Дмитрий Харлампиев,
ведущий аналитик
отдела макроэкономического анализа,
ОАО «Банк «Петрокоммерц»

Актуальный фактор РЕПО

МОЖНО СКАЗАТЬ, ЧТО НА ДАННОМ ЭТАПЕ РОССИЙСКИЙ ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК ДАЛЕК ОТ СТАБИЛЬНОГО СОСТОЯНИЯ И НАБЛЮДАЕМАЯ СИТУАЦИЯ КАК МИНИМУМ В КРАТКОСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВЕ МОЖЕТ ИЗМЕНИТЬСЯ ТОЛЬКО С НЕБОЛЬШОЙ ВЕРОЯТНОСТЬЮ.

Уместно выделить как объективные причины данного постулирования — предстоящие квартальные налоговые выплаты (до 550 млрд руб. в конце октября) и внешние погашения (порядка $44 млрд в 4 кв. 2008 года), — так и субъективные причины — продолжающийся отток капитала, резкую девальвацию рубля и «вялость» (в части продаж иностранной валюты) внутреннего валютного рынка. В условиях дефицита рублевой ликвидности, о наличии которого красноречиво свидетельствует ставка овернайт, поднявшаяся в сентябре выше ставки рефинансирования, возникает закономерное желание еще раз осмыслить особенности существующей в РФ системы рефинансирования банковского сектора, в структуре которой центральное место сейчас занимают операции прямого РЕПО с ЦБ РФ.

РЕПО КАК «ВАЛЮТНЫЙ» СУБСТИТУТ

Напомним, что на данном этапе эмиссия денежных средств в РФ осуществляется по двум основным каналам — «валютному» и «через рефинансирование». Причем первичной, несмотря на целенаправленные усилия денежных властей, ориентированные на совершенствование существующей системы рефинансирования, по-прежнему остается эмиссия валютная, то есть «свежие» рублевые средства должны появляться на рынке в результате финансирования ЦБ РФ

Дмитрий Харлампиев

В 2003 г. окончил экономический факультет СПбГУ, специальность «Экономическая теория». Дополнительное высшее образование: филологический факультет СПбГУ, переводчик в сфере профессиональных коммуникаций (английский язык).

2003–2006 гг. — аспирант, экономический факультет СПбГУ, специальность «Финансы, денежное обращение и кредит/экономическая теория». Тема диссертации: «Валютное содержание денежно-кредитной политики в условиях переходной экономики». 2003 г. — квалификационный аттестат ФСФР (Серия 1.0).

2003–2004 гг. — консультант отдела анализа финансовых рисков ОАО «Промышленно-строительный банк». 2004–2006 гг. — главный консультант управления рыночных рисков ОАО «Промышленно-строительный банк». 2006 г. — настоящее время — ведущий аналитик отдела макроэкономического анализа ОАО «Банк «Петрокоммерц».

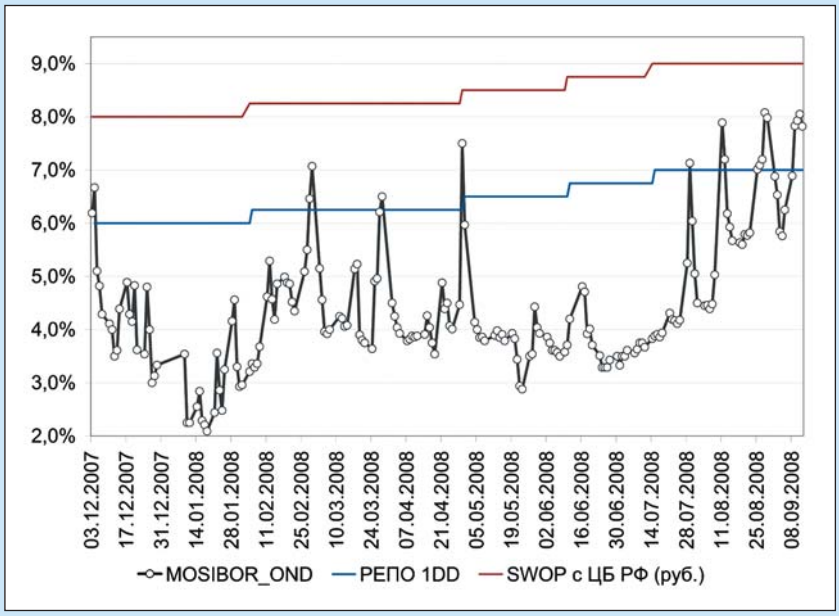
Профессиональные интересы: валютный и денежный рынки, технический анализ и эконометрическое моделирование, методики оценки рыночных рисков, международные валютно-финансовые отношения, валютная и денежно-кредитная политика в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, проблемы устойчивого экономического роста, мировые финансовые кризисы, направления совершенствования денежно-кредитной системы РФ.

Автор девяти научных публикаций по проблемам валютной и денежно-кредитной политики в переходных экономиках, развития банковского сектора РФ и российского денежного рынка.

собственных «чистых» покупок иностранной валюты на внутреннем рынке. Вторичной эмиссией можно назвать появление средств на рынке в результате заимствований кредитных организаций у денежных властей — рефинансирование у ЦБ РФ (операции прямого РЕПО, ломбардные кредиты, кредиты, обеспеченные нерыночными активами, и т.д.), привлечение средств Минфина и Фонда содействия развитию ЖКХ на еженедельных аукционах.

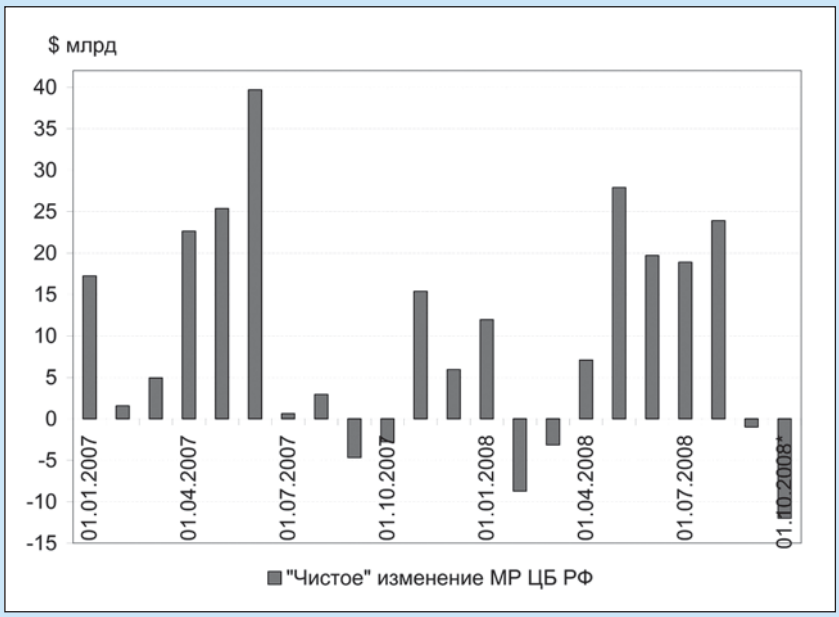
Важно отметить, что на данном этапе любой вид рефинансирования логично рассматривать как «аварийную» меру, по крайней мере, если сопоставить минимальную стоимость привлечения средств ЦБ и Минфина и ретроспективную динамику основных ценовых индикаторов внутреннего денежного рынка. Минимальные ставки рефинансирования ощутимо выше рыночных индикаторов сопоставимой срочности (см. График 1). Таким образом, можно заключить, что сам по себе рост спроса на инструменты рефинансирования, тем более такой масштабный, как сейчас, говорит о нестабильности денежного рынка, обусловленной «сжатием» внутреннего валютного рынка и ухудшением климата на финансовом рынке в целом.

График 1. Основные процентные ставки



Под «сжатием» в данном случае подразумевается сокращение объема продаж иностранной валюты и, как следствие, сокращение покупок регулятора — соответственно, и объема «валютной» эмиссии (см. График 2). Основная причина — закрытие иностранными инвесторами позиций по рублевым инструментам, отток капитала и девальвация рубля. Катализатором этих процессов стало начало вооруженного конфликта в Южной Осетии. Однако политический фактор — это, что стоит подчеркнуть еще раз, катализатор девальвации, так как примерно в схожей ситуации на фоне ухудшения конъюнктуры мирового финансового рынка находятся с начала августа текущего года практически все валюты развивающихся стран (индийская рупия, корейский вон, мексиканское песо, бразильский реал, турецкая лира и т.д.).

График 2. Объем «чистых»[1] покупок ЦБ РФ



[1] *«Чистая» покупка ЦБ РФ рассчитывается как изменение МР ЦБ РФ за период с учетом переоценки валют, в соответствии с примерной валютной структурой резервных активов, изменения цен еврооблигаций, предположительно входящих в портфель ЦБ, а также начисленного купонного дохода по этим бумагам.*

Источник: ЦБ РФ, Reuters, собственные расчеты АУ ОАО «Банк «Петрокоммерц»

«АВАРИЙНЫЙ» СИГНАЛ

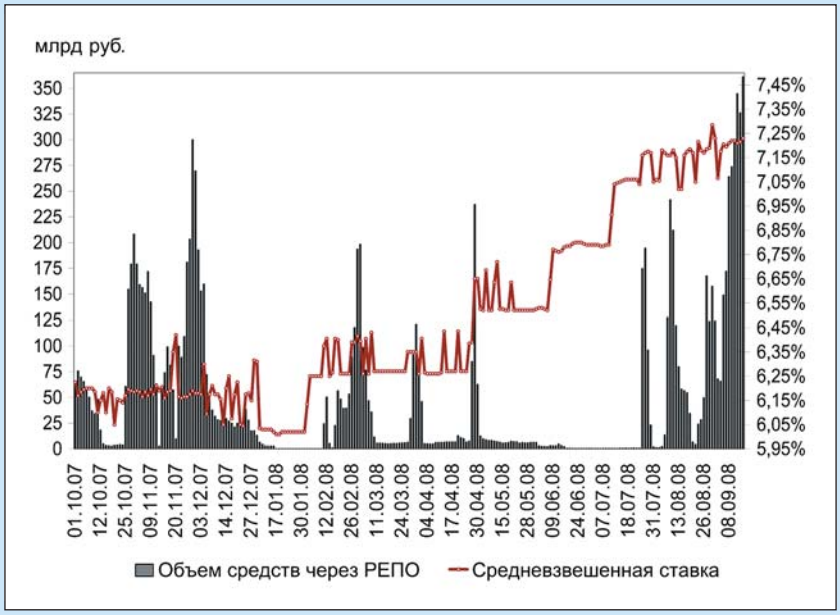
Соответственно, рост активности в сегменте прямого РЕПО с ЦБ РФ как основного канала «аварийного» краткосрочного рефинансирования, по сути, свидетельствует о сужении внутреннего денежного рынка РФ. Примечательно, что первой половине сентября был достигнут новый исторический максимум по объему указанных операций — 345 млрд руб., причем обновление рекорда было не последним.

Напомним, что сходная активность в сегменте прямого РЕПО наблюдалась в конце ноября 2007 года, объем операций достиг уровня 300 млрд руб. (см. График 3). Однако существует ряд отличий — «пик» прошедшего года пришелся на окончание налогового периода, который сопровождали значительные внешние погашения (в четвертом квартале 2007 года объем погашения внешнего долга, по оценке ЦБ РФ, составил $52.9 млрд) — на третий квартал текущего года приходятся более скромные

внешние выплаты — порядка $36.8 млрд, да и «налоговые даты» (с определенными оговорками, касающимися возврата банками в бюджет месяцем ранее привлеченных на депозиты средств) были еще, по большому счету, за линией горизонта.

Также в качестве еще одного важного отличия, говорящего скорее в пользу меньшей «драматичности» в период прошлогоднего всплеска РЕПО по сравнению с текущей осенью, укажем более активное «присутствие» ЦБ РФ в части покупок на валютном рынке (см. График 2), а также уверенный тренд на укрепление рубля к доллару США — 5.7% в августе-ноябре 2007 года (против девальвации на 10% в августе — середине сентября текущего года). Таким образом, наблюдаемое напряжение на российском денежном рынке представляется более серьезным и в меньшей степени объясняется «объективными» и эндогенными причинами.

График 3. Динамика рынка прямого РЕПО и средневзвешенной ставки прямого РЕПО



ПРЯМОЕ РЕПО И ИНФЛЯЦИОННОЕ ТАРГЕТИРОВАНИЕ

Известно, что ЦБ РФ, опять же в соответствии с «Основными направлениями единой государственной…», ставит перед собой достаточно амбициозную, но при этом оправданную с макроэкономической точки зрения задачу изменения существующего механизма эмиссии денежных средств в РФ в пользу снижения «валютной» составляющей и роста удельного вклада «чистого кредита бюджетной системы со стороны ЦБ РФ». Как отмечалось выше, на данном этапе имеет место «валютная» эмиссия рублевых средств, то есть предложение денег (в различных его ипостасях) формируется преимущественно за счет покупок ЦБ РФ иностранной валюты на внутреннем рынке.

Главные недостатки данной схемы — высокая степень зависимости динамики денежного предложения (а следовательно, и состояния денежного рынка) от поступления иностранной валюты в страну (по текущему счету и счету движения капитала), настроения продавцов (ведь норматив обязательной продажи валютной выручки давно и благополучно упразднен), также дополнительно может возникать проблема стерилизации вновь создаваемой ликвидности. Если объем предложения денег меняется в первую очередь за счет операций рефинансирования банковского сектора (к этому ЦБ РФ планирует прийти к 2011 году), увеличивается эластичность рыночных процентных ставок, что открывает возможность осуществлять столь «желанное» инфляционное таргетирование. При этом регулятор снимает с себя «курсовое бремя», то есть исчезает необходимость таргетировать уровень обменного курса, разрываясь между ориентирами по темпу инфляции и удовлетворением объема спроса на денежные средства.

Цель, очевидно благородная и благодарная, однако подразумевает определенные изменения в системе рефинансирования, а также снижение притока иностранной валюты в страну, так как в противном случае избыточный «навес» будет сохраняться (отвлечемся от текущей нестабильности и допустим, что финансовые рынки придут в норму). Относительно второго тезиса — это вполне возможно, так как наиболее стабильным, принимая во внимание относительно высокую волатильность чистого притока капитала, источником иностранной валюты являются компании-экспортеры, а согласно прогнозу того же ЦБ и МЭР сальдо счета текущих операций уже в 2010 году будет отрицательным. Если обратиться к первому тезису, то здесь необходим ряд пояснений, причем во многом они будут касаться как раз операций прямого РЕПО с ЦБ, так как на данном этапе это в общем-то основной канал рефинансирования банковской системы (см. Таблицу 1).

РАСШИРЕНИЕ «БАЗЫ» И «ЭЛАСТИЧНОЕ» РЕГУЛИРОВАНИЕ

Регулятор оценивает собственные текущие возможности по предоставлению ликвидности банковскому сектору через операции прямого РЕПО на уровне 1 трлн руб., кроме того, по оценке ЦБ, банки на данный момент располагают активами примерно на 2 трлн руб., под залог которых можно получить рефинансирования через «обеспеченные кредиты» ЦБ (но популярность данных операций из-за индивидуального оформления сделок и процедурных особенностей относительно невелика). Однако планы Банка России, касающиеся возможностей рефинансировать банковскую систему в рамках периода до 2011 года, в высшей степени оптимистичны.

По заявлению первого зампреда ЦБ РФ Алексея Улюкаева, регулятор должен быть готов к 2011 году предоставлять банкам ликвидность в объеме от 3 до 5 трлн руб. Причем, судя по всему, подразумевается в первую очередь канал РЕПО, так как даже с учетом возможных «смягчений» процедуры массовый характер рефинансирования через кредиты под залог «нерыночных активов» и поручительств вызывает сомнения как технически, так и с точки зрения экономической целесообразности.

Таблица 1. Количественные характеристики инструментов рефинансирования ЦБ РФ

млрд руб.	Кредиты овернайт	Ломбардные кредиты	Прочие кредиты	Объем прямого РЕПО с ЦБ РФ
2004	30.26	4.5	–	582.27
2005	30.79	1.4	–	1479.07
2006	47.02	6.1	–	2236.72
2007	133.3	24.2	32.8	7586.61
2008*	125.8	27.9	61.8	6866.12**

** по итогам 8 месяцев*
*** по итогам 9 месяцев*

Источник: ЦБ РФ, собственные расчеты/прогноз АУ ОАО «Банк «Петрокоммерц»

Таблица. 2 Структура обеспечения по операциям прямого РЕПО

млрд руб.	15.09.2008	30.12.2007	Изменение
ОБР	32.47	249.91	-217.44
ОФЗ	1007.57	1053.88	-46.31
Еврооблигации Минфина	764.91	839.05	-74.14
Всего	2647.43	2690.94	-43.51
Рублевый долг	1882.52	1851.89	30.63

Источник: ЦБ РФ, Rusbonds, собственные расчеты/прогноз АУ ОАО «Банк «Петрокоммерц»

Соответственно, механизмы прямого РЕПО будут развиваться и совершенствоваться как за счет включения новых выпусков в список обеспечения, так и за счет регулирования дисконтов. Тем не менее, учитывая текущий максимальный объем обеспечения и фактически доступные средства, можно предположить, что требуемое усиление удельного веса операций прямого РЕПО в процессе эмиссии денежных средств потребует существенного расширения долгового рынка РФ, так как по нашей оценке совокупный текущий объем базы обеспечения по РЕПО с учетом всех групп инструментов (включая государственные еврооблигации) составляет 2.65 трлн руб.

Принимая во внимание тот факт, что по заявлениям ЦБ его возможности в части рефинансирования через операции РЕПО составляют около 1 трлн руб., логично предположить, что для достижения лимита рефинансирования в 3–5 трлн руб. база обеспечения по РЕПО, оставляя часть на откуп «кредитным» каналам рефинансирования, должна увеличиться примерно в 2.5–3 раза к 2011 году. Задача столь быстрого и масштабного расширения российского долгового рынка, безусловно, трудновыполнима, однако, несмотря на умеренную вероятность ее реализации, сомнений не вызывает тезис о дальнейшем усилении значимости института прямого РЕПО с ЦБ РФ.

Соответственно, в среднесрочной перспективе объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ будут планомерно увеличиваться. Однако стоит напомнить, что с февраля текущего года минимальная ставка по данным операциям последовательно повышалась. В этой связи важно подчеркнуть, что помимо номинального увеличения базы РЕПО, принимая во внимание серьезность намерений ЦБ РФ существенно увеличить объем чистого кредита банковской системе, подобным образом изменив механизм эмиссии денежных средств, целесообразно будет реализовывать более «эластичную» стратегию управления ставками по операциям РЕПО в зависимости от текущий конъюнктуры денежного рынка и активности инфляционных процессов.