

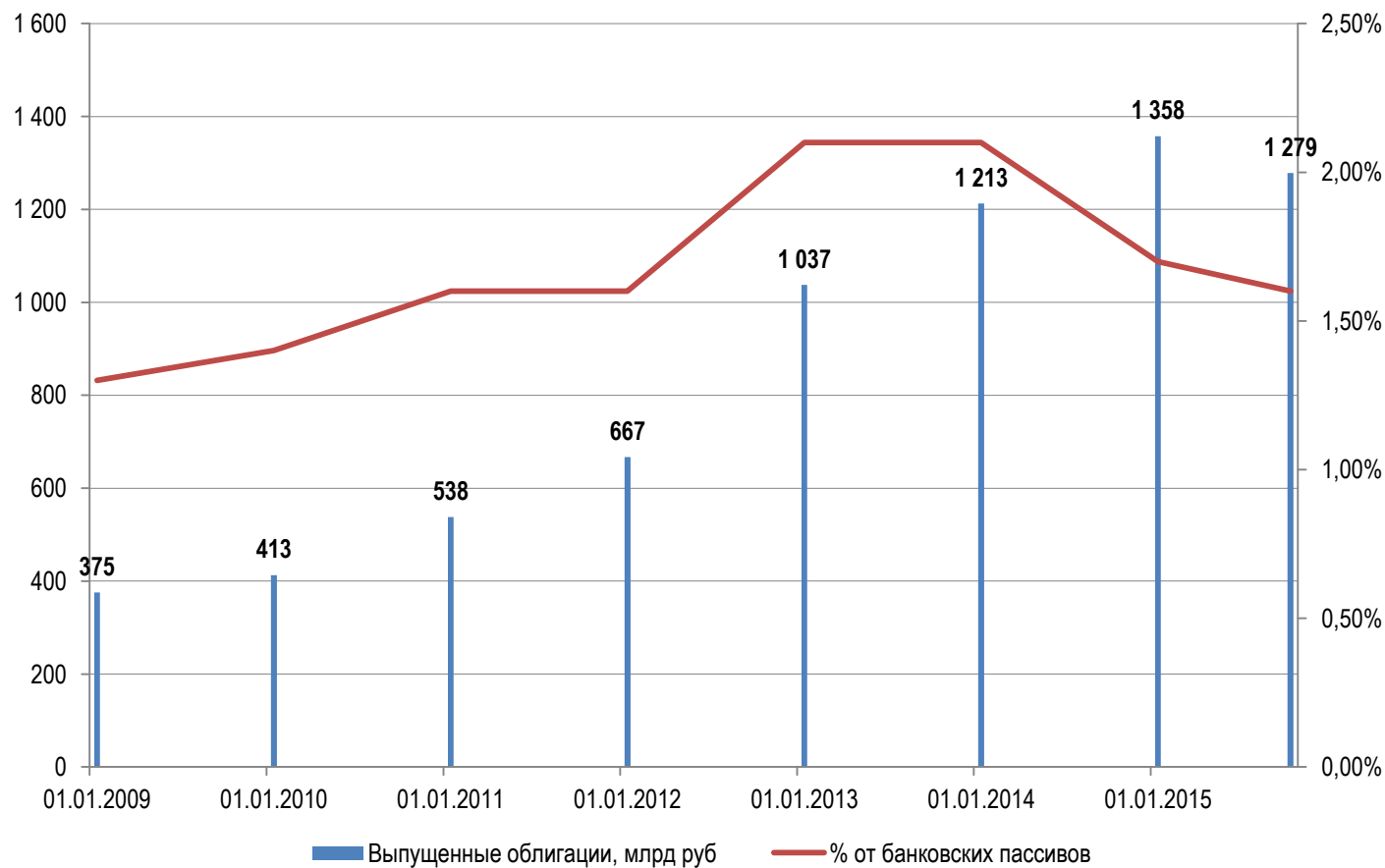


«Облигации как инструмент фондирования банков»

Беленькая Ольга

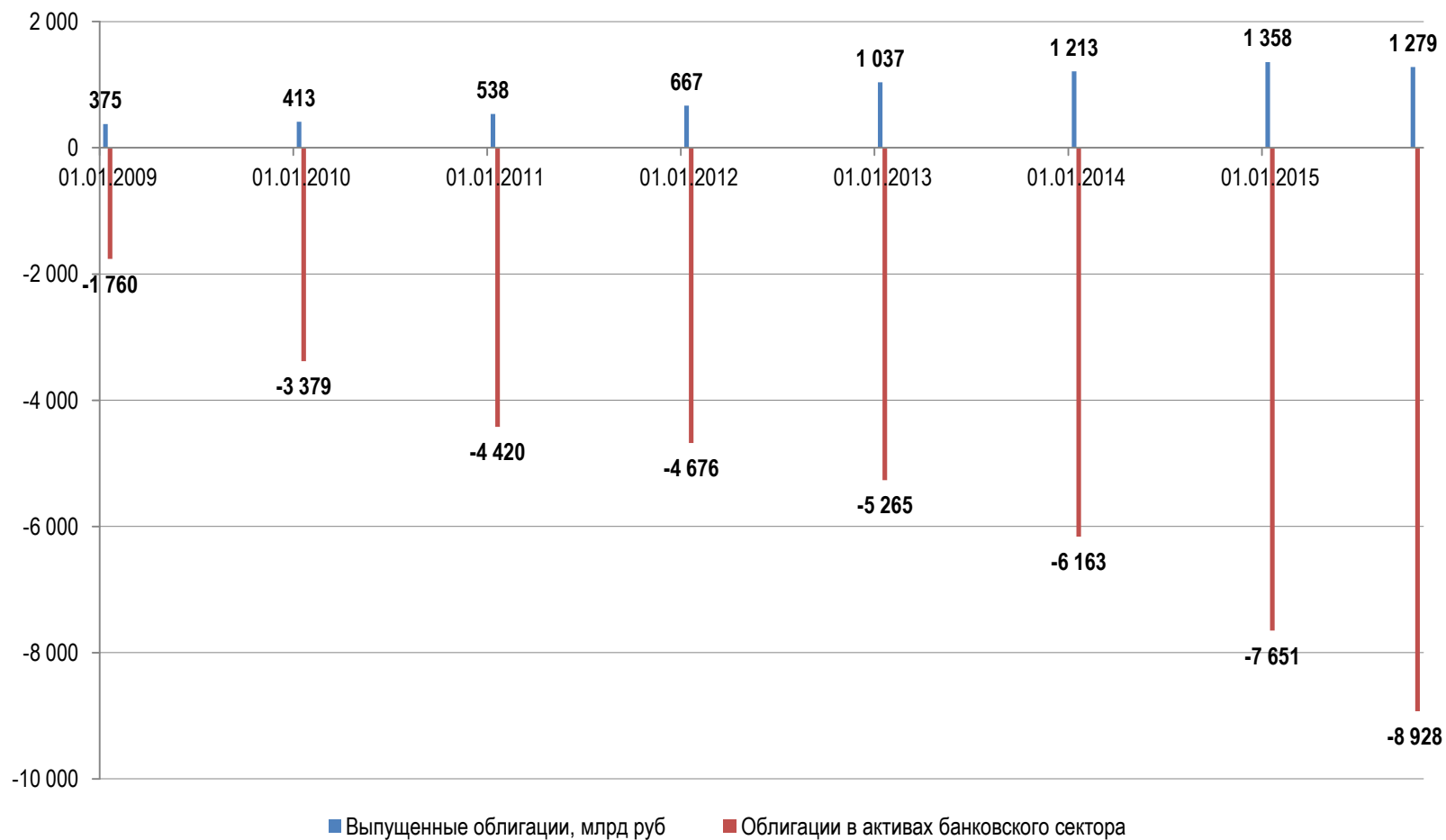
Декабрь 2015

Объем выпущенных банками облигаций и их доля в пассивах банковского сектора



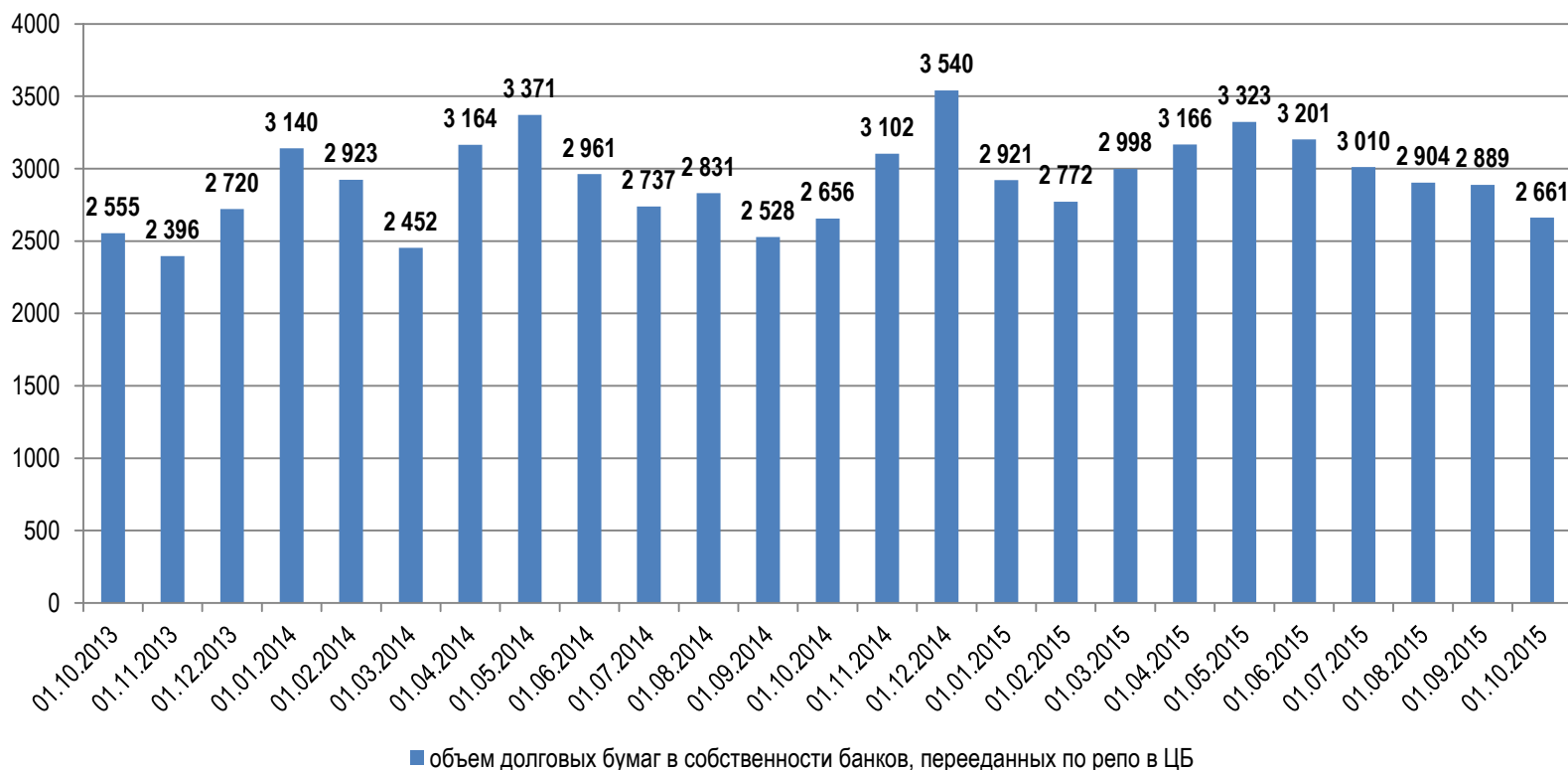
Источник – ЦБ РФ

Нетто-позиция банковского сектора – инвестор на рынке облигаций (облигации в активах банков – инструмент управления ликвидностью, источник процентного дохода и возможность привлечения рефинансирования в виде репо от ЦБ)



Источник – ЦБ РФ

Использование механизмов репо для фондирования банков



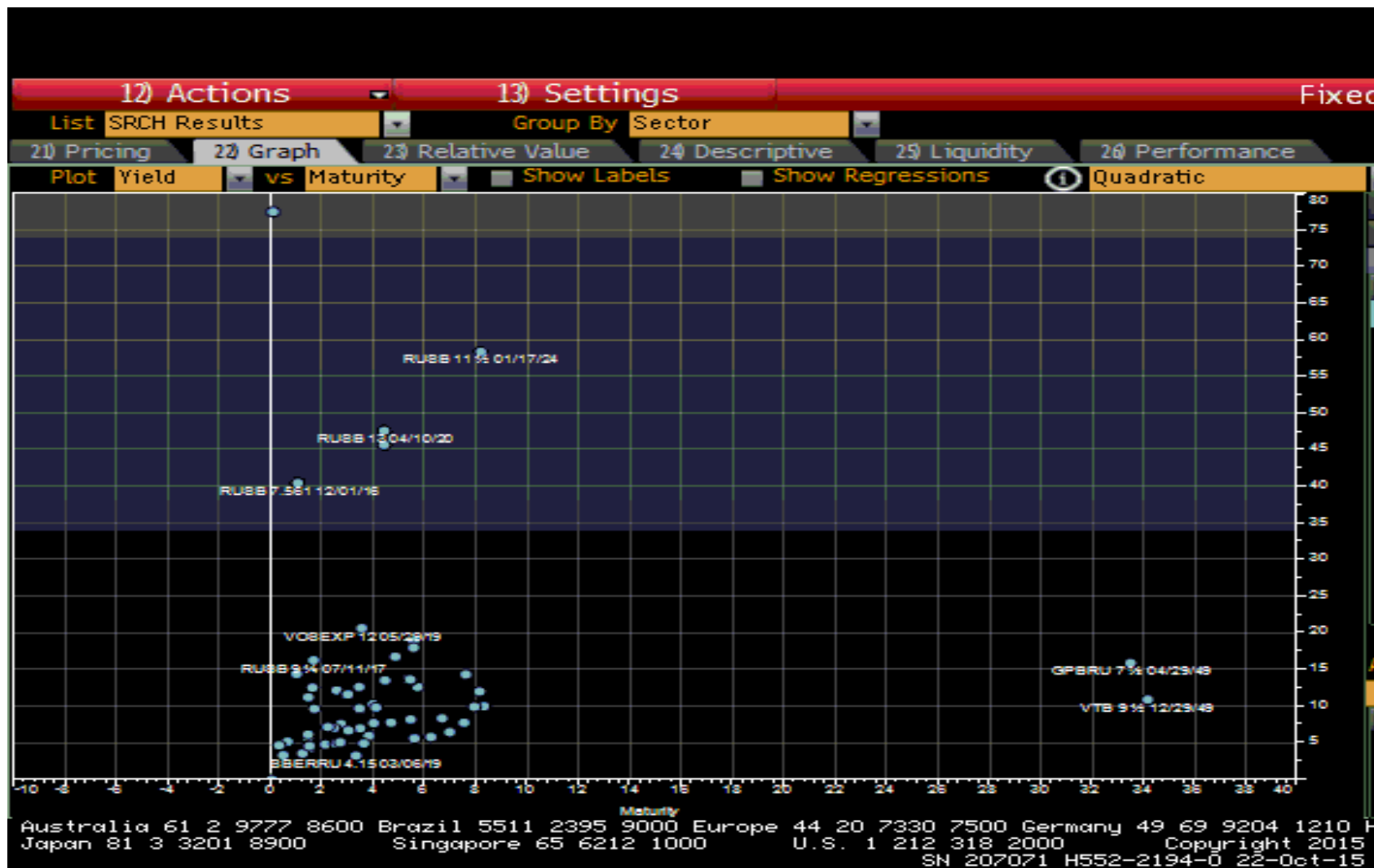
Источник – ЦБ РФ

Объемы долговых ценных бумаг в собственности банков, переданных в ЦБ по репо, **существенно превышает объемы выпущенных облигаций банков**. Пик объемов (3,5 трлн руб) был достигнут в начале декабря 2014 г., затем объем зарепованных бумаг пошел на спад.

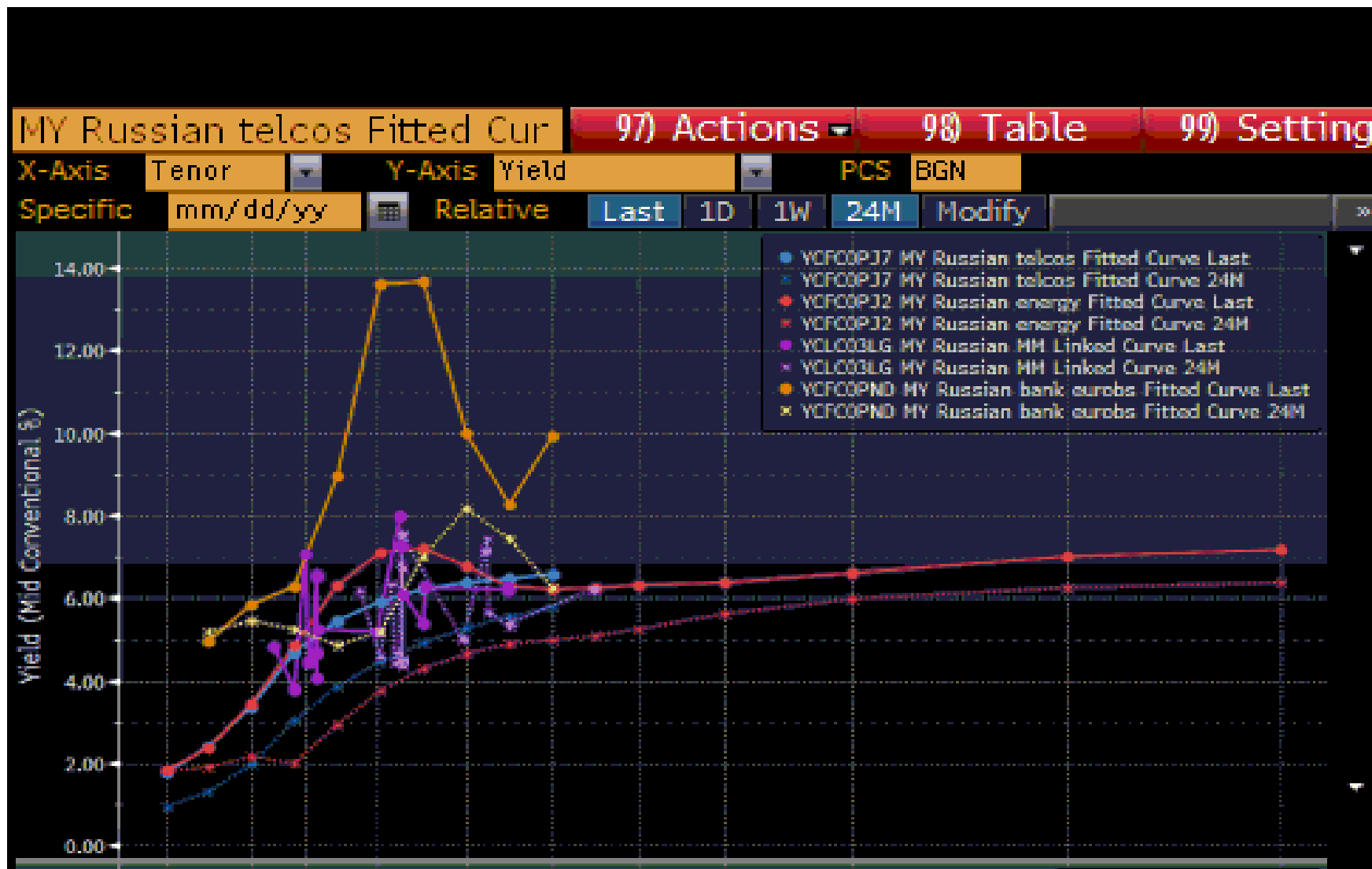
1. Политика низких ставок мировых центробанков, QE от ФРС привели к притоку дешевых денег на развивающиеся рынки и наличию спроса на российские бумаги. Это относилось как к внешнему, так и ко внутреннему долгу.
2. Преимуществом размещения облигаций для банков были относительно дешевые и длинные ресурсы, в том числе со стороны иностранных инвесторов. Низкие процентные ставки при стабильном курсе рубля делали выгодным для эмитента размещение валютных облигаций. Что касается спроса, иностранным инвесторам были интересны как валютные облигации, так и рублевые вследствие их высокой доходности и относительно прогнозируемого валютного курса.
3. Размещение облигаций было для банков одним из источников фондирования, необходимого для обеспечения высоких темпов роста кредитования, в том числе и потребительского кредитования.
4. Подготовка банков к внедрению элементов Базеля-3 (395-П) – банки размещали субординированные еврооблигации для пополнения капитала по старым правилам, до вступления в силу изменений в условия их учета в капитале (с марта 2013 г.).
5. Тем не менее, доля облигаций в фондировании банков (банковских пассивах) всегда была в целом невысокой – менее 3%.

**Валютный рынок – объемы сокращаются,
новых размещений практически нет.**

Доходности банковских евробондов

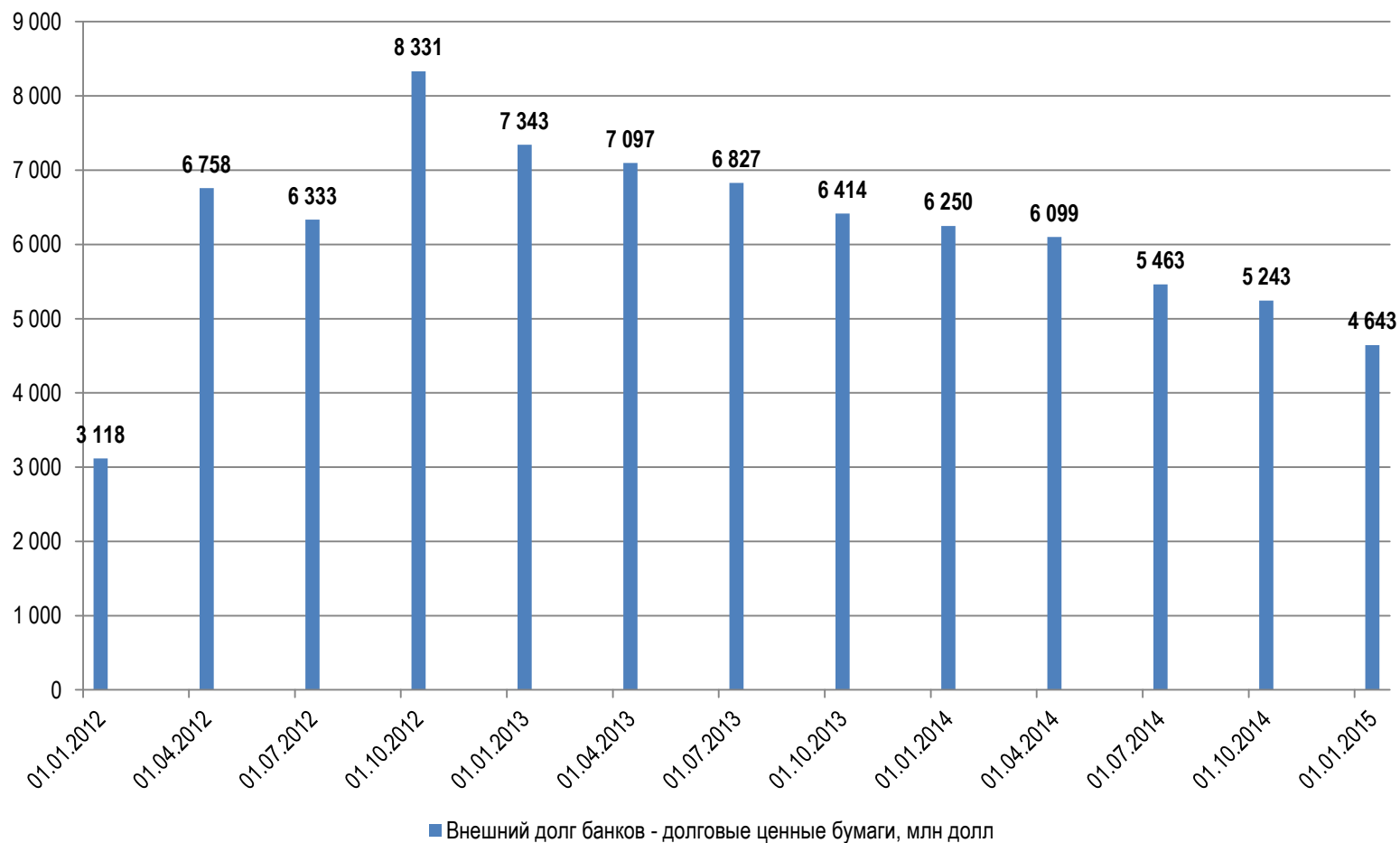


Кривые доходности российских евробондов по секторам



1. **Кривая доходности банковских евробондов значительно сдвинулась вверх за последние 2 года.**
2. **Доходности банковских евробондов (стоимость заимствований для банков) существенно выше, чем для российских эмитентов из других секторов – нефть и газ, металлургия, телекомы.**
Причины – более высокие риски банковских валютных облигаций:
 - 1) Из-за особенностей **регулирования**:
 - участвовавшие отзывы лицензий, в том числе у банков из первой сотни (в этом году Пробизнесбанк, Судостроительный банк), при котором владельцы облигаций имеют мало шансов вернуть хоть что-то из вложенных средств
 - для субординированных облигаций, выпущенных после марта 2013 г. и используемых банками для привлечения капитала – условие списания долга при срабатывании определенных триггеров (снижение показателя достаточности базового капитала ниже 2% или начало процедур по предупреждению банкротства банка со стороны ЦБ и АСВ).
 - Законодательно закрепленная обязанность ЦБ по отзыву лицензии банка при снижении достаточности капитала ниже 2%.
 - следствие – вынужденные реструктуризации облигационных выпусков, в том числе по облигациям крупных банков – Связной, Русский стандарт, на которые инвесторы вынуждены соглашаться, когда очевидна угроза срабатывания триггера, чтобы не потерять все. На днях Уралсиб объявил о списании субординированных еврооблигаций по триггеру.
 - 2) В отличие от экспортеров (нефтегазовый, металлургический сектора), **банки подвержены большим валютным рискам**, поскольку, как правило, ориентированы на размещение активов в рублях.
 - 3) Однако банкам (особенно крупнейшим) до сих пор было легче всего получить в случае кризиса поддержку государства по ликвидности и капиталу.

Сокращение внешнего долга банковского сектора (объем долговых бумаг в обращении)



Источник – ЦБ РФ

1. Закрытие внешних рынков для российских эмитентов из-за финансовых санкций и резко возросших с 2014 г. геополитических рисков.
2. Снизился спрос на валютные ресурсы со стороны банков вследствие изменения макроэкономических условий:
 - 1) замедлился рост кредитования, значит, нужно меньше ресурсов.
 - 2) после более чем 2-кратной девальвации рублевая стоимость обслуживания и погашения валютных облигаций резко возросла, курс рубля стал значительно менее предсказуемым, поэтому привлечение валюты для фондирования кредитования в рублях стало слишком дорогим и рискованным. К тому же многие банки столкнулись с проблемами в отчетности из-за отрицательной переоценки валютных пассивов при преимущественно рублевых активах.
 - 3) емкость рынка валютных кредитов ограничена относительно небольшим количеством надежных заемщиков - экспортеров.
 - 4) появился альтернативный механизм привлечения валюты - механизмы валютного репо от ЦБ по рыночным активам и нерыночным активам по 312-П, в том числе с возможностью привлечения средств в валюте по очень выгодным ставкам (Libor+2-2,5%)

Таким образом, банки стараются сокращать валютную задолженность и курсовые риски, объявляя оферты на выкуп своих евробондов или непосредственно выкупая их с рынка. Первые исключения – Ак барс (размещение евробондов на \$350 млн в июле) и Альфа-банк, впервые за длительный срок весьма успешно разместивший евробонды в ноябре (\$500 млн. с доходностью 5%).

**Рублевый рынок – умеренный рост при поддержке
ЦБ и слабой базе институциональных инвесторов**

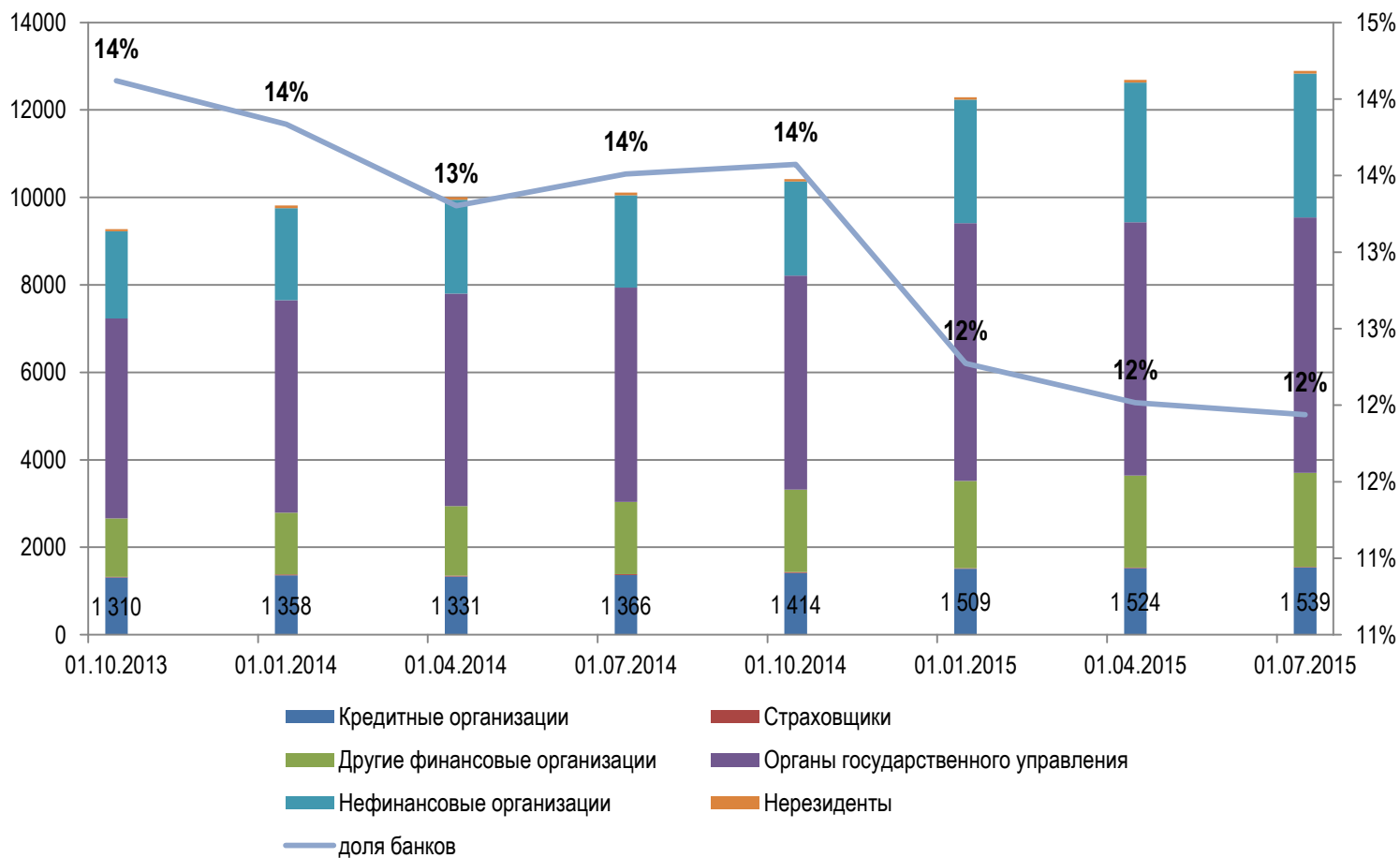
Основные источники спроса на рублевые облигации:

- 1) Сами банки (как правило, интерес для них представляют выпуски, которые можно зареповать в ЦБ). Роль банков как инвесторов на рынке рублевых облигаций косвенно можно оценить следующим образом: общий объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг на 01.07.15 составлял 12,9 трлн руб, а инвестиции банковского сектора в рублевые долговые бумаги на эту же дату - 6,77 трлн руб (52% объема рынка).
- 2) Управляющие компании. По данным ЦБ на 30.06.2015 г.* общий объем пенсионных сбережений (пенсионные накопления НПФ+пенсионные резервы НПФ+пенсионные накопления ПФР) составили 4,57 трлн руб. Из них в облигации размещено порядка 2,5 трлн руб. Заморозка пенсионных накоплений в 2013-14 гг. и предстоящее повторение в 2016 г. сокращают объем ресурсов для инвестирования со стороны институциональных инвесторов. Ресурс ПИФов значительно меньше – из общего объема активов 2,5 трлн руб в облигации вложены лишь десятки млрд руб.
- 3) Страховые компании. Объем активов 1,59 трлн руб., в государственные, муниципальные и корпоративные облигации размещено примерно 292 млрд руб.
- 4) Нефинансовые компании, у которых есть свободные денежные средства. Предпочитают хранить их на банковских депозитах, на что указывает статистика ЦБ. Доля депозитов юрлиц в пассивах банков увеличилась с 18,9% на 01.01.14 до 23,1% на 01.10.15 (отражая в том числе эффект девальвации для валютных депозитов).
- 5) Иностранные инвесторы. Их долю на локальном рынке трудно оценить, но очевидно, она заметно снизилась за последние 1-2 года.

При общем ограниченном объеме внутреннего спроса банкам приходится его делить с увеличившимися объемами конкурирующих размещений ОФЗ и корпоративных бумаг. Тем не менее, на фоне снижения доходностей, размещения рублевых банковских бумаг постепенно активизируются, октябрь – максимальный объем размещений с начала года.

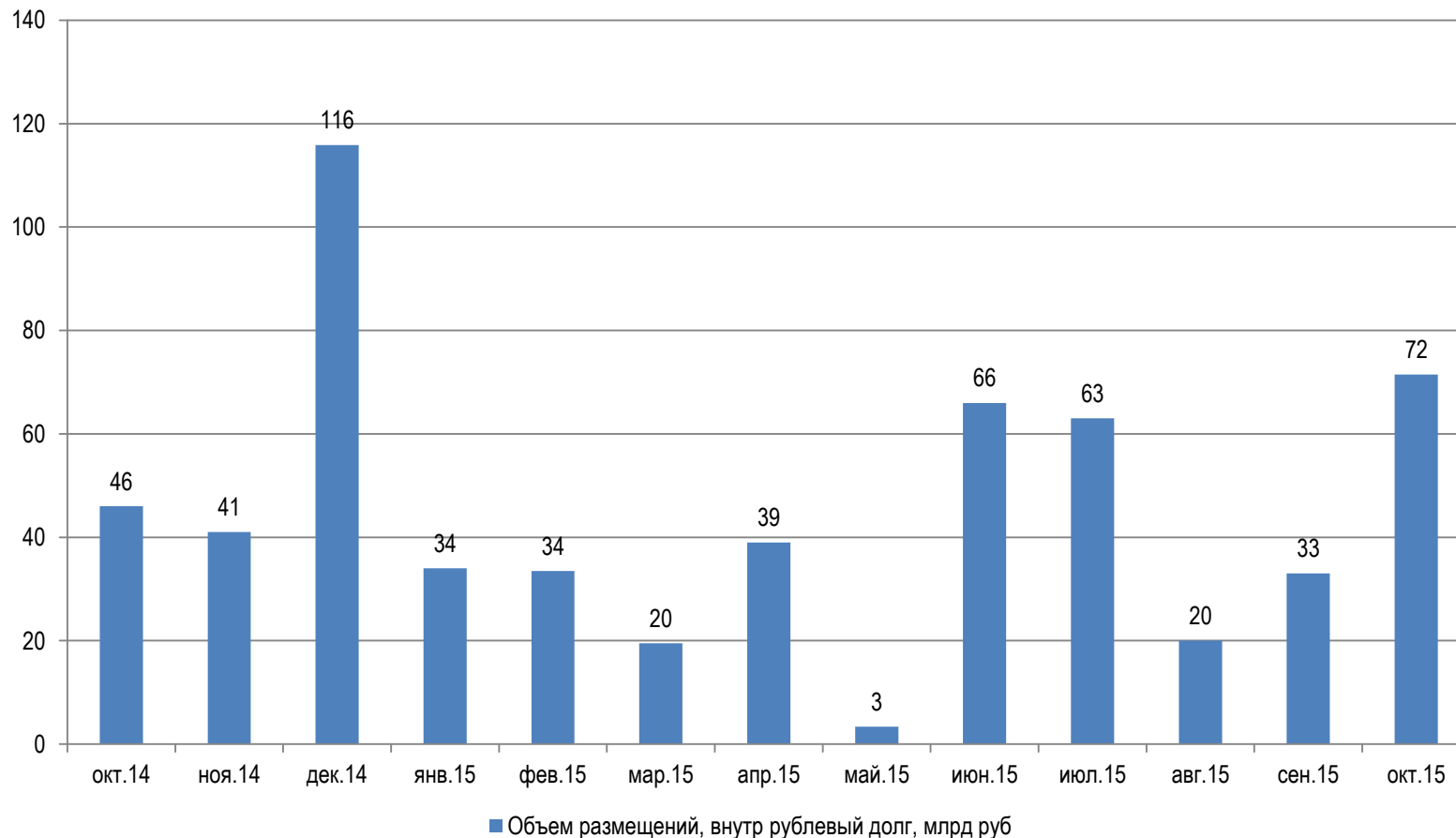
*http://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/review_2q_2015_300915.pdf

Объем внутренних размещений банковских облигаций слабо растет, но доля в общем объеме снижается



Источник – ЦБ РФ

Октябрь – рекордный объем размещения рублевых банковских бондов с начала года



Источник – Rusbonds

Рублевые доходности банковских бумаг значительно снизились за последние 6 мес. – отыгрывалась идея снижения ключевой ставки ЦБ



Источник – Bloomberg

Для чего нужно увеличение роли облигаций в фондировании банков?

Расширение доступности ресурсной базы; доступ к долгосрочным ресурсам; диверсификация инвесторов – в конечном счете, оптимизация сроков и стоимости ресурсов, позволяющая банкам эффективнее кредитовать экономику.

Потенциально возможные пути развития рынка банковских облигаций:

1. Расширение количества эмитентов облигаций, в т.ч. за счет региональных банков.
2. Развитие механизмов секьюритизации. До последнего времени секьюритизация в России практически полностью ограничивалась ипотечными кредитами. С июля 2014 г. появилась законодательная база и первые примеры секьюритизации и других портфелей (автокредиты), в перспективе это могут быть кредиты малому и среднему бизнесу, потребительские кредиты и т.д.
3. Диверсификация внешних рынков, выход на новые страны размещения и валюты (пока, преимущественно, азиатские).

Ограничения:

1. Внешние рынки остаются закрытыми из-за секторальных санкций и геополитических рисков, азиатские инвесторы не спешат заместить западных.
2. Главные ограничения внутреннего рынка - дефицит длинных денег, неопределенность судьбы накопительной пенсионной системы, конкуренция со стороны банковских депозитов, отсутствие массовой базы инвесторов.
3. Российская экономика пока не вышла из рецессии и перспективы роста на ближайшие годы не предполагают заметного роста, т.е. спрос на кредит будет оставаться слабым, а риски высокими.
4. Продолжается консолидация в банковском секторе. Высокие темпы отзыва лицензий - высокие риски инвестирования в банковские инструменты за пределами крупнейших системно значимых банков.
5. Отсутствие доверия инвесторов к новым финансовым инструментам (в том числе облигациям, обеспеченным активами).
6. Внутренний спрос на облигации в значительной мере ограничен Ломбардным списком, для попадания в который необходим минимальный рейтинг не менее чем от 2-х международных рейтинговых агентств, что слишком затратно для небольших банков.
7. Снижение доступности пенсионных ресурсов для финансирования банков. Принято решение о заморозке пенсионных накоплений в 2016 г. – рынок не получит притока инвестиционных ресурсов. Ужесточаются ограничения доли вложений пенсионных накоплений в банковские облигации и депозиты – в этом году с 80% до не более 60% инвестиционного портфеля, а с 01.01.2016 г. – до не более 40%.

Положительные:

1. Возможность снижения ключевой ставки ЦБ РФ способствует увеличению активности на рынке облигаций и интересу к размещениям.
2. Некоторое ослабление геополитических рисков. Есть мнения, что режим санкций, по крайней мере со стороны европейских стран, может быть ослаблен в течение года. В этом случае зарубежные инвесторы и керри-трейдеры могут увеличить спрос на российские бумаги, которые заметно выигрывают по доходности в сравнении с другими ЕМ. В пользу этого сценария и возможное расширение денежного стимулирования от других мировых центробанков, в том числе ЕЦБ.
3. В последнее время появляются окна возможностей для отдельных эмитентов. Размещение евробондов Альфа-банка – отличный пример, показывающий рост интереса инвесторов к качественным российским эмитентам.

Отрицательные:

1. Низкие цены на нефть, сокращение инвестиционного и потребительского спроса в России, высокая волатильность курса рубля
2. Ожидаемое начало «нормализации политики» ФРС (повышение ставки) может привести к оттоку средств инвесторов с развивающихся рынков. Однако к России это относится в последнюю очередь – горячие деньги из страны ушли еще несколько лет назад.



Ольга Беленькая

Руководитель Аналитического
департамента

+7 (495) 967-1300

belenkayao@sovlink.ru

Россия, Москва, 119019

Кремлевская наб., д. 1, стр. 2

+ 7 (495) 967-1300

+ 7 (495) 967-1311

www.sovlink.ru

