Алексей ЕГОРОВ,
аналитик, НОМОС-БАНК

В последнее время на российском денежном рынке сложилась относительно стабильная ситуация: объем ликвидности поддерживается приблизительно на одном уровне, ставки МБК и РЕПО также вполне устойчивы. Безусловно, положение вещей, при котором совокупная задолженность банковской системы перед ЦБ и Минфином больше чем в два раза превышает сумму остатков на счетах в Банке России, назвать благоприятным нельзя. Однако на рынке все же присутствует стабильность, и это заслуга монетарных властей. При этом в ближайшее время участникам рынка вряд ли стоит рассчитывать на принципиальные изменения — остается только привыкнуть к новым условиям игры.

На игле госфондирования

Когда на рынке появились первые признаки недостатка ликвидности из-за ускорения оттока капитала, первым, кто оказал банковской системе поддержку, стал Минфин. Однако кредитные организации, один раз попробовавшие привлекать дешевые ресурсы у монетарных властей, впоследствии уже не могли от этого отказаться.

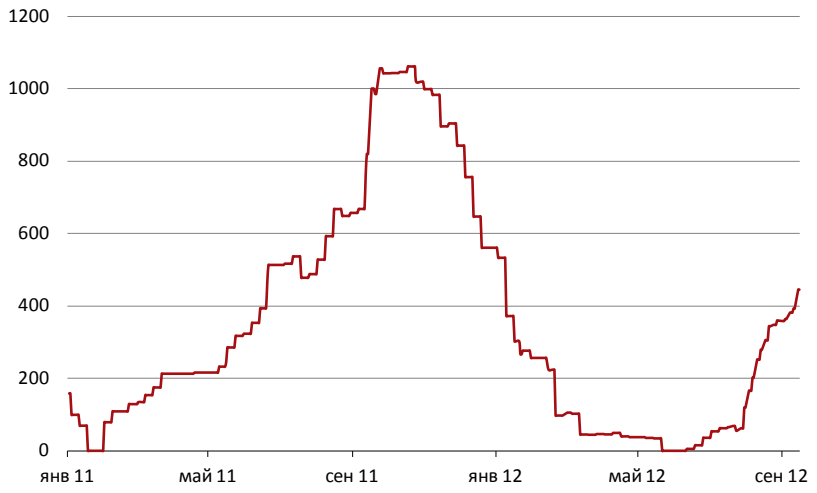
Еще в начале 2011 года сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ превышала 1.7 трлн руб., при этом ставки на рынках МБК и РЕПО не достигали 3%. Однако во втором полугодии на фоне обострившегося долгового кризиса в Европе изменилось глобальное отношение инвесторов к риску. Отток капитала из страны спровоцировал резкое ослабление курса рубля, что вынудило Банк России перейти от покупки валюты к продажам. В то же время закрылись для российских участников и внешние рынки заимствований. Эти два фактора не только сформировали дефицит ликвидности в отечественной банковской системе, но и вывели из нее ключевого денежного донора — ЦБ РФ. На помощь пришел Минфин, он был первым, кто оказал поддержку банковской системе, выделяя дополнительные ресурсы через депозитные аукционы.

Этот инструмент позволил частично нейтрализовать острый спрос на ресурсы, особенно в период налоговых выплат. Даже несмотря на то, что в пиковые моменты (период расчетов с бюджетом) ставки привлечения средств возрастали на 100–120 б.п., стоимость фондирования все равно оставалась низкой, что делало ресурсы Минфина весьма востребованными среди кредитных организаций. Основным минусом аукционов все же был ограниченный доступ к ним. Так, жестким условиям аукционов соответствовали всего порядка 40 кредитных организаций. Подобная «дискриминация» спровоцировала сильный дисбаланс на рынках МБК и РЕПО. Остальным участникам рынка были доступны средства ЦБ, размещаемые на аукционах прямого РЕПО, но эти ресурсы имели ряд недостатков: высокая стоимость, необходимость блокирования залога в виде ценных бумаг, а также ограниченная срочность (основная часть приходилась на O/N).

Таким образом, достаточно быстро (за три месяца) у кредитных организаций возникла сильная зависимость от ресурсов Минфина, они уже не могли отказаться от подобных «инъекций» ликвидности. Это повышало риски возникновения нового дефицита ликвидности денежного рынка. Такой момент настал, когда Минфин начал активно перечислять ранее свободные бюджетные средства конечным «потребителям», исполняя запланированные бюджетные расходы. ЦБ РФ ничего не оставалось, как вернуть прежний status quo, а именно снова стать донором ликвидности. В результате постепенное сокращение объемов предложения Минфина на депозитных аукционах в конце 2011 года привело к замещению ранее имевшейся задолженности кредитных организаций

«ПРЕДПОСЫЛОК ДЛЯ ЛИКВИДАЦИИ ЗАДОЛЖЕННОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ ПЕРЕД МОНЕТАРНЫМИ ВЛАСТЯМИ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ ПОКА НЕТ. ЦБ ВЫНУЖДЕН НЕСТИ ПОДОБНЫЕ РИСКИ В КАЧЕСТВЕ ПЛАТЫ ЗА СТАБИЛЬНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ»

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК



Источники: ЦБ РФ, оценки аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Рисунок 1

Объем размещенных бюджетных средств на депозитах, млрд руб.

средствами ЦБ (совокупность ресурсов от аукционов прямого РЕПО, ломбардных кредитов, а также кредитов под неликвидные активы).

В начале 2012 года кредитные организации в расчете на возможное возобновление практики Минфина по размещению средств привлекали у ЦБ средства на аукционах прямого РЕПО небольшими объемами.

Наиболее востребованными оказались однодневные ресурсы ЦБ, что сохранило волатильность ставок денежного рынка. Впоследствии регулятору удалось решить данную проблему, изменив соотношение лимитов на аукционах прямого РЕПО, увеличив предложение по семидневным средствам и уменьшив сегмент O/N. Подобная тактика сохраняется и по сей день. Проводимый по вторникам семидневный аукцион прямого РЕПО задает основное направление ставкам денежного рынка. В случае если у участников рынка возникает дополнительная необходимость, ЦБ использует более оперативный инструмент O/N. Таким образом, регулятор получил контроль над ставками денежного рынка за счет изменения объемов предложения, вернув так необходимую банковскому сектору стабильность.

Благодаря действиям ЦБ ситуация на денежном рынке выглядит довольно стабильной. Однако это породило высокую задолженность банковской системы перед монетарными властями. Предпосылок для ликвидации задолженности в ближайшей перспективе пока нет. ЦБ вынужден нести подобные риски в качестве платы за стабильность банковской системы.

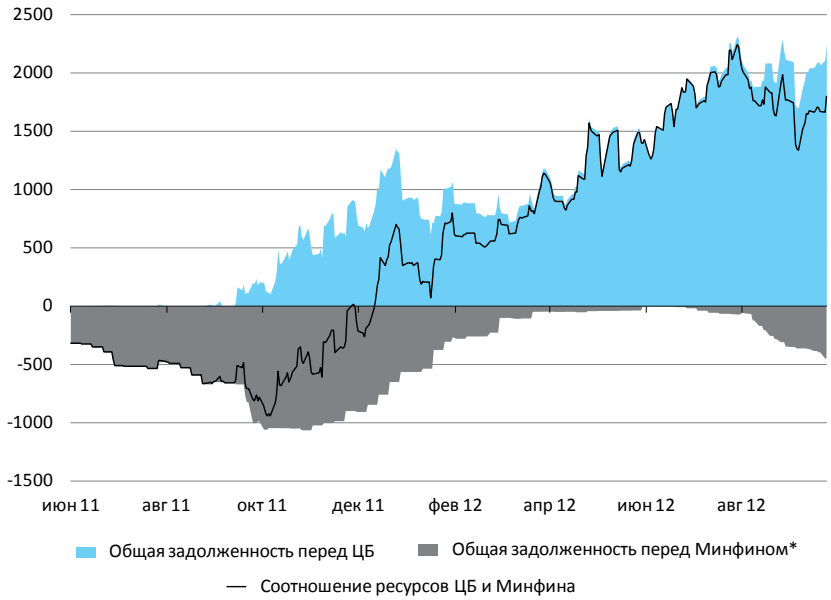
Во втором полугодии задолженность банковской системы перед ЦБ не опускается ниже отметки 1.7 трлн руб. (среднее: с начала 2012 года — 1.57 трлн руб.; 2011 год — 679 млрд руб.), ставка MOSPRIME O/N находится в диапазоне 5.5–6.2%. При всем том ситуация выглядит очень стабильной. Как и ранее, спрос на ресурсы увеличивается в налоговый период, однако теперь все уже привыкли к тому, что ЦБ готов предложить столько денег, сколько будет необходимо, что нейтрализует «всплески» роста процентных ставок. Безусловно, высокая задолженность перед монетарными властями не является позитивным моментом, в то же время только при подобном сценарии возможен минимальный разрыв в стоимости ресурсов на рынках МБК и РЕПО с предложением ЦБ, что ограничивает потенциал роста рыночных ставок и их волатильность.

Надо отметить, что банки настолько привыкли к сложившейся ситуации, что неохотно привлекают средства из других источников. Так, на аукционах Минфина, который снова повысил активность в июне благодаря образовавшемуся профициту бюджета от высоких цен на нефть, спрос на ресурсы не всегда перекрывал предложение. Кредитные организации не готовы менять предсказуемость и стабильность, обеспечиваемую ЦБ, на непредсказуемость, даже несмотря на то, что при привлечении денег у Минфина не требуется залог.

Вместе с тем, благодаря тому, что министерство снизило минимальные процентные ставки, которые иногда были ниже рыночных, участники рынка все же проявили определенный интерес к данным ресурсам.

Рисунок 2

Распределение задолженности банковской системы между Минфином и ЦБ, млрд руб.



* Данные представлены с отрицательными значениями для более наглядного отражения

Источники: ЦБ РФ, оценки аналитического департамента НОМОС-БАНКА

В то же время итоги депозитных аукционов Фонда ЖКХ, на которых наглядно видна диспропорция между рыночными ставками и ставками по итогам размещений средств, подтверждают, что не все организации могут пополнять ресурсную базу за счет Минфина и ЦБ.

Участие в таких аукционах, по сути, становится сигналом рынку о том, что у финансовой организации есть проблемы, раз она вынуждена воспользоваться иными источниками. Ярким примером тому служат итоги прошедшего 26 сентября аукциона по размещению средств сроком на 21 день в объеме 500 млн руб., где максимальная ставка в заявке участников составила 11.5% при MOSPRIME 2w — 6.32%.

Сохранение высокого спроса на ресурсы вынуждает банки метаться от средств Минфина к ЦБ. Уход Минфина с рынка депозитных аукционов и замена их ресурсами регулятора, а также сложное положение на внешних рынках сделают 2012-й годом рекордов, особенно в части проблем с ликвидностью.

Вероятно, некоторые рекорды рынок еще успеет обновить до конца года.

В середине сентября ЦБ принял решение о повышении всех без исключения ставок на 25 б.п. Эта мера была обусловлена ростом цен и инфляционных ожиданий, увеличением рисков превышения среднесрочных ориентиров по инфляции, а также оценками перспектив экономического роста. Подобное действие регулятора неминуемо привело к росту стоимости ресурсов на рынке МБК и РЕПО на 15–40 б.п., при этом совокупный объем ликвидности не изменился. Примечательно, что добиться повышения ставок ЦБ мог и другим способом, просто сократив объем лимитов на аукционах прямого РЕПО — основного инструмента пополнения ресурсов на денежном рынке. Таким образом, решение регулятора скорее носило предупредительный характер и вряд ли должно было оперативно повлиять на темпы роста инфляции. Поэтому не стоит исключать возможности еще одного повышения ставок до конца декабря.

Сбалансированный бюджет этого года, при котором государственные траты распределяются равномерно, полностью исключает вероятность возможного «притока» ресурсов в конце декабря. Таким образом, кредитным организациям не удастся существенно сократить задолженность перед ЦБ и Минфином.

Отсутствие стабильности на внешних площадках и сохранение опасений инвесторов относительно неблагоприятного исхода событий с долговым кризисом в Европе ограничивают потенциал укрепления рубля. Кроме того, на декабрь придется пик выплат по внешним долгам, что окажет на рубль дополнительное давление.

Таким образом, рассчитывать на поступление в банковскую систему рублевой ликвидности от валютных интервенций ЦБ не следует. Но надо сказать, что участники рынка уже привыкли к большой задолженности перед монетарными властями, высоким рыночным ставкам, а также стабильности, которую обеспечивает регулятор. Наиболее вероятное развитие ситуации на денежном рынке — это повторение сценария прошлого года. Ведь вновь образовавшуюся задолженность по депозитным ресурсам перед Минфином придется гасить, и, скорее всего, участники будут делать это за счет средств ЦБ.

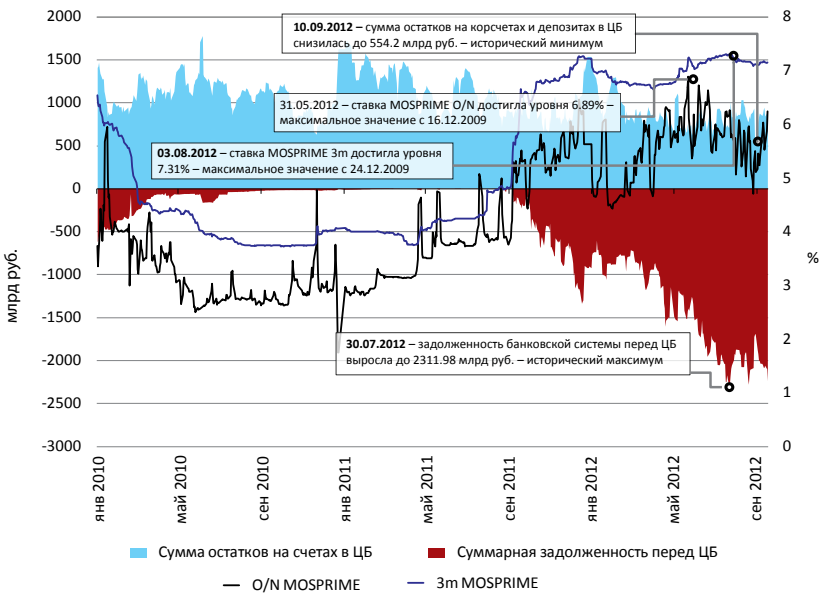
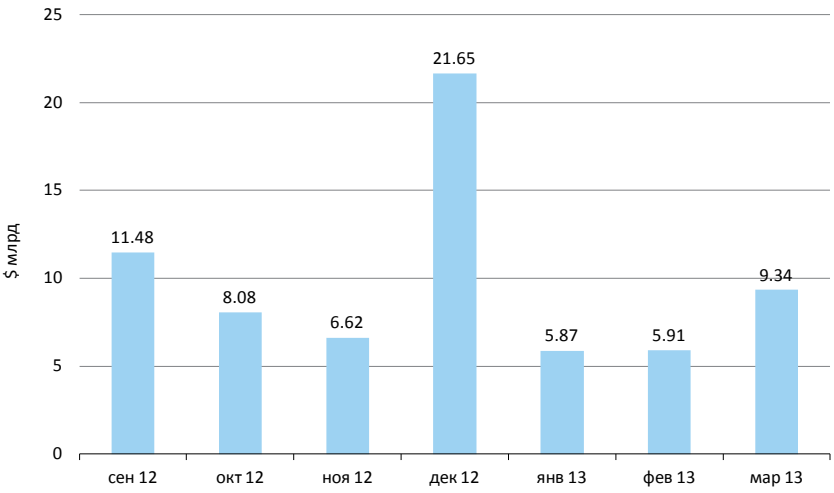


Рисунок 3

Чистая ликвидная позиция

Рисунок 4

Выплаты по внешнему долгу (помесячно)



Источники: ЦБ РФ, оценки аналитического департамента НОМОС-БАНКА