Денис СВЕЧНИКОВ,
начальник отдела продвижения инструментов и услуг, клиентский центр ММВБ

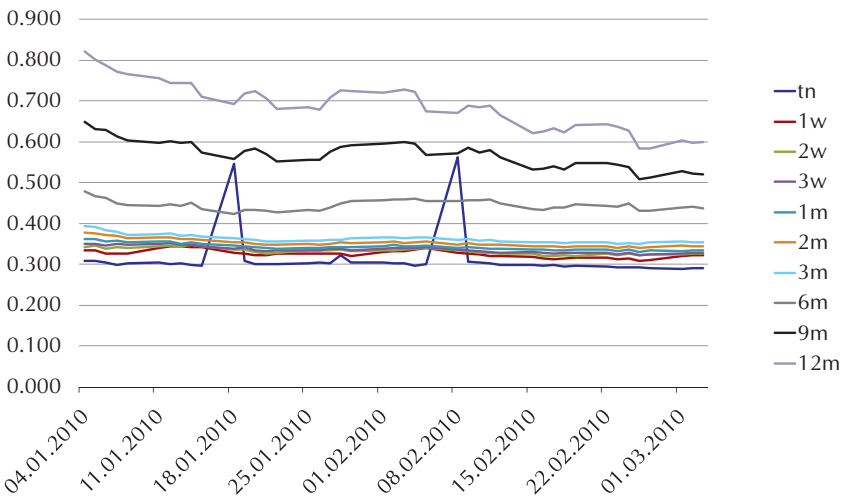
СТАВКИ РЕПО, УСТАНАВЛИВАЕМЫЕ ЦЕНТРОБАНКАМИ ВО ВСЕМ МИРЕ, СЛУЖАТ ИНДИКАТОРАМИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ. СТАВКИ АДРЕСНОГО РЕПО ХАРАКТЕРИЗУЮТ СТЕПЕНЬ ВЗАИМНОГО ДОВЕРИЯ УЧАСТНИКОВ. В СВОЮ ОЧЕРЕДЬ, СТАВКИ АНОНИМНОГО БИРЖЕВОГО РЕПО — НАИБОЛЕЕ ОБЪЕКТИВНЫЙ И ОБЩИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ СОСТОЯНИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА, ОТРАЖАЮЩИЙ НАСТРОЕНИЯ И ОЖИДАНИЯ УЧАСТНИКОВ. С 15 ФЕВРАЛЯ НА ММВБ ЗАПУЩЕНЫ НОВЫЕ РЕЖИМЫ ТОРГОВ С УЧАСТИЕМ ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА (ЦК): УЧАСТНИКАМ ТОРГОВ СТАЛИ ДОСТУПНЫ В ТОМ ЧИСЛЕ СДЕЛКИ АНОНИМНОГО РЕПО, ПОЗВОЛЯЮЩИЕ ПРИ МИНИМАЛЬНОМ РИСКЕ ПРИВЛЕКАТЬ И РАЗМЕЩАТЬ ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА. В ПЕРСПЕКТИВЕ СТАВКА АНОНИМНОГО РЕПО С ЦК НА ММВБ МОЖЕТ СТАТЬ ОДНИМ ИЗ ОСНОВНЫХ ИНДИКАТОРОВ РОССИЙСКОГО ДЕНЕЖНОГО РЫНКА.

СТАВИМ НА РЕПО

СТАВКИ РЕПО ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ВНЕБИРЖЕВОГО МЕЖБАНКОВСКОГО РЫНКА

Центральные банки большинства развитых стран активно используют операции РЕПО для реализации целей денежно-кредитной политики. Во время недавнего кризиса это стало особенно очевидно. Сообщение об изменении ставок по операциям РЕПО со стороны ЦБ является для участников рынка сигналом ужесточения или, наоборот, смягчения этой политики. Кроме того, ставки используются и эмитентами облигаций. Так, в прошлом году ОАО «Российские железные дороги» привязало доход по купонам облигаций к ставке прямого РЕПО Банка России.

Рисунок 1
Динамика ставок Eurepo в 2010 г.



Источник: European Banking Federation

Ставки РЕПО популярны и в качестве базовых активов для производных инструментов, в том числе торгуемых на бирже. Так, на канадской бирже TMX торгуются фьючерсы на 30-дневную среднюю ставку РЕПО овернайт, устанавливаемую Центральным банком Канады. На японской бирже TFX есть аналогичный инструмент — среднемесячная ставка РЕПО spot-next Банка Японии.

Примечателен в этой связи и проект NASDAQ OMX Stockholm. В апреле 2009 года ее представители объявили о запуске фьючерсов на ставку РЕПО шведского Центрального банка RIBA. NASDAQ OMX Stockholm будет предоставлять услуги клиринга и центрального контрагента по новым инструментам, а торги будут проходить на внебиржевом рынке.

Помимо ставок РЕПО, устанавливаемых центральными банками, используются также ставки межбанковского рынка РЕПО. Европейская банковская федерация и Европейский совет РЕПО рассчитывают ставку Eurepo, которая является индикативной для европейского рынка РЕПО.

Расчет ставки осуществляется на основании данных о сделках РЕПО, заключенных 43 банками. Каждый из них ежедневно предоставляет данные о размере ставки, округленной до двух значений после запятой. Расчет ставки осуществляет Thomson Reuters, который отсекает 15% наибольших и наи-

меньших значений. Оставшиеся ставки усредняются и округляются до двух цифр после запятой. Рассчитываются следующие виды ставок: овернайт, 1 неделя, 2 недели, 3 недели, 1 месяц, 2 месяца, 3 месяца, 6 месяцев, 9 месяцев, 12 месяцев. Динамика этих ставок с начала года представлена на Рисунке 1.

БИРЖЕВЫЕ РЫНКИ РЕПО

Рынки РЕПО запущены на нескольких европейских и азиатских биржах. Лидером в этом сегменте является биржа Eurex REPO, в торгах на рынках которой участвуют как крупнейшие финансовые институты, так и центральные банки. На Eurex операции центробанков и крупные сделки проходят на отдельном сегменте Euro GC Pooling. В ряде стран услуги по кредитованию ценными бумагами предоставляют центральные депозитарии. В Индии организатором рынка РЕПО стала клиринговая организация Clearing Corporation of India. Рынок был создан для финансовых институтов, доступ которых на денежные рынки ограничен или закрыт.

Объемы торгов на рынке Eurex Repo стабильно растут: в 2009 году среднемесячный оборот достигал 110 млрд евро. На рынке представлены 50 участников из Германии, Великобритании, Швейцарии, Ирландии, Франции, Бельгии, Австрии. Торги и расчеты происходят с центральной стороной, которой является Eurex Clearing.

Операции РЕПО проводятся также на ADEX (Athens Exchange Derivatives Market). Функции центрального контрагента (CCP) выполняет клиринговая палата ADECH (Athens Derivatives Exchange Clearing House). На ADEX осуществляются сделки прямого и обратного РЕПО.

На Стамбульской бирже (ISE) операции РЕПО и обратного РЕПО осуществляются на рынке облигаций, в том числе государственных. Клиринг и расчеты проводятся ISE Settlement and Custody Bank Inc. (Takasbank) — единственным институтом, наделенным такими полномочиями ISE и ее членами. Участниками рынка являются Центральный банк Турции, банки и брокеры – участники рынка ISE. Для проведения операций РЕПО они должны получить отдельное разрешение.

На Корейской бирже (KRX) операции РЕПО могут совершаться только с облигациями, которые, по оценке специалистов биржи, являются инструментами с низким риском, достаточной ликвидностью и стабильными денежными потоками. Здесь проводятся операции с государственными облигациями, облигациями, выпущенными в соответствии с отдельными законодательными актами (облигации корпорации по страхованию вкладов, облигации институтов, обеспечивающих денежно-кредитное регулирование), корпоративными облигациями (с кредитным рейтингом не ниже AAA).

KRX выполняет функции центрального контрагента (CCP). Круг игроков рынка РЕПО на KRX ограничен участниками специализированного рынка государственных облигаций. Кроме того, участником рынка является государство.

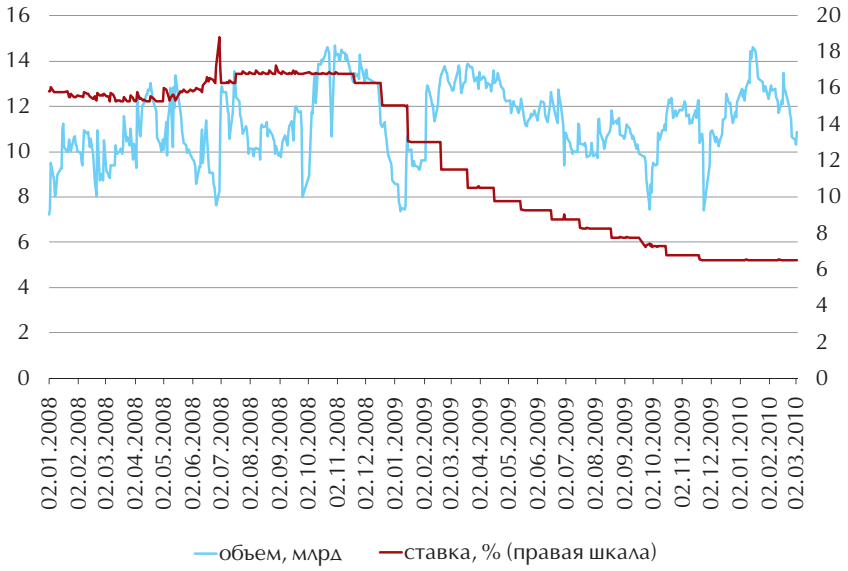
На российском биржевом рынке инструменты РЕПО представлены достаточно широко. С государственными бумагами на ММВБ можно заключать сделки прямого РЕПО с Банком России и сделки междилерского РЕПО. На фондовом рынке представлены следующие инструменты: РЕПО с акциями; РЕПО с облигациями; аукцион РЕПО; С февраля 2009 года участники торгов Фондовой биржи ММВБ получили возможность заключения сделок РЕПО с Банком России в новых режимах торгов «РЕПО с Банком России: Аукцион РЕПО» и «РЕПО с Банком России: фикс.ставка». В этих режимах совершаются сделки с акциями

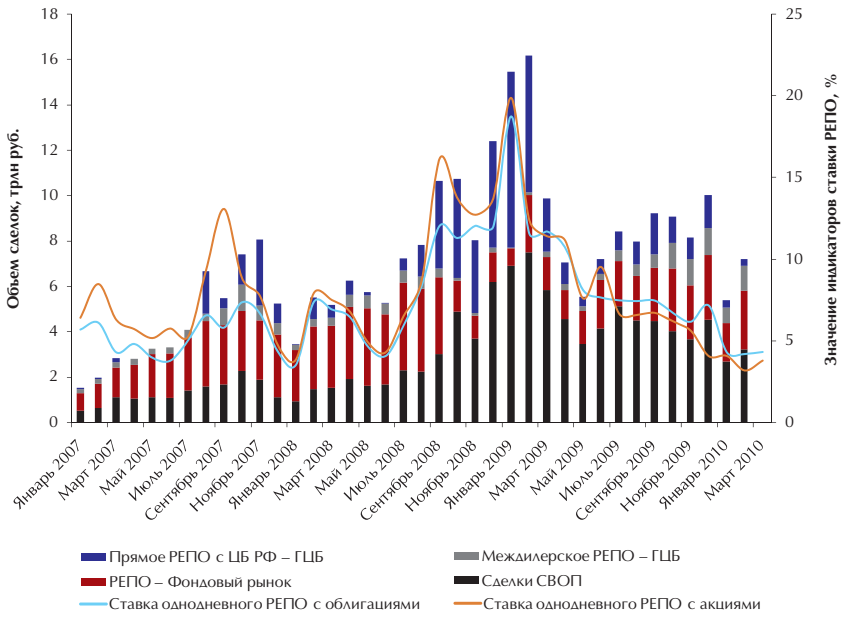
Рынок	Особенности
Eurex Repo	Анонимный режим, центральная сторона, РЕПО с отдельными бумагами (SC) и корзиной (GC)
ADEX (рынок Афинской биржи ASE)	Часть срочного рынка, центральная сторона
Istanbul Stock Exchange	Только с облигациями, расчеты DVP
Korea exchange	Только с облигациями, центральная сторона

Таблица 1
Особенности биржевых рынков РЕПО

«АНОНИМНОЕ РЕПО С ЦЕНТРАЛЬНОЙ СТОРОНОЙ — ПРИНЦИПИАЛЬНО НОВЫЙ ПРОДУКТ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ, КОТОРЫЙ ДАЕТ ВОЗМОЖНОСТЬ ПРАКТИЧЕСКИ БЕЗРИСКОВОГО ПРИВЛЕЧЕНИЯ И РАЗМЕЩЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ И ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ПРОФУЧАСТНИКАМ, ТАК И ИХ КЛИЕНТАМ-ИНВЕСТОРАМ»

Рисунок 2
Динамика ставок и объемов по инструментам РЕПО овернайт на Стамбульской бирже





Источник: ММВБ

Рисунок 3
Объемы операций рефинансирования на рынках группы ММВБ

и облигациями, включенными в Ломбардный список Банка России и допущенными к обращению на ФБ ММВБ. Во время кризиса все эти инструменты группы ММВБ были востребованы (см. Рисунок 3).

С мая 2009 года ММВБ начала включать внебиржевые сделки РЕПО с Банком России в единый клиринг со сделками, заключенными на бирже. Это первый прецедент включения внебиржевых сделок в «биржевой» клиринг, создающий предпосылки для расширения предоставляемых группой ММВБ сервисов для внебиржевого рынка. Сделки внебиржевого РЕПО заключаются Банком России с ценными бумагами, выпущенными юридическими лицами – нерезидентами Российской Федерации за пределами РФ и включенными в Ломбардный список Банка России.

С 13 апреля 2009 года ММВБ приступила к публикации нового информационного продукта — индикаторов ставки РЕПО. Индикаторы рассчитываются на ежедневной основе: для рынка РЕПО с акциями — на основе сделок, совершаемых на ФБ ММВБ, для рынка РЕПО с облигациями — на основе сделок с облигациями, совершаемых на рынке государственных ценных бумаг ММВБ (за исключением сделок РЕПО с Банком России) и сделок с облигациями, совершаемых на ММВБ. В расчет принимаются сделки, совершаемые с акциями, включенными в базу расчета индекса ММВБ, а также сделки с облигациями, включенными в Ломбардный список Банка России.

В зависимости от сроков исполнения сделок РЕПО рассчитываются однодневные индикаторы овернайт, индикаторы «1 неделя» и «2 недели». Для расчета индикаторов используются сделки, в которых надлежащей датой исполнения первой части сделки является дата заключения сделки. При этом для индикаторов овернайт используются сделки, надлежащей датой исполнения второй части которых является следующий расчетный день, а для индикаторов «1 неделя» и «2 недели» — сделки, надлежащей датой исполнения второй части которых являются 6, 7 или 8 календарный день и 13, 14 или 15 календарный день соответственно.

Правилами расчета индикаторов ставки РЕПО предусмотрен механизм отбора сделок, позволяющий обеспечить репрезентативность индикаторов за счет ограничения разброса ставок РЕПО и учета количества участников торгов (дилеров), совершающих сделки РЕПО. Расчет и публикация значений индикаторов производится каждый торговый день по окончании торгов во всех режимах РЕПО в 19:00. Для более эффективного использования нового продукта опубликован архив ретроспективных значений индикаторов ставки РЕПО, рассчитанных за период с января 2006 года.

Значение индикаторов ставки РЕПО представляет собой среднее значение ставок РЕПО, взвешенное по сумме РЕПО и по количеству участников торгов (дилеров):

$$R = \frac{\sum_{i=1}^{k} (r_i \cdot S_i N_i)}{\sum_{i=1}^{k} S_i N_i}$$

R — значение индикатора;

r_i — i-е значение ставки РЕПО;

S_i — общая сумма РЕПО в сделках РЕПО, совершенных по i-ой ставке РЕПО;

Таблица 2
Значения индикаторов ставки РЕПО на 03.03.2010

Источник: ММВБ

Индикатор	Значение индикатора ставки РЕПО	Изменение с начала месяца, б.п.	Изменение с начала года, б.п.
ММВБ РЕПО акц. 1 день	3.62	46	-42
ММВБ РЕПО акц. 7 дней	2.14	-48	-271
ММВБ РЕПО акц. 14 дней	6.21	-361	107
ММВБ РЕПО обл. 1 день	4.25	5	-291
ММВБ РЕПО обл. 7 дней	4.77	-46	86
ММВБ РЕПО обл. 7 дней	4.58	-9	-63

N_i — число участников торгов (дилеров), совершивших сделки РЕПО по i-ой ставке РЕПО;

k — количество уникальных значений ставки РЕПО.

В расчете индикаторов учитываются сделки, сторонами по которым выступают различные участники торгов (дилеры). Сделки РЕПО с отрицательной ставкой РЕПО в расчет не принимаются.

Банк России уделяет большое внимание развитию рынка РЕПО. Так, запланированные им мероприятия по совершенствованию финансовых рынков в 2010 году и на период 2011 и 2012 годов[1] включают:

- выполнение плана мероприятий по созданию в Москве международного финансового центра;
- совершенствование нормативной базы, регламентирующей проведение сделок РЕПО, в том числе внесение в законодательство всестороннего определения операции РЕПО, отражающего как стандартные для российского рынка, так и новые элементы в целях развития денежного рынка и повышения его ликвидности;
- внедрение механизмов предоставления ценных бумаг на возвратной основе под завершение расчетов в целях повышения устойчивости финансовых рынков и их ликвидности;
- участие в совершенствовании налогового законодательства для урегулирования вопросов, связанных с налогообложением операций РЕПО и операций по предоставлению ценных бумаг на возвратной основе — в частности, расширение возможностей по управлению обеспечением при проведении сделок РЕПО, внедрение института РЕПО до востребования и создание механизма изменения ставки РЕПО, вопросов по налогообложению дивидендов по ценным бумагам, составляющим обеспечение по РЕПО, а также создания резервов и проведения переоценки по операциям РЕПО;
- введение в законодательство механизма ликвидационного неттинга (в первую очередь для производных финансовых инструментов) и распространение его на операции РЕПО;
- содействие совершенствованию системы индикаторов рыночных процентных ставок в целях развития денежного рынка и механизма управления процентным риском.

АНОНИМНОЕ РЕПО С ЦЕНТРАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТОМ

Как было описано выше, на зарубежных биржах участникам рынка РЕПО предлагается услуга торгов и расчетов с центральным контрагентом (ЦК, ССР). С 15 февраля 2010 года эта услуг стала доступна и участникам российского рынка.

Внедрение ССР на европейских фондовых рынках началось относительно недавно — в 2001 году. На рынке Nasdaq OMX Nordic центральная сторона была внедрена лишь в октябре 2009 года, Oslo Bwrs планирует предложить эту услугу только в 2010 году. Центральная сторона внедрена на таких биржах, как Euronext, Deutsche Burse Group, SWX Europe, LSE Group (для части рынков). Причины внедрения ССР — рост числа мелких и средних участников благодаря электронным технологиям и связанный с этим спрос на анонимность торгов и потребность снизить риск контрагентов, спрос на неттинг со стороны участников, ухудшение финансового состояния ряда участников, постановка регуляторами задачи снизить системный риск на финансовом рынке. На европейских биржах на торги с центральной стороной приходится около 50% объема торгов.

На фондовом рынке ММВБ в феврале 2010 года наряду с существующими введены новые режимы торгов с центральной стороной (или центральным контрагентом — ЦК) с условием частичного предварительного депонирования средств и расчетами T+n (проект «ММВБ+»). Торги в новых режимах с центральной стороной расширяют торговые возможности участников рынка, снижают их издержки.

По всем сделкам с ЦК с участников взимается частичное предварительное обеспечение в объеме, достаточном в том числе для покрытия издержек при дефолте участника клиринга. Частичное предварительное обеспечение может предоставляться участником как денежными средствами, так и ценными бумагами из Клирингового листа ЦК, расчетная цена которых уменьшается на величину дисконта. Текущие ставки обеспечения и величины дисконтов раскрываются биржей на сайте ММВБ. Для снижения издержек участников используется ежедневная переоценка требований к частичному предварительному обеспечению по итогам торгов. В ходе торгов в режиме реального времени допустимо управление предварительным обеспечением (изменение начальных значений позиций депо и позиций по денежным средствам).

Анонимное РЕПО с центральной стороной — принципиально новый продукт на российском фондовом рынке, который дает возможность практически безрискового привлечения и размещения денежных средств и ценных бумаг как профучастникам, так и их клиентам-инвесторам. Риски берет на себя центральная сторона — единый контрагент для всех участников рынка, в роли которой выступает ЗАО ММВБ (впоследствии услуги ЦК будет предоставлять НКЦ, входящий в Группу ММВБ.

Торги с центральной стороной запускаются одновременно для РЕПО и для вторичных торгов (спот-рынка) ФБ ММВБ. Осуществляется неттинг обязательств или требований по всем сделкам при проведении расчетов. Денежная позиция и позиция депо — единая для всех режимов.

Сделки РЕПО с центральной стороной сокращают издержки, увеличивают доходность капитала. Стратегии использования РЕПО — «кредитование» под обеспечение, более дешевое финансирование длинных позиций, фондирование коротких позиций по ценным бумагам, хеджевые и арбитражные стратегии против производных инструментов.

Фактически в России появился централизованный рынок РЕПО. В перспективе ставка, определяемая на анонимном рынке РЕПО с ЦК, станет индикативной ставкой для российского денежного рынка.

[1] Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2010 год и период 2011 и 2012 годов (одобрено советом директоров Банка России 11 ноября 2009 г.)