Константин Васильев,
начальник отдела мировых рынков, партнер, Cbonds

СТАНДАРТ CD снова в моде

НА ВОЛНЕ ВСЕОБЩЕГО КРИЗИСА ЛИКВИДНОСТИ И ПОИСКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ДЛЯ БАНКОВ И КОРПОРАЦИЙ ДЕПОЗИТНЫЕ СЕРТИФИКАТЫ МОГУТ СТАТЬ ОДНИМИ ИЗ НЕМНОГИХ СТАБИЛЬНО РАБОТАЮЩИХ РЫНОЧНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ.

ДОЛГОСРОЧНЫЙ ИНСТРУМЕНТ КРАТКОСРОЧНОГО РЫНКА

Денежные рынки позволяют участникам заимствовать денежные средства и предоставлять их взаймы на краткосрочный период, как правило, до одного года. Инструменты денежного рынка условно можно разделить на три большие группы.

- Купонные инструменты — позволяют получать регулярный денежный поток в течение всего срока действия: необращающиеся — депозиты денежного рынка; обращающиеся на рынке — депозитные сертификаты, соглашения о продаже и об обратной покупке (РЕПО), доли в фондах денежного рынка.
- Дисконтные инструменты — выпускаются и обращаются с дисконтом к номиналу с учетом текущих краткосрочных процентных ставок: казначейские векселя, переводные векселя и банковские акцепты, коммерческие бумаги.
- Деривативы — инструменты, стоимость которых зависит от одного и нескольких базовых активов или параметров рынка: соглашение о будущей процентной ставке (FRA), процентные фьючерсы и свопы, опционы на данные инструменты.

Из всего многообразия инструментов денежного рынка в условиях снижения склонности к риску лучше всего задачу привлечения денежных средств на срок до трех-пяти лет решают депозитные сертификаты.

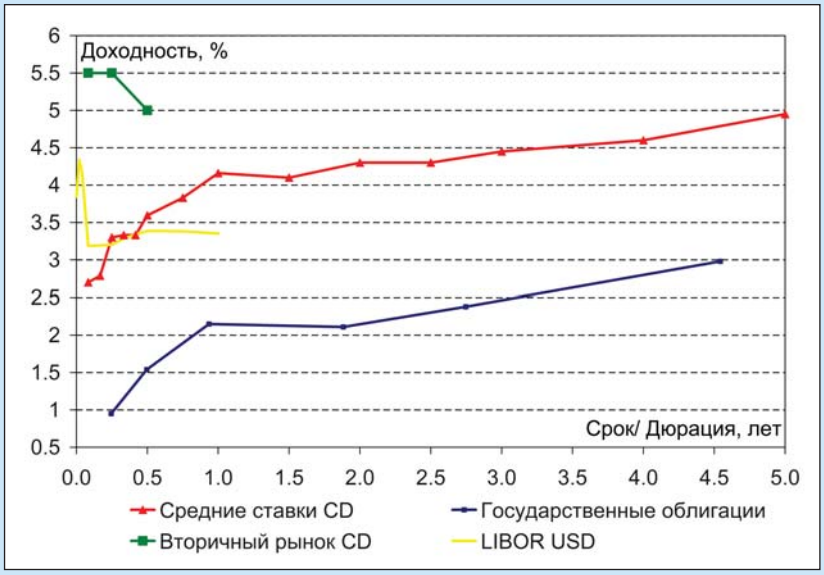
Депозитный сертификат (Certificate of deposit, CD) — ценная бумага, свиждетельствующая о депонировании денежных средств в банке или другом финансовом институте. Депозитные сертификаты имеют уже почти полувековую историю и используются банками и другими депозитными учреждениями как источник для кредитов и средство управления их пассивами.

Депозитные сертификаты (ДС) являются обращающимися инструментами, но, как правило, в данном случае речь идет о ДС с номиналом около $100 тыс., которые также называются Jumbo CDs. В США депозитные сертификаты до $100 тыс. подпадают под американскую систему страхования вкладов в лице Федеральной корпорации по страхованию депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC), поэтому риск инвестирования в данные инструменты считается минимальным. По сертификатам свыше $100 тыс. выплачивается более высокий доход, однако сумма выше страхового лимита не страхуется.

Официальной статистики по рынку депозитных сертификатов в США не ведется, но, по разным оценкам, объем рынка составляет около половины от рынка коммерческих бумаг (CP), или около $0.9–1 трлн. Последние официальные данные по Jumbo CD приводились ФРС на конец 1992 года, и объем рынка тогда составлял $114 млрд. Оценкой емкости рынка сверху может быть объем срочных депозитов объемом более $100 тыс., составляющий на конец первого полугодия 2008 года $2.4 трлн.

Ставки по торгующимся депозитным сертификатам в США в среднем по рынку отличаются от американских государственных облигаций примерно на 200 б.п. по всей кривой доходности. Также ФРС публикует ежедневные котировки одно-, трех-, шестимесячных сертификатов на вторичном рынке. Данные ставки сильно зависят от текущей конъюнктуры, и ежедневные колебания могут составлять до 100 б.п. Так, на начало сентября 2008 года ДС котировались на уровне кривой по ставкам — 2.5–3%, то на фоне ухудшения на кредитных рынках 17–19 сентября доходность выросла до 5–5.5%. На Графике 1 приводится карта рынка на 19 сентября 2008 года.

График 1. Средние ставки и текущая доходность на рынке CD, UST и LIBOR



Источник: BankCD.com, FRB, BBA

ВИДЫ ДЕПОЗИТНЫХ СЕРТИФИКАТОВ

Депозитные сертификаты являются достаточно гибким финансовым инструментом, позволяющим решать задачи различных типов эмитентов и инвесторов. Основная классификация сертификатов (здесь и далее на примере рынка США) основывается на типах инвесторов, так как процентные ставки, риски и глубина рынка достаточно сильно отличаются по следующим классам.

- Местный рынок ДС — сертификаты, выпущенные американскими банками на местном рынке США.
- Евродолларовые депозитные сертификаты (Eurodollar CDs или Euro CDs) — депозитный сертификат, выпущенный в долларах США вне США и вне юрисдикции ФРС. Это второй по давности появления сертификат после ДС на рынке США. Основная часть данного рынка объемом свыше $100 млрд сосредоточена в Лондоне.
- Депозитные сертификаты «янки» (Yankee CDs) — депозитный сертификат, выпущенный на внутреннем рынке США филиалом иностранного банка. Объем янки ДС, по данным ФРС, на конец первого квартала 2008 года составляет около $200 млрд, увеличившись с конца 2005 года более чем в два раза. Появление и рост данного сегмента рынка определяются тем, что деятельность филиалов основных зарубежных банков попадает в рамки федерального законодательства. В отличие от евродолларовых депозитных сертификатов, янки не подвержены риску неплатежеспособности суверенных государств, а также валютному контролю со стороны другой страны, поскольку активы и эмитенты находятся в США. Премия к местному рынку ДС оценивается в 20–30 б.п.
- Сберегательные депозитные сертификаты (Thrift CDs) — сертификаты, выпущенные сберегательными и кредитными ассоциациями, застрахованы ассоциацией NCUA.
- Брокерские депозитные сертификаты (Brokered CDs) — сертификаты, принадлежащие нескольким инвесторам и управляемые от их имени брокером. В этом случае каждый владелец может владеть частью сертификата, при этом получая максимальную ставку, как по ДС объемом $100 тыс. Брокерский сертификат также позволяет управлять рисками вкладчика: при досрочном погашении своей доли сертификата клиент не платит штраф. Процентный риск для банка также минимален, так как депозитный брокер перепродает данную долю. Подобные ДС часто размещают быстроразвивающиеся и высокорисковые коммерческие банки в качестве источника средств, отражают дополнительный риск ликвидности.

Депозитные сертификаты также значительно отличаются и по структуре. В основном отличия заключаются в видах процентных ставок и по возможности погасить ДС досрочно. Ниже представлены основные типы ДС.

- ДС с фиксированной ставкой (Fixed rate CDs) — классические ДС с постоянной ставкой, размещаемые банками; сам сертификат и проценты по нему напрямую отправляются вкладчику или инвестору. Не могут быть проданы или отозваны до окончания срока или предполагают значительный штраф за данную операцию. Некоторые банки накладывают ограничения на те счета, которые могут приобрести данные сертификаты (например, только институциональные). Основные характеристики ДС: срок ДС, текущая ставка (CD Rate), годовая эффективная доходность (APY), минимальный депозит, периодичность выплаты купона (обычно ежемесячно). Срок до погашения по данным инструментам достигает трех-пяти лет.
- ДС с фиксированной ставкой и сроком (fixed rate, fixed term CDs) — ДС, которые не могут быть отозваны банком, но могут быть погашены вкладчиком в некоторых крайних случаях. Активно обращаются на рынке. Срок по данным ДС достигает трех-пяти лет, ставка ниже, чем по классическим ДС с фиксированной ставкой, на 50–100 б.п., периодичность выплаты купона ежемесячная или полугодовая.
- Отзывные ДС с фиксированной ставкой (Fixed rate callable CDs) — ДС с возможностью для банка их отозвать после некоторого периода. Сертификаты с правом выкупа банком применяются для управления

процентным риском банка. Если ДС отзываются банком, кредитору выплачивается процент и объем депозита. Вкладчик досрочно не может отозвать ДС. Данные ДС активно обращаются через брокерские фирмы и могут быть им проданы по текущей цене, которая может быть ниже номинала. Безотзывной период составляет от полугода до года, срок — до 20 лет. Ставки по данным инструментам выше, чем по классическим ДС на 100 б.п.

• Депозитные сертификаты с повышающейся ставкой (Step-Up Bonus Rate Callable CDs) — ставка по ДС повышается каждый раз, когда они пролонгируются в течение оговоренного периода времени, например каждые шесть месяцев за трехлетний период или через год при наступлении определенного события. Срок ДС может достигать 15 лет, а ставка купона может быть выше более чем в два по отношению к классическим ДС.

• Возобновляемый ДС (rollover certificate of deposit) — серия краткосрочных ДС, по которой новый ДС выпускается после истечения предыдущего. Приобретая подобные ДС, инвестор подписывается на всю серию со сроком в несколько лет. Также существуют стратегии покупки «лестничных ДС» (CD ladder), по которой покупается серия ДС с разными сроками, что предоставляет возможность инвестору получить высокие долгосрочные ставки и сохранить право реинвестировать или отозвать деньги на краткосрочном интервале.

• Дисконтный депозитный сертификат (Discount certificate of deposit) — депозитный сертификат, выпускаемый с дисконтом. Также выпускаются ДС, по которым не платится процент, депозитные сертификаты до востребования, подлежат оплате по предъявлении; используются в основном как гарантия платежа.

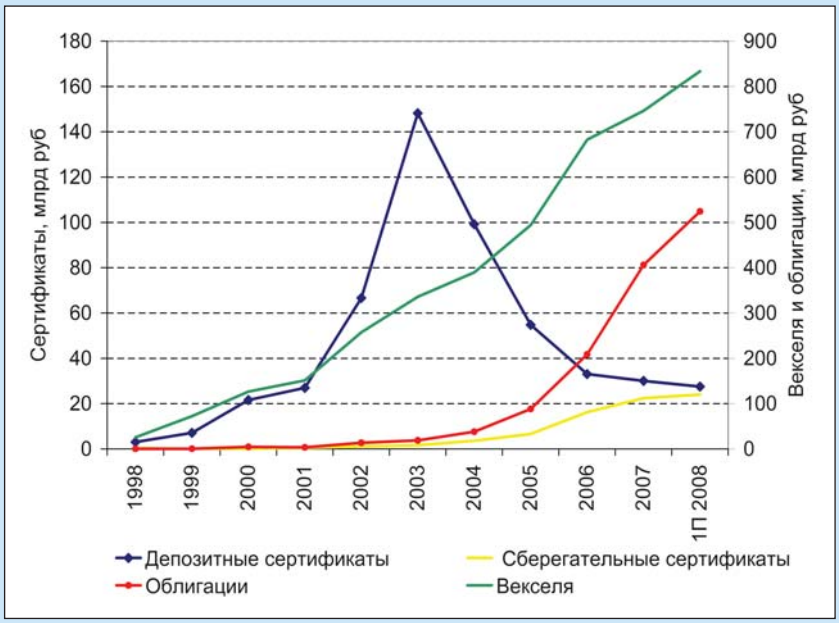
• Депозитные сертификаты с плавающей ставкой (Variable rate CDs) — краткосрочные депозитные сертификаты, проценты по которым на каждую дату выплаты купона корректируются с целью их приведения в соответствие с текущими рыночными ставками. Существуют ДС со ставкой купона, привязанной к уровню инфляции (inflation linked CDs).

• Индексированные депозитные сертификаты (Stock or commodity market CDs). Доход по сертификатам привязан в основном к фондовому рынку или рынку сырья. Данные ДС могут досрочно отзываться и погашаться, активно обращаются на рынке, выпускаются на пять-семь лет, часто имеют некоторый минимальный гарантированный уровень доходности. Бычий депозитный сертификат (Bull CD) — сертификат, который обеспечивает его владельцу определенный процент от роста доходности определенного рыночного индекса, гарантируя при этом минимальную норму прибыли; медвежий депозитный сертификат (Bear CD) обеспечивает его владельцу определенный процент от снижения доходности. Также существуют ДС, связанные со спортивными мероприятиями или выборами.

РОССИЙСКАЯ ПРАКТИКА

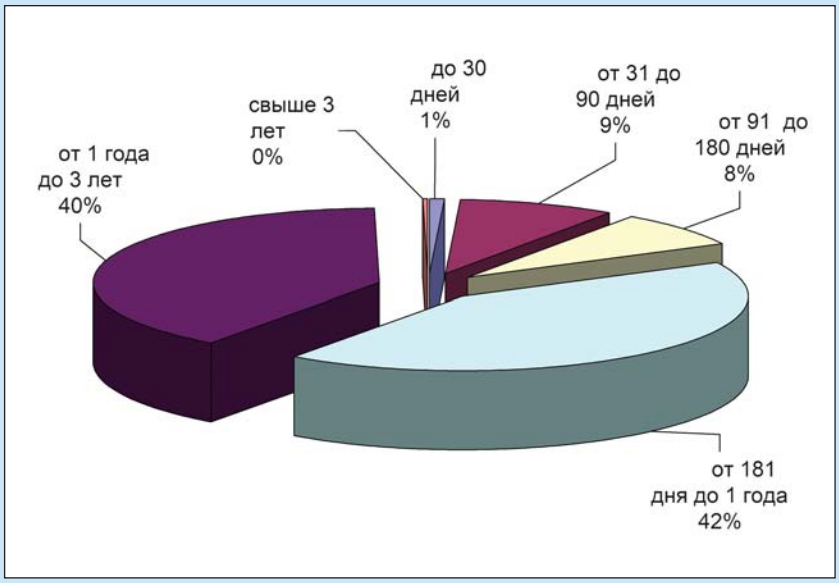
Депозитный сертификат в российской практике имеет менее давнюю, но достаточно интересную историю. Так, в послекризисном 1999 году объем рынка составлял 3 млрд руб. и превышал по объему рынок облигаций в 10 раз, хотя в свою очередь был меньше рынка векселей почти в 10 раз. До 2003 года рынок ДС бурно развивался и достиг объема в 150 млрд руб., но в дальнейшем уступил позиции рынку облигаций и сильно отстал от векселей. По итогам первого полугодия 2008 года, по данным ЦБР, объем

График 2. Объем выпущенных кредитными организациями депозитных/сбер. сертификатов, облигаций и векселей (по номиналу на конец года, млрд руб.)



Источник: Cbonds, Банк России

График 3. Распределение депозитных/сбер. сертификатов по срокам до погашения, 1П 2008



Источник: Банк России, http://www.cbr.ru

выпущенных ДС не дотягивает и до 30 млрд руб., тогда как рынок банковских векселей достиг 830 млрд руб., а рынок банковских облигаций — почти 525 млрд руб. (см. График 2). При этом потенциальную емкость ДС можно оценить как 10% от совокупного объема депозитов (по примеру США), что для России составляет около 1 трлн руб., то есть это уровень, сравнимый и с рынком векселей, и с рынком всех корпоративных облигаций, номинальный объем которого равнялся 1.6 трлн руб., а реальный с учетом выкупа бумаг в ходе оферт — примерно тот же 1 трлн руб.

Дополнительная оценка перспектив рынка возникает, если сравнить распределение сертификатов и векселей по срокам до погашения. Картина практически идентичная с небольшим отличием на крайних сроках: на рынке векселей объем рынка до 30 дней и более трех лет занимает по 6%, тогда как у ДС они практически отсутствуют. Основной объем рынка (по 40%) приходится на сроки от полугода до года и от года до трех лет (см. График 3).

Основное отличие российской практики ДС от зарубежной заключается в делении сертификатов на собственно депозитные сертификаты, в которые инвестируют юридические лица, и сберегательные сертификаты, предлагаемые для физлиц. Оба не предполагают страхования инвестиций на суммы, сравнимые с США, — 2.5 млн руб., что делает данный инструмент гораздо менее привлекательным по сравнению с депозитами, где страхование составляет хотя бы 400 тыс. руб.

Дополнительно не пользуются популярностью депозитные сертификаты среди инвесторов на российском фондовом рынке и ввиду их низкой доходности на фоне высокой инфляции, что перебрасывается также и на фонды денежного рынка. На данный момент в России всего семь денежных фондов с активами в 800 млн руб. Для сравнения: в США активы всех денежных рынков составляют $3.3 трлн, которые выросли за последние три года в полтора раза. Хотя отметим, что несмотря на низкую доходность данных инструментов, по ним предусмотрен фиксированный доход, который может быть очень кстати на падающих рынках.

Поддержку фондам денежного рынка и ДС могут оказать и управляющие компании, предлагающие на падающем рынке автоматическую бесплатную конвертацию паев смешанных фондов в свои фонды денежного рынка, чтобы защитить себя таким образом от перетока средств из ПИФов в депозиты.

Но при важных недостатках по ДС в России (слабость и неразвитость рынка, отсутствие страхования и вторичного рынка) у них осталось одно важное качество — невозможность их погасить без штрафов до истечения срока. Данное качество особенно важно на фоне кредитных кризисов и периодической краткосрочной паники частных вкладчиков, вызванной ужасающими сообщениями в СМИ. Таким образом, депозитный сертификат должен быть реально существующей альтернативой планируемому для введения спорного «безотзывного» вклада.

Олег Гордиенко,
начальник отдела по организации облигационных займов, «Райффайзенбанк»

Наш MOSPRIME их LIBORу рознь

В СИТУАЦИИ КРИЗИСА НА ПЕРВОЕ МЕСТО ВЫХОДИТ ДИНАМИКА ИНДИКАТОРОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И СООТВЕТСТВИЕ ЭТИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ИСТИННЫМ РЫНОЧНЫМ РЕАЛИЯМ.

Прошу прощения за небольшое напоминание о том, что собственно есть MOSPRIME — это индикатор денежного рынка на сроках от овернайт до шести месяцев, который котирует теперь уже десять банков (сравнительно недавно количество расчетных банков выросло с прибавлением к ним Банка Москвы и HSBC). При этом наиболее низкое и высокое значение ставок откидывается, а за индекс считается среднее арифметическое из оставшихся значений. Механизм расчета LIBOR в целом аналогичен приведенной методике.