

Годишно собрание на АЦИ Македонија - Маврово, 23-25.04.2010 година
Репо трансакции: теоретски аспекти и предуслови за нивно заживување во
Република Македонија

Весна Кондраиенко, Директор
Дирекција за централно банкарски операции и девизни резерви
НБРМ

- Теоретски аспекти и најнови трендови на пазарите на пари во развиените земји

Репо трансакциите вообичаено се реализираат помеѓу истите субјекти кои се активни и на неколатерализираните меѓубанкарски пазари, и ја рефлектираат функционалната сличност помеѓу инструментите со кои се тргува на овие пазари. Во одредени ситуации може да се јави тенденција за супституција на неколатерализираното позајмување со репо трансакциите, што во принцип зависи од ефикасноста на функционирањето на неколатерализираните пазари, од перцепцијата за постоење на стабилен банкарски систем и мал ризик од неисполнување на обврските од страна на договорните страни. Покрај тоа, промената на перцепцијата за ризик во однос на повратот кај колатерализираните и неколатерализираните трансакции може да влијае во одредени ситуации да се преферираат репо или неколатерализирани кредити.

Актуелната финансиска криза на меѓународните пазари предизвика значителни промени на пазарите на пари. По повеќегодишен раст, од 2002 година наваму, активноста на неколатерализираниот сегмент на пазарите на пари во евро-зоната значително се намали, при што во втората половина од 2008 година прометот на пазарот на неколатерализирани депозити се намали за 12% во однос на прометот во истиот период во 2007 година, а во 2009 година дополнително се намали за 25%. Главна причина за намалувањето на прометот, покрај општиот пазарен ризик, беше кредитниот ризик. Од една страна, како резултат на перцепциите за зголемен кредитен ризик, голем број банки ги намалија или ги повлекоа кредитните линии за неколатерализираните трансакции кои ги имаа со банките со кои соработуваа на пазарите на пари. Од друга страна, отежнатиот пристап до ликвидни средства со кој се соочија некои институции, доведе до појава на вишок на ликвидност во нивните биланси и зголемени трошоци за финансирање.

Контракцијата на пазарите на неколатерализирани депозити за време на финансиската криза придонесе колатерализираниот пазар да ја зајакне својата позиција како водечки сегмент на пазарот на пари. Така, почнувајќи од втората половина на 2008 година, колатерализираното тргување сочинува една третина од вкупниот промет на пазарите на пари во евро-зоната, и пред сè се однесува на репо трансакциите. Зголемениот интерес за колатерализирани трансакции може да се согледа и преку следење на перформансите на поделните сегменти на пазарите на пари. Така, во периодот од август 2007 година, до октомври 2008 година (по прогласувањето на банкротот на инвестициската банка Лиман Брадерс), распонот помеѓу тримесечните EURIBOR стапки и стапките на каматниот своп преку ноќ (OIS) се зголеми од 0,07 на 1,9 процентни поени. Во истиот период, распонот помеѓу тримесечните EUREPO стапки и стапките на каматен своп преку ноќ (OIS), умерено порасна, од минус 0,23 на 0,056 процентни поени, што упатува на констатација дека пазарните учесници претпочитаат помалку ризични трансакции. Нискиот распон помеѓу тримесечните EUREPO стапки и стапките на каматен своп преку ноќ (OIS) и можноста преку репо трансакциите да се обезбеди финансирање по пониски трошоци, упатува на причините поради кои

колатерализираниот пазар стана доминантен сегмент. Истовремено, во услови на колапс на неколатерализираното позајмување, каде што и ретките трансакции беа реализирани по високи каматни стапки, репо трансакциите овозможуваа лимитирање на трансмисијата на финансиските шокови и ефектите од финансиската криза.

Репото, или договорот за продажба и реоткуп, подразбира продажба на хартии од вредност придружена со договор за реоткуп на хартиите од вредност по утврдена цена во некој договорен рок. Притоа, значаен фактор од кој што зависи цената, изразена преку репо стапката, е премијата за кредитен ризик. Висината на премијата за кредитен ризик зависи од квалитетот на средствата кои се користат како колатерал имајќи предвид дека тие го заштитуваат позајмувачот на ликвидни средства од финансиска загуба доколку должникот не ги врати средствата. Покрај тоа, квалитетниот колатерал му овозможува на позајмувачот на ликвидни средства да го искористи колатералот заради обезбедување на ликвидност, со што се намалува и ликвидносната премија кај репо стапките.

Актуелната финансиска криза демонстрираше дека дури и големите и добро развиени финансиски институции можат да станат жртва на неликвидноста и несолвентноста. Од тие причини, во иднина се очекува сè повеќе внимание да се посветува на ефикасното управување со колатерал и на можноста за негово брзо мобилизирање. Оттаму, репо пазарите се концентрираат на колатерал од типот на државни хартии од вредност за кои побарувачката е висока, кои се тргуваат на ликвидни секундарни пазари, што овозможува нивна евентуална брза конверзија во најликвидни средства со минимални трошоци.

За ефикасно функционирање на репо пазарите, од суштинско значење е постоењето на неколку структурни елементи и добри пазарни практики. Во таа смисла, особено значајно е постоењето на:

- Адекватна и ефикасна правна рамка која овозможува јасно дефинирање на репо договорот. Во него треба да постои експлицитна извесност околу законските права во односите со договарачот во случај на неисполнување на обврските. Законската рамка треба да биде усогласена во добро структурирана правна документација како генерален договор.

- Безбеден и ефикасен систем за порамнување кој обезбедува ниска изложеност кон ризици. Имајќи предвид дека кај репо трансакциите се реализираат две поврзани трансакции: трансфер на парични средства наспроти трансфер на сопственост на хартии од вредност, симултаното нереализирање на некоја од овие трансакции доведува до зголемена кредитна изложеност на договорните страни. Изложеноста кон кредитен ризик може да се намали преку развивање и примена на безбедна процедура на порамнување која базира на принципот испорака наспроти плаќање.

- Постоење на соодветно пазарно вреднување на колатералот. Имајќи предвид дека колатералот кај репо трансакциите ја намалува изложеноста кон кредитен ризик, кај пазарните учесници може да се јави кредитна изложеност која произлегува од промените на вредноста на колатералот, од неисполнување на обврските од страна на договарачот и сл. Оттаму, утврдувањето на соодветни коефициенти на покривање (haircuts, margin calls) ја ограничува изложеноста на договорните страни и овозможува соодветно и навремено прилагодување на вредноста на колатералот со износот на одобрените средства.

Покрај претходно наведените претпоставки кои се сметаат за суштински, постојат и други атрибути и добри пазарни практики кои придонесуваат за развој на ефикасни репо пазари. Во таа насока, централните банки често пати активно се вклучуваат во бројни активности за поддршка и следење на репо пазарот, надминување на проблемите кои се јавуваат, или пак кај случаите на одредени нарушувања во неговото функционирање.

Зошто репо трансакциите отсутнуваат на пазарите на пари во Македонија?

Имајќи ги предвид предностите на репо трансакциите за договорните страни, често се прашуваме: Зошто нема репо трансакции на македонските пазари на пари?

Одговор на ова прашање може да се добие откако ќе се согледа структурната ликвидносна позиција на банкарскиот систем, која детерминира соодветна поставеност на инструментите на Народната банка. Од друга страна, пазарните учесници наведуваат и други причини за отсуство на репо на пазарите на пари, кои дополнително треба да се анализираат во правец на нивно надминување.

Кој е мотивот за воведување на репо трансакциите, како една од техниките за спроведување на монетарни операции од страна на Народната банка?

Народната банка е заинтересирана за развој на пазарот на пари, вклучително и репо пазарот бидејќи овој сегмент на финансиските пазари е клучната алка во трансмисијата на монетарната политика во банкарскиот систем, и пошироко во економијата. Исто така, репо трансакциите се една од техниките за спроведување на монетарни операции за емисија на ликвидност во банкарскиот систем од страна на многу централни банки, помеѓу кои и Европската централна банка. Следствено, последниве неколку години Народната банка презеде голем број на поврзани активности, насочени кон дефинирање на концепциската поставеност на репо трансакциите, како и имплементирање на регулаторна рамка за склучување и порамнување на овие трансакции:

1. Проектот за воведување на репо започна во 2005 година, со поставување на основите на пазарите преку шалтер, како конкурентна инфраструктура за тргување и порамнување на хартии од вредност со ниски трансакциски трошоци. Притоа, тргувањето на пазарите преку шалтер се базира на поставување на систем на котации, а за порамнување на склучените трансакции е имплементирано системско решение, кое се базира на користење на постоечките конекции помеѓу платниот систем МИПС, банките и Централниот депозитар на хартии од вредност-ЦДХВ, што овозможува порамнување во реално време, со примена на принципот на испорака наспроти плаќање (DVP).
2. Генералниот репо договор беше промовиран истата 2005 година, при што во почетната фаза беа овозможени репо трансакции со краткорочни хартии од вредност. Следната 2006 година, генералниот репо договор беше проширен со континуираните државни обврзници, при што беше оставен простор за негово надополнување со други хартии од вредност во согласност со развојот на финансиските пазари и потребите на пазарните учесници.
3. Со поставувањето на пазарите преку шалтер и дефинирањето на Генералниот репо договор се создадоа услови за спроведување на репо трансакции, како дел од монетарните операции. Во таа насока, во 2005 година Народната банка започна да одобрува интрадневен и ломбарден кредит преку репо трансакции, а следната година беше донесена регулатива за користење на аукциски репо трансакции.

Соодветно, беа утврдени и коефициенти на покривање - како процентуален однос помеѓу паричниот износ и пазарната вредност на инструментите за обезбедување (висококвалитетни хартии од вредност), кои се примаат како колатерал за репо трансакциите.

Во периодот од воведувањето на репото до денешен датум, Народната банка одобрува единствено интрадневни кредити во форма на репо трансакции, а редовните репо операции за емисија на ликвидност во банкарскиот систем - репо аукциите, досега не се користени. Како што е познато, во сетот на инструменти за монетарно регулирање веќе неколку години доминираат благајничките записи, кои се користат за повлекување на ликвидност од банкарскиот систем. Причините за тоа можат да се побараат во ликвидносната состојба на банкарскиот систем *vis a vis* Народната банка, односно во структурниот вишок на ликвидност, кој во периодот од 2001 година до 2007 година бележеше континуиран пораст, односно од 1,1% од бруто домашниот производ (БДП) се зголеми на 6,0% од БДП. Во 2008 и 2009 година структурниот вишок на ликвидност забележа умерен пад, но сеуште се одржува на ниво од околу 3% од БДП. Овие состојби влијаат врз континуирано користење на монетарните операции за повлекување на ликвидност од банкарскиот систем - пред сè преку благајничките записи, во функција на одржување на стабилност на девизниот курс на денарот. За решавање на повремениот ликвидносни проблеми на банките се користи задолжителната резерва, која преку системот на просечно одржување овозможува флексибилно управување со ликвидноста.

Во услови кога ликвидноста на банкарскиот систем во Р. Македонија би преминала од позиција на вишок во позиција на недостиг, Народната банка поинтензивно би спроведувала операции на отворен пазар преку репо трансакции, користејќи високо квалитетни хартии од вредност.

Зошто банките во Р. Македонија не применуваат репо трансакции?

Одговорот на второто прашање се обидовме да го добиеме преку анализа на одговорите на банките на доставениот прашалник од страна на Народната банка, на почетокот на оваа година, кои упатуваат на неколку причини за таквата состојба на овој пазарен сегмент:

Прво, недоволно развиен и ликвиден секундарен пазар на државни хартии од вредност, кои се најзначаен инструмент за обезбедување при склучување на репо трансакции, што го усложнува и системот за вреднување на колатералот на дневна основа;

Второ, заради недостиг на практична примена, порамнувањето на репо трансакциите е побавно во споредба со необезбедените трансакции;

Трето, во услови на доминантност на трансакциите преку ноќ, постои перцепција за отсуство на кредитен ризик на меѓубанкарскиот пазар на депозити, што ја намалува потребата за склучување на репо трансакции;

Четврто, недоволно познавање на техниките на склучување, порамнување и сметководствено евидентирање на репо трансакциите.

Во обид за натамошно аргументирање на значењето на репо пазарот, како еден од сегментите на пазарот на пари во Р. Македонија, во натамошното излагање ќе се обидеме да дадеме дополнителен придонес кон надминување на некои од наведените причини од страна на банките:

Имено, пазарот на хартии од вредност (пред сè благајнички записи и државни хартии од вредност) во Р. Македонија од мал и неразвиен сегмент, во последните неколку години бележи континуиран пораст, при што нивото на благајнички записи и државни хартии од вредност од 6,5 млрд. денари на крајот на 2003 година, достигна 28,7 млрд. денари на крајот на 2009 година. Доколку се направи споредба на просечната состојба на благајнички записи, државни записи и континуирани државни обврзници и просечниот дневен промет на пазарите на пари, може да се констатира дека износот на расположлив колатерал е значително повисок од просечниот дневен обем на тргување на пазарите на пари, или дневниот промет на пазарите на пари во просек изнесува 0,7% од просечниот износ на благајничките записи и државните хартии од вредност.

Ова укажува дека пазарот на обезбедени депозити односно репо пазарот има огромен потенцијал да се развива и да ги задоволи потребите на банките и останатите субјекти на пазарите на пари и хартии од вредност. Притоа, неговиот иден развој во значаен дел зависи и од активното котирање и тргување со хартии од вредност од страна на пазарните учесници, што би ја зголемило нивната ликвидност и би овозможило адекватно дневно пазарно вреднување на колатералот кај репо трансакциите.

Со оглед на тоа дека останатите три причини, наведени од страна на банките се сведуваат на потребата за дефинирање на политики кај банките за склучување на репо трансакции, порамнување и сметководствено евидентирање, Народната банка подготви презентација која преку пример го објаснува склучувањето и сметководственото евидентирање на репо трансакциите. Се надеваме дека на овој начин дополнително ќе придонесеме за активирање на репо пазарот во функција на поуспешно управување со кредитниот ризик, зголемување на лимитите на кредитна изложеност и поевтино финансирање.