ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Павел КОТОВ,
трейдер по РЕПО, ИК «Тройка Диалог»

Рынок РЕПО является одной из основных составляющих денежного рынка, системы обеспечения и распределения краткосрочной ликвидности. Роль денежного рынка в целом и РЕПО в частности приобретает все больший вес в свете перехода к обозначенной Банком России политике таргетирования инфляции.

РЕПОртаж с места событий

На российском рынке операции РЕПО достаточно долгое время играли вспомогательную роль. Инвестиционные компании не получали от РЕПО большой прибыли и использовали его скорее как вспомогательный инструмент поддержки основного бизнеса.

Важную роль в развитии рынка сыграл кризис 2008 года, когда в банковской системе ощущалась катастрофическая нехватка ликвидности и РЕПО стало одним из основных инструментов, которые дали возможность многим банкам не обанкротиться и «пережить» сложный период.

2009 год можно назвать началом формирования нового рынка. Во время кризиса обнаружилось много недоработок как в законодательной базе, так и в части нехватки инструментов, неразвитости инфраструктуры, асимметрии информации на рынке. Тогда наконец заговорили о том, что рынок РЕПО должен быть готов выдерживать сильные колебания финансовой системы, у ЦБ должно быть больше возможностей и инструментов предоставления ликвидности банковской системе и, наконец, инфраструктура рынка должна обеспечивать большую прозрачность для участников.

Три года назад это был очень «узкий» рынок: многие его участники перестали существовать, у некоторых объемы бизнеса сократились в разы, у других были закрыты лимиты. Во многих компаниях системы риск-менеджмента были настроены таким образом, что возможность торговать РЕПО осталась только с крупнейшими участниками. Если говорить о трансграничных сделках, то некоторые европейские и американские банки только в 2012 году получили вновь лимиты на Emerging Markets REPO. В таких условиях иностранные банки, которые все еще могли торговать с российскими участниками, значительно повысили уровни дисконтов, наложили дополнительные ограничения по срокам маржин-коллов, стали активно добавлять условия для наступления кросс-дефолта по исполнению сделок.

Тем не менее постепенно жизнь в сегмент РЕПО стала возвращаться: те, кто практически прекратил операции РЕПО из-за кризиса, начали медленно возобновлять бизнес в 2010–2011 годах. В первом квартале 2012 года средний объем рынка междилерского РЕПО составил 500 млрд руб. Появилось и начало активно развиваться РЕПО на RTS-Standard. Нововведением для рынка стал стакан для сделок РЕПО и принцип заключения сделок через центрального контрагента. Несмотря на то что вначале объем сделок на новом рынке был невелик, он стал развиваться благодаря принципу центрального контрагента. Именно в ситуации, когда многие лимиты (особенно на небольших брокеров) были закрыты, этот рынок дал возможность работать и наращивать объемы бизнеса. Но в целом в сегменте РЕПО сохраняется достаточно сильная концентрация. Так, по подсчетам ЦБ, доля 20 крупнейших кредиторов в первом квартале 2012 года варьировалась от 56.6% до 67.1%. Иными словами, список кредиторов постоянен и у заемщиков остается не слишком большое пространство для маневра в плане поиска альтернативного источника ликвидности.

На данный момент рынок столкнулся с новой проблемой. В банковской системе наблюдается недостаток рублевой ликвидности. Отток иностранного капитала из страны наряду с политикой привязки курса рубля к доллару можно назвать одной из основных причин нехватки средств в системе и сбоев в работе механизма денежной трансмиссии.

Банк России по факту играет роль единственного источника рублевой ликвидности в системе. Ежедневные аукционы РЕПО ЦБ стали одним из основных критериев уровня ставок овернайт для рынка. Изменение объема лимита даже на 20–30 млрд руб. еще в начале 2012 года могло привести к росту ставок овернайт на 0.5–0.75% практически моментально.

Банки проводят операции на денежном рынке на все меньшие сроки. Порядка 70–80% всех сделок РЕПО осуществляется на срок овернайт. Даже ЦБ организует аукционы РЕПО в основном на 1 день и 7 дней. Это приводит к росту риска ликвидности в банковском бизнесе. Конечным потребителем денег, получаемых в основном на овернайт, являются частный и корпоративный секторы. Интерес в привлечении денег там сосредоточен в сроках 3, 6 и

12 месяцев. Естественно, банки повышают ставки для невелирования этого риска. Но с увеличивающейся волатильностью на рынке кредитные организации не могут наращивать позицию в риске ликвидности бесконечно. Сложившаяся ситуация вынуждает участников рынка все чаще искать источники финансирования за рубежом. Согласно экспертной оценке, на данный момент у крупнейших участников объем трансграничных сделок РЕПО составляет не менее половины всего портфеля. И это снова приводит к повышению уровня ставок. Если участник рынка хочет рефинансировать размещение рублей, а привлекает доллары, то его затраты будут складываться из стоимости займа долларов плюс цены свопа «рубль-доллар», что однозначно окажется выше стоимости денег на локальном рынке на данный момент времени.

По сравнению с докризисным периодом рынок РЕПО сильно изменился по природе представленных на нем участников. Если до 2008 года на нем в основном преобладали брокеры, поддерживающие свои и клиентские текущие торговые позиции, а также банки, управляющие краткосрочной ликвидностью, то сейчас к этим позициям добавилась еще и большая доля сделок крупных корпоративных клиентов. Количество клиентов достаточно существенно сократилось после 2008 года, но значительно увеличился средний объем одной сделки. Иными словами, концентрация на стороне клиентов сильно повысилась.

Естественно, в основном это корпораты, которым неинтересна ликвидность на короткие сроки, потому что они не хотят закладывать дополнительные риски в свои бизнес-планы в условиях достаточно высокой волатильности ставок. Подобным клиентам в основном интересно участие в сделках срочностью 3, 6 и 12 месяцев.

Поскольку ЦБ на данный момент является основным источником ликвидности для банковской системы, то было бы логичным предположить, что банки захотят заложить бумаги, полученные в РЕПО от своих клиентов, именно туда. Однако существует ряд моментов, которые осложняют доступ к ресурсам ЦБ. С одной стороны, есть банки и инвестиционные компании, у которых есть интерес в привлечении денег на длинные сроки под акции, а с другой стороны, есть ЦБ, который предоставляет ликвидность на короткий срок и под облигации или ОФЗ. Не секрет, что аукционы РЕПО ЦБ проводятся преимущественно на срок 1 день и 7 дней. При этом даже при совершении сделки РЕПО на 7 дней банку-заемщику не гарантируется возврат голосов по закладываемым акциям. Понятно, что клиент, отдающий в обеспечение существенный или даже блокирующий пакет акций, обязательно хочет иметь гарантии на возврат права голоса по своим бумагам. Тут стоит также упомянуть, что ЦБ проводит политику минимизации объемов лимита РЕПО на 1 день.

Другая проблема — дисконты по акциям. ЦБ принимает в обеспечение все акции из ломабрдного списка с дисконтом 45%. Для сравнения: средний рыночный дисконт для акций ОАО «Газпром» составляет 10–15% на овернайт. Таким образом, видно, что существуют серьезные диспропорции в спросе и предложении ликвидности. Без преодоления этих моментов очень сложно говорить о развитии рынка РЕПО, его прозрачности и гибкости.

> СЕЙЧАС В РАЗРАБОТКЕ У БИРЖИ НАХОДИТСЯ ПРОЕКТ РЕПО С ЦЕНТРАЛЬНЫМ КОНТРАГЕНТОМ. ЕГО СТАРТ ЗАПЛАНИРОВАН НА БЛИЖАЙШИЕ МЕСЯЦЫ, А БИРЖА ДО СИХ ПОР НЕ ОБСУДИЛА С РЫНКОМ НЮАНСЫ, КОТОРЫЕ БУДУТ ЯВЛЯТЬСЯ КЛЮЧЕВЫМИ В ДАЛЬНЕЙШЕЙ СУДЬБЕ ПРОДУКТА

Сейчас на стадии разработки находится много проектов, которые призваны расширить круг участников, имеющих доступ к различным условиям предоставления ликвидности, снизить риски, расширить круг возможных видов операций РЕПО. Однако есть один основной недостаток, который пока тормозит процесс достижения реальных результатов. Это отсутствие эффективного взаимодействия между теми, кто создает инфраструктуру рынка, и теми, кто ею пользуется.

Яркий пример — работа комитета по РЕПО и кредитованию ценными бумагами, созданного ММВБ. Практика показывает, что озвучиваемая на нем позиция рынка не всегда оказывается услышанной. Так, сейчас в разработке у биржи находится проект РЕПО с центральным контрагентом. Его старт запланирован на ближайшие месяцы, а биржа до сих пор не обсудила с рынком нюансы, которые будут являться ключевыми в дальнейшей судьбе продукта. Есть много вопросов, связанных с дисконтами, сроками и процедурами урегулирования. Согласно текущей версии проекта, для того чтобы иметь возможность делать РЕПО с центральным контрагентом, участнику достаточно будет внести сумму в 2 млн руб. Таким образом, будет сформирован фонд размером 1 млрд руб., его средства предполагается использовать для исполнения обязательств по сделкам, которые не смогли исполнить сами участники. Если этих средств окажется недостаточно, в ход пойдут средства из капитала центрального контрагента (ЦК). Это означает, что центральный контрагент гаранитирует исполнение сделок только в случае дефолта 2–3 участников. Тогда как междилерский рынок РЕПО испытывает потребность в данном продукте именно как в средстве снижения рисков неисполнения сделок. Чтобы понять, насколько участники будут расположены нести риск на сделки с ЦК, достаточно упомянуть одну цифру: согласно результатам стресс-теста рынка РЕПО, представленного в «Отчете о состоянии рынка РЕПО за первый квартал 2012 года», в результате резкого падения цен на фондовом рынке объем неисполненных сделок может достичь 114 млрд руб. Естественно, такой объем неисполненных сделок возможен только в случае существенного падения цен. Но зачем же еще нужен центральный контрагент, как не для того, чтобы регулировать и поддерживать рынок в условиях кризиса? В противном случае через ЦК не будет проходить действительно крупных объемов.

За последние несколько лет рынок РЕПО действительно затронули достаточно серьезные перемены: изменилась структура клиентов, аппетит к риску, состав участников и многое другое. Однако пока открытым остается важный вопрос, насколько предлагаемые нововведения будут соответствовать реальным запросам со стороны рынка. От ответа на него во многом будет зависеть эффективность внедрения данных решений и развитие всего рынка РЕПО в ближайшем будущем.