РЕПО с Центральным контрагентом: доступный и безопасный инструмент денежного рынка

Марк САВИЧЕНКО,
аналитик,
ИК «Иволга Капитал»

Деньги и их эквивалентны — необходимая часть инвестиционного портфеля. Так, исследование World Wealth Report 2020 оценивает долю денег и эквивалентов в портфелях HNWI инвесторов в среднем по миру в 25%. Особенно ценной денежная позиция становится во времена рыночных шоков. В период нестабильности почти всегда наблюдается резкий рост рыночных ставок, после которого они достаточно долго находятся на повышенных уровнях (Рисунок 1), что обеспечивает денежной позиции высокую доходность.

Депозит является самым простым и самым популярным инструментом денежного рынка

Свободная денежная позиция в период кризисов остается единственной ликвидной частью портфеля, благодаря которой можно проводить покупки или закрывать кассовые разрывы.

Наиболее популярные инструменты денежного рынка — банковские депозиты и ОФЗ с переменным купоном, а также фонды ликвидности (БПИФы денежного рынка).

Менее знаком (особенно розничному инвестору), но от того не менее привлекателен рынок сделок РЕПО с Центральным контрагентом, объединяющий в себе ряд преимуществ классических денежных инструментов.

Напротив, среди профессиональных участников рынка ценных бумаг (ИК «Иволга Капитал» не исключение) сделки РЕПО с ЦК — едва ли не самый популярный способ размещения свободных денег. Рынок РЕПО традиционно используется в первую очередь банками и брокерами. Именно в сделках РЕПО профессиональные участники размещают денежные средства своих клиентов, получая дополнительный доход. При этом с технической точки зрения доступ к данному рынку могут получить все физические и юридические лица, у которых есть брокерский счет.

Цель данной статьи — сравнить инструменты денежного рынка, показать преимущества и недостатки каждого инструмента, определить оптимальный инструмент для разных типов инвесторов.

Сейчас спектр инструментов денежного рынка, доступный как профессиональным участникам рынка, так и частным инвесторам, выглядит следующим образом: банковские депозиты, БПИФЫ денежного рынка, ОФЗ ПК, сделки РЕПО.

Для сравнения сначала необходимо дать краткую характеристику и указать доходность каждого инструмента.

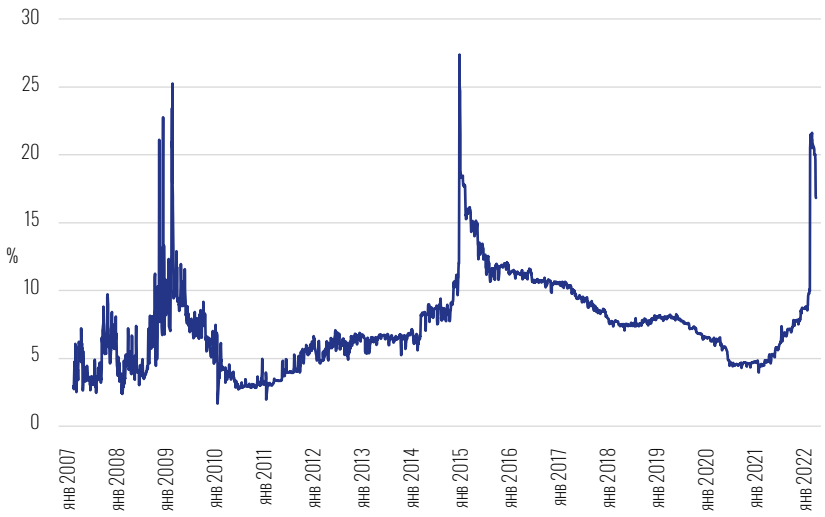


Рисунок 1
Значение однодневной ставки MOSPRIME

Источник: Cbonds

ДЕПОЗИТ

Депозит является самым простым и самым популярным инструментом денежного рынка. Если бы не крайне высокая популярность данного инструмента, мы бы не стали включать его в сравнение из-за не совсем подходящего профиля инструмента. Основной характеристикой банковских депозитов является предсказуемость их доходности.

Посчитать агрегированную доходность банковских депозитов достаточно сложно ввиду их многообразия и отличия вариантов как по ставкам, так и по срочности. На графике представлена доходность ежеквартальных депозитов по максимальным ставкам топ-10 банков (данные ЦБ) в сравнении с доходностью индекса РЕПО с ЦК с залогом в виде ОФЗ. Мы видим, что практически на всем промежутке наблюдения доходность сделок РЕПО с ЦК оказывается выше, чем у агрегированных депозитов (Рисунок 2).

ФОНДЫ ЛИКВИДНОСТИ

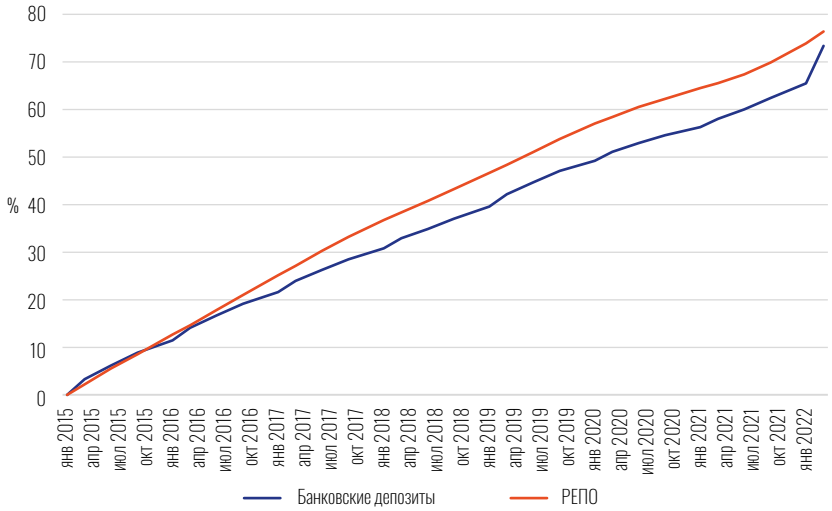
В последние несколько лет на рынке появилось несколько БПИФов денежного рынка. Данные фонды для получения доходности размещают средства в сделки РЕПО, что обеспечивает им постоянный и стабильный рост. Фонды денежного рынка хоть и незначительно, но проигрывают РЕПО с ЦК по доходности (Рисунки 3 и 4).

ОФЗ-ПК

ОФЗ-ПК — это классические флоатеры, доходность по которым привязана к ставке RUONIA и может быть близка к денежному рынку. Впрочем, отсутствие ежедневного реинвестирования негативно сказывается на доходности. Размер купона по всем новым выпускам ОФЗ-ПК рассчитывается как среднее арифметическое значение ставок RUONIA за период, начинающийся за 7 дней до даты начала купонного периода и заканчивающийся за 7 дней до даты окончания купонного периода.

Рисунок 2
Сравнение доходности банковских депозитов и однодневного РЕПО

Источник: ЦБ, Cbonds. Расчеты автора



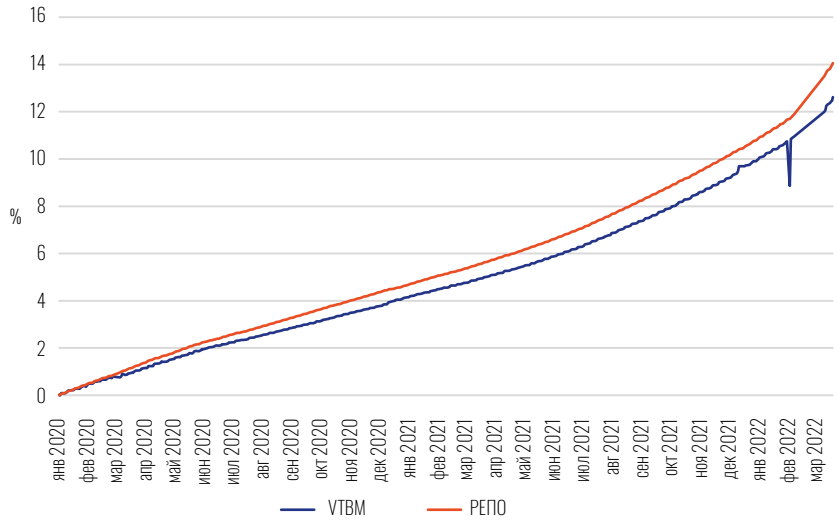


Рисунок 3
Сравнение доходности однодневного РЕПО и фонда VTBM

Источник: Cbonds. Расчеты автора

РЕПО С ЦК

РЕПО с ЦК (РЦК) — это сделки, заключаемые на один день (есть РЕПО и на более долгий срок, но мы отдаем предпочтение однодневным сделкам), по которым одна сторона покупает ценные бумаги с обязательным условием продать их обратно по заранее определенной цене, обеспечивающей фиксированную доходность. Стороной по сделкам РЕПО с ЦК и гарантом исполнения обязательств является Национальный клиринговый центр (НКЦ). Фактически сделка РЕПО с ЦК — это размещение денежных средств овернайт по фиксированной ставке, под залог ценных бумаг и гарантию НКЦ.

Доходность индекса, отражающего средневзвешенные ставки РЕПО с ЦК с облигациями в залоге, представлена на Рисунках 5 и 6.

Перед качественным сравнением представленных инструментов необходимо определиться, чего именно мы ждем от инструментов денежного рынка. Наша точка зрения заключается в том, что основная задача инструмента денежного рынка — максимально возможная ликвидность и наибольшая надежность. Это самая консервативная часть портфеля, поэтому мы должны требовать от нее как можно меньшей неопределенности и попытаться исключить все возможные риски.

НАДЕЖНОСТЬ И РИСКИ

Все представленные инструменты обладают сходным качеством надежности. Однако в силу ряда особенностей РЕПО с ЦК может занять первую строчку. Надежность РЦК обусловлена наличием Центрального контрагента с его гарантийными фондами (НКЦ имеет кредитный рейтинг от АКРА на уровне AAA(RU)). Дополнительно при размещении средств в РЕПО предполагается залог ценных бумаг: тут каждый участник рынка выбирает сам, какой залог он считает приемлемым. Основная доля РЕПО с ЦК проходит под залог ОФЗ, что обеспечивает риск, равный суверенному, при этом есть возможность использовать в качестве залога как субфедеральные, так и корпоративные облигации, а также

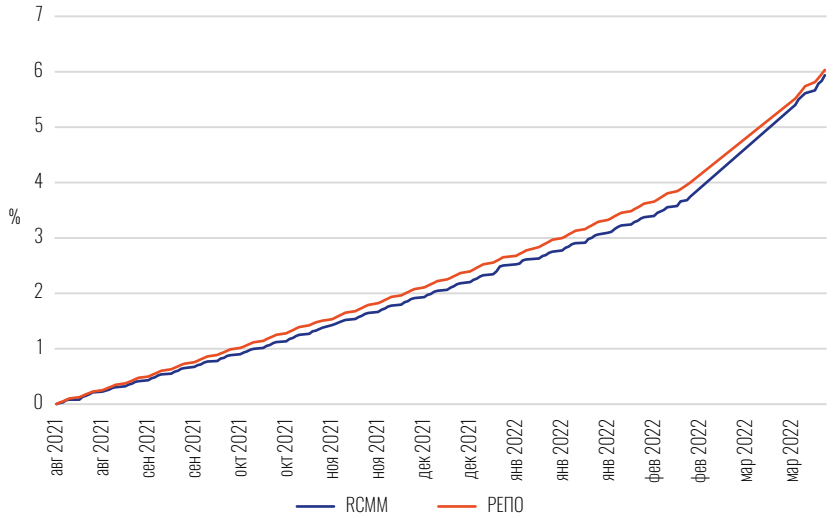


Рисунок 4
Сравнение доходности однодневного РЕПО и фонда RCMM

Источник: Cbonds. Расчеты автора

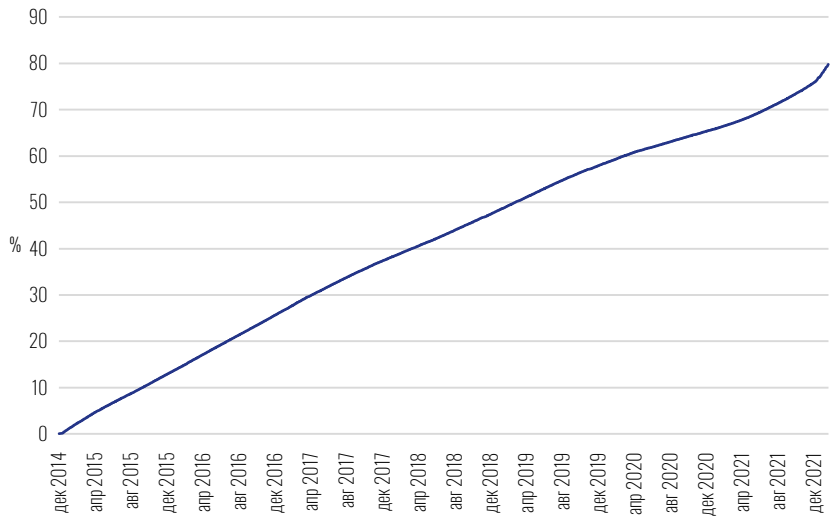


Рисунок 5
Доходность однодневного РЕПО
Источник: Cbonds. Расчеты автора

акции, что обеспечивает большую доходность при сохранении гарантий НКЦ.

Надежность фондов ликвидности аналогична, но имеет дополнительный источник риска в виде риска самой УК. Также недостатком фондов является их непрозрачность, внутри фонда всегда совершаются сделки РЕПО, но владелец ПИФа не может контролировать, какие бумаги берутся в залог, а следовательно, не контролирует, какое обеспечение он получит в случае реализации риска НКЦ. ОФЗ-ПК имеет риск надежности, равный суверенному.

При этом и ОФЗ-ПК, и фонды ликвидности имеют инфраструктурный риск, что особенно актуально после 25.02.2022. С 25 февраля до 29 марта торги на фондовой секции не проводились, на протяжении более чем месяца у пайщиков и владельцев ОФЗ не было возможности ни купить, ни продать данные инструменты. Подобный риск является маловероятным, но для инструмента денежного рынка, от которого требуется максимальная надежность, все равно очень значимым.

Банковские депозиты среди данных альтернатив имеют самую низкую надежность. Надежность данного инструмента в диапазоне до 1.4 млн можно сравнить с надежностью государственных обязательств, но все, что превышает данную сумму, зависит от надежности банка, в котором размещаются денежные средства. Основным недостатком банковских депозитов является низкая ликвидность, которая выражается в потере процентов при досрочном расторжении вклада. Безусловно, существуют депозиты с возможностью частичного снятия и пополнения, но ставки по таким депозитам значительно уступают ставкам денежного рынка.

ЛИКВИДНОСТЬ

Безоговорочным лидером по ликвидности будет РЦК, разместить сумму от 100 тыс. до нескольких млрд рублей можно одной сделкой, при этом выход обратно в деньги пройдет автоматически. Фонды ликвидности тоже могут вместить подобные суммы, но потребуется совершить несколько сделок

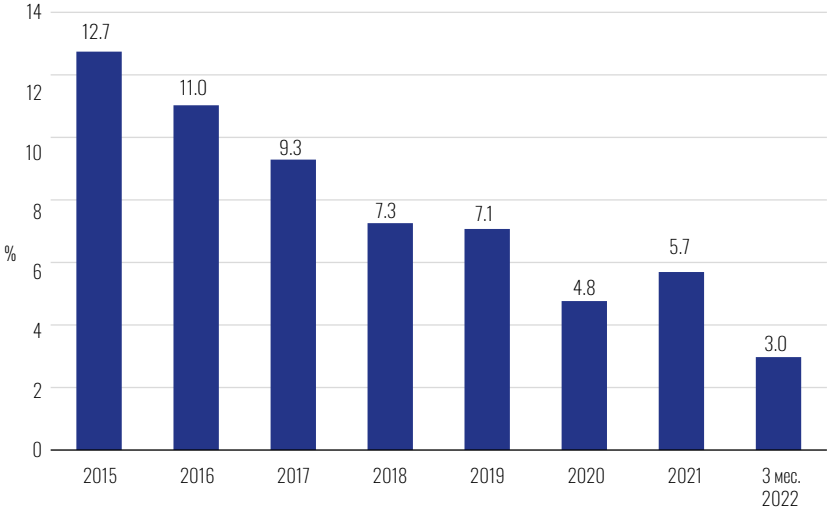


Рисунок 6
Годовая доходность однодневного РЕПО
Источник: Cbonds. Расчеты автора

внутри дня. При покупке БПИФов происходит покупка долей фонда, которые продает маркет-мейкер, а объем его сделки ограничен. Но для размещения нескольких десятков млн рублей ликвидности хватит с запасом в обоих инструментах.

С ОФЗ-ПК картина иная. Сейчас и 5 млн рублей могут стать проблемой, если я хочу купить и не поднять при этом цены, так как несмотря на значительный номинальный объем рынка ОФЗ-ПК большая часть бумаг хранится на балансах государственных банков, что кратно ограничивает ликвидность данного инструмента. Также не стоит забывать, что для вывода денег из ОФЗ и фондов ликвидности потребуется продажа активов, которая повлечет за собой дополнительные комиссионные издержки и издержки спреда.

СРОКИ ВЛОЖЕНИЙ И УДОБСТВО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ

РЦК не ограничено по срокам, доходность стабильна и не зависит от срока инвестирования. В случае РЕПО с ЦК целесообразно даже вложение на 1 день.

Более долгое вложение предполагается в фондах ликвидности. Размещать деньги на день там не получится. Во-первых, он торгуется в режиме Т+2. Если я в понедельник купил, во вторник продал, то вывести деньги можно не ранее четверга. Деньги «проработают» из этого срока только один день. И надо учесть обязательные издержки: 0.02% комиссия биржи (покупка/продажа) и около 0.01% спред. При однодневном размещении комиссия составит почти 11% годовых. При размещении на неделю — 1.5% годовых, на месяц — 0.36% годовых. Но если добавить комиссию брокера (в среднем 0.02% за сделку), то расходы станут такими: 25.5% / 3.64% / 0.84%. Из этого можно сделать вывод, что размещение менее чем на месяц лишено смысла.

В ОФЗ-ПК ситуация аналогична фондам ликвидности, но спред по ОФЗ может значительно превышать 0.01%. По удобству на длинных сроках инвестирования будет лидировать фонд. Весь доход, который получает фонд, автоматически реинвестируется. Инвестору надо только купить и продать БПИФ, но необходимо учитывать, что между продажей и получением денег пройдет не менее двух дней. Не сильно в данном отношении отличаются ОФЗ-ПК: раз в 3–6 месяцев при выплате купона необходимо решать, куда реинвестировать полученный купон, а между продажей и получением денег срок меньше — не менее 1 дня.

РЕПО с ЦК требует больше всего внимания. Размещать деньги в этом инструменте надо каждый день. Есть варианты и на более длинные сроки (можно сразу на 7 дней, например), но доходность более длинных сроков значительно уступает однодневному РЕПО.

ИЗДЕРЖКИ

Издержки сильно зависят от срока размещения для ОФЗ и фондов ликвидности. В РЕПО с ЦК они стабильны на любых сроках (биржевая комиссия 0.2% годовых + комиссия брокера). На длинных сроках наименьшими издержками обладает ОФЗ, но реинвестирование купона в ОФЗ будет не чаще, чем раз в квартал, а в РЕПО с ЦК реинвестирование происходит ежедневно, что особенно актуально в период повышенных ставок. И на годовом горизонте инвестор получит 1.5–2% прибавки от реинвестирования, что покроет издержки на брокерские и биржевые комиссии.

СОВМЕСТНОЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ С ДРУГИМИ БИРЖЕВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

ОФЗ и фонды ликвидности плохо сочетаются с торговлей другими инструментами. Нет возможности разместить рубли в данные инструменты на несколько дней и срочно изъять их при необходимости. Это отдельные, как минимум среднесрочные, позиции в портфеле. В РЕПО с ЦК есть возможность размещать свободный остаток на срок от одного дня. При этом за счет того, что деньги в РЕПО размещаются в режиме Т0, а остальные инструменты фондового рынка торгуются в режиме Т+, разместив деньги утром, можно в этот же день купить валюту, акции или облигации при достижении подходящих цен в интересующих инструментах.

ТАК КАКОЙ ИНСТРУМЕНТ ОПТИМАЛЬНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ?

Инвестор может предпочесть ОФЗ или фонды ликвидности, если планируется разместить деньги как минимум на квартал и если исключены обстоятельства, при которых средства потребуется срочно вывести и нет желания тратить даже несколько минут в день в обмен на незначительное снижение доходности. ОФЗ это будут или фонды — вопрос по большей части личных предпочтений. Но важно учитывать, что данные инструменты несут в себе инфраструктурные риски, а фонды ликвидности — дополнительно и риски УК.

РЕПО с ЦК будет интересно, если сроки размещения заранее неизвестны, если инвестор хочет получить максимальную доходность при максимальной прозрачности и если планируется покупать в портфель дополнительные инструменты. При этом РЕПО с ЦК предоставляет мгновенную ликвидность, минимально возможный риск и доходность, чуть превышающую альтернативные инструменты.

Основная задача инструмента денежного рынка — максимально возможная ликвидность и наибольшая надежность