В последний день зимы прошло очередное заседание Российского совета РЕПО, традиционно организуемое Национальной фондовой ассоциацией. На повестке дня стояло несколько вопросов — самые интересные из них касались запуска проекта РЕПО с корзиной ценных бумаг и возможного снижения дисконта по акциям на рынке РЕПО.

РЕПОртажная хроника

Алексей КАПУСКИН,
начальник отдела операций на открытых рынках, КБ «МИЛБАНК», член экспертного комитета НП «САПФИР», ACI Russia

Начнем с первого вопроса. Я думаю, ни для кого не секрет, что до 60% активов сейчас фактически «обездвижено» на счетах ЦБ. Более того, при текущей ситуации на денежном рынке в 2013 году можно прогнозировать увеличение этой доли с 60% до 75–80%, что достаточно критично для облигационного рынка. Последние несколько лет на рынке ликвидности в РФ преобладает Центральный банк России, который сменил роль «статиста» на роль «игрока» (причем сейчас достаточно активного). Проблемы с ликвидностью заставляют регулятора делать активные шаги в этом направлении, и в 2013 году российский рынок получает две совершенно новые услуги — РЕПО с Центральным контрагентом (ЦК) (старт предоставления услуги с февраля) и РЕПО с замещением (РЕПО с корзиной ценных бумаг).

На мой взгляд, было не совсем правильно запустить услугу РЕПО с ЦК до запуска РЕПО с замещением. Важно понимать, что РЕПО с ЦК — это механизм перераспределения средств. Центральный банк на этом рынке не присутствует, а значит, и не создает новой ликвидности. Честно говоря, выбор в качестве первых залогов ОФЗ не совсем понятен, поскольку они в большей доле сейчас заложены в ЦБ, так как по ним минимальные дисконты. Да, понятно, что с ними «было проще». Но ведь идея-то состояла в том, чтобы рынку было «хорошо», а не создателям инструмента проще.

При всем этом идея РЕПО с ЦК — правильная: анонимный стакан, где noname-компания/банк может привлечь/разместить средства у крупной компании/банка по рыночным ставкам. Думаю, многие сталкивались с такой ситуацией: ставки на междилерском РЕПО/МБК находятся на уровне 6–6.25%, однако когда более мелкая компания «заходит» к более крупной, то первая может привлечь деньги и второй по 7%, а разместить под 3.5%. Мотивация у крупных игроков простая: не нравится — не дадим/не возьмем. В такой ситуации РЕПО с ЦК — это выход. А для того чтобы услуга была более эффективной, с марта 2013 года на рынке появится «РЕПО с заменой обеспечения». Хотя, повторюсь, более правильным было бы организовать запуск в обратном порядке.

Что такое РЕПО с заменой обеспечения? Зачем эта услуга нужна? Прежде всего это новая технология, которая позволит более эффективно использовать обеспечение по сделкам. Единственный существенный минус — подача заявок через систему Bloomberg, которая установлена далеко не в каждом мелком и среднем банке. А приобретать систему только для использования услуги «РЕПО с заменой обеспечения» сомнительно — не понятны «косты». НРД понимает проблему и обещает, что вскоре услугу можно будет реализовать через любую торговую систему. В качестве «слуха»: следующая платформа — СПВБ, а затем и Московская биржа (хотя там будет дороже).

Другие очевидные преимущества услуги — заключение сделки РЕПО с корзиной ценных бумаг; замена ценных бумаг в сделке РЕПО; маржирование по пулу сделок; компенсационный взнос ценными бумагами.

Немного подробнее о «корзине ценных бумаг». Это набор ценных бумаг, с которыми могут заключаться сделки РЕПО (Ломбардный список ЦБ). Конкретные выпуски подбираются в сделку автоматически. В одну сделку РЕПО может попасть

несколько выпусков. Набор бумаг в сделке наполняется и изменяется автоматически (компенсационные взносы, замена бумаг в сделке), без изменения параметров сделки РЕПО. Участник может заменить любую бумагу в сделке неограниченное число раз без дополнительной платы.

Безусловно, введение «РЕПО с заменой обеспечения» будет существенным плюсом для рынка. Это может увеличить сроки РЕПО и положительно скажется на ситуации с ликвидностью. Возможно, рынок облигаций немного оживет. Революционных движений я не ожидаю, но вполне возможно, что в стаканах появится хоть какая-то жизнь.

Другую любопытную дискуссию на Российском совете РЕПО инициировал доклад руководителя отдела торговых операций на денежном рынке Sberbank CIB Дениса Козуба, посвященный кредитованию под залог акций и дисконтам по ним. По словам банкира, у Сбербанка есть крупные проекты по кредитованию компаний под акции. При этом текущие дисконты Центрального банка (порядка 35–55%) делают этот бизнес малодоходным. Снижение регулятором дисконтов по акциям могло бы решить эту проблему. «Поскольку Центральный банк законодательно не может принять на баланс акции, снижение дисконтов пока невозможно, — прокомментировал вопрос председатель Российского совета РЕПО Сергей Швецов. — Однако если Национальная фондовая ассоциация выступит с соответствующей инициативой, то для топ-15 акций снижение дисконтов вполне вероятно. Для этого нужно договориться с Московской биржей о создании индекса топ-15 акций, далее нужны будут некоторые законодательные инициативы по регламенту ЦБ и запрос от участников рынка».

На мой взгляд, вопрос снижения дисконтов двоякий. С одной стороны, «возвышенные» идеи крупных участников о повышении доходности кредитования акционерного капитала. С другой — более «приземленные», но, скорее всего, более насущные цели по увеличению количества «этажей» в пирамиде РЕПО. И пусть снижение дисконтов может быть рыночным драйвером роста цен — очень высока вероятность того, что мы можем в итоге получить очередной 2008 год и новый кризис на рынке РЕПО.

В конце февраля я провел небольшой опрос профучастников на ресурсе smart-lab.ru и получил следующие результаты: 54% опрошенных считают, что нельзя менять дисконты (риски слишком велики); 29% полагают, что можно снизить дисконты как на РЕПО с ЦБР, так и на междилерском РЕПО — это станет драйвером рынка. И 17% участников опроса убеждены, что необходимо снизить дисконт при РЕПО с ЦБР, а дисконт междилерского РЕПО оставить без изменений.

Вот один из самых точных, на мой взгляд, комментариев: «Текущие дисконты соответствуют рыночной ситуации, если сделать их меньше, то обязательно найдутся люди, которые захотят построить «многоэтажный дом»... Достаточно вспомнить 2008 год: «Адекта», Связь-Банк, банк «СОЮЗ» были главными пирамидостроителями. И когда Газпромбанк ушел с рынка РЕПО, у них сразу начались проблемы. После первых неисполнений по сделкам РЕПО контрагенты запаниковали и начали закрывать друг на друга лимиты, а это нанесло огромный урон по остальным, более мелким пирамидостроителям. В итоге компании, которым не исполнили сделки РЕПО, начали активно закрывать позиции, а так как переоценка по РЕПО идет каждый день (или раз в неделю, в зависимости от срока заключения сделки), а дисконт считается от цены закрытия предыдущего дня (обычно) или от бида в стакане (у некоторых), то многие начали испытывать проблемы с обеспечением, что усилило продажи...»

Сказанное выше означает, что лучше оставить все так, как есть, нежели находиться в постоянном ожидании того, что любая «сильная» новость может спровоцировать такой «снежный ком», от которого российский рынок РЕПО будет оправляться очень долго. И нет никакой гарантии, что доверие снова будет восстановлено.

Еще я хотел бы обратить внимание коллег на «Обзор денежного рынка» (Центральный банк), опубликованный в последнюю неделю февраля. Вообще, в последнее время ЦБР позиционирует себя как достаточно открытую структуру. Он публикует большое количество статистической информации, на основе которой достаточно легко прогнозировать состояние денежного рынка (рынка ликвидности) России. Каждый вторник (с декабря 2012 года) ЦБР выпускает прогноз факторов формирования ликвидности, что позволяет понимать, какие лимиты будут предложены регулятором на аукционах РЕПО, а значит, есть возможность спрогнозировать ставки и возможность арбитража.

Но вернемся к вопросу рисков на денежном рынке — ЦБР в своем обзоре проводит несколько стресс-тестов, дабы понять текущее состояние рынка. В результате стресс-теста с умеренным шоком (я бы рекомендовал более подробно изучить данный обзор) системный риск (риск возникновения массовых неплатежей) в четвертом квартале 2012 года незначительно повысился. В частности, объем неисполненных сделок вырос с 96.1 до 112 млрд руб., объем нехватки обеспечения — с 6.1 до 10.7 млрд руб. Однако абсолютные значения показателей не были высоки, таким образом, рынок междилерского РЕПО способен был выдержать однодневный шок на фондовом рынке.

Как и в третьем квартале 2012 года, наиболее подверженными шоку на фондовом рынке являлись сделки, обеспеченные акциями. Причиной была большая доля операций кредитования ценными бумагами в сделках РЕПО с акциями.

Аналогично результатам, полученным в третьем квартале, потери участников рынка при сценарии сильного шока оказались значительными: объем потенциально неисполненных сделок составил более половины объема всех сделок (234.4 млрд руб.), объем нехватки обеспечения — 28.5 млрд руб. Таким образом, в случае наступления кризисного периода сложившиеся на рынке междилерского РЕПО дисконты окажутся недостаточными. Во избежание существенных потерь при реализации подобного сценария участникам рынка РЕПО необходимо пересмотреть уровень дисконтов в сторону повышения и сократить масштабы принимаемого на себя рыночного риска.

Это является еще одним «кирпичиком в стене» против снижения дисконтов по акциям.

Резюмируя, я хотел бы отметить, что Центральный банк и Московская биржа двигаются в правильном направлении, создавая продукты, которые действительно востребованы сейчас. Конечно, есть проблемы в реализации, но главное — что-то делается. Рынок, безусловно, это примет и подстроится. Я настоятельно рекомендую участникам более внимательно относиться к рискам при осуществлении сделок РЕПО и по возможности подписывать генеральные соглашения, пользоваться репозитарием, поскольку второй кризис рынка РЕПО надолго закроет междилерский рынок и приведет к серьезным проблемам.