Давно хотел написать на одну довольно интересную, но плохо освещаемую в СМИ тему. А тут и новый сюжет в руку, только что с новостной ленты: Европейский центральный банк (ЕЦБ) провел второй трехлетний аукцион и предоставил 800 банкам Евросоюза кредиты на общую сумму 529 млрд евро. Это уже второй аукцион ЕЦБ по предоставлению трехлетних займов европейским банкам. Предыдущий был проведен в декабре 2011 года, тогда фининституты получили 482.9 млрд евро. Итого триллион евро по программе LTRO. Если в Штатах к таким цифрам уже привыкли, то для Европы это просто колоссальные деньги. Попробуем разобраться.

Загадки LTRO

Андрей ДИКУШИН,
специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений

Чтобы правильно подать сюжет, следует отмотать события до осени прошлого года. В тот момент обеспокоенность долговым кризисом полыхнула с новой силой, фондовый рынок стал проседать. За последние три года подобные сюжеты стали настолько будничными, что вызывают у обывателя зевоту.

Но был отдельный особо зловещий элемент осеннего финансового недомогания. Дело в том, что многие — особенно некрупные — европейские банки фондируются не за счет депозитной базы и клиентских остатков на счетах, а за счет займов на межбанке или по краткосрочным нотам. Вот этот рынок осенью просто умер.

LIBOR-то на экране есть, а вот лимиты все друг на друга закрыли. Для многих банков это означало быструю смерть. Надо отметить, что справедливую. За риск занимать в короткую, а размещать в длинную надо платить. А так все привыкли получать дармовую доходность за счет повышающейся кривой стоимости денег во времени.

Однако новый (политический) режим центральных банков мира не подразумевает, что за риск кто-то должен платить. Особенно если этот кто-то — банк. Сказано — сделано. Родилась LTRO. Поскольку раздача денег просто так под 1% годовых выглядит ну совсем непристойно, то к программе была приделана концепция залогового аукциона. Таким образом, чтобы получить средства по программе, банк должен принести в ЕЦБ какой-нибудь залог. Какой? Критерии сознательно замылены, но в основном речь идет о суверенных облигациях стран ЕЗ. Чуете?

Ага. Уважаемый президент Франции вообще, не стесняясь, вылез в свое время на трибуну с текстом: «Помоги своей стране и обогащайся!» В переводе на русский: купи трехлетних облигаций Франции со ставкой 2.5% и подними деньги за 1%, заложив в ЕЦБ. Если вы — банк, то это free money!

Как результат, после размещения первого транша программы ставки по всем евродолгам резко упали. По долгам PIIGS местами почти в два раза. Это бесстыдно позволило говорить с высоких трибун, что доверие инвесторов к проблемным странам повысилось. Надеюсь, читатель понимает лживость этого заявления.

Однако проблемность LTRO на этом не заканчивается.

Во-первых, ЕЦБ и политики явно путаются в показаниях касаемо инфляционного эффекта от появления нового триллиона евро в системе. Если следовать логике политиков, согласно

ЕЦБ ФАКТИЧЕСКИ СТАНОВИТСЯ ЕДИНСТВЕННЫМ КРЕДИТОРОМ ЦЕЛЫХ НАЦИОНАЛЬНЫХ БАНКОВСКИХ СИСТЕМ, ПОЛНОСТЬЮ ПРИНИМАЯ НА СЕБЯ СИСТЕМНЫЕ СТРАНОВЫЕ РИСКИ

которой на все деньги надо покупать государственные долги, то это чистая эмиссия. ЕЦБ же всегда и до сих пор рьяно утверждает, что проводит аналогичные по размеру операции по стерилизации денежной массы в виде приема депозитов на свои корсчета. Правда на самом деле посередине, но с определенной оговоркой.

Деньги в действительности, как и у ФРС, накапливаются на корсчетах ЕЦБ, поэтому мы (пока) и не наблюдаем массированной инфляционной волны. Но остается вопрос: кто копит деньги? В моем понимании, происходит медленное отсоединение частного капитала из благополучных стран и пирамиды суверенных долгов проблемных стран. С одной стороны, корпорации и крупные мегабанки с севера Европы действительно копят деньги на корсчетах, а вот южные банки безоговорочно сращивают свою судьбу со своим же сувереном через механизм LTRO.

Во-вторых, что трудно понять из публикуемого в СМИ, в качестве залога принимаются не только непосредственно суверенные бумаги, но и гарантированные сувереном долги. Что это значит? Приблизительно следующее: банк А выпускает облигации, гарантированные своим государством, например правительством Греции (!), а банк Б эти бумаги покупает и несет в залог в ЕЦБ.

Одновременно банк А осуществляет аналогичную операцию в том же объеме с бумагами банка Б. Круто?

В результате ЕЦБ фактически становится единственным кредитором целых национальных банковских систем, полностью принимая на себя системные страновые риски. Тут возникает вопрос, не вписывающийся в официальное объяснение политики ЕЦБ. Куда деваются полученные из ЕЦБ деньги? В моем представлении, банки тупо затыкают ими исчезающую депозитную базу. Ведь не секрет, что деньги бегут из Греции и других стран PIIGS. Куда? В золото и швейцарский франк. Что, собственно, и объясняет рост последних. Опять же, через франк евро снова возвращается на счета ЕЦБ, поддерживая иллюзию успешной стерилизации.

По сути это очередная пирамида, которая благодаря трехлетнему сроку программы откладывает решение проблемы долгов на несколько лет. Это, соответственно, приводит в восторг котировки даже самых зомби-банков. Но это очень тонкий лед с очень быстрым течением под ним. Например, рынок как-то отказывается соединить в голове, что программа обмена греческих облигаций на 200 млрд евро со списанием 50% номинала должна снизить объем возможных залогов в ЕЦБ на 100 млрд. Что произойдет в этот момент? Ничего не сказала золотая рыбка.

ДОСЬЕ

Андрей Дикушин — специалист в области корпоративных финансов и международных слияний и поглощений. Много путешествовал по работе. Как результат — более двадцати успешных сделок с участием европейских, американских и российских компаний. Учился в МГИМО, London School of Economics и London Business School. За 15 лет трудовой карьеры успел поработать в Deloitte & Touche, Salomon Smith Barney и KPMG. Живет преимущественно в самолете между Лондоном и Москвой. Последние несколько лет читал авторский курс лекций в London Business School.

Или же: поскольку ЕЦБ клянется, что больше программа использоваться не будет, то что раздали, то раздали. Представим себе, что какой-то греческий или испанский банк таки завалится после бегства вкладчиков.

Какова будет стоимость залога в руках ЕЦБ, если национальное государство и так почти банкрот, опять же получающий деньги из фонда помощи?

Во всех таких случаях ЕЦБ по цепочке сам становится банкротом. А это значит, что страны-участники должны будут пропорционально донести в кассу. Баланс ЕЦБ — больше 3 трлн евро (после второго транша LTRO — больше, чем у ФРС). Платить будут немцы. Поэтому там все в панике, но поздновато метаться. Только и смогли, что выбить обещание: хулиганили на этой неделе в последний раз.

Теперь остается молиться, что за три года все разрешится — что маловероятно. Когда грохнет? Сказать невозможно, но из евро я бы точно торопился выйти…

ПЛАТИТЬ БУДУТ НЕМЦЫ. ПОЭТОМУ ТАМ ВСЕ В ПАНИКЕ, НО ПОЗДНОВАТО МЕТАТЬСЯ