**Сергей ТИТОВ,**
заместитель директора
департамента рынка РЕПО
и депозитно–кредитных
операций, Московская Биржа

# кРЕПОсть рынка

Рынок РЕПО является важным сегментом российского денежного рынка, который позволяет участникам эффективно управлять своей ликвидностью. Несмотря на ограниченный доступ к внешним рынкам, российский рынок РЕПО развивается ускоренными темпами, особенно с участием Центрального контрагента, который выступает гарантом исполнения сделок.

В условиях нестабильности на финансовых рынках и периодически возникающих кризисов ликвидности особое внимание как участников, так и регулятора сосредоточено на рынке краткосрочного кредитования, который является главным индикатором изменения процентных ставок в экономике. Все большее значение в последнее время приобретает рынок РЕПО за счет своей универсальности, так как эти операции частично решают проблему недостатка или отсутствия взаимных «бланковых» лимитов участников денежного рынка, особенно в кризисные времена. Принимая во внимание тот факт, что операции РЕПО представляют собой вид обеспеченного кредитования, можно менее пристально оценивать финансовое положение контрагента по сделке, в отличие от ситуации с необеспеченным займом. Таким образом, снижается влияние кредитного риска контрагента, так как более важным становится риск эмитента ценной бумаги, выступающей объектом сделки РЕПО. Если риск эмитента ценной бумаги невысокий, то общий риск сделки снижается и участники могут совершать подобные операции более свободно, нежели необеспеченные. Это автоматически увеличивает объем и количество сделок между участниками и, как следствие, эффективность перераспределения ликвидности внутри рынка и скорость обращения денег в системе.

Структура российского рынка РЕПО имеет свои особенности: в отличие от международной практики, где биржевые операции РЕПО составляют лишь малую долю от всего объема сделок, в России подавляющее большинство всех сделок РЕПО заключается именно на бирже. Отчасти это происходит благодаря использованию Банком России данного инструмента для реализации денежно-кредитной политики. В то же время одним из важных факторов популярности биржевого РЕПО является удобство и доступность инструментов, арсенал которых постоянно обновляется и совершенствуется. Сейчас около 40% всех сделок РЕПО совершается между участниками рынка, а не с Банком России, и мы прогнозируем, что при благоприятной ситуации с ликвидностью и стабильными процент-

ными ставками эта доля будет расти, в том числе за счет повышения удобства и качества предоставляемых биржей услуг, а также реализации новых продуктов.

## РЕПО С КОРЗИНОЙ ЦЕННЫХ БУМАГ

В апреле прошлого года Группа «Московская Биржа» осуществила запуск продукта — внебиржевого РЕПО с Банком России с корзиной ценных бумаг. Популярность данного инструмента среди участников рынка подтвердила необходимость продолжения работы группы в этом направлении. До конца текущего года мы планируем осуществить запуск биржевой версии «корзины». Объединение преимуществ единого биржевого терминала и дополнительных возможностей по управлению обеспечением при заключении таких сделок не только позволит участникам эффективно управлять ликвидностью, но и придаст мобильность при замене обеспечения по сделкам. А в условиях тенденции к удлинению сроков РЕПО с Банком России это особенно актуально. Осталось решить некоторые технические вопросы. Например, у существующего биржевого прямого РЕПО с Банком России с одним выпуском, наряду с недостатком полной блокировки обеспечения по каждой сделке, есть некоторые преимущества: исключение вероятности исполнения маржинального требования по сделке за счет ценных бумаг из другого портфеля и простота внутреннего учета таких single stock-сделок. Поэтому в ближайшее время перед нами стоит задача доработки механизма «РЕПО с корзиной», чтобы предусмотреть возможность при необходимости заключать сделки с помощью данного инструмента и на условиях single stock. По нашим прогнозам, основанным на опросах участников рынка, после запуска данного продукта большинство операций с Банком России игроки будут проводить именно с помощью биржевого РЕПО с корзиной ценных бумаг.

## РЕПО С ЦК

Другим важным направлением развития инструментов денежного рынка является РЕПО с Центральным контрагентом (ЦК). Сокращение взаимных лимитов участников выявило острую необходимость рынка в создании продукта, помогающего снизить риски двусторонней междилерской сделки РЕПО. Поэтому особое место среди инструментов, имеющихся в распоряжении

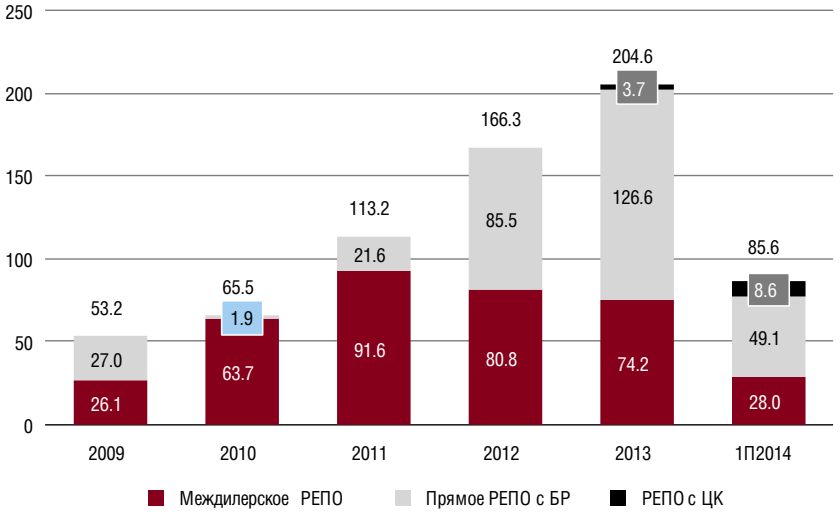
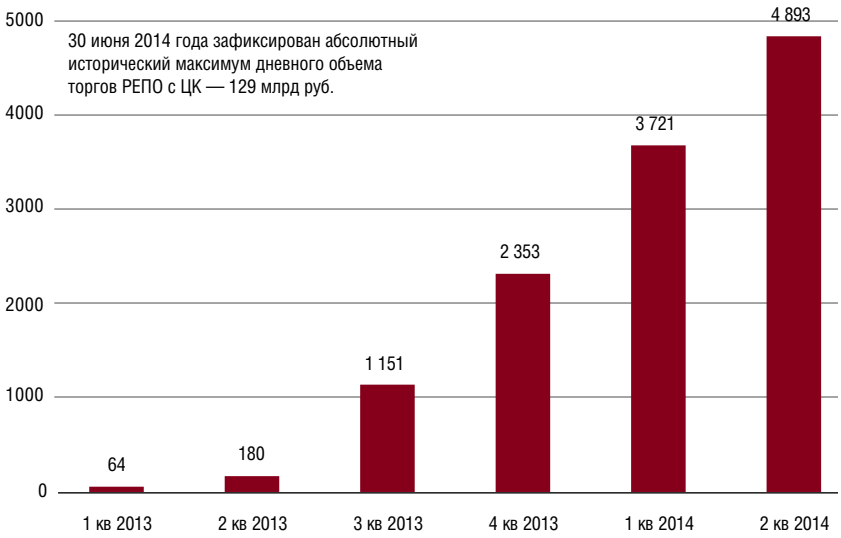



**Рисунок 1**
Операции РЕПО, трлн руб.

участников, теперь занимают сделки РЕПО с Центральным контрагентом, позволяющие эффективно управлять ликвидностью практически без ограничений по лимиту на контрагента. Однако и тут существуют определенные сложности для участников, связанные с резервированием некоторой доли активов. И хотя данное требование является не всегда удобным, все же это неотъемлемый атрибут системы риск-менеджмента Центрального контрагента и положительный эффект от использования РЕПО с ЦК очевиден. Помимо уменьшения кредитного риска заемщика и, как следствие, расширения списка возможных контрагентов по операциям РЕПО, другим несомненным преимуществом РЕПО с ЦК является снижение регуляторной нагрузки на собственный капитал участника рынка. После получения Национальным клиринговым центром (НКЦ) статуса квалифицированного Центрального контрагента для

**Рисунок 2**
Распределение объема торгов, %



российских банков при расчете норматива Н1 (достаточности капитала) кредитные требования, возникающие к квалифицированному ЦК, учитываются с коэффициентом риска в размере 5% вместо 20% при заключении сделок с другими банками или 100% — с небанковскими организациями.

С момента запуска в феврале 2013 года по июль 2014 года объемы торгов по РЕПО с ЦК показывают впечатляющую динамику. Сейчас около 1/3 объема торгов РЕПО (не учитывая РЕПО с Банком России) приходится именно на РЕПО с ЦК, и эта доля постоянно растет. На настоящий момент к РЕПО с ЦК подключены более 200 участников. В июне был зафиксирован очередной дневной рекорд — 129 млрд руб., а объем за месяц вплотную приблизился к 2 трлн руб.

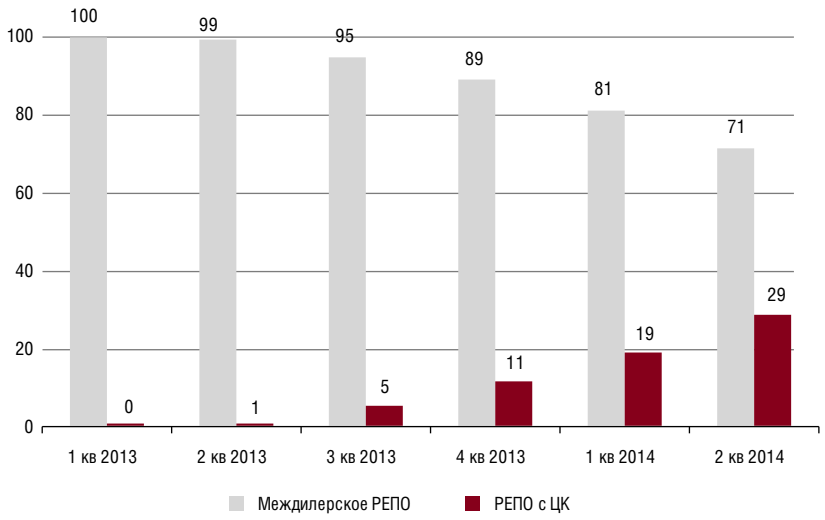
Триггером этого стали как вышеупомянутые преимущества данного инструмента, так и постоянное его совершенствование в ответ на запросы участников: 24 апреля 2014 года в список инструментов, доступных для РЕПО с ЦК с частичным обеспечением, были допущены дополнительно пять облигаций корпоративных эмитентов, а с 9 июня 2014 года в режим торгов «РЕПО с ЦК — Безадресные заявки» были допущены к заключению сделок 27 выпусков акций, ранее торгуемых только в адресном режиме. Кроме того, продлено время торгов РЕПО с ЦК до 18:00 для безадресного режима и до 19:00 — для адресного. Также была модернизирована методика оценки рисков по облигациям при заключении сделок РЕПО с ЦК, что позволило снизить дисконты и повысить лимиты концентрации по многим корпоративным облигациям, торгующимся в данных режимах. До конца года мы планируем включить еврооблигации в РЕПО с ЦК, что позволит расширить возможности участников рынка по управлению ликвидностью, не увеличивая риски на контрагентов по сделкам.

Технология заключения сделок РЕПО с ЦК не отличается от проведения стандартных операций междилерского РЕПО. Удобнее всего, если ценные бумаги и денежные средства находятся на счетах обеспечения НКЦ фондового рынка. Но и в других случаях заключение сделок тоже возможно. Основной используемый код расчетов — Y0/Y1, в соответствии с которым расчеты по первой части сделки пройдут в ближайшую клиринговую сессию, а расчеты по второй части — в первую клиринговую сессию следующего рабочего дня. Однако участники могут исполнить обязательства по адресной сделке РЕПО с ЦК и до клиринга. Для этого нужно подать контрагенту соответствующий отчет на исполнение, а контрагент должен его принять. Таким образом, у участников имеется возможность произвести расчеты по заключенной адресной сделке в любое удобное время. Обязательства и требования по всем адресным и безадресным сделкам РЕПО с ЦК неттируются с требованиями и обязательствами по всем сделкам «Т+», что достаточно удобно. В долгосрочной перспективе участникам будет предоставлена возможность проведения неттинга по всем видам биржевого РЕПО для минимизации требуемого обеспечения при проведении расчетов.

Создание безадресной торговли РЕПО с ЦК позволило рынку РЕПО стать более прозрачным и эффективным. Но вместе с прозрачностью и информированностью участников о текущем уровне ставок на рынок неизбежно приходят как дополнительный спекулятивный интерес, так и панические настроения в случае негативного развития ситуации. Появляется эффект резонанса: участник видит в стакане отрицательные ставки по какой-нибудь бумаге, после чего у него появляется желание или в максимально короткие сроки пролонгировать свою позицию, если она у него есть, или попытаться каким-либо образом извлечь прибыль из дисбаланса. И однонаправленные действия таких участников могут еще больше усугубить ситуацию. В этих условиях ставки даже по самым ликвидным ценным бумагам могут в некоторый момент времени отличаться от среднерыночных. От некото-

ОКОЛО 40% ВСЕХ СДЕЛОК РЕПО СОВЕРШАЕТСЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ РЫНКА, А НЕ С БАНКОМ РОССИИ

**Рисунок 3**
**Объем РЕПО с ЦК, млрд руб.**



рых участников рынка поступали предложения ограничить как возможные ставки в стаканах, так и штрафные ставки, применяемые НКЦ для роллирования позиций участников, не исполнивших свои обязательства перед Центральным контрагентом. Технически это возможно. Но возникает вопрос, насколько рыночными являются такие искусственные ограничения? Другая часть игроков рынка высказываются резко против подобных действий, ведь уровень ставок показывает реальное соотношение спроса и предложения на рынке, и установление ограничительного уровня цен может привести к исчезновению его прозрачности. Спрос не будет совпадать с предложением вблизи установленной границы ставок, и участники смогут в таком случае заключать между собой только адресные сделки. Вопрос действительно не однозначный.

## РЕПО С ДОЛЯМИ В ПУЛЕ

Помимо запуска сделок РЕПО с корзиной ценных бумаг, Московская Биржа планирует предложить участникам совершенно новый для российского рынка инструмент «РЕПО с долями в пуле». Такие операции позволят создать ликвидный рынок привлечения/размещения денежных средств под обеспечение через Центрального контрагента и на разные сроки, в том числе длиннее Overnight, а также рефинансировать полученные от ЦК доли в пуле в операциях РЕПО с Банком России. Кроме возможностей привлечения у ЦК и Банка России денежных средств под активы, внесенные в пул, участники смогут оптимизировать управление своим обеспечением как за счет оперативной замены активов в пуле, так и их использования по различным сделкам с ЦК на фондовом и других рынках без необходимости вносить или изымать активы.

## МЕЖДИЛЕРСКОЕ РЕПО

Не стоит забывать и про классическое междилерское РЕПО. Несмотря на существующие проблемы с лимитами на контрагентов, все же объем операций на данном рынке пока в два раза превышает обороты по РЕПО с ЦК. И хотя технологических новаций в данном сегменте немного, расширение списка доступных ценных бумаг для операций междилерского РЕПО — важная задача. В апреле 2014 года Московская Биржа допустила к операциям междилерского РЕПО в общей сложности 30 выпусков депозитарных расписок и 6 акций иностранных эмитентов, которые доступны только для операций РЕПО. На данный момент объем операций по этим инструментам составляет 15–20 млрд руб. в день. С 26 июня 2014 года к сделкам междилерского РЕПО были допущены 97 еврооблигаций, а 21 июля этот список пополнился еще 19 выпусками. Данное расширение списка доступных инструментов является актуальным для участников и позволяет находить дополнительные источники рефинансирования портфеля ценных бумаг.

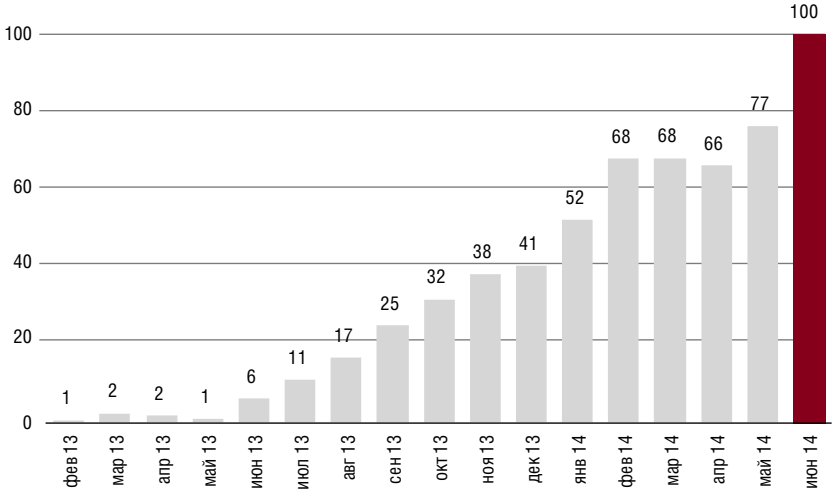



**Рисунок 4**
Среднедневной объем РЕПО с ЦК, млрд руб.

В целях унификации и упрощения порядка обработки сделок системами участников в режимах торгов междилерского РЕПО параметры всех заключаемых с 9 июня 2014 года сделок рассчитываются в том же порядке, что и по сделкам в режимах торгов РЕПО с Банком России. И хотя это изменение вызвало у некоторых участников сложности с соответствующими изменениями в системах внутреннего учета, в целом для рынка данная унификация расчета параметров сделок РЕПО является положительным изменением. Также 9 июня биржа предоставила возможность по согласованию с контрагентом отказа от исполнения первых частей сделок междилерского РЕПО, заключенных с кодами расчетов S0, S1 и S2, что позволит участникам сократить издержки при заключении ошибочных сделок. При запросе на отмену сделки можно указать размер компенсации контрагенту за отказ от исполнения, и в случае его подтверждения автоматически происходят соответствующие расчеты между участниками. Как показала практика, данная функция пользуется спросом. Российский рынок РЕПО постоянно развивается, и Московская Биржа будет продолжать совершенствовать его инфраструктуру, отвечая запросам участников.

СОЗДАНИЕ БЕЗАДРЕСНОЙ ТОРГОВЛИ РЕПО С ЦК ПОЗВОЛИЛО РЫНКУ РЕПО СТАТЬ БОЛЕЕ ПРОЗРАЧНЫМ И ЭФФЕКТИВНЫМ