Глеб Шевеленков,
начальник управления индекс-менеджмента, ММВБ

ММВБ приступает к расчету индикаторов биржевого РЕПО

ПОСЛЕДНИЕ СОБЫТИЯ НА РЫНКЕ РЕПО ВСЕ БОЛЬШЕ И БОЛЬШЕ ВЫВОДЯТ НА ПЕРВЫЙ ПЛАН ВОПРОСЫ ИНФОРМАЦИОННОЙ ПРОЗРАЧНОСТИ. СТАНОВИТСЯ ВСЕ БОЛЕЕ ОЩУТИМЫМ ДЕФИЦИТ ИНТЕГРАЛЬНОЙ ИНФОРМАЦИИ, КОТОРАЯ ПОЗВОЛИЛА БЫ ПОЛУЧИТЬ ОТВЕТ НА ПРОСТОЙ ВОПРОС: «ЧТО ПРОИСХОДИТ НА РЫНКЕ?»

Внебиржевой рынок, к сожалению, остается информационно закрытым как в части статистики рынка, так и с точки зрения условий проведения сделок. Биржевой рынок РЕПО, полностью сосредоточенный на ММВБ, характеризуется большей информационной доступностью, операции РЕПО на ММВБ отличаются характерными для биржевого инструмента технологичностью и простотой заключения сделок. Общее увеличение операций РЕПО на бирже свидетельствует об устойчивом спросе со стороны участников рынка, которые готовы расширять спектр задач, решаемых с помощью рынка РЕПО. Следует отметить, что использование биржевого РЕПО для управления ликвидностью стало особенно актуальным в условиях турбулентности финансовых рынков. В этом смысле биржевое РЕПО выступает эффективной альтернативой рынку межбанковского кредитования.

Первоначально рынок РЕПО как сегмент биржевого рынка государственных ценных бумаг был организован Банком России в 1996 году, когда была внедрена система ломбардного кредитования под залог ГКО-ОФЗ. ММВБ на этом рынке выполняла функции уполномоченного депозитария. 4 апреля 1996 года состоялся первый аукцион ломбардного кредитования, в котором участвовали шесть московских банков. В 2002 году рынок РЕПО вышел на новый уровень, когда на ММВБ было начато проведение операций РЕПО на биржевом рынке акций и облигаций. За последние несколько лет биржевой рынок РЕПО стал одним из наиболее крупных сегментов российского рынка (см. График 1). Так, за 8 месяцев 2008 года совокупный объем сделок РЕПО (РЕПО с акциями и облигациями на Фондовой бирже ММВБ, междилерское РЕПО на ММВБ) составил около 28.6 трлн руб. (свыше $1 трлн). С учетом операций РЕПО с Банком России общий объем рынка биржевого РЕПО достиг 32.9 трлн руб. ($1.3 трлн).

Более половины совокупного объема биржевого рынка РЕПО (без учета РЕПО с Банком России) приходится в настоящее время на сделки РЕПО с акциями на Фондовой бирже ММВБ (56.8%). Соотношение между объемом сделок РЕПО с облигациями и объемом сделок РЕПО с госбумагами (здесь и далее под РЕПО с госбумагами понимаются сделки междилерского РЕПО, совершаемые с государственными, субфедеральными, муниципальными и корпоративными облигациями, допущенными к торгам на ММВБ в секторе ГЦБ) в течение 2008 года остается примерно одинаковым. 70–76% приходится на РЕПО с облигациями на Фондовой бирже ММВБ, а 24–30% — на РЕПО с госбумагами на ММВБ.

Развитие рынка РЕПО сопровождается ростом круга участников рынка РЕПО и спектра инструментов, с которыми совершаются сделки РЕПО, что, в свою очередь, расширяет базу обеспечения и позволяет увеличивать объемы рынка. С начала 2008 года на 30% выросло среднемесячное количество акций, с которыми совершаются сделки РЕПО (в настоящее время около 140 акций ежемесячно являются предметом сделок РЕПО).

График 1. Объемы биржевого РЕПО (2004–2008 гг.)

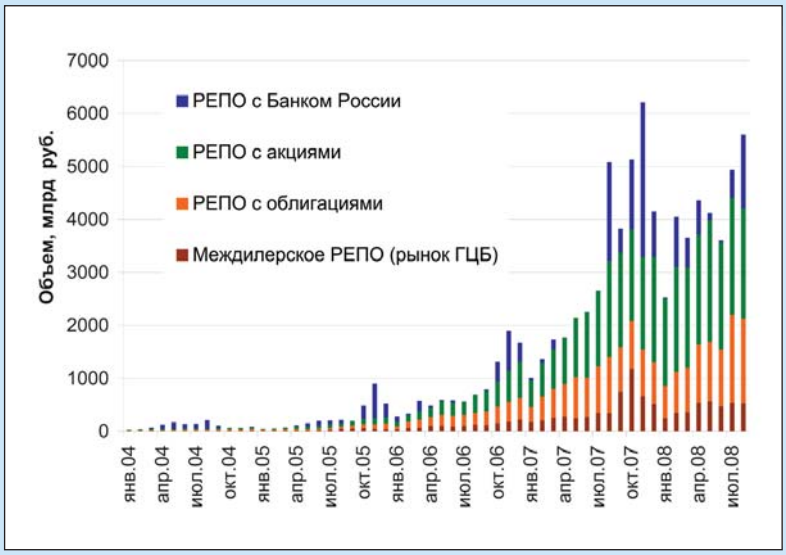


График 2. РЕПО с акциями (структура рынка: разрез по инструментам)

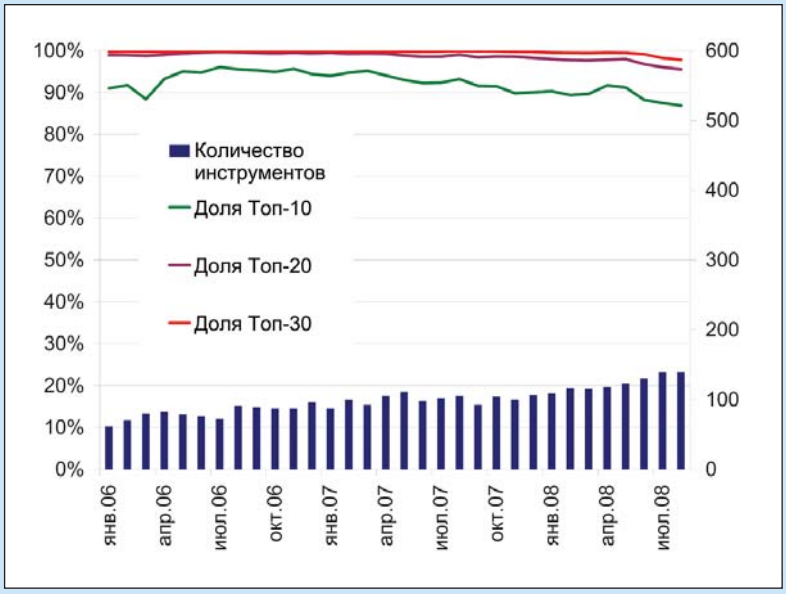
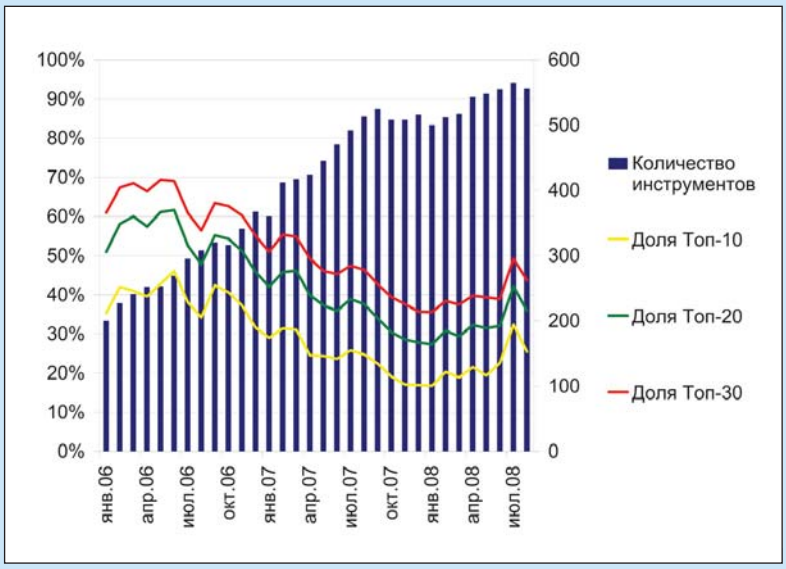


График 3. РЕПО с облигациями (структура рынка: разрез по инструментам)



Тем не менее, сохраняется высокая концентрация рынка: свыше 98% объема рынка РЕПО с акциями приходится на 30 инструментов, а на первую десятку инструментов, возглавляемую акциями «Газпрома», Сбербанка и ГМК «НорНикель», приходится около 87% объема рынка (см. График 2).

Рост количества облигаций, используемых в РЕПО, менее динамичен. Однако общее среднемесячное количество инструментов в 2008 году уверенно преодолело рубеж в 500 и в настоящее время колеблется в диапазоне 550–570 (см. График 3). Распределение объемов рынка РЕПО с облигациями по инструментам носит более диверсифицированный характер по сравнению с акциями. В то же время, в течение 2008 года начала складываться тенденция к концентрации рынка. Так, доля первой десятки инструментов в течение года увеличилась с 16% до 25–30%. Любопытно, что в течение предшествующих двух лет наблюдался обратный процесс: концентрация рынка снижалась, что сопровождалось падением доли объема операций, приходящихся на первую десятку облигаций, с 45% до 17%.

Что касается количества участников рынка РЕПО, то их увеличение носит более динамичный характер на рынке облигаций (см. График 4). С начала года количество компаний, совершающих сделки РЕПО с облигациями, возросло почти на четверть и достигло 198 (в целом, в 2008 году на рынке РЕПО с облигациями «был замечен» 241 участник рынка). На рынке РЕПО с акциями сложился определенный круг «игроков» — 220–240 компаний, состав которых достаточно стабилен в течение года. Как для РЕПО с акциями, так и для РЕПО с облигациями характерна практически одинаковая доля объема торгов, приходящаяся на ведущих игроков: на первую десятку операторов рынка приходится 50–60% его объема.

Увеличение объема рынка РЕПО происходит в том числе за счет увеличения количества сделок. Так, среднедневное количество сделок РЕПО с акциями в 2008 году увеличилось на 48% по сравнению с предшествующим периодом и составило около 3500 сделок в день. В сегменте РЕПО с облигациями прирост количества сделок составил 43% к показателю 2007 года, что соответствует 800 сделкам в день в настоящее время. Увеличение количества сделок имеет важное значение, поскольку позволяет строить на базе потока сделок РЕПО «внутридневные» индикаторы.

Таким образом, можно констатировать существенный рост масштабов биржевого РЕПО, включая качественное улучшение структуры рынка.

Несмотря на высокий уровень раскрытия информации на биржевом рынке РЕПО, до настоящего времени отсутствуют какие-либо интегральные показатели, отражающие его конъюнктуру. Столь богатый статистический материал позволяет ММВБ в ближайшее вре-

мя приступить к расчету индикаторов, отражающих средние ставки РЕПО, складывающиеся в основных сегментах данного рынка.

В ходе проработки методических аспектов нового информационного продукта рассматривались индикативная ставка LIBOR, а также ее отечественные аналоги MOSPRIME, Mosibor и ряд других показателей, в том числе рассчитываемые некоторыми банками для рынка межбанковского кредитования. Как правило, такие показатели рассчитываются на основе котировок, объявляемых определенным кругом банков, что не всегда в полной мере отражает ситуацию на рынке. Это обстоятельство может отчасти объяснить отсутствие даже среди показателей, ориентированных на российский межбанковский рынок, единого общепризнанного индикатора, так как ограниченность выборки и «индикативность» исходных данных снижают репрезентативность показателей.

ММВБ, располагая развитым рынком РЕПО и достаточной статистической информацией, может рассчитывать индикаторы рынка биржевого РЕПО. При этом в основу расчета будут закладываться не котировки, а цены реальных сделок. Исполнение данных сделок обеспечивается как действующей системой регулятивных мер, так и потенциальными имиджевыми рисками, которые принимают на себя не исполнившие обязательства участники рынка в условиях информационной прозрачности биржевого РЕПО. Круг участников рынка, совершающих сделки на бирже, неограничен и на порядок больше списка банков, опрашиваемых в ходе расчета индикативных ставок межбанковского рынка.

Наибольшие вопросы при построении индикаторов ставки РЕПО вызывает «правильная» сегментация биржевого рынка РЕПО и предварительная обработка исходных данных, позволяющая получить поток однородных сделок, имеющих одинаковую природу.

Если операции РЕПО с акциями, совершаемые на Фондовой бирже ММВБ, представляют собой целостный сегмент рынка, то операции РЕПО с облигациями проводятся на двух смежных рынках Группы ММВБ: на Фондовой бирже ММВБ и в секции ГЦБ на ММВБ. Что касается операций прямого РЕПО и обратного РЕПО с Банком России, то в силу специфики этих операций они не будут использоваться в расчете индикаторов. Сегменты РЕПО с облигациями на Фондовой бирже ММВБ и междилерское РЕПО на ММВБ являются пересекающимися в части облигаций, включенных в Ломбардный список Банка России. Данное «пересечение» по мере включения в Ломбардный список новых инструментов постепенно возрастает. Несмотря на это, на Фондовой бирже ММВБ наблюдается устойчивое снижение в течение года доли операций РЕПО с облигациями, включенными в Ломбардный список (см. График 5). По состоянию на начало сентября 2008 года на Ломбардный список приходится 42% объема операций (на начало года этот показатель составлял около 50%). Это явление объясняется растущим интересом участников рынка к облигациям второго эшелона, не включенным в Ломбардный список. Тем не менее, для целей расчета индикаторов ставки РЕПО представляется более правильным исключить из рассмотрения сектор второго эшелона, оставив в расчете индикаторов ставки РЕПО только сделки, совершаемые с облигациями первого эшелона. В качестве критерия отнесения к первому эшелону была выбрана принадлежность облигаций к Ломбардному списку Банка России, включающему облигации, эмитенту которых должен быть присвоен рейтинг по международной шкале как минимум одним из иностранных рейтинговых агентств на уровне не ниже B+ по классификации рейтинговых агентств Standard & Poor's или Fitch Ratings либо B1 по классификации рейтингового агентства Moody's Investors Service. В конечном счете, репрезентативность индикатора напрямую зависит от «качества» инструментов, с которыми совершаются сделки, а использование облигаций только из Ломбардного списка делает выборку более однородной.

График 4. Количество участников рынка РЕПО

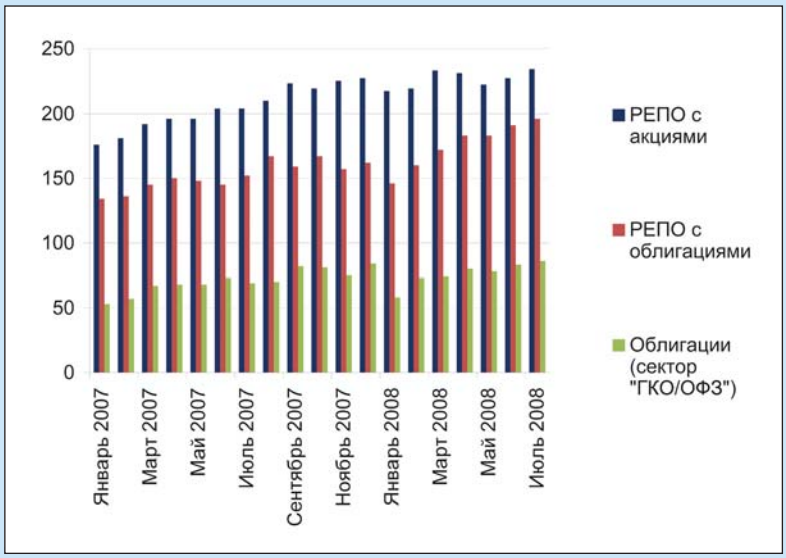


График 5. Доля операций РЕПО, совершаемых на Фондовой бирже ММВБ с облигациями из Ломбардного списка (2008 г.)

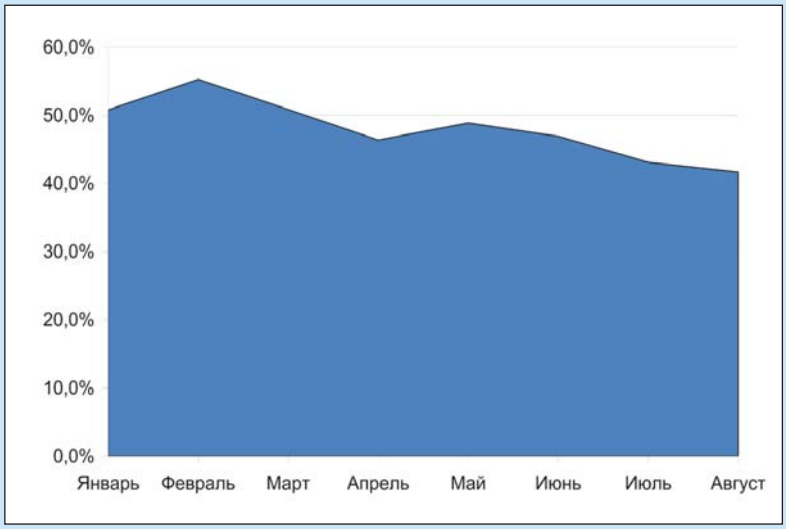


График 6. Доля банков в объеме операций РЕПО на Фондовой бирже ММВБ (2008 г.)

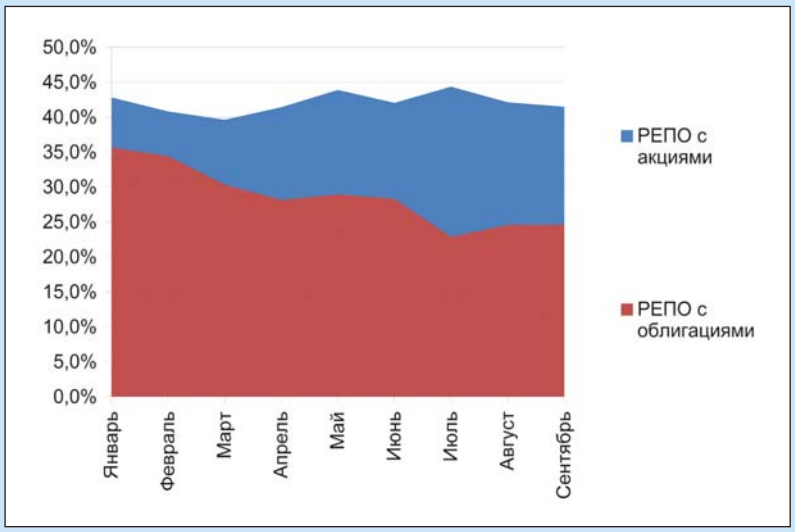
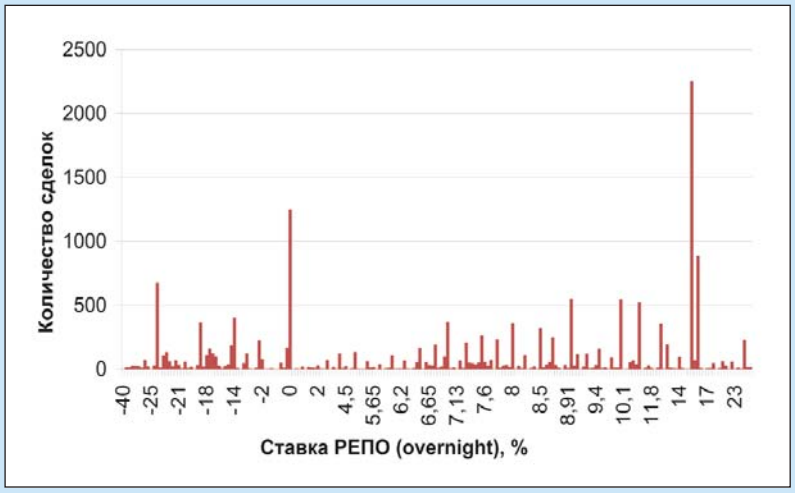


График 7. Распределение количества сделок РЕПО с акциями по величине ставки РЕПО



Помимо инструментальной базы, рынки РЕПО с облигациями на Фондовой бирже ММВБ и в секции ГЦБ на ММВБ в немногомобъединяет кругучастников.Долябанковвобъемеопераций РЕПОсоблигациямив ЗАО «ФБ ММВБ» в 2008 году сокращается, однако остается существенной — около 25%. Стоит заметить, что в сегменте РЕПО с акциями банки достаточно стабильно обеспечивают около 40% рынка (см. График 6).

Природа сегментов РЕПО с акциями и РЕПО с облигациями различна. Если сделки РЕПО с облигациями — это в основном сделки классического кредитования с обеспечением, то отличительной особенностью сегмента РЕПО с акциями является использование этих операций в качестве одного из способов оформления операции займа ценных бумаг для осуществления маржинальной торговли. В этой ситуации интерес обеих сторон по сделке заключается в максимально возможном снижении ставки РЕПО или в установлении отрицательной ставки. Гарантия исполнения обеих частей сделки РЕПО при этом обеспечивается повышенным размером дисконта. Этим объясняется гораздо более высокий (по сравнению с облигациями) процент операций с «околонулевыми» и отрицательными ставками РЕПО. Так, если в РЕПО с облигациями отрицательные ставки приходятся не более чем на 0.3% объема операций, то в РЕПО с акциями это значение достигает 5%. При этом нет явно выраженной границы между операциями с «рыночными» и «околонулевыми» ставками РЕПО, что не позволяет с высокой достоверностью выделить в сегменте РЕПО с акциями долю операций, направленных на обслуживание коротких позиций участников спот-рынка. По сути дела, можно говорить о сосуществовании двух субрынков, прямого и обратного РЕПО, характеризующихся разными уровнями ставок на каждом из них. При отборе сделок для расчета индикаторов ставки РЕПО наиболее простым решением является использование критерия «ставка РЕПО > 0». Безусловно, часть сделок, ставка в которых положительна, также могут иметь природу, отличную от типовых сделок кредитования под залог акций, но поскольку такого рода сделки являются статистически неразличимыми в общей совокупности сделок, использование критерия «ставка РЕПО > 0» представляется оправданным (см. График 7).

Кроме того, для ограничения «разброса» ставок РЕПО в сделках с акциями (участники рынка помимо использования механизма дисконтирования страхуют дополнительный риск «неликвидности» актива изменением ставки РЕПО) предполагается для расчета индикаторов ограничить круг акций лишь наиболее ликвидными инструментами, включенными в Индекс ММВБ. На сегодняшний день Индекс ММВБ — это тридцать наиболее ликвидных российских акций, с реализацией которых участники рынка не испытывают затруднений, что обеспечивает «рыночный» уровень ставок в совершаемых с ними сделках РЕПО. Ограничение перечня акций базой расчета Индекса ММВБ обеспечит необходимую однородность исходных данных для расчета индикаторов ставки РЕПО. В сегменте РЕПО с облигациями также ряд сделок совершается с отрицательными ставками, однако их количество и объем значительно меньше, чем в сегменте РЕПО с акциями. В целях унификации подходов, применяемых для расчета индикаторов для данных сегментов рынка, представляется целесообразным и в данном случае применять критерий «ставка РЕПО > 0» для отсева сделок, имеющих отличную от основной массы природу.

Распределение объема сделок РЕПО по срокам операции позволяет во всех сегментах рынка РЕПО выделить два выраженных максимума — один день (три дня) и одна неделя. Наиболее ликвидными во всех сегментах рынка являются однодневные операции (смежный максимум, приходящийся на трехдневный срок, как правило, соответствует РЕПО овернайт с пятницы на понедельник). Третий максимум, соответствующий сроку две недели, носит менее выраженный характер. Тем не менее, количество сделок со сроком две недели также представляется достаточным для расчета индикатора (см. График 8).

Среднее количество сделок, совершаемых каждый час в разбивке по срокам операций,

График 8. Распределение объема операций РЕПО по срокам исполнения

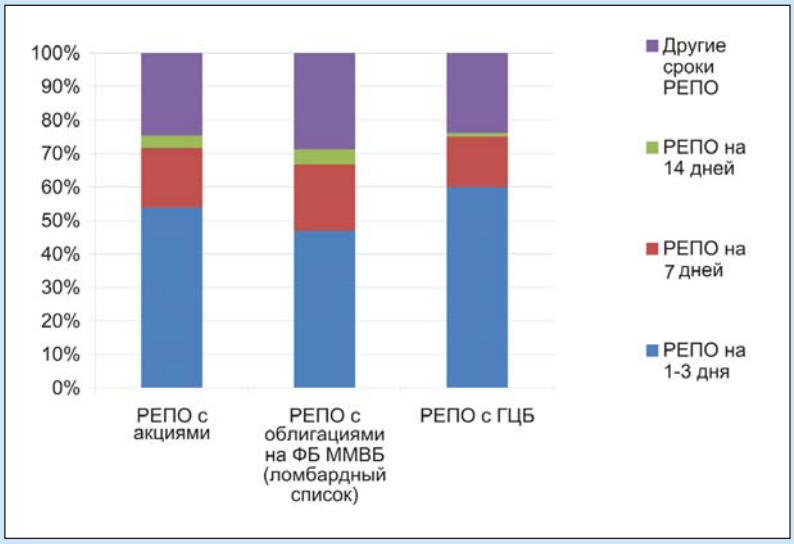
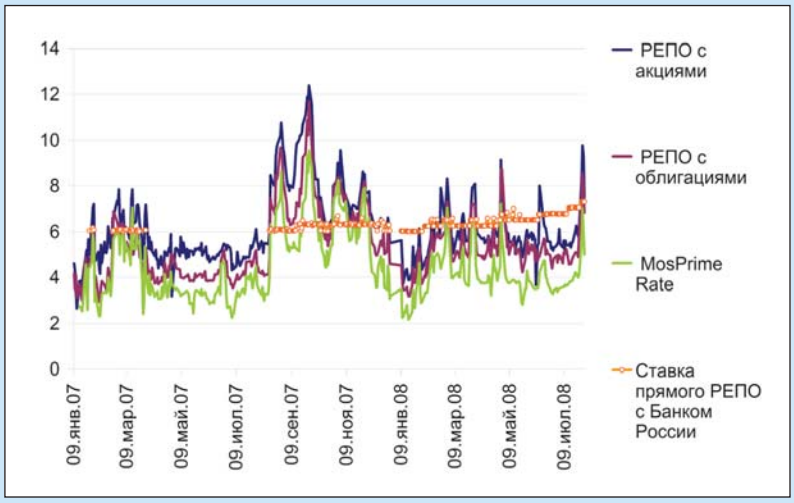


График 9. Однодневные ставки биржевого РЕПО (предварительный ретроспективный расчет)



позволяет рассчитывать с дискретностью один раз в час индикатор ставки РЕПО для однодневных операций, а также рассчитывать один раз в день индикатор ставки РЕПО для одной недели и двух недель.

Учитывая перечисленные выше особенности биржевого рынка РЕПО, ММВБ предполагает рассчитывать два индикатора:

- ставка однодневного РЕПО с облигациями, включенными в Ломбардный список,
- ставка однодневного РЕПО с акциями, включенными в базу расчета Индекса ММВБ.

Для определения ставки однодневного РЕПО с облигациями будут использоваться сделки с облигациями, входящими в Ломбардный список, совершенные на Фондовой бирже ММВБ и в секторе ГЦБ на ММВБ, в порядке их совершения. Объединение информации этих двух сегментов позволит повысить ликвидность индикатора за счет увеличения числа и объема используемых сделок. Допустимость «скрещивания» этих сегментов объясняется как близостью параметров совершаемых сделок, так и примерно одинаковым составом участников обоих рынков.

Поскольку исходный массив сделок характеризуется как заметной неравномерностью по ставкам РЕПО, так и неравномерностью распределения сделок в течение дня, предлагается предусмотреть механизм отбора сделок, который обеспечит исключение «выбросов» и повысит репрезентативность индикаторов. В расчет индикаторов не будут включаться внутриброкерские сделки (в РЕПО с акциями удельный вес внутриброкерских сделок составляет 11%, в РЕПО с облигациями — около 4%), а также сделки с нулевой или отрицательной ставками. Механизм отбора сделок будет основан на отсечении сделок с наибольшими и наименьшими ставками. При этом в качестве критерия «отсечения» предполагается использовать удельный вес сделок с наибольшей и наименьшей ставками (предлагается отсекать сделки, суммарный удельный вес которых не превышает 10%). Результаты предварительного расчета значений индикаторов ставки РЕПО, рассчитанные на ретроспективных данных с учетом описанных выше допущений, приведены на Графике 9.

Принимая во внимание сложившуюся практику дискретного расчета показателей рынка межбанковского кредитования (расчет MOSPRIME, Mosibor производится один раз в день в 12:00, зарубежных аналогов LIBOR — в 11:00), а также сравнительно небольшое количество сделок (объемные показатели при этом представляются удовлетворительными), предполагается рассчитывать индикаторы овернайт один раз в час — в период с 12:00 до 18:00 московского времени. Момент расчета первого значения индикатора будет совпадать по времени с публикацией индикаторов межбанковского рынка. Расчет индикаторов ранее 12:00 представляется на данном этапе не вполне оправданным в силу сравнительно небольшого числа сделок, заключаемых на ММВБ в начале торгов. Одновременно с расчетом последнего значения индикаторов овернайт каждый торговый день предполагается рассчитывать среднее значение индикаторов за весь торговый день. Кроме того, по итогам торгов будут рассчитываться значения индикаторов ставки РЕПО для сроков исполнения — одна неделя и две недели.

Репрезентативный поток сделок РЕПО, совершаемых на ММВБ, позволяет рассчитывать на эффективное использование предлагаемых рынку индикаторов. Данные индикаторы являются не только операционными показателями конъюнктуры денежно-кредитного рынка, но и выступают в качестве единого бенчмарка для смежных рынков — РЕПО с акциями и РЕПО с облигациями, а также инструмента для сравнения ставок на биржевом и внебиржевом рынках РЕПО. Они могут быть полезным ориентиром при проведении Банком России операций прямого РЕПО, при выработке кредитных решений (например, в качестве базовой ставки для рублевых коммерческих кредитов). Отдельный интерес данный продукт представляет в качестве базового актива для производных инструментов, а также в качестве бенчмарка для облигаций с плавающей ставкой купона.