Антон Табах,
старший аналитик,
ИК «Тройка Диалог»

В центре ОСОБОГО внимания

В НАСТОЯЩИЙ МОМЕНТ РОССИЙСКИЙ РЫНОК ОПЕРАЦИЙ РЕПО ОКАЗАЛСЯ В ЦЕНТРЕ ВСЕОБЩЕГО ВНИМАНИЯ КАК В СИЛУ ЕГО ПРЕВРАЩЕНИЯ В ОСНОВНОЙ ИСТОЧНИК КРАТКОСРОЧНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ, ТАК И ИЗ-ЗА СКАНДАЛЬНОГО НЕИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ НА ЭТОМ РЫНКЕ РЯДОМ БАНКОВ. ПОСЛЕДНЕЕ ВЫЗВАЛО НАСТОЯЩУЮ ПАНИКУ СРЕДИ ФИНАНСИСТОВ 16–19 СЕНТЯБРЯ 2008 ГОДА. СЕЙЧАС СИТУАЦИЯ НЕСКОЛЬКО СТАБИЛИЗИРОВАЛАСЬ, И ЕСТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ОЦЕНИТЬ ПРИЧИНЫ, ПРИВЕДШИЕ К КРИЗИСНОМУ СОСТОЯНИЮ РЫНКА ОПЕРАЦИЙ РЕПО, ВОЗМОЖНЫЕ МЕРЫ ПО ПОДДЕРЖАНИЮ ЕГО НОРМАЛЬНОГО ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И ЕГО ДАЛЬНЕЙШИЕ ПЕРСПЕКТИВЫ.

Рынок РЕПО достаточно бурно развивался в России как в рамках выстраивания механизмов Банка России по рефинансированию банковской системы (преимущественно через операции однодневного РЕПО), так и в рамках рынка межбанковского кредитования. Банк России на регулярной основе публикует Ломбардный список, в который входят государственные и корпоративные облигации, принимаемые в залог. До последнего времени к этим облигациям предъявлялись достаточно жесткие требования по рейтингу, и в список не входят акции никаких компаний. При этом все облигации кроме государственных принимаются в залог с поправочным коэффициентом (так называемым haircut) в размере от 3% до 50% от номинала. Объемы заимствований, доступных конкретному банку, ограничены и зависят от его собственного капитала, в силу этого обстоятельства на рынке доминируют Сбербанк, ВТБ и ГПБ — в силу большой капитализации. Аукционы прямого РЕПО с Банком России проводятся ежедневно утром и (при необходимости) днем и вечером. С 1 сентября Банк России ввел понятие агрегированного лимита на заимствования на первой сессии РЕПО, что теоретически должно способствовать росту спроса и стоимости заимствований на второй и третьей «безлимитных» сессиях. Однако резкое ужесточение ситуации на рынке затмило потенциальный эффект данной меры.

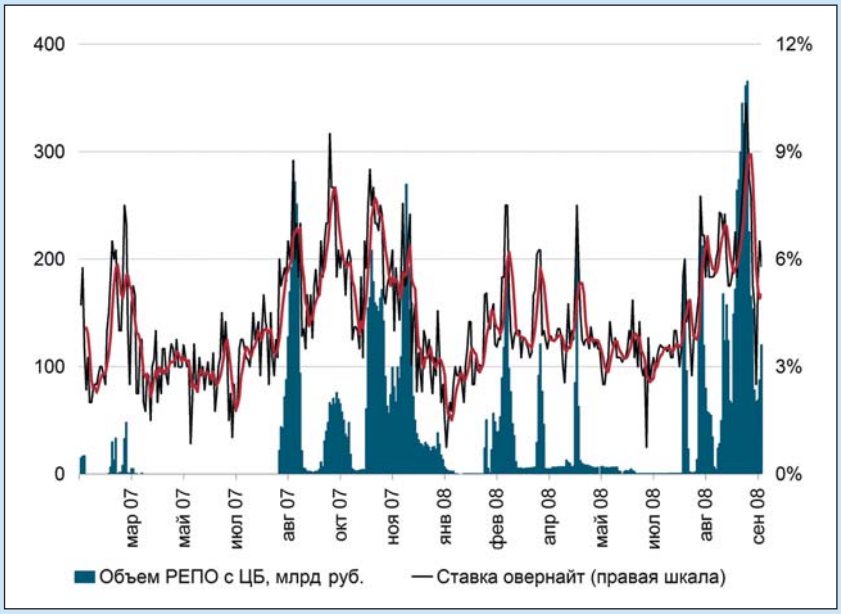
Межбанковский рынок РЕПО под залог ценных бумаг тоже достаточно бурно развивался в последние годы. На нем сложилась «трехзвенная система» с тремя крупнейшими госбанками, банками «первого круга» — примерно двумя десятками крупных московских и региональных банков, в том числе с зарубежным капиталом — и прочими банками. Имеющие более широкий доступ к ликвидности банки «первого круга» выступали в качестве кредиторов остальных банков в случае возникновения у них нужды в ликвидности. При этом в залог принимался более широкий список бумаг (облигаций, рейтингованных ниже требований ЦБ РФ, а также акций, в том числе не котируемых на рынке) с более низкими, чем у ЦБ РФ, поправочными коэффициентами. При доминировании однодневного РЕПО большой объем сделок приходился на сделки с более длительными сроками. Более того, банки и инвестиционные компании достаточно часто выступали посредниками для клиентов, закладывающих пакеты собственных акций или же бумаг, находящихся у них в собственности.

До середины 2007 года, то есть до начала глобального кризиса ликвидности, рынок РЕПО имел вспомогательное значение — источника пополнения краткосрочной ликвидности и замещения кассовых разрывов. Однако при снижении возможностей долгосрочных заимствований операции РЕПО стали крупным источником ликвидности для рынка ценных бумаг. В частности, облигации, внесенные в Ломбардный список ЦБ, размещались и торговались с доходностью в среднем на 30–50 б.п. ниже, чем сопоставимые по качеству и ликвидности инструменты, еще не внесенные в список. Более того, возникла проблема «технических» выпусков облигаций, когда крупные банки, облигации которых входят в Ломбардный список, выпускали идентичные по структуре облигации и обменивались ими друг с другом, после чего такие выпуски использовались в качестве залога в РЕПО с Банком России. По оценкам ИК «Тройка Диалог», с начала по август 2008 года таких «технических» выпусков под сделки РЕПО было выпущено на 76 млрд руб.

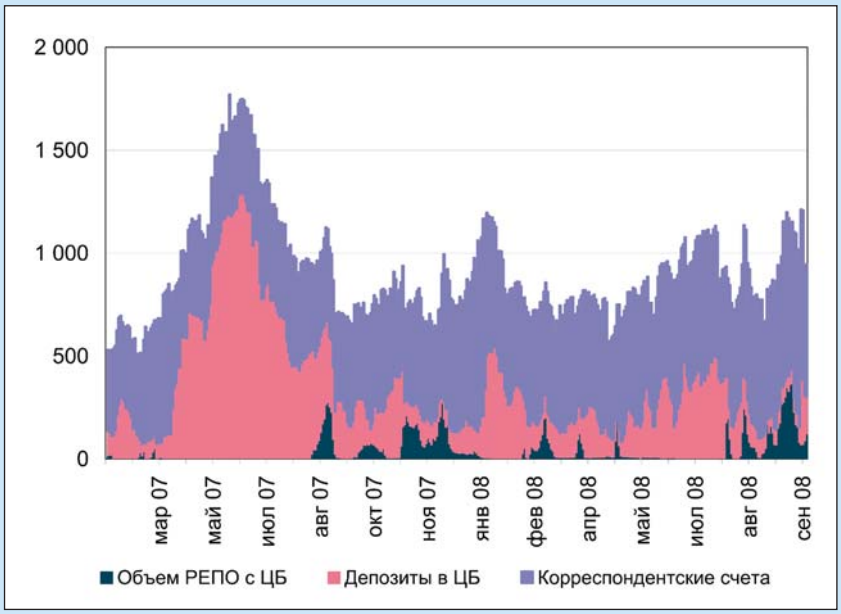
Другой проблемой, возникшей во время кризиса, стало снижение активности на рынке РЕПО крупнейших банков, несмотря на резкое увеличение значимости РЕПО для поддержания ликвидности. В результате банки стали более активно пользоваться сделками прямого РЕПО. Можно заметить резкие всплески активности в моменты обострения глобального кризиса (ноябрь 2007 года, январь-март, июль 2008 года) и роста ставок на межбанковском рынке в те же периоды. При этом ставка по операциям прямого РЕПО была увеличена с февраля по сентябрь на 100 б.п., что увеличило коридор движения ставки по краткосрочным межбанковским кредитам, для которой ставка ЦБ является естественным верхним ограничением.

С начала августа ставки на рынке РЕПО и объемы операций резко выросли, при этом падение стоимости залогов и ослабление капитальной базы банков привело к росту рисков, а следовательно, и к закрытию или уменьшению лимитов на банки. Начала возникать цепная реакция. Наконец, 16 сентября сообщения о неисполнении банком «КИТ Финанс» своих обязательств привели к массовому закрытию лимитов и цепной реакции. Банк России был вынужден пойти на крайние меры, снизив ставки и расширив кредитование. Правительство и Минфин расширили объемы и удлинили сроки беззалоговых депозитов Минфина, которые могут размещаться в 24 крупнейших банках. По распоряжению ФСФР, даже после закрытия ММВБ торги в режиме РЕПО проводились 17–18 сентября. На неделе, последовавшей за кризисом, постепенно снизились объемы операций и спрос на ликвидность, а также резко упали ставки на межбанковском рынке. Однако ситуация далека от нормальной, и уровень рисков существенно вырос.

Объем РЕПО с ЦБ и ставки овернайт



Объем РЕПО с ЦБ, депозиты в ЦБ и корреспондентские счета, млрд руб.



В ближайшие месяцы, до стабилизации на кредитных рынках и возобновления доступа к долгосрочному финансированию, следует ожидать достаточно либерального подхода Банка России к рынку РЕПО. В случае ухудшения положения на мировых финансовых рынках возможны расширение списка бумаг, принимаемых в залог Банком России (по образцу ФРС США), и рост поправочных коэффициентов. После стабилизации следует ожидать возобновления более жестких требований к качеству залогов. На уровне банков следует ожидать ужесточения требований к контрагентам, как это случилось после кризисов 1995, 1998 и 2004 годов.