Юрий КРАВЧЕНКО,
старший аналитик по банковскому сектору и денежному рынку, «Велес Капитал»

Дефицит ликвидности: так ли страшен диагноз?

В 2014 году глава Сбербанка Герман Греф не раз заявлял о том, что на рынке имеется серьезный дефицит ликвидности. В то же время глава Банка России Эльвира Набиуллина, также признавая структурный дефицит ликвидности, заявляла в июне в Госдуме, что, по сути, дефицита нет, так как регулятор предоставляет кредитным организациям весь необходимый объем ликвидности. Попробуем разобраться, что же представляет собой дефицит ликвидности в настоящее время, присутствует ли он в системе, и если да, то чем это грозит основным участникам рынка.

Еще не так давно, в 2010–2012 годах, уровень ликвидности на денежном рынке достаточно объективно отражался объемом совокупных остатков банков на корсчетах и депозитах в Банке России. Большинство участников рынка прекрасно помнят, что когда совокупные остатки кредитных организаций на счетах в ЦБ превышали отметку в 1 трлн руб., то можно было с уверенностью говорить о комфортном уровне ликвидности и ее локальном избытке в системе. Соответственно, снижение остатков до 600–800 млрд руб. происходило в периоды повышенного спроса на ликвидность, когда ее локальный дефицит сильно ощущался на рынке. В эти же периоды можно было наблюдать и существенный рост ставок.

Чуть позже задолженность кредитных организаций перед ЦБ стала неотъемлемым атрибутом денежного рынка и банковской системы, и об отсутствии или наличии дефицита ликвидности можно было судить по чистой ликвидной позиции банков, то есть их нетто-задолженности (за вычетом совокупных остатков на счетах у регулятора) перед Банком России и федеральным бюджетом (преимущественно по депозитам Минфина или Росказначейства). Так, в периоды уплаты наиболее крупных налоговых платежей чистая ликвидная позиция банков, как правило, становилась отрицательной, ставки денежного рынка взлетали вверх, и можно было констатировать локальный дефицит ликвидности. В начале нового месяца, после уплаты налогов, чистая ликвидная позиция банковского сектора выходила в плюс, а ставки корректировались вниз.

На сегодняшний день вышеперечисленные индикаторы денежного рынка представляют собой следующую картину: несмотря на то что совокупный объем остатков банков на корсчетах и депозитах в ЦБ в первом полугодии 2014 года перевалил за отметку в 1 трлн руб., задолженность банковского сектора перед ЦБ уже в несколько раз превышает объем ликвидных остатков на счетах у регулятора. Еще в конце 2013 года совокупный объем задолженности поднялся на уровень 3.7 трлн руб., что больше максимума, державшегося с начала 2009 года, когда над российской банковской системой нависла угроза и ЦБ был вынужден раздавать беззалоговые кредиты. Чистая отрицательная ликвидная позиция кредитных организаций в настоящее время закрепилась на уровне выше 4 трлн руб. и в ближайшие годы, ве-

роятно, будет расти и дальше. В свою очередь, с недавних пор значение индикативной межбанковской ставки MOSPRIME O/N большую часть времени курсирует выше 8% годовых, то есть примерно на том же уровне, что и в кризисный период 2008-го и большую часть 2009 года.

Рост отрицательной ликвидной позиции банковского сектора или, иначе говоря, объема задолженности банков перед ЦБ представляет собой неизбежное явление, обусловленное системными проблемами бюджетного характера (в основном неравномерное по времени распределение бюджетных расходов), оттоком капитала с соответствующими валютными интервенциями ЦБ, закрытием внешних рынков и другими факторами. То есть, безусловно, на сегодняшний день отрицать наличие хронического дефицита ликвидности на денежном рынке нельзя, и выражается он прежде всего зависимостью банковского сектора от ресурсов Банка России, без поддержки ликвидности которого в настоящее время ставки денежного рынка могли бы взлететь на новые уровни. Однако так ли страшен этот дефицит для системы, участников и регулятора рынка?

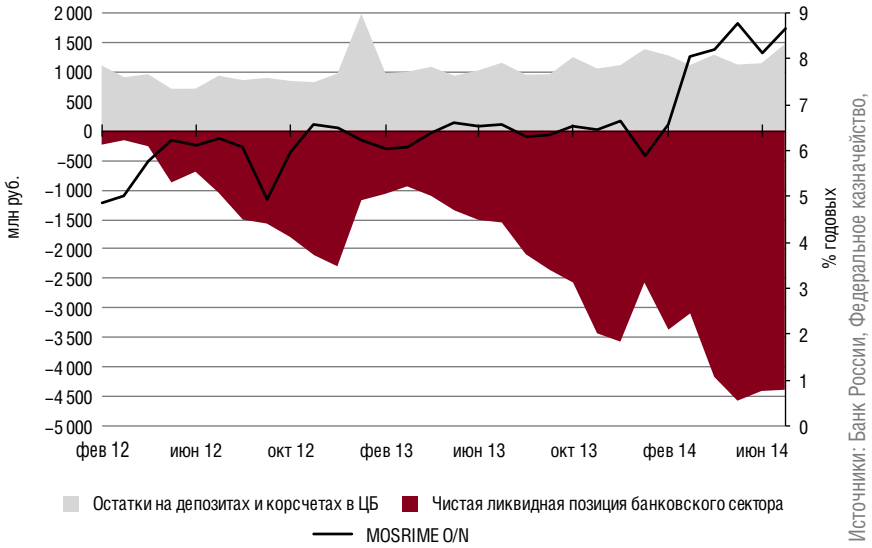
Неуклонный рост задолженности банковского сектора по кредитам и прочим привлеченным средствам от ЦБ наблюдается с сентября 2011 года. Более чем за два с половиной года сумма долга банков перед регулятором увеличилась почти в 18 раз. В настоящее время совокупный объем задолженности кредитных организаций перед ЦБ превышает 5 трлн руб., что в полтора раза больше пиковых значений кризисного периода в начале 2009 года. Однако, проводя аналогию с кризисом, необходимо отметить, что сегодняшний рост задолженности банков по кредитам ЦБ не сопровождается снижением объема других ключевых банковских пассивов, прежде всего клиентских средств, в отличие от периода 2008–2009 годов. Даже за последний год, в течение которого кредитные организации испытывали определенные проблемы с притоком клиентских средств (в силу рекомендательных ограничений ЦБ по ставкам розничных депозитов и панических настроений клиентов после череды отзывов банковских лицензий на рынке), объем обязательств рос, и можно было говорить лишь о некотором замедлении темпов роста по сравнению с предыдущими годами. Так, за последний год объем привлеченных кредитов от ЦБ увеличился более чем на 3 трлн руб., при этом клиентских средств — на 3.4 трлн руб., объем привлеченных межбанковских кредитов — на 0.5 трлн руб., объем выпущенных облигаций — на 0.1 трлн руб. Можно говорить лишь о небольшом снижении собственных векселей на балансах банков. То есть кредиты от ЦБ, безусловно, являются одним из ключевых источников роста обязательств банковского сектора, однако задолженность перед регулятором растет наряду с другими пассивами. Поэтому нельзя говорить о том, что ресурсы ЦБ компенсируют снижение других обязательств или отток клиентских средств. Более того, утверждения о росте банковского сектора за счет кредитования в ЦБ также обманчивы: и сейчас, и год назад совокупные кредитные портфели банковского сектора более чем на 100% фондировались и продолжают фондироваться клиентскими обязательствами. То есть острых потребностей ни в рефинансировании обязательств кредитами ЦБ (что можно было наблюдать в кризисный период 2008–2009 годов), ни в фондировании роста у банков сегодня не наблюдается. В настоящее время кредиты регулятора привлекательны для банков прежде всего из-за своей стоимости.

Средства, привлекаемые в рамках аукционного РЕПО, представляют собой самую дешевую ликвидность на рынке. С марта текущего года, когда ЦБ первый раз экстренно повысил процентные ставки, по июль среднее значение средневзвешенной процентной ставки на аукционах недельного РЕПО ЦБ составило 7.36% годовых против 8.3% годовых по индикативной межбанковской ставке MOSPRIME O/N за тот же период. Такую ситуацию, при которой ставка по кредитам ЦБ оказалась ниже ставки межбанковских кредитов, можно было впервые наблюдать в сентябре 2011 года. Сначала ставки сравнялись (среднее значение MOSPRIME O/N за месяц составило 5.29% против 5.28% годовых по однодневным аукционам РЕПО ЦБ), а затем постепенно ставки денежного рынка ушли в отрыв. В настоящее время стоимость ликвидности на аукционах ЦБ почти на 100 б.п. дешевле, чем на межбанковском рынке. В подобных условиях привлечение кредитов у ЦБ давно стало рыночной нормой, отвечающей экономической целесообразности. Если в 2008–2009 годы кредиты регулятора играли роль спасательного круга (вопрос цены таких кредитов уже не был столь важен, когда перед отдельными игроками стояла угроза выживания в принципе), то сегодня они представляют собой экономически выгодный и устойчивый источник ликвидности для банков. При этом политика ЦБ в данном вопросе позволяет надеяться на безусловную поддержку кредитных организаций и в дальнейшем, а недельные ресурсы ЦБ можно рассматривать более долгосрочными и устойчивыми, чем, например, часть средств на счетах клиентов, подверженных паническим настроениям. Справедливости ради здесь необходимо добавить, что если раньше ставки денежного рынка имели рыночный характер, а ставка рефинансирования ЦБ — формальный, то теперь ставки МБК и РЕПО зачастую не отражают реального положения дел на рынке, подчиняясь исключительно директивной стоимости инструментов регулятора.

Вопрос, как долго ЦБ будет придерживаться своей щедрой политики при кредитовании банков, также немаловажен в рассмотрении проблемы дефицита ликвидности. Хотя представители регулятора и любят высказывать беспокойство в отношении зависимости отдельных игроков от кредитов ЦБ, текущее положение дел должно полностью устраивать Банк России в части одной из его ключевых функций — разработки и проведения денежно-кредитной политики. Ведь именно с началом активного использования аукционного РЕПО процентные ставки по инструментам ЦБ стали мощными рычагами регулирования денежно-кредитной политики Банка России и его влияния на монетарную инфляцию. Поэтому перманентная задолженность банковского сектора перед ЦБ в настоящее время устраивает не только банки, но и регулятора и уже давно является одним из здоровых рыночных источников ликвидности и фондирования. В то же время, несмотря на рост задолженности банков перед регулятором, доля долгов в пассивах банковского сектора остается ниже 10%, тогда как в кризисный период 2008 года данный порог был преодолен всего за пару месяцев.

Одним из главных негативных последствий для рынка в результате сложившегося дефицита ликвидности принято считать высокие ставки, ограничивающие потенциал роста банковского сектора и экономики. Сегодняшний уровень индикативной межбанковской ставки MOSPRIME O/N соответствует кризисно-

му периоду первой половины 2009 года и находится чуть ниже средней стоимости (8.93% годовых на конец июня 2014 года) годовых рублевых депозитов у крупнейших игроков. В подобной ситуации сложно не согласиться с тем, что текущие ставки денежного рынка действительно можно считать высокими. Однако в их рост в 2014 году была заложена регулятивная составляющая. Череда экстренных повышений ставок ЦБ и отзывов лицензий на банковском рынке внесла существенный вклад в достижение уровней ликвидности, соответствующих значениям кризисных времен. Данная ситуация кардинально отличается от взлета ставок в 2008–2009 годы, обусловленных исключительно рыночными потребностями в ликвидности, которую зачастую просто нельзя было найти на рынке (при этом ставка рефинансирования ЦБ и ее повышение носили формальный характер в отличие от сегодняшней ключевой ставки, участвующей в кредитовании банков). В нынешних условиях, частично созданных самим регулятором, компенсация Банком России высокой стоимости ликвидности на денежном рынке собственными кредитами выглядит вполне логичным явлением. Кроме того, утверждение о том, что высокие ставки, сопровождающие дефицит ликвидности, ограничивают потенциал роста банковского сектора и экономики, не соответствует действительности. В частности, минимальный уровень MOSPRIME O/N после кризиса 2008-2009 годов можно было наблюдать во второй половине 2010 года — ставка не превышала 3% годовых. Однако среднее значение ставки по депозитам, являющихся основным пассивом для роста сектора, во втором полугодии 2010 года находилось на отметке 8.7% годовых, то есть, по сути, на сегодняшнем уровне. И тогда, и сейчас ставки по депозитам были одинаковыми, в то время как межбанковские ставки отличались в несколько раз. Это доказывает, что короткие ставки денежного рынка в российских условиях живут своей жизнью и их влияние на стоимость основных пассивов банковского сектора носит ограниченный характер. В свете данного утверждения высокая стоимость коротких денег в результате дефицита ликвидности отнюдь не препятствует качественному развитию и росту банковской системы, а скорее уменьшает ее риски, связанные с различными спекулятивными операциями. Дорогая краткосрочная ликвидность уже не позволяет участникам рынка без оглядки наращивать объемы операций с ценными бумагами, валютой, межбанковскими кредитами, заставляя зарабатывать прежде всего на классических банковских услугах.

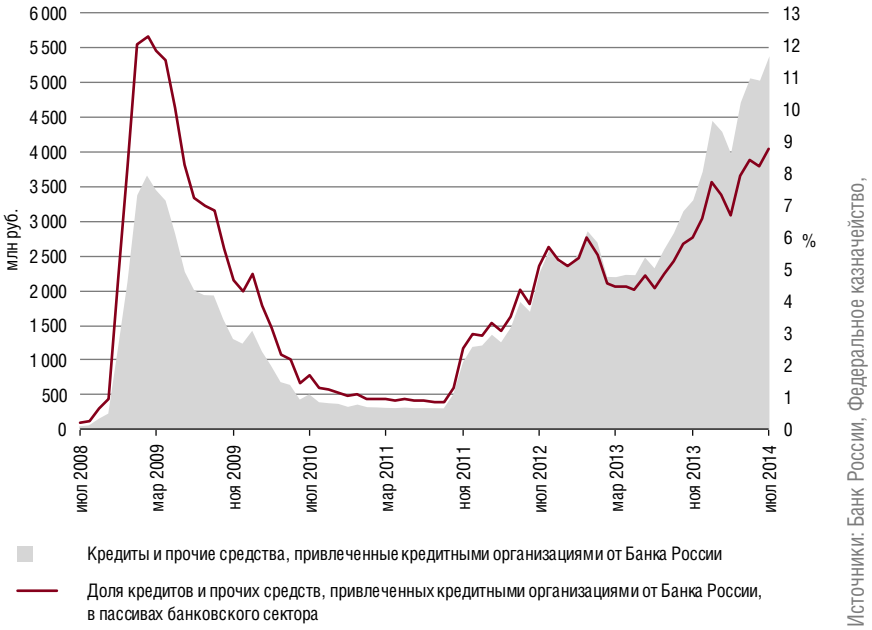


Источники: Банк России, Федеральное казначейство, «Велес Капитал» (оценка)

Рисунок 1
Показатели ликвидности на денежном рынке на 21.07.2014

Таким образом, хронический дефицит ликвидности на денежном рынке вследствие различных системных факторов, безусловно, есть. Он выражается в растущей зависимости банков от регулятора и увеличивающейся задолженности перед ЦБ. Однако такая ситуация не несет системных рисков участникам рынка и банковского сектора в целом. Кредиты Банка России в настоящее время являются экономически выгодным источником ликвидности, выполняя компенсирующую роль в условиях роста ставок денежного рынка. Для ЦБ — это эффективный инструмент борьбы с монетарной инфляцией и регулирования денежно-кредитной политики. Поэтому текущий дефицит ликвидности на денежном рынке — ситуация, полностью устраивающая основных игроков рынка.

Рисунок 2
Задолженность банковского сектора перед ЦБ



Источники: Банк России, Федеральное казначейство, «Велес Капитал» (оценка)