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.

Кризис и его последствия для плавающих ставок, кстати говоря, вовсе далеко не тривиальный вопрос, особенно в ситуации когда даже крупнейшие фонды денежного рынка в США испытывают проблемы с ликвидностью, а международные банки и вовсе практически закрыли лимиты друг на друга. Наверное, уже можно сказать, что LIBOR как ставка межбанковского финансирования на международных рынках несколько утратила свой дотоле статус безупречного индикатора. Сейчас попросту нет финансовых институтов, которые бы финансировались по LIBOR — у самых надежных банков как кредиты на рынке МБК, так и более длинные деньги, очевидно, стоят существенно дороже. Это утверждение, кстати, нашло свое подтверждение в исследовании, проведенном в мае этого года Wall Street Journal, где утверждалось, что реальная стоимость фондирования банков была выше, чем ставки LIBOR.

В общем, аналогичный случай был и в нашей финансовой столице. При этом, хотя это даже может показаться странным, банки, котирующие MOSPRIME, действительно могут получить или отдать денежные средства по этой ставке даже в разгар кризиса. Объективности ради скажем, что индекс в условиях августа-сентября 2008 года остался релевантным исключительно для сроков до одного месяца максимум, а наиболее точным — на сроке овернайт. Связано это было в первую очередь с тем, что абсолютное большинство банков закрыло лимиты МБК на большие сроки. Кроме того, совершенно естественно, что деньги по этим ставкам доступны лишь крупнейшим и наиболее надежным российским и иностранным банкам. Для банков так называемого «второго круга» ставка MOSPRIME по сути не является индикативной, даже в случае предоставления премии к индексу.

MOSPRIME НА ДРУГИХ РЫНКАХ

Тут, кстати говоря, наверное, уместно сказать, что индексу MOSPRIME уже почти четыре года. Хотя на публичных рынках его применение пока было более чем лимитированным, мы видим, что индекс как база расчетов по двухсторонним сделкам применяется все чаще. Так, даже на рынке розничных банковских продуктов плавающие ставки своим клиентам предлагает уже целый ряд российских и иностранных банков.

Ну а в корпоративном кредитовании сделки, привязанные к MOSPRIME, проводятся все в больших объемах. Этот процесс в целом схож с тем, что происходит на международных рынках — двухсторонние кредиты выдаются, как правило, в привязке к ставке LIBOR.

Более того, ряд банков стал предлагать своим клиентам хеджирование процентных ставок, где одной «ногой» сделки является MOSPRIME. Пожалуй, наибольшее распространение получили сделки «процентный своп».

MOSPRIME КАК ИНДИКАТОР ПУБЛИЧНОГО РЫНКА ЗАИМСТВОВАНИЙ

Пока на рынке облигаций было всего шесть сделок, где стоимость привлекаемых ресурсов была привязана к MOSPRIME. Помимо трех выпусков ЕБРР, такие бумаги размещали банк «Дельта-Кредит» и «Лебедянский», и последняя пока сделка по облигациям СЗТ.

Именно сделка СЗТ и заслуживает, на наш взгляд, более пристального анализа. Это первый с начала кризиса корпоративный выпуск с плавающей купонной ставкой (привязана к трехмесячной ставке MOSPRIME). Несмотря на то что главными покупателями российских «плавающих облигаций» традиционно выступают иностранные банки (например, они полностью выкупили предыдущий выпуск с плавающей ставкой — «Лебедянский 2»), 70% бумаг СЗТ «ушло» отечественным инвесторам. При этом спрос на бумагу в процентах от номинала составил абсолютный рекорд для размещений 2008 года, превысив номинал выпуска в 3.2 раза (!). В результате премия к MOSPRIME установлена в размере 212 б.п., хотя изначальный маркетинг проходил по ставке MOSPRIME + 250/300 б.п. Таким образом, ставка первого купона при двухлетней оферте составила 8.4% годовых. Организаторами этого выпуска стали Райффайзенбанк и Связь-Банк.

Думаем, что результат этого размещения ясно показывает, что пока этот инструмент не получил еще должного признания среди эмитентов, в то время как им стоило бы прислушаться к мнению инвесторов. По итогам этого аукциона мы видим, что инвесторы с особым интересом смотрят на бумагу с плавающим купоном как на защитный инструмент. И по факту, хотя рост индекса примерно на 3% по сравнению с моментом размещения, конечно, не полностью отражает глубину кризиса, все же он обеспечил инвесторам некоторую защиту от рыночного риска.

Мы ждем, что такие займы будут одним из более популярных активов вскоре после выхода из кризиса. В общем, мы рекомендуем эмитентам первого-второго эшелона задуматься на тему регистрации проспектов с плавающей ставкой к тому моменту, когда кризис закончится. Увы, при этом пока достаточно трудно сказать, когда именно наступит этот светлый день.

При этом мы вынуждены констатировать один существенный недостаток всех корпоративных выпусков по плавающей ставке — их низкую ликвидность. Здесь сказываются, конечно, сравнительно небольшие номинальные объемы этих бумаг. Мы полагаем, что ликвидность таких займов в будущем — дело наживное и появится, когда вновь появится первичный рынок, а на нем — бумаги не только с плавающими ставками, но и с большим номиналом.

В общем и целом, мы с оптимизмом смотрим на дальнейшее распространение MOSPRIME как ставки денежного рынка и думаем, что в существенной степени применение этого индекса поспособствует новой реинкарнации рублевого рынка облигаций в корпоративном секторе.