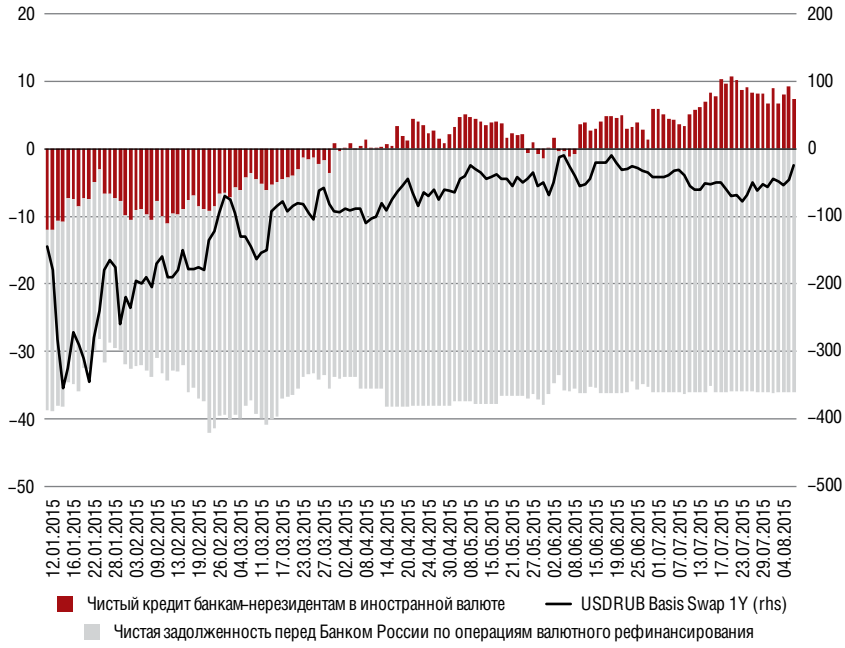


Рисунок 1
Ставки и обороты на сегменте овернайт денежного рынка

Рисунок 2
Чистый кредит банкам-нерезидентам и USD/RUB Basis Swap 1Y



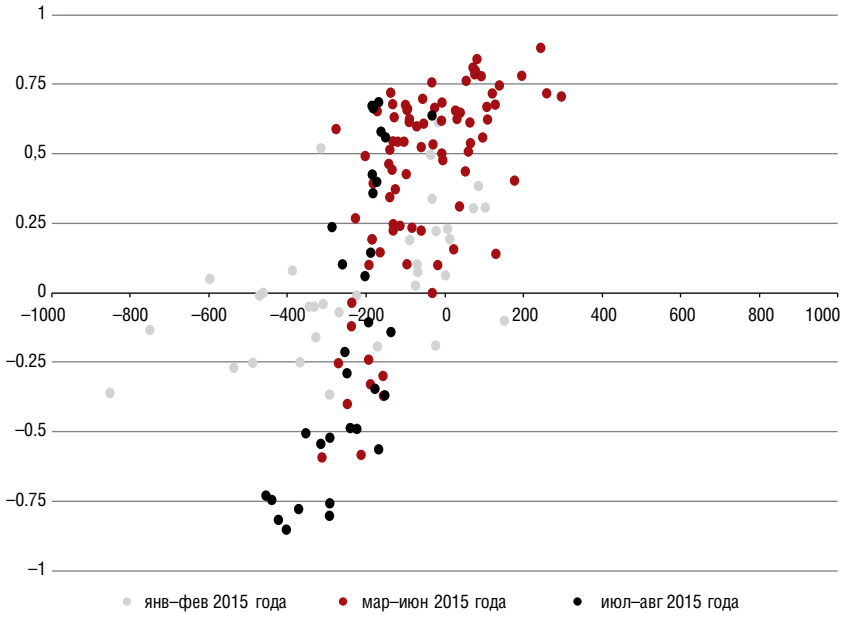


Рисунок 3
Спреды ставок МБК к ключевой ставке Банка России и текущий дефицит ликвидности

ТЕКУЩАЯ КОНЪЮНКТУРА ПО-ПРЕЖНЕМУ В ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ МЕРЕ ЗАВИСИТ ОТ ПАРАМЕТРОВ ОПЕРАЦИЙ БАНКА РОССИИ НА ДЕНЕЖНОМ И ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

международных резервов. В результате действия указанных факторов средний уровень структурного дефицита ликвидности во второй половине июля — первой половине августа снизился до 4 трлн руб., при этом сокращаясь в отдельные дни до 3.5 трлн руб. за счет имеющихся сезонностей в динамике автономных факторов и спроса на банковские резервы.

Уменьшение структурного дефицита ликвидности отразилось в снижении потребности отдельных крупных банков в рублевой ликвидности, что привело к снижению объемов их заимствования на денежном рынке. Кроме того, с середины июля наблюдалось сокращение спроса «дочек» банков-нерезидентов на привлечение рублевой ликвидности посредством биржевого валютного свопа для целей последующего кредитования материнских компаний. Все это привело к некоторой коррекции уровня ставок на сегменте овернайт денежного рынка (в частности, снова закрылся спред между ставками по операциям «валютный своп» и межбанковским кредитам). Кроме того, снижению межбанковских процентных ставок в этот период также способствовало преобладание текущего профицита ликвидности.

При этом в условиях сохранения задолженности по кредитам Банка России, обеспеченных нерыночными активами и поручительствами, на уровне около 3 трлн руб. объем операций РЕПО Банка России в августе опустился ниже 1 трлн руб. (последний раз это происходило в феврале 2013 года). В свою очередь, низкий уровень агрегированной потребности банковского сектора в привлечении рублевой ликвидности посредством аукционов РЕПО Банка России на срок 1 неделя способствовал формированию значительного превышения спроса на аукционах над объемами предлагаемых к размещению средств, что объясняется завышением спроса на ликвидность со стороны мелких и средних банков. В этих условиях средневзвешенная ставка по данным операциям формировалась на уровне около +50 б.п. к ключевой ставке Банка России.

Сочетание низкого уровня однодневных межбанковских процентных ставок и высокой стоимости заимствования на аукционах РЕПО Банка России на срок 1 неделя начиная со второй половины июля приводило к тому, что ряд крупных участников рынка фактически обнулил задолженность по аукционам РЕПО Банка России, предпочитая транслировать свой спрос на рублевую ликвидность на денежный рынок. При этом с учетом превалирования текущего профицита ликвидности отдельные крупные банки, как правило, привлекали у более мелких ликвидность на рынке по максимально низким ставкам (например, для целей опережающего выполнения усреднения обязательных резервов). Тем самым в определенной степени формируется проциклический характер влияния указанной структуры денежного рынка на ставки МБК.

Как видно, конъюнктура сегмента овернайт рублевого денежного рынка в 2015 году претерпела значительные изменения. При этом можно констатировать, что в целом ситуация стала более благоприятной по сравнению со второй половиной 2014 года, когда денежный рынок в отдельные периоды функционировал в условиях одновременно дефицита валютной ликвидности и доступного рыночного обеспечения. Вместе с тем текущая конъюнктура денежного рынка по-прежнему представляется далекой от идеала, в том числе в контексте некоторого снижения управляемости краткосрочных межбанковских процентных ставок относительно первой половины 2014 года. Кроме того, она по-прежнему в значительной мере зависит от параметров операций Банка России на денежном и валютном рынке, в том числе от объемов покупок иностранной валюты для целей пополнения международных резервов, влияющих на уровень структурного дефицита ликвидности, и объемов предоставленной долларовой ликвидности на аукционах валютного РЕПО.