Дмитрий Грицкевич,
главный аналитик инвестиционного департамента, ОАО «Промсвязьбанк»

МИНФИН и ЦБ спешат на помощь

СОВСЕМ НЕДАВНО, В АВГУСТЕ, ВСЕ МИРОВОЕ ИНВЕСТИЦИОННОЕ СООБЩЕСТВО ОТМЕЧАЛО ГОДОВЩИНУ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА, НАЧАЛО КОТОРОГО ОЗНАМЕНОВАЛИ ПРОБЛЕМЫ ХЕДЖЕВЫХ ФОНДОВ ВЫСОКОРИСКОВАННЫХ ИПОТЕЧНЫХ БУМАГ BNP PARIBAS. ИЗ-ЗА КРИЗИСА ЗА ГОД БАНКИ И ФИНАНСОВЫЕ КОМПАНИИ РАЗНЫХ СТРАН СПИСАЛИ, ПО ПОДСЧЕТАМ BLOOMBERG, ПОЧТИ $490 МЛРД УБЫТКОВ, А СНИЖЕНИЕ ИХ КАПИТАЛИЗАЦИИ СОСТАВИЛО $1.6 ТРЛН. И ЕСЛИ В НАЧАЛЕ 2008 ГОДА БОЛЬШИНСТВО АНАЛИТИКОВ СКЛОНЯЛОСЬ К МНЕНИЮ, ЧТО КРИЗИС ОБОЙДЕТ РОССИЮ СТОРОНОЙ В СВЯЗИ С НЕРАЗВИТОСТЬЮ ИПОТЕЧНОЙ СИСТЕМЫ, ТО К СЕНТЯБРЮ ОПТИМИСТОВ СОВСЕМ НЕ ОСТАЛОСЬ.

Последствия финансового кризиса стали ощутимы как для большинства обычных граждан, для которых подорожали потребительские кредиты и практически закрылась возможность ипотечного кредитования, так и для крупного и среднего бизнеса, перед которым встала проблема рефинансирования долгов, щедро розданных банками во времена избыточной ликвидности.

Подливают масла в огонь внутренние проблемы России — конфликт на Кавказе, «дело «Мечела», несвоевременная борьба с инфляцией и нежелание правительства снизить налоговое бремя, неэффективная финансовая политика. Власти США также с переменным успехом борются с нарастающим кризисом — банкротство Lehman Brothers, продажа Merrill Lynch и Bear Stearns, финансовые вливания в страховщика AIG и национализация ипотечных операторов Fannie Mae и Freddie Mac.

В результате, по данным ЦБ, чистый отток инвестиционного капитала из России за август составил $5 млрд, еще в размере около $4.6 млрд ожидается отток и в сентябре. При этом в «Концепции долгосрочного экономического развития России до 2020 года» заложен годовой приток капитала в $40 млрд, а за восемь месяцев 2008 года он составил лишь $25 млрд. Отток инвестиционного капитала спровоцировал обвальное падение рынка акций, рост доходностей облигаций по всему спектру бумаг и отсутствие длинных денег на рынке.

В этой ситуации Минфин и Центробанк принимают активные меры по поддержанию финансового рынка — Минфин проводит еженедельные аукционы по размещению коротких депозитов, ЦБ — ежедневные операции РЕПО. Государственные корпорации (Фонд ЖКХ, «Роснанотех», «Олимпстрой», ВЭБ) также решили «расконсервировать» свои многомиллиардные средства, находившиеся ранее практически без движения, для поддержания банковской системы. Также временно были снижены отчисления в фонды обязательного резервирования на 4 п.п., что должно, по оценкам чиновников, высвободить около 300 млрд руб.

Однако стоит ли ждать от данных мер быстрой стабилизации обстановки или это просто оттягивает время глобального коллапса на отечественном рынке по примеру американской финансовой системы?

РАЗМЕЩЕНИЕ СРЕДСТВ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА НА БАНКОВСКИЕ ДЕПОЗИТЫ

Для обеспечения стабильной ситуации с ликвидностью на российском финансовом рынке с 17 апреля Минфин проводит еженедельные депозитные аукционы. Срок размещения депозитов невысок — 28 дней (реже 7 или 35 дней). Помимо этого, с учетом жестких требований Минфина (капитал от 5 млрд руб., рейтинг не ниже BB-), к участию допускается весьма ограниченное число банков — около 30 организаций (по факту в аукционах участвует около 10 банков). В среднем с апреля Минфин размещал около 20% предлагаемых средств под ставку 7.26–8.43% (см. График 1). Невысокий спрос на деньги Минфина объясняется нехваткой в первую очередь длинных денег, а размещать у себя на депозитах средства на четыре недели крупным банкам не очень интересно.

В разгар кризиса в середине сентября Минфин принял решение увеличить лимит размещения средств в трех государственных банках до 1.1266 трлн руб. — на Сбербанк придется 754.2 млрд руб., ВТБ — 268.5 млрд руб., на Газпромбанк — 103.9 млрд руб. Таким образом, Сбербанк, ВТБ и Газпромбанк смогут привлечь средства федерального бюджета на депозиты на срок три и более месяцев. Однако затем Министерство финансов РФ приняло решение предоставить возможность участия в депозитных аукционах еще 25 банкам. Общий лимит размещения временно свободных средств бюджета в депозиты коммерческих банков был увеличен до 1.514 трлн руб.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ВРЕМЕННО СВОБОДНЫХ СРЕДСТВ ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОРПОРАЦИЙ

Наряду с еженедельными аукционами самого Минфина по размещению временно свободных средств бюджета министерство согласовало размещение средств госкорпорации «Фонд ЖКХ» в объеме до 180 млрд руб. на внутреннем рынке РФ, в том числе на банковские депозиты. Ранее всю сумму планировалось передать управляющим компаниям, однако Минфин оперативно провел поправки к закону о Фонде ЖКХ, разрешающие размещение временно свободных средств на банковские депозиты. Фонд ЖКХ намерен проводить аукционы еженедельно и довести объем размещенных средств до 120 млрд руб. (уже прошли аукционы по размещению 70 млрд руб.). Впоследствии фонд планирует размещать средства на двухлетние депозиты с особыми обязательствами банков по их возврату, а также на депозиты до востребования.

График 1. Размещение средств федерального бюджета на банковские депозиты

Источник: Минфин России

Таблица 1. Итоги размещения средств Фонда ЖКХ на банковские депозиты

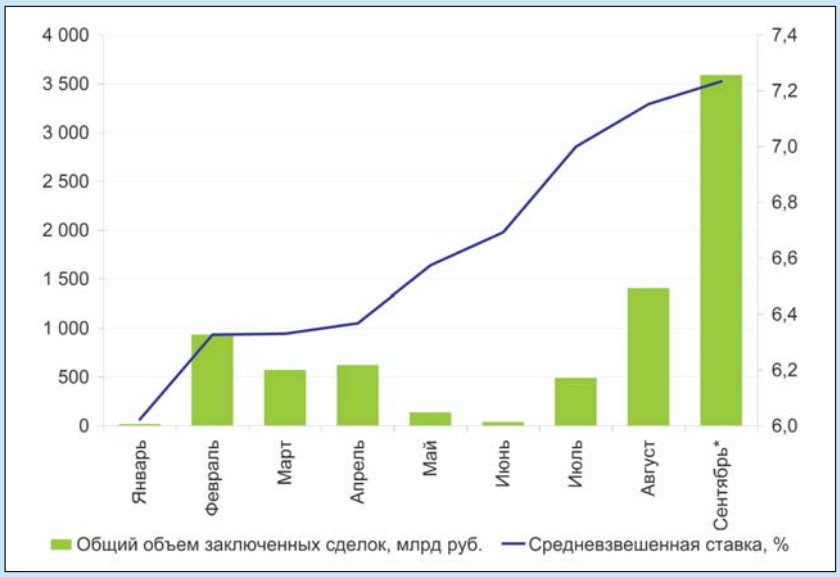
Дата	Размещено, млрд руб.	Спрос, млрд руб.	Средневзвешенная ставка, % годовых	Срок депозита, дней
28.08.08	10.00	45.17	10.95%	91
28.08.08	10.00	44.93	12.37%	371
04.09.08	15.00	н/д	9.27%	90
04.09.08	15.00	н/д	11.90%	181
11.09.08	10.00	39.74	11.77%	181
11.09.08	10.00	36.78	11.79%	370
18.09.08	7.00	20.20	10.43%	34
18.09.08	7.00	32.89	14.13%	90
18.09.08	15.00	22.45	11.59%	545

Источник: Фонд содействия реформированию ЖКХ

Первые депозитные аукционы прошли в конце августа, на них отмечался ажиотажный спрос на длинные депозиты (в отличие от аукционов Минфина). Спрос превысил предложение более чем в четыре раза, а средняя ставка годового депозита составила 12.37%. Аналогичные результаты были и по следующим аукционам в начале сентября. Готовность ведущих банков России занимать деньги под 12% годовых подчеркнула острую нехватку длинных денег в банковской системе и задала новые ориентиры всему долговому рынку (см. Таблицу 1).

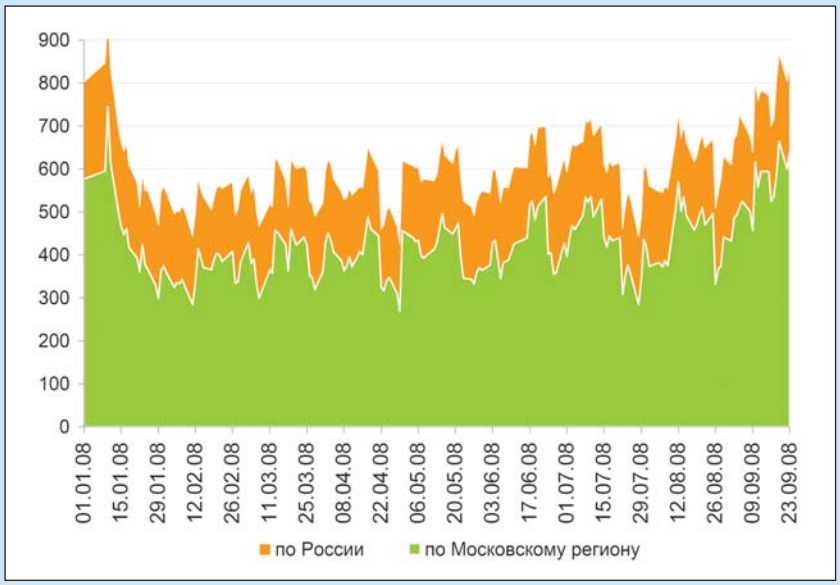
Во второй половине июня ГК «Роснанотех» также разместила свободные средства на депозитах восьми банков: Россельхозбанка, банка «Санкт-Петербург», «Уралсиба», НОМОС-БАНКА, Промсвязьбанка, Альфа-Банка, ВТБ и Банка Москвы. Всего было размещено 130 млрд руб.

График 2. Аукционы прямого РЕПО Банка России



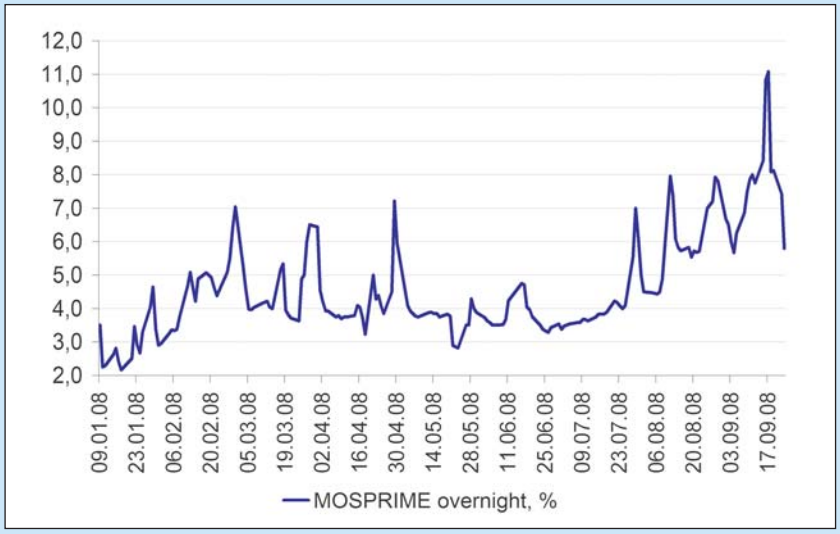
Источник: ЦБ РФ

График 3. Остатки средств на корсчетах кредитных организаций в ЦБ, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, 22.09.08

График 4. Ставки на МБК, %



Источник: C-bonds, 22.09.08

сроком на 1.5 года. Средневзвешенная ставка составила 10.2%, что по сравнению с результатами депозитных аукционов Фонда ЖКХ очень мало.Однако размещение средств проходило до кавказского конфликта, и явного оттока средств на тот момент не наблюдалось.

Еще раньше, весной, размещением средств на депозитах начал заниматься «Олимпстрой». В 2008 году госкорпорации предстоит освоить почти 50 млрд руб. Всего до 2014 года запланировано поступление около 200 млрд руб. из бюджетов разных уровней. На депозитных аукционах «Олимпстроя» не обошлось без скандалов — ВТБ заявлял о приостановке участия в тендерах из-за их непрозрачности, однако потом работу с госкорпорацией продолжил. «Олимпстрой» не раскрывает итоги данных тендеров. По информации «Ъ», «Олимпстрой» размещает средства сроком не более одного-двух месяцев. При этом Банк Москвы в конце марта подписал генеральное соглашение о размещении свободных средств госкорпорации сроком на три года.

ВЭБ также определился с поддержкой российской финансовой системы, сделав ставку на адресную помощь крупным компаниям приоритетных отраслей экономики — в сентябре госкорпорация одобрила предоставление долгосрочных кредитов (до 15 лет) на $2.4 млрд шести компаниям. Также, по данным издания «Ведомости», ВЭБ почти год держит в банках на депозитах 115 млрд руб.

АУКЦИОНЫ ПРЯМОГО РЕПО БАНКА РОССИИ

Наиболее простым методом поддержания ликвидности на рынке со стороны ЦБ являются ежедневные аукционы прямого РЕПО на срок один-три дня. Особенно «жаркая» пора на аукционах наступила с началом конфликта на Кавказе, когда банковская система остро начала нуждаться в деньгах из-за оттока капитала и падения рынков (см. График 2). За август общий объем заключенных сделок РЕПО с Банком России составил рекордные 1.4 трлн руб. при средней ставке 7.15%, а только за первую половину сентября объем сделок вырос до 3.6 трлн руб. (средняя ставка — 7.23%). В день обвала фондового рынка, 16 сентября, было заключено сделок на беспрецедентную сумму 360 млрд руб. При этом первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев обещал увеличить дневной лимит операций РЕПО до 1 трлн руб., готовясь к росту спроса в октябре в связи с налоговыми выплатами.

ЧТО ДАЛЬШЕ?

Чтобы ответить на этот вопрос, необходимо разобраться, кого в первую очередь спасает государство. Начиная с апреля Минфин разместил на депозитах банков 1.2 трлн руб. С учетом жестких требований Министерства финансов эти средства доступны лишь около 30 банкам из 1127, работающих в России. Таким образом, мелкие и средние банки, больше всего пострадавшие от кризиса, вообще оказались не у дел. Также в условиях острой нехватки длинных денег депозиты размещаются сроком не более 35 дней, что не отвечает текущим потребностям финансовой системы. Запоздалое решение Минфина об увеличении срока предоставления средств до трех месяцев поможет исправить ситуацию лишь частично. Понять действия Минфина можно — обеспечив свободный доступ всех без исключения банков к своим финансам, в момент погашения депозитов Министерство могло бы недосчитаться значительной части своих средств.

Аналогичная ситуация складывается и при размещении временно свободных средств государственных корпораций: из-за жестких требований для подавляющего большинства банков эта опция также недоступна. При этом «Олимпстрой» размещает в основном короткие депозиты, а востребованные длинные — только для избранных. «Роснанотех» уже провел размещения в июле 130 млрд руб. сроком на 1.5 года, и, судя по всему, эти деньги рынок уже «переварил». Еженедельные депозитные аукционы Фонда ЖКХ также не в силах исправить ситуацию, а могут только удивлять ростом ставок в ходе борьбы за длинные деньги.

В результате огромные суммы средств вместо того, чтобы быть направленными на борьбу с дефицитом ликвидности, аккумулируются на счетах ограниченного числа банков, и без того имеющих значительный запас прочности. Таким образом, остальные участники рынка могут привлекать средства только на МБК и с помощью РЕПО.

Вследствие вливаний Минфина и ЦБ размер остатков на корсчетах банков создает ложное впечатление о достаточной ликвидности в стране (см. График 3.). Однако также нельзя заставить «избранные» банки в значительном объеме «делиться» получаемыми средствами с другими участниками рынка через МБК и РЕПО — в возникшей сложной ситуации на рынке крупные банки закрыли или существенно сократили лимиты на небольшие банки. А если все же они «делятся» ликвидностью, то неплохо зарабатывают на этом. С учетом средств Минфина, получаемых в среднем под 8%, и средств ЦБ, получаемых под залог бумаг из Ломбардного списка под 7%, банки, не испытывающие проблем с ликвидностью, размещают средства на МБК под 18% в банках второго круга или перереповываются с другими участниками рынка под залог «неломбардных» бумаг под 20% с дисконтом в 25%. Несмотря на то что к 22.09.08 индекс MOSPRIME овернайт опустился до 5.79% (см. График 4), для средних и мелких банков кредитоваться на рынке МБК все еще проблематично — либо лимиты на них закрыты совсем, либо ставки доходят до 20%.

Что же касается аукционов прямого РЕПО Банка России, несмотря на то что данный механизм привлечения средств доступен большинству участников рынка, его целью в первую очередь является покрытие кассовых разрывов, а не лечение хронической нехватки ликвидности. Скорее, такие огромные объемы сделок (360 млрд руб. в день) таят в себе немало опасности: получая деньги на один день под залог ценных бумаг, банки зачастую создают сложные цепочки «перереповок», и сбой в одном из звеньев может повлечь за собой череду неисполнения обязательств и «кризис доверия» среди участников рынка.

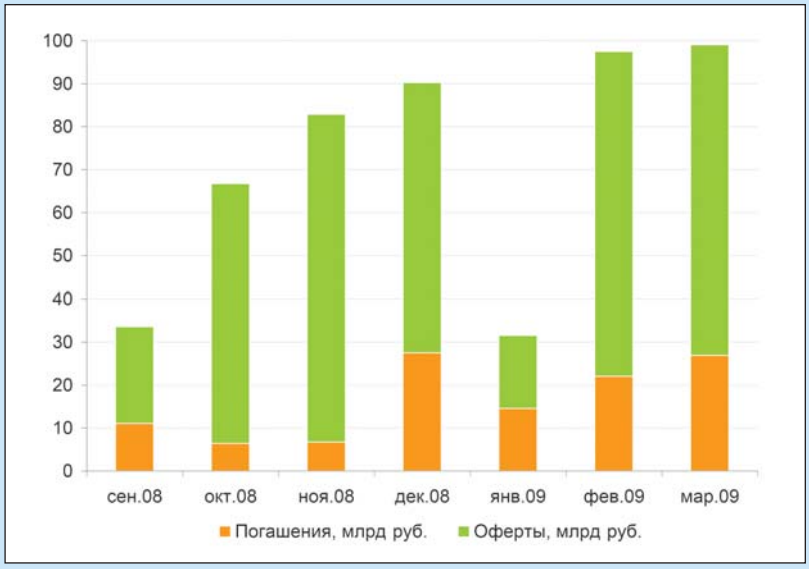
С подобной проблемой в разгар кризиса 16 сентября столкнулся банк «КИТ Финанс», не расплатившийся по ряду сделок РЕПО на 6 млрд руб. примерно с 15 контрагентами (по данным газеты «Ведомости») из-за невыполнения рядом клиентов своих обязательств. Отчасти данное событие способствовало обрушению фондового рынка на 20%, росту ставок МБК до 10–11% и резкому снижению операций РЕПО — участники рынка в срочном порядке начали сокращать или совсем закрывать лимиты, опасаясь неплатежей. В итоге, если рынок МБК и РЕПО станет недоступен мелким и средним банкам, то вскоре можно ожидать серию банкротств среди кредитных организаций и инвестиционных компаний. Первые жертвы уже есть — «КИТ Финанс», скорее всего, будет куплен УК «Лидер», группа «Антанта Пиоглобал», по данным тех же «Ведомостей», начала распродавать активы, ВЭБ купил «Связь-Банк», Группа «ОНЭКСИМ» Михаила Прохорова покупает 50% минус 1 акцию «Ренессанс Капитала». Дополнительное давление на банки второго и третьего круга может оказать «бегство вкладчиков», обеспокоенных проблемами на финансовом рынке. Проблемы с выплатами депозитов физическим лицам уже возникли у некоторых московских банков. И это только начало, а продолжение тенденции может нанести значительный ущерб экономике страны, если кризис перекинется на реальный сектор.

И это, скорее всего, произойдет из-за отсутствия доступа к кредитным ресурсам. Многие компании во времена избыточной ликвидности нарастили свою долговую нагрузку до предела. Теперь из-за кризиса они столкнулись с проблемой рефинансирования долгов. В четвертом квартале российским заемщикам придется выплатить по внешним публичным заимствованиям $43 млрд, а по российским облигациям с учетом оферт — 240 млрд руб. (см. График 5).

При этом сам Минфин из-за обрушения долговых рынков не имеет возможности привлекать финансирование — доходность ОФЗ 46018 на 17.09.08 составила 8.81%, а RUS 30 — 6.7% (см. График 6). Министерство без объяснения причин отменило назначенные ранее на 10 сентября аукционы по дополнительному размещению ОФЗ на 15 млрд руб. Аналогично поступила Москва, не готовая занимать по высоким ставкам, объявившая, что до конца года не будет размещать облигации. Безусловно, муниципальным и субфедеральным эмитентам будет сложно привыкнуть к новым уровням ставок. До конца года им придется погасить рублевых облигаций на 17.1 млрд руб., и при отсутствии новых размещений эта нагрузка, скорее всего, ляжет на федеральный бюджет.

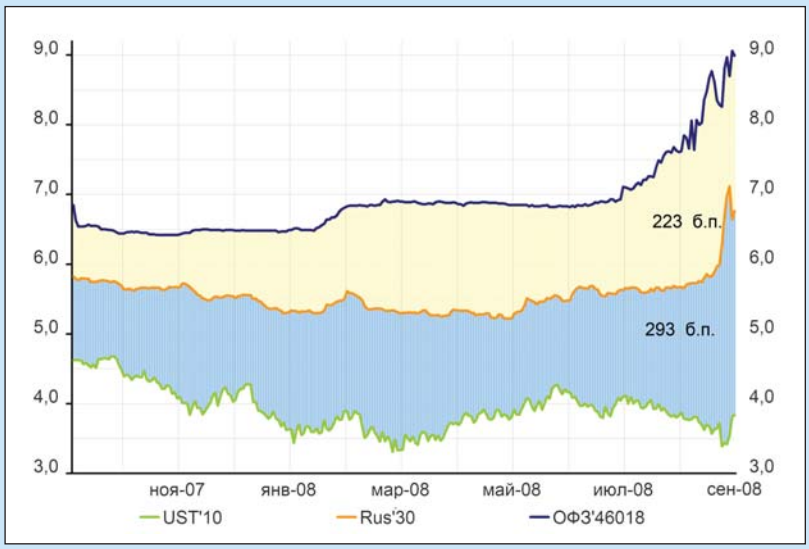
Благодаря «подушке безопасности», накопленной за годы дорогой нефти, при правильной политике государство без труда сможет поддержать рынок. Однако если дойдет дело до «распечатывания» Резервного фонда или Фонда национального благосостояния, рейтинг России

График 5. График погашений и оферт рублевых корпоративных облигаций, млрд руб.



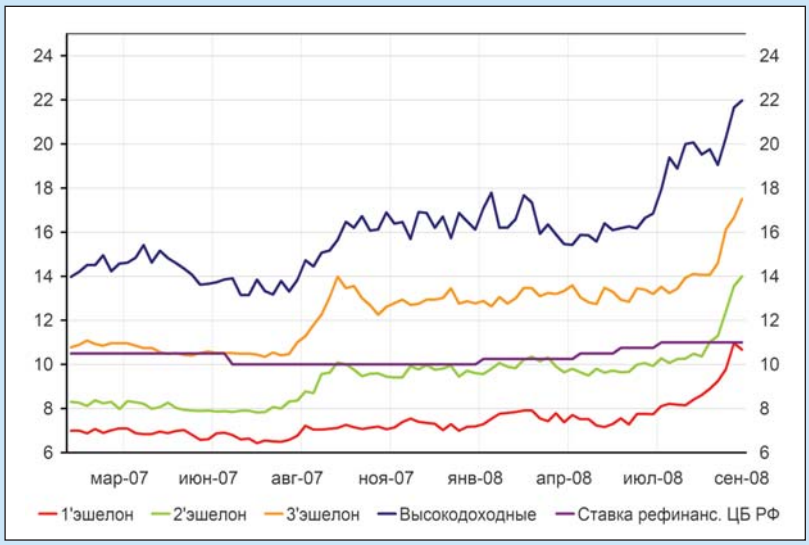
Источник: Cbonds, анализ Промсвязьбанка

График 6. Доходность UST'10, Rus'30 и ОФЗ'46018, %



Источник: ММВБ, Reuters, 22.09.08

График 7. Доходность корпоративных облигаций



Источник: ММВБ, 22.09.08

будет понижен, что создаст дополнительное давление на рынок и, в частности, на котировки госбумаг. S&P уже понизило прогноз суверенных рейтингов России с позитивного на стабильный из-за поддержки рынка бюджетными деньгами. Fitch и Moody's пока пересматривать прогноз не собираются.

Рынок корпоративных облигаций также оказался парализованным — идут активные продажи всех без исключения бумаг, ставки растут (см. График 7), о новых размещениях пока можно забыть. Банки также не имеют возможности рефинансировать долги компаний — для соблюдения нормативов ЦБ по достаточности капитала почти все лимиты по кредитам выбраны, а средства Минфина и ЦБ просто не доходят до реального сектора экономики. И если существующие кредиты банки могут пролонгировать, то публичные долги компаниям придется гасить своими силами. Таким образом, под удар поставлены компании начиная с третьего эшелона, и новая волна дефолтов по рублевым облигациям не за горами. При этом точечная поддержка Центральным банком развития государственных и стратегически важных компаний ситуацию вряд ли исправит.

Получается, что дошедший до России кризис, несмотря на экстренные меры правительства, таит в себе значительный потенциал опасности — если ликвидность не дойдет до банков второго и третьего круга (экстренное снижении нормативов резервирования поддержит банковскую систему лишь временно), нас ожидает серия банкротств банков и инвестиционных компаний, а также дефолтов по корпоративным облигациям. При этом стабилизация финансовой системы путем вливания денежных средств обойдется российской экономике в рост годовой инфляции до 13–14%.

В целом же, если оценивать действия Минфина, то роль депозитных аукционов по размещению временно свободных бюджетных средств и средств государственных корпораций нельзя недооценивать — банковская система в кризисный период смогла получить «свежие», беззалоговые, более длинные деньги (в отличие от инструментов ЦБ РФ), а Минфин и госкорпорации, в свою очередь, более эффективно использовать свои средства. Однако банкам не стоит рассматривать деньги Минфина в качестве нового источника фондирования. Временно свободные средства бюджета — это в основном короткие деньги, и аукционы по трехмесячным депозитам, скорее всего, временная мера по поддержанию ликвидности денежного рынка.

VI ежегодный российский облигационный конгресс – 2008

ПРИГЛАШАЕМ

К УЧАСТИЮ В КОНФЕРЕНЦИИ

Ожидается более 700 участников

Организаторы: Фондовая биржа ММВБ, MICEX Stock Exchange, CBONDS Financial Information

Генеральный спонсор: ВТБ, Российские железные дороги

Официальные партнеры: Промсвязьбанк, TRUST Инвестиционный банк Траст, БФА Инвестиционная компания

Спонсоры: Регион, Банк Москвы, Банк Петрокоммерц (Финансовая группа «ИФД-Капиталъ»), Связь Банк, RI Group finance

При участии: Московский кредитный банк, KD Group, Банк Зенит (Банковская группа Зенит), WBL World Business Law

Информационные партнеры: PLIF, Investfunds, Cbond Contact (Деловая сеть профессионалов финансового рынка)