ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Варвара ПОНОМАРЕВА,
начальник отдела операций на рынке РЕПО, директор, ING Commercial Banking Россия

В последнее время рынок РЕПО является объектом пристального внимания как со стороны законодателей, так и со стороны регуляторов. Как отмечается в докладе Банка России[1], интерес к рынку междилерского РЕПО связан со спецификой инструментария управления текущей ликвидностью банковского сектора, которое преимущественно осуществляется через операции прямого РЕПО. Емкость этого рынка в настоящее время сравнима с емкостью рынка межбанковских кредитов. С появлением новых участников он приобретает все большую самостоятельность и, как следствие, меньше коррелирует с сектором МБК и рынком операций своп.

RuREPO: кривая выведет

Спреды между рынком РЕПО и рынком МБК, несмотря на разную ситуацию с ликвидностью в последнее время, остаются минимальными, а в ряде случаев наблюдается возможность арбитража между РЕПО и МБК, которая противоречит исторической специфике российского рынка.

Кроме того, тенденцией последнего времени в мировой практике становится переход от рынка необеспеченных кредитов к обеспеченным. Более того, существуют примеры успешного внедрения индикаторов ставок для обеспеченных кредитов. В частности, в зоне евро с марта 2002 года была введена ставка EUREPO[2], ставшая индикатором рынка обеспеченных кредитов. Для этих целей был определен круг 38 первоклассных банков, предоставляющих информацию о котировках, и выделено низкорисковое обеспечение — General Collateral. Среди международных банков, участвующих в публикации котировок, присутствуют основные игроки международных финансовых рынков, такие как HSBC, Citigroup, Raiffeisen Bank, Deutsche Bank, Unicredit AG, RBS plc, Societe Generale, ING Bank и другие. Список General Collateral включает в себя государственные облигации зоны евро. В настоящее время EUREPO определяется и публикуется в 11 утра по центральному европейскому времени на каждую дату при поддержке Reuters.

С учетом перечисленных выше факторов становится очевидно, что кривая MOSPRIME теряет свою универсальность и перестает быть однозначным идентификатором «стоимости денег». Кроме того, не следует забывать, что MOSPRIME, обладая несомненными преимуществами, имеет и ряд недостатков. Безусловно, основным плюсом данной кривой является наличие тесной связи с рынком валютных свопов. Преимуществом MOSPRIME также является наличие большого круга участников, истории котировок, наличие общей системы раскрытия котировок, а также правил, позволяющих совершать проверочные сделки. Существенный минус данного индикатора — слабая связь с рынком ценных бумаг, в первую очередь с рынком облигаций. В числе других недостатков — наличие необеспеченных кредитных рисков при осуществлении проверочных сделок. На сравнительно небольших сроках это приводит не только к общим проблемам участников рынка с линиями необеспеченного кредитования друг на друга, но и к значительной утилизации банковских нормативов и лимитов. Очевидно, что подобная ситуация создает меньшую репрезентативность кривой на сроках от 1 месяца, и, более того, в моменты напряженной ситуации на рынке это приводит к тому, что рынок межбанковских заимствований становится непрозрачным.

На российском рынке существуют индикаторы ставок РЕПО, публикуемые на сайте ММВБ. Они рассчитываются на основе биржевых сделок отдельно по операциям РЕПО с государственными облигациями, корпоративными облигациями и акциями. Недостаток этих индикаторов заключается в неоднородности обеспечения (в силу того, что при расчете не учитывается разнородность кредитного качества обеспечения), разнородности участников (так как расчет идет по всем сегментам рынка, усредняются сделки брокерских компаний и первоклассных банков), а также в том, что они являются историческими. Однако явный плюс публикуемых ММВБ индикаторов — их биржевой характер.

Учитывая вышеизложенные факты, очевидно, что в России созданы все предпосылки для введения новой индикативной кривой коротких ставок по менее рисковым инструментам, операциям РЕПО с высококачественным обеспечением. Данный инструмент позволит повысить прозрачность внутреннего рынка РЕПО и увеличит привлекательность актива-обеспечения с точки зрения потенциальных инвесторов. Более того, появление от-

[1] http://cbr.ru/analytics/fin_stab/2012-01_report.pdf

[2] Подробнее о EUREPO см. http://www.euribor-ebf.eu/eurepo-org/about-eurepo.html

носительно безрисковой кривой поможет участникам внутреннего рынка РЕПО с поиском подходящей кривой как для ценообразования операций РЕПО конечным клиентам с более рисковым обеспечением, так и для более правильного мониторинга процентных рисков по операциям РЕПО в целом.

Опираясь на европейский опыт и существующие знания, накопленные российским финансовым рынком в процессе внедрения и развития индикаторов междилерского рынка, было предложено ввести индикатор обеспеченного рынка, который сможет нивелировать недостатки кривой MOSPRIME и существующих индикаторов рынка РЕПО. Для этих целей участники рынка предложили Национальной валютной ассоциации, которая обладает большим опытом запуска индикаторов, следующий подход.

Несмотря на то что существует общая тенденция перехода от индикативных котировок к расчету индексов по сделкам, из-за малой ликвидности рынка РЕПО на сроках выше недели за основу было предложено взять концепцию индикатора MOSPRIME. По аналогии с механизмом ставок MOSPRIME определяется круг заинтересованных участников. Для целей раскрытия информации по индикативной кривой РЕПО предполагается использовать хорошо зарекомендовавший себя механизм публикации ставок MOSPRIME. А в связи с малой исторической репрезентативностью индикатора кривой MOSPRIME на сроке шесть месяцев на первоначальном этапе было предложено ограничить срок индикатора РЕПО тремя месяцами. Для формирования котировок в соответствии с практикой европейского рынка предлагается выделить высококачественное обеспечение и ввести унифицированный подход к определению дисконтов для всех сроков кривой и ставок bid/offer.

Чтобы ограничить список обеспечения, рассматривались следующие подходы:

- выбрать только ОФЗ без ограничения по дюрации выпусков;
- выбрать только ОФЗ, ограничив дюрацию бумаг;
- выбрать только ОФЗ, отсеяв неликвидные выпуски, и периодически, раз в три месяца, пересматривать список, добавляя ликвидные выпуски и исключая неликвидные.

В ходе обсуждений необходимости и возможности запуска индикатора проект вызвал спорную реакцию рынка. Одни участники склонялись к тому, что рынок РЕПО является скорее вторичным инструментом управления банковской ликвидностью и индикаторы ставок РЕПО интереса не представляют в связи с отсутствием практического применения. Другие приводили следующие аргументы: в силу того, что многие игроки рынка финансируют свои позиции в ценных бумагах через операции РЕПО, уровни ставок РЕПО являются важными, а иногда и определяющими в принятии инвестиционного решения. Поэтому наличие индикаторов создаст большую прозрачность. Кроме того, индикатор рынка РЕПО предоставит эффективный инструмент для ценообразования РЕПО с открытой датой — столь популярного (благодаря своему удобству) на западном рынке и не востребованного на рублевом рынке. Ведущие игроки рынка РЕПО обратили внимание на то, что с появлением относительно безрисковой кривой РЕПО появится эффективный инструмент оценки процентных рисков по операциям РЕПО, полезный как для торговых подразделений, так и для риск-менеджеров.

В настоящее время проект находится на стадии обсуждения деталей реализации.

«НОВЫЙ ИНДИКАТОР ПОЗВОЛИТ ПОВЫСИТЬ ПРОЗРАЧНОСТЬ ВНУТРЕННЕГО РЫНКА РЕПО И УВЕЛИЧИТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ АКТИВА-ОБЕСПЕЧЕНИЯ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ ПОТЕНЦИАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ»

КОММЕНТАРИЙ

Николай КАТОРЖНОВ,
начальник управления операций РЕПО, ФК «ОТКРЫТИЕ»

Любой рыночный индикатор несет прежде всего информативную функцию. На данный момент на денежном рынке основной является ставка MOSPRIME — индикатор рынка межбанковского кредитования. Он не всегда репрезентативен для рынка РЕПО. В то же время у другого индикатора, который рассчитывается биржей ММВБ на основании заключенных сделок, тоже имеется ряд недостатков: искажение за счет технических сделок, отсутствие биржевых сделок на срок длиннее недели, расчет на основе исторических данных.

Новый предлагаемый рынку индикатор будет рассчитываться на основе котировок, выставляемых крупнейшими участниками рынка (по аналогии с MOSPRIME). Соответственно, появится возможность получить рассчитываемый по понятным правилам индикатор стоимости денег в РЕПО на нужные рынку сроки (O/N, 1w, 1m, 3m, 6m). Кроме того, надеюсь, что будет введен механизм проверочных сделок, который исключит вероятность манипулирования ставкой. А такая вероятность существует: круг банков, выставляющих котировки, достаточно узок и отношения между ними в какой-то степени дружеские. Но так как в списке, помимо банков, исключительно размещающих средства, присутствуют банки, работающие в обе стороны, механизм проверочных сделок в этом отношении очень поможет. Ведь если размещающие банки захотят серьезно завысить ставку, у них есть риск получить денежные средства по высокой ставке на большой срок. То же самое можно сказать и о привлекающих банках, которые могут искусственно занижать ставки.

У нового инструмента может быть много областей применения: например, с его помощью можно определять политику фондирования в казначействах участников рынка или индикатор может использоваться в качестве плавающей ставки для заключения длинных сделок РЕПО.

Рынок во многом определяется основными участниками, которые, собственно, и формируют индикатор. Если они его примут, примет и рынок. Риск того, что у нас появится дополнительный, не очень нужный индикатор, не материален (это не приведет к убыткам кого-либо из участников). Зато есть шанс сделать рынок РЕПО, который имеет большие объемы и при этом является довольно непрозрачным, более понятным для участников.