Игорь МАРИЧ,
управляющий директор по денежному рынку, Московская биржа

Центростремительный денежный рынок

За последние два года РЕПО с центральным контрагентом (ЦК) стало ключевым сегментом российского денежного рынка, принципиально поменяв подход к операциям на нем и обогатив участников рынка новыми инструментами и возможностями. Важно, что в этот раз инфраструктурные изменения оказались как нельзя кстати, смягчив негативный эффект от ухудшения рыночной ситуации. Несмотря на успех первых двух лет существования и реализованные многочисленные новации, РЕПО с ЦК не остановился в своем развитии. Можно сказать, что все еще только начинается.

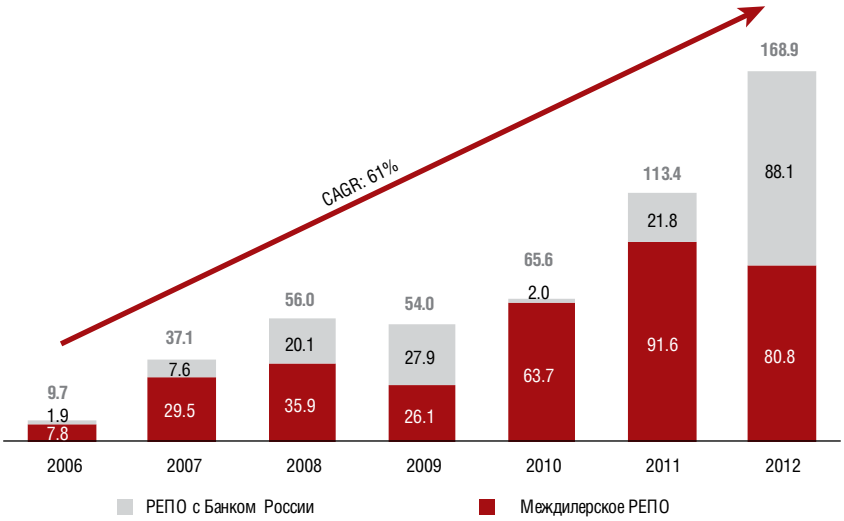
Денежный рынок традиционно является образцом внебиржевого «неорганизованного» рынка. В России он полностью подтверждал эту характеристику: ликвидность между участниками перераспределялась в основном посредством операций межбанковского кредитования, осуществляемых без обеспечения в рамках двусторонних лимитов контрагентов.

Во второй половине 90-х в русле тенденций международного финансового рынка в России появились операции РЕПО, которые дополнили инструментарий денежного рынка, а также стали использоваться Банком России в операциях рефинансирования.

Однако настоящий расцвет российского рынка РЕПО начался в 2003–2004 годах, после появления первых нормативных актов, посвященных РЕПО (выпустил их Банк России), введения в действие соответствующих изменений в Налоговый кодекс РФ «под РЕПО», а также запуска технологических новаций для РЕПО на ММВБ.

Российский рынок РЕПО стал играть важную роль для российских банков и брокеров, позволяя им эффективно управлять ликвидностью как в деньгах, так и в бумагах. В условиях фактического отсутствия в России кредитования ценными бумагами (securities lending) операции РЕПО выполняли функцию не только инструмента привлечения/размещения денежных средств под обеспечение бумаг (cash-driven repo), но и позволяли занимать и предоставлять взаймы ценные бумаги (securities-driven repo).

Согласно исследованиям рынка, регулярно проводимым СРО НФА, российский рынок РЕПО формально являлся почти исключительно биржевым, так как подавляющее большинство сделок заключалось на



Источник: данные Московской биржи

Рисунок 1
График динамики рынка междилерского РЕПО и РЕПО с Банком России с 2006 по 2012 г., трлн руб.

РЫНОК РЕПО СТАЛ ИГРАТЬ ВАЖНУЮ РОЛЬ ДЛЯ РОССИЙСКИХ БАНКОВ И БРОКЕРОВ, ПОЗВОЛЯЯ ИМ ЭФФЕКТИВНО УПРАВЛЯТЬ ЛИКВИДНОСТЬЮ

ФБ ММВБ по биржевым правилам торгов, а далее рассчитывалось вместе с другими биржевыми сделками. В то же время заключение всех этих сделок фактически происходило вне биржи, где согласовывались их существенные условия, а сделки приносились контрагентами на биржу только для их «легитимизации» (биржевые правила торгов позволяют минимизировать договорную работу с контрагентами и предлагают удобный механизм разрешения споров), проведения по этим сделкам клиринга и расчетов. Кроме того, и это главное, сделки РЕПО заключались участниками рынка без гарантий исполнения обязательств со стороны биржевой инфраструктуры. Стороны принимали риск контрагента, действуя в рамках взаимных лимитов. Недостатки такой модели рынка (bilateral repo) в полной мере проявились в 2008–2009 годах, когда кризис на финансовом рынке спровоцировал массовое неисполнение обязательств по сделкам РЕПО, что вызвало закрытие участниками лимитов друг на друга и еще больше усугубило их проблемы с ликвидностью. Сложные цепочки РЕПО, при которых многие участники делали так называемый свич, привлекая денежные средства у одних контрагентов по РЕПО и передавая их другим под обеспечение одних и тех же бумаг, сильно затруднили работу Банка России по урегулированию кризиса ликвидности. С похожими проблемами, хотя и в меньшем масштабе, столкнулись и западные рынки, на которых как ответ на эти вызовы после 2008 года стало бурно развиваться РЕПО с ЦК.

В России кризис 2008 года также сформировал запрос на появление центрального контрагента на рынке РЕПО, однако на этом пути была одна очень существенная сложность. В отличие от большинства других финансовых рынков все операции с ценными бумагами в России проводились либо с полным предварительным резервированием активов по сделке и расчетами Т+0, либо на двусторонней основе без гарантий исполнения обязательств (фактически внебиржевые сделки). Поскольку при проведении операций РЕПО основным риском является рыночный риск по бумагам, являющимся обеспечением, то запуск РЕПО с ЦК требовал появления полноценного центрального контрагента на волатильном российском рынке акций и облигаций, на котором в условиях безрискового Т+0 привыкли действовать сотни малокапитализированных участников. Такой центральный контрагент должен обладать достаточным капиталом и быть способен эффективно управлять рисками всего рынка. Очевидно, что центральный контрагент в условиях отсутствия полного предварительного резервирования активов по сделкам обязан более строго подходить к оценке рисков на участников, так что появление РЕПО с ЦК означало трансформацию всего российского рынка ценных бумаг.

Таким образом, запуск РЕПО с ЦК требовал сочетания ряда факторов: готовности биржевой инфраструктуры, как организационной, так и технологической, поддержки регулятора, большой подготовительной работы с участниками рынка.

Все это удалось обеспечить к февралю 2013 года, когда на Московской бирже стартовало заключение сделок РЕПО с ОФЗ с центральным контрагентом, функции которого выполнял АКБ «Национальный клиринговый центр». Введение РЕПО с ЦК было не только важнейшим шагом на пути развития российского денежного рынка, но и заложило технологическую основу для перевода фондового рынка на Т+2, начавшегося в конце марта 2013 года.

«В НАЧАЛЕ СЛАВНЫХ ДЕЛ»

Рынок РЕПО с ЦК стартовал с Облигаций Федеральных Займов и далее с 50 наиболее ликвидных акций, сделки с которыми можно было заключать только на 1 день, с первой частью, исполняемой в дату заключения сделки, и второй частью — на следующий рабочий день. При этом с ОФЗ сделки можно было заключать как в адресном, так и в анонимном режиме (так называемом стакане), а с акциями — до поры до времени только в адресном режиме, так как появление анонимных торгов РЕПО с ЦК с акциями потребовало от брокеров

больше времени на адаптацию к нововведениям и осознания, что эти новации не идут во вред их клиентскому бизнесу.

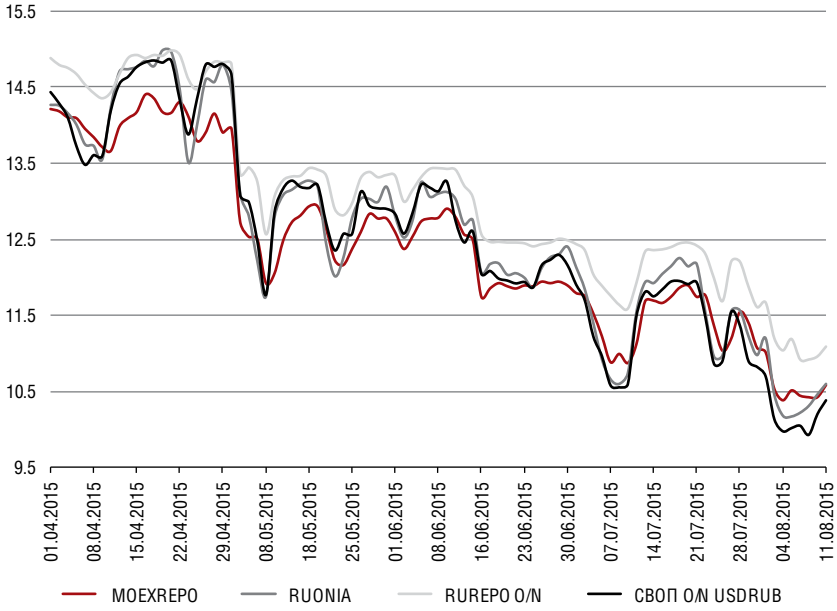
Старт РЕПО с ЦК и однодневного РЕПО с наиболее надежными (ОФЗ) и наиболее ликвидными (топ-50 акций) бумагами обеспечил постепенную адаптацию и биржи с центральным контрагентом, и участников рынка к новым технологиям и рискам.

Адресные сделки РЕПО с ЦК позволили перекладывать на центрального контрагента риски по заключенным двусторонним сделкам РЕПО, разгружая таким образом лимиты на контрагентов и высвобождая капитал. Особенно эффективным с точки зрения расчета банковских нормативов использование центрального контрагента в РЕПО стало после введения в действие регулирования Банка России для квалифицированных ЦК. Центральный контрагент, система управления рисками которого отвечает требованиям Банка России, признается квалифицированным ЦК, что дает его контрагентам, являющимся кредитными организациями, использовать при расчете нормативов вес 5% вместо 20%, применяемых по операциям с другими банками. АКБ «НКЦ» стал единственным на сегодняшний день российским квалифицированным центральным контрагентом.

Анонимные сделки РЕПО с ЦК к описанным выше преимуществам добавили возможность для участников рынка заключать сделку на более выгодных условиях за счет активной торговли за ставку в стакане. Стакан РЕПО с ЦК привнес абсолютно новую для денежного рынка предторговую прозрачность.

Таким образом, за счет отсутствия различий в кредитных рисках контрагентов и благодаря возможности заключать сделки в анонимном режиме, РЕПО с ЦК помогает определить справедливую стоимость денег и сформировать традиционно дефицитный индикатор процентных ставок, причем основанный на реальных сделках.

В декабре 2014 года стартовал новый индикатор денежного рынка — MOEXREPO, который рассчитывается на основании заключаемых сделок по инструменту РЕПО с ЦК. Значение индикатора ставки РЕПО рассчитывается два раза в день — в 12:30 и в 19:00 мск — как средневзвешенное значение по сделкам, заключенным по РЕПО с ЦК с ОФЗ со сроком «overnight» (MOEXREPO), существует также аналогичный индикатор на основе сделок с акциями (MOEXREPOEQ). Индекс предоставляет участникам объективную информацию о ставках денежного рынка.



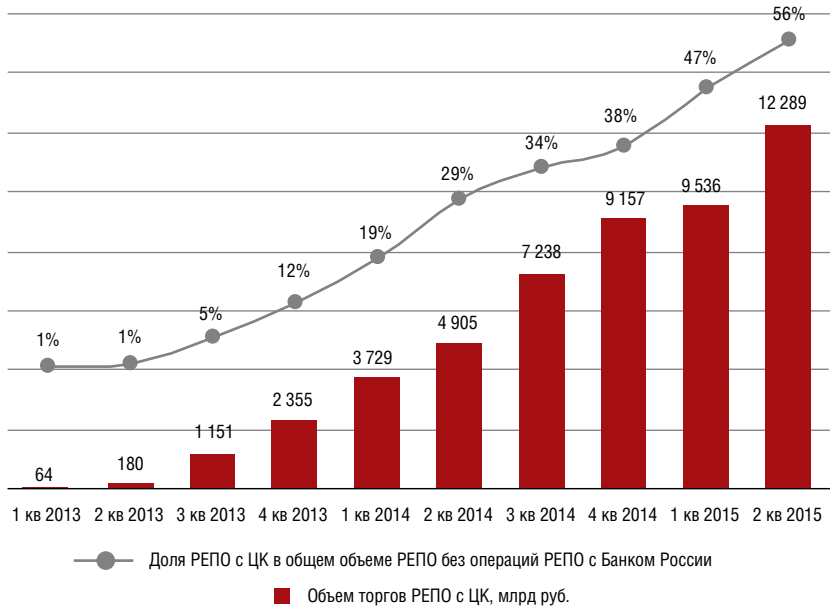
Источник: данные Московской биржи

Рисунок 2
Индикаторы денежного рынка, %

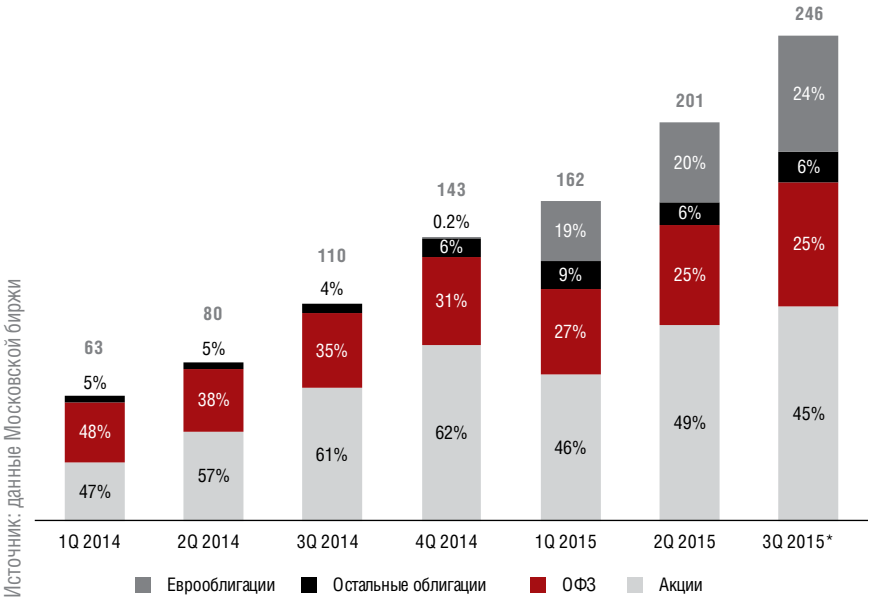
Благодаря очевидным преимуществам РЕПО с ЦК новый режим стал быстро развиваться.

Впоследствии был расширен список бумаг, принимаемых в обеспечение РЕПО с ЦК: добавились акции из топ-50 по ликвидности в безадресном режиме, корпоративные облигации, а в конце 2014 года — еврооблигации как в адресном, так и в безадресном режиме. Стало возможно заключение анонимных сделок РЕПО с ЦК, появились коды расчетов Т+1 для первой части РЕПО и Т+2 — для второй части РЕПО. Новые коды расчетов облегчили для участников управление позициями, сформированными по итогам заключения сделок на рынке акций после его перехода на Т+2, окончательно случившегося в сентябре 2013 года.

Рисунок 3
График динамики рынка РЕПО с ЦК



Источник: данные Московской биржи



*3Q 2015 — данные за период с 01.07.2015 по 12.08.2015

Рисунок 4
Среднедневной объем РЕПО с ЦК, млрд руб.

АДРЕСНЫЕ СДЕЛКИ РЕПО С ЦК ПОЗВОЛИЛИ ПЕРЕКЛАДЫВАТЬ НА ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА РИСКИ ПО ЗАКЛЮЧЕННЫМ ДВУСТОРОННИМ СДЕЛКАМ РЕПО

ЛЕТНИЙ «ALL INCLUSIVE»

С 1 июня 2015 года стало возможным проведение расчетов в РЕПО с ЦК за иностранную валюту, а также заключение рублевых сделок со сроком до 7 дней как в адресном, так и в безадресном режиме. Появление основных иностранных валют в расчетах по сделкам РЕПО с ЦК логично дополнило включение евробондов и иных иностранных бумаг в спектр обеспечения по сделкам РЕПО на бирже, а также расчеты в этих валютах по биржевым сделкам РЕПО без ЦК.

Возможность получить на внутреннем рынке фондирование под иностранные бумаги, в первую очередь еврооблигации, причем, естественно, не только в рублях, но и в долларах и в евро, стала чрезвычайно актуальна в результате ограничений доступа на внешний рынок, с которыми столкнулись ведущие российские финансовые институты. Особенно сложной ситуация выглядела в конце 2014-го и начале 2015 года. Российская инфраструктура финансового рынка сумела оперативно отреагировать на эти вызовы: в конце 2014 года были принципиально расширены возможности участников рынка заключать сделки РЕПО на бирже в валюте и под обеспечение иностранных ценных бумаг, в том числе состоялось включение еврооблигаций в РЕПО с ЦК. Появление же с июня 2015 года валютного РЕПО с ЦК предоставило банкам и профессиональным участникам финансового рынка новые возможности по привлечению и размещению валютной ликвидности вне рамок двусторонних лимитов и под гарантии центрального контрагента. В результате такие операции стали доступны большему числу участников, которых привлекают как условия размещения средств (ставки РЕПО с ЦК зачастую превышают ставки, которые могут предложить банки-корреспонденты на неснижаемый остаток по корреспондентскому счету, или ставки по операциям межбанковского кредитования), так и пониженная нагрузка на нормативы и капитал.

Удлинение на Московской бирже допустимых сроков сделок РЕПО с ЦК до 7 дней позволило многим участникам синхронизировать сроки договоров в этом сегменте с основным сроком предоставления ликвидности, используемым Банком России в операциях рублевого прямого РЕПО, что способствует более эффективному перераспределению ликвидности в финансовой системе.

Первые результаты проведения операций РЕПО с ЦК с расчетами в долларах США и евро, а также на сроки более одного дня подтвердили востребованность центрального контрагента на рынке РЕПО, а также заинтересованность участников в увеличении числа валют и сроков расчетов в данном сегменте. Суммарный оборот в РЕПО с ЦК за счет инноваций (удлинение сроков, расчеты в иностранной валюте, допуск еврооблигаций) в июле 2015 года составил 1629 млрд руб., что занимает 30% от общего оборота РЕПО с ЦК.

С учетом проявляемого отдельными участниками рынка интереса к развитию валютного РЕПО с ЦК биржа рассматривает возможность оптимизации временных регламентов для расчетов в существующих валютах, а также добавления расчетов в британских фунтах, швейцарских франках и китайских юанях.

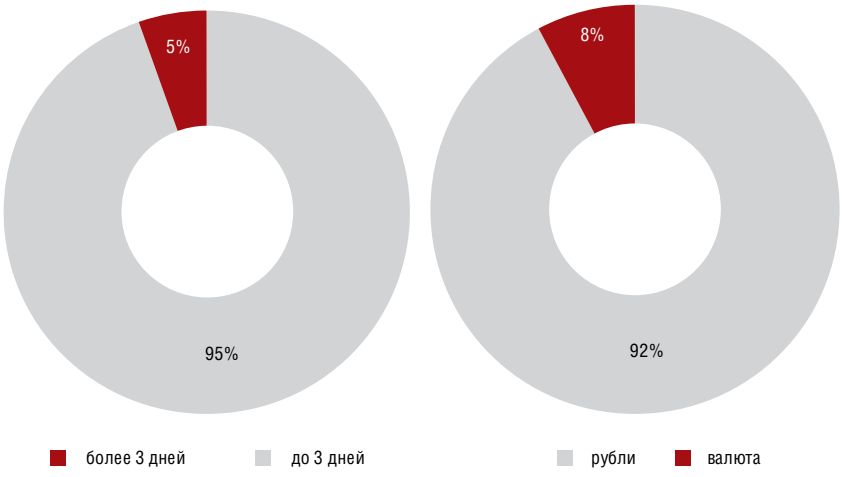
НОВЫЕ ГОРИЗОНТЫ

В июле 2015 года доля РЕПО с ЦК в общем объеме междилерского РЕПО (без участия Банка России) превысила 60%. Это примерно в 2 раза больше доли сделок с центральными контрагентами на европейском рынке РЕПО. Можно предположить, что период бурного роста объемов РЕПО с ЦК близок к своему завершению: какой-то переток из двусторонних сделок еще возможен, объемы также могут расти вместе с увеличением всего рынка, но полностью вытеснить двустороннее РЕПО центральный контрагент не сможет. Во-первых, заключение сделок без ЦК всегда будет оставаться дешевле, в первую очередь из-за отсутствия маржирования, являющегося краеугольным элементом системы управления рисками по

всем операциям с центральным контрагентом. Так что если взаимные лимиты позволяют, участники заключают и будут заключать сделки напрямую. Во-вторых, центральный контрагент работает не со всеми бумагами, поэтому сделки РЕПО с акциями и облигациями, не допущенными в РЕПО с ЦК, будут также заключаться в двустороннем режиме.

Тем не менее рынок РЕПО ожидают существенные перемены, которые скажутся на его структуре. Сегодня рынок РЕПО, как с центральным контрагентом, так и без него, представляет собой сочетание денежного рынка, на котором участники привлекают и размещают деньги под обеспечение бумаг (cash-driven repo), и рынка ценных бумаг, а точнее, сегмента кредитования ценными бумагами (securities lending, securities-driven repo). В последнем случае предметом сделки РЕПО являются не деньги, а конкретные ценные бумаги, которые покупатель по первой части РЕПО хочет взять взаймы для «короткой» продажи, и прочего РЕПО с такими «специальными» ценными бумагами из-за их востребованности заключается по ставкам ниже ставок денежного рынка. Подобная двойственная природа российского рынка РЕПО привносит в него дополнительную ликвидность, увеличивая вероятность заключения сделок между участниками, привлекающими деньги, и их контрагентами, ищущими бумаги. С другой стороны, эта же специфика и затрудняет использование рынка РЕПО для управления денежной ликвидностью, так как торговля идет «от бумаги», и по каждой бумаге фактически существует отдельный мини-рынок РЕПО. В результате рынок РЕПО с ЦК чрезвычайно фрагментирован и мало поддается стандартизации, необходимой для повышения его ликвидности и удлинения сроков.

В Европе широкое распространение, особенно после кризиса 2008 года, получило так называемое GC-repo, то есть РЕПО с «универсальным обеспечением» (general collateral), при котором кредитор предоставляет деньги не под конкретный выпуск бумаги, а под любой актив, отвечающий заранее установленным критериям, по которым активы объединяются в так называемые корзины. Таким образом, торгуется ставка по деньгам, размещаемым/привлекаемым на указанный в заявке срок в указанной сумме. Бумаги же при этом отбираются некоторыми назначенными сторонами по сделке агентом по управлению обеспечением, отвечающим за подбор конкретных бумаг, их соответствие установленным сторонами критериям, переоценку по рынку и иное. Кредитор по GC-repo



Данные за период с 01.07.2015 по 12.08.2015

Источник: данные Московской биржи

Рисунок 5
Структура РЕПО с ЦК

должен быть нечувствителен к получаемому в обеспечение выпуску бумаг, так как готов рассматривать полученные бумаги только как обеспечение и не использовать их в торговых операциях. К таким кредиторам, очевидно, относятся центральные банки, что сделало их одними из главных пользователей GC-repo.

Среди всех GC-продуктов по положительной динамике выделяется реализованный Deutsche Boerse GC-Pooling, сочетающий GC-repo с Центральным банком и РЕПО с центральным контрагентом. Основой продукта является корзина из примерно 9000 облигаций хорошего качества, принимаемых в обеспечение Центральным банком. Участники GC-Pooling могут заключать сделки с этой корзиной как с Центральным банком, так и с центральным контрагентом, а бумаги по этим сделкам подбираются депозитарием, выступающим агентом по управлению обеспечением, который обеспечивает: возможности повторного использования бумаг по другим сделкам в рамках GC-Pooling, неограниченного числа замен бумаг на другие бумаги из корзины для первоначального продавца бумаг (заемщика денег) и переоценку обеспечения с исполнением маржинальных требований. GC-Pooling позволяет эффективно привлекать деньги у Центрального банка, перераспределять их через РЕПО с ЦК и сохранять возможность использовать бумаги из обеспечения в торговых операциях.

В России «корзинное» РЕПО было реализовано почти одновременно с РЕПО с ЦК в 2013 году в форме РЕПО с Банком России с системой управления обеспечением (СУО), предоставляемой НРД. Возможность заключения сделок с корзиной, включающей весь Ломбардный список ЦБ РФ, вместо множества сделок с отдельными выпусками позволяла

НОВЫЙ ИНДИКАТОР ДЕНЕЖНОГО РЫНКА – MOEXREPO, РАССЧИТЫВАЕТСЯ НА ОСНОВАНИИ ЗАКЛЮЧАЕМЫХ СДЕЛОК ПО ИНСТРУМЕНТУ РЕПО С ЦК

ОБЪЕДИНЕНИЕ ПРЕИМУЩЕСТВ РЕПО С КОРЗИНОЙ С ЦБ И РЕПО С ЦК ПОЗВОЛИТ ПРИНЦИПИАЛЬНО УЛУЧШИТЬ ЦИРКУЛЯЦИЮ ДЕНЕГ В ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

снизить нагрузку на трейдеров и системы. Опция замены бумаг, переданных в обеспечение Банку России, стала чрезвычайно актуальной после удлинения сроков РЕПО с ЦБ и перехода последнего на недельные аукционы РЕПО вместо однодневных. В условиях волатильности рынка «морозить» бумагу в ЦБ даже на неделю участникам нежелательно.

Несмотря на очевидные достоинства РЕПО с СУО НРД, его доля в операциях РЕПО с Банком России по прошествии более двух лет с момента запуска операций остается менее 50%. В значительной степени это обусловлено оторванностью существующего РЕПО с СУО от основного денежного и фондового рынка с точки зрения используемых технологий и клирингового пула. Большая часть операций с акциями и облигациями, равно как и сделок РЕПО с ними, осуществляется с применением биржевых систем и включается в единый клиринг НКЦ.

Объединение преимуществ РЕПО с корзиной с ЦБ и РЕПО с ЦК позволит принципиально улучшить циркуляцию денег в финансовой системе и открыть новые возможности участникам рынка по управлению ликвидностью.

Простое копирование GC-Pooling в российских реалиях затруднительно из-за технологической сложности реализации множественных замен и повторных использований бумаг по сделкам между участниками и с ЦБ, а главное — из-за неоднородности российского GC.

Мы, к сожалению, можем только мечтать пока что о тысячах выпусков облигаций с одинаково высоким кредитным качеством. Ломбардный список ЦБ РФ значительно шире как списка бумаг, принимаемых НКЦ, так и аналогичных списков большинства российских кредиторов. Различаются и дисконты: если в GC-Pooling ЦБ и ЦК работают по одинаковым дисконтам, то у нас дисконты НКЦ в основном существенно консервативнее дисконтов Банка России.

По итогам тщательной проработки вопроса возникло инновационное решение — упаковать обеспечение не просто в корзину, а в новую ценную бумагу, выпускаемую клиринговой организацией. Такая ценная бумага получила название Клиринговый Сертификат Участия (КСУ). Ее появление потребовало внесения изменений в ряд федеральных законов, включая федеральные законы «О клиринге и клиринговой деятельности», «О рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах», «О валютном регулировании и валютном контроле», «Об исполнительном производстве» и прочие. Летом 2015 года эти поправки были приняты Госдумой РФ. На повестке принятие до конца года необходимых изменений в НК РФ и подзаконных нормативных актов, что позволит дать жизнь КСУ.

Предполагается, что КСУ будут выдаваться НКЦ в обмен на внесение участниками клиринга и их клиентами активов, принимаемых в соответствующий имущественный пул, на соответствующие клиринговые счета (денежные и депо) в НРД.

Владельцы внесенных в пул активов сохранят все права на эти активы, смогут их неограниченно менять на иные активы, принимаемые в данный пул, и использовать для поставки по биржевым сделкам. Полученные в обмен на активы КСУ предлагается использовать в качестве обеспечения по сделкам РЕПО с ЦК и сделкам РЕПО с ЦБ.

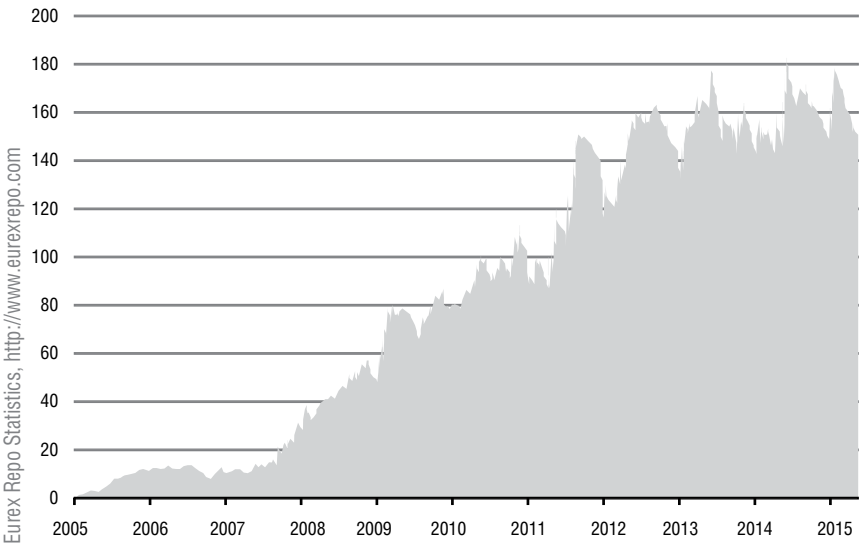
При принятии активов в пул их рыночная стоимость в целях определения количества выдаваемых КСУ будет дисконтироваться по риск-параметрам НКЦ, который будет в дальнейшем проводить регулярный mark-to-market пула, выставление маржинальных требований по нему и осуществлять дефолт-менеджмент.

В имущественные пулы будут приниматься только допускаемые НКЦ в качестве обеспечения бумаги и валюта, а также рубли.

Пулов, а соответственно и выпусков КСУ, может быть несколько с учетом аппетитов участников рынка к принятию рисков на тот или иной тип обеспечения, а также необходимости обеспечить достаточную однородность бумаг в пуле.

В то же время количество пулов должно быть минимально во избежание размывания ликвидности. По любому КСУ

Рисунок 6
GC Pooling Market outslanding volume, март 2005-го — июнь 2015 г., млрд евро



участник берет риск НКЦ, так как КСУ предоставляет его владельцу право на получение в обмен на КСУ внесенных этим владельцем в пул активов, а в случае дефолта клиринговой организации — право на получение денег в размере номинальной стоимости КСУ за счет ликвидации соответствующего пула.

Таким образом, владелец КСУ оказывается в максимально защищенном положении — его требования к ЦК обеспечены обособленным имуществом, невозможность наложения взыскания на которое по иным обязательствам клиринговой организации закреплена законом.

Секьюритизация обеспечения с помощью КСУ позволяет:

– принципиально улучшить функционирование денежного рынка за счет объединения преимуществ «корзинного» РЕПО и РЕПО с ЦК;

– повысить мобильность активов участников рынка при использовании их в качестве обеспечения по различным операциям и в торговле;

– запустить РЕПО с ЦК на более длинные, чем 1 неделя, сроки с возможностью обеспечить достаточную ликвидность в ключевых сроках и построить на основе полученных ставок новый индикатор денежного рынка, базирующийся на реальных сделках;

– решить проблемы, возникающие сейчас у контрагентов по сделкам РЕПО при осуществлении прав по бумагам, которые выступают обеспечением в период проведения по ним корпоративных действий.

Появление РЕПО с КСУ означает не только качественное развитие российского рынка РЕПО, но и создает предпосылки для интеграции различных сегментов денежного рынка (операции без обеспечения, под обеспечение бумаг, валюты).

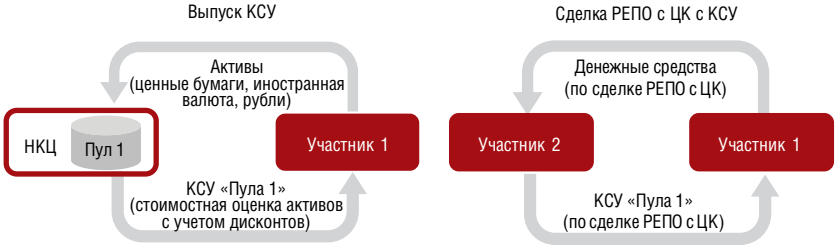


Рисунок 7
Структура выпуска КСУ. Сделка РЕПО с ЦК с КСУ

CBONDS
КРУГЛЫЙ СТОЛ

Текущие аспекты деятельности корпоративного казначейства на долговом и денежном рынках

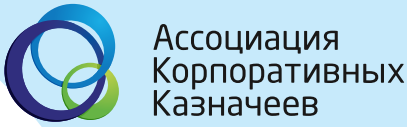
8 октября 2015 года, Москва, Новотель Москва Центр

Круглый стол Cbonds – уникальная коммуникационная площадка для обсуждения наиболее острых и актуальных вопросов долгового рынка России. В рамках программы нового круглого стола будут обсуждаться вопросы деятельности корпоративного казначейства на долговом и денежном рынках

Программа, спонсорство:
Карина Буянова
karina@cbonds.info,
Тел. +7 (812) 336-97-21 *121

Регистрация:
Юлия Усова
j.usova@cbonds.info,
Тел. +7 (812) 336-97-21 *104

Организаторы:



Генеральный спонсор:

Официальные партнеры:

Спонсоры:

Реклама

www.cbonds-congress.com