

### ДОБАВИМ ЛИКВИДНОСТЬ

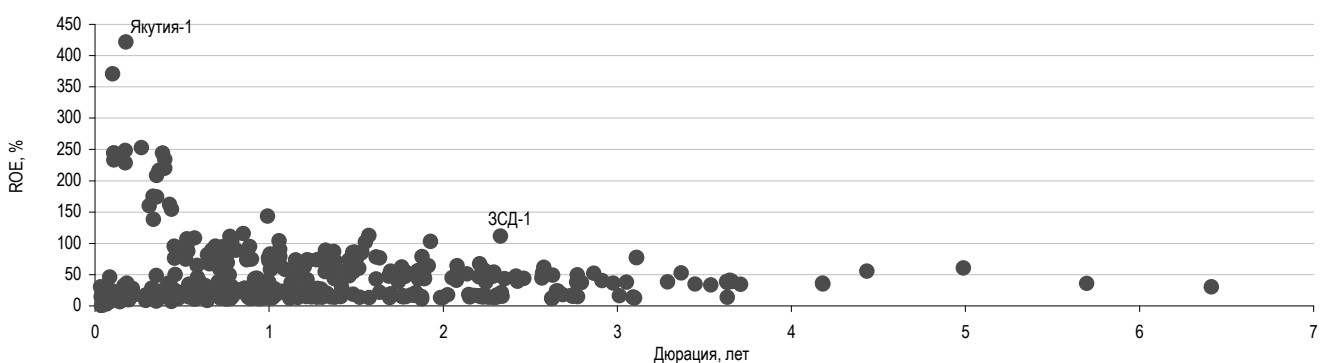
#### Построение банковских портфелей в условиях ограниченности капитала

**Мы продолжаем изучать последствия вступления в силу положения 387-П.** 30 января нами был опубликован аналитический отчет [«В новый год – с новым риском»](#), посвященный вступлению с 1 февраля в силу изменений в методике расчета коэффициентов рыночного риска для ценных бумаг, находящихся на балансе российских банков. В этом отчете мы отметили, что новое положение (387-П) вводится в момент, когда многие банки ощущают недостаток собственного капитала, и, если конкретный банк действительно не имеет лишних собственных средств, находясь на грани их минимально разрешенной достаточности, этот важный факт должен в первую очередь учитываться при формировании банковского облигационного портфеля. В качестве одной из возможных мер эффективности использования капитала при покупке облигаций нами был рассмотрен доход на вложенный капитал (return on equity, ROE), который показался нам очень интересным показателем, одновременно учитывающим как потребность банка в дополнительном капитале, возникающую при покупке каждой отдельной бумаги, так и «репутацию» бумаги в ЦБ. Детали расчета ROE для облигаций, обращающихся на ММВБ, можно найти в упомянутом выше отчете.

**Ключевые риск-факторы при оптимизации облигационного портфеля.** В самой простой своей постановке задача о нахождении оптимального облигационного портфеля для банка с низкой достаточностью капитала решается максимизацией ROE приобретаемых бумаг. На практике же оказывается, что бумаги с наибольшим ROE зачастую являются наименее ликвидными (например, инфраструктурные бумаги с госгарантией). Риск (не)ликвидности купленных выпусков также усугубляется тем, что бумаги с высоким ROE требуют довольно небольшого количества собственного капитала, то есть номинальный объем портфеля оказывается в 20–30 раз больше, чем отпущенный на него капитальный бюджет. Соответственно, в условиях негативного изменения рыночной конъюнктуры отсутствие возможности быстро продать позицию приведет к большим убыткам (особенно по отношению к вложенному капиталу). По этой же причине вторым важнейшим риск-фактором для облигационного портфеля является его подверженность процентному риску, то есть его дюрация. В статической постановке, когда предполагается, что бумаги держатся в портфеле до погашения, нет никакого смысла покупать длинную бумагу, если есть возможность приобрести более короткую с практически тем же ROE. Расчеты показывают, что, в отличие от доходности к погашению, ROE отдельных бумаг в среднем не растет с ростом дюрации. Это объясняется тем, что рост доходности компенсируется параллельным увеличением коэффициента риска, для которого характерна прямая зависимость от длины бумаги. Эта зависимость не очень сильна, однако она играет свою роль в текущих условиях незначительного наклона рублевой кривой. Таким образом, оптимизация портфеля должна представлять собой максимизацию ROE при одновременном контроле за риском ликвидности и процентным риском.

#### ROE локальных облигаций, входящих в список репо ЦБ

Данные на 31 января 2013 г., ставка репо 5,53%, ставка дополнительного фондирования 8,2%



Источники: ММВБ, ЦБ РФ, оценка УРАЛСИБа

**Ограничиваем дюрацию снизу и сверху.** График, представленный выше, показывает распределение ROE бумаг, торгуемых на ММВБ и находящихся в списке репо ЦБ, по дюрации. Как мы отмечали в нашем предыдущем отчете, на коротком конце всегда присутствует некоторое количество выпусков с чрезвычайно высоким ROE. В данном случае чемпионом является выпуск Якутия-1 (указан на графике) с дюрацией 0,18 года и ROE 421%. Такой результат вполне поня-

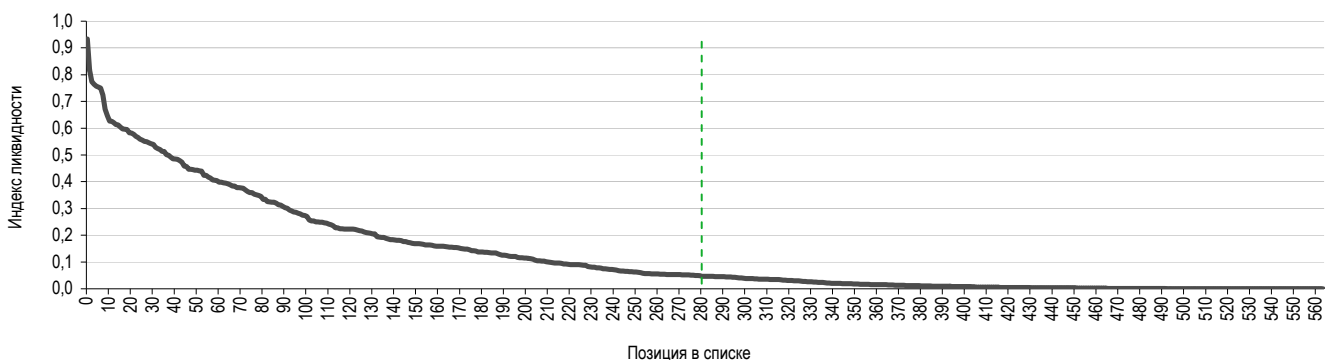
тен: по индикативной цене бумага имела доходность 8,17%, то есть сохраняла приличный спред над ставкой репо, при этом даже небольшой доход, полученный за короткий период, приобретает гораздо больший масштаб в годовом исчислении (ROE считается в % годовых). Таким образом, расчет математически верен, однако на практике выпуск Якутия-1 почти не торгуется, и купить его сколько-нибудь существенный объем по индикативной цене невозможно. Помимо этого, компоновка портфеля двумесечными бумагами требует постоянного его переформирования по мере погашения выпусков, что чревато большими транзакционными издержками. Соответственно, для нашей тестовой задачи по оптимизации мы предлагаем ограничить длину выпусков уровнем 0,5 года. Что же касается верхней границы, то, как мы уже отмечали, на графике видно, что с точки зрения ROE увеличение дюрации не дает особенной выгоды. Более того, с ростом длины ROE имеет тенденцию к снижению. Соответственно, увеличивать дюрацию рассматриваемых бумаг имеет смысл только ради увеличения количества выпусков, то есть расширения выбора. В итоге ограничение дюрации сверху на уровне двух лет представляется нам наиболее разумным: мы включаем в рассмотрение большинство торгуемых бумаг и исключаем выпуски, наиболее подверженные рыночному риску, у которых при этом еще и относительно низкий ROE. При необходимости для отдельных «выдающихся» бумаг всегда можно сделать исключение. Так, на графике обозначен выпуск ЗСД-1 с дюрацией 2,3 года и ROE 111%, который выглядит очень привлекательно, однако и в этом случае необходимо помнить о ликвидности, поскольку ЗСД-1 торгуется очень мало. Такие бумаги лучше всего держать в инвест-портфеле.

**Используем имеющиеся у нас индексы ликвидности.** Напомним, что на ежеквартальной основе нами проводится мониторинг ликвидности бумаг, торгующихся на ММВБ. С соответствующим январским выпуском можно ознакомиться по этой [ссылке](#). Алгоритм расчета индекса ликвидности подробно описан там же, а сейчас нам достаточно будет сказать, что для каждой конкретной бумаги индекс ликвидности имеет вещественное значение в диапазоне от 0 (отсутствие ликвидности) до 1 (лучшая бумага на рынке), рассчитываемое по итогам торговли за определенный период (в наших выпусках – за прошедший квартал). Поскольку предыдущий мониторинг был выполнен по результатам 4 кв. и с тех пор прошел уже целый месяц, для настоящего отчета мы пересчитали индексы ликвидности бумаг по итогам января. Результат представлен в таблице на следующей странице.

**Проблема: ликвидных бумаг мало.** Следующий график показывает индекс ликвидности для всех бумаг (общее количество – 561), имеющих ненулевой индекс, отсортированных по убыванию ликвидности. Пунктирная линия соответствует середине списка. Как можно видеть, значение индекса на пересечении с пунктирной линией приблизительно равно 0,05, притом что максимальное значение индекса (выпуск РЖД-15) составило в январе 0,93. Таким образом, если отсортированный по ликвидности список разделить пополам, отбросив нижнюю часть, в оставшихся бумагах все равно будет большая доля неликвида. В данном случае наша задача состоит в том, чтобы, как и в случае с дюрацией, определить минимальный уровень ликвидности, ниже которого бумаги будут исключаться из рассмотрения. Чем выше будет этот уровень, тем меньший выбор бумаг будет оставаться и тем меньшим будет максимально достижимый уровень ROE результирующего портфеля.

### Индекс ликвидности бумаг, обращающихся на ММВБ

ОФЗ исключены, данные на январь 2013 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

## Индекс ликвидности бумаг, обращающихся на ММВБ

Показаны первые 310 позиций, ОФЗ не включены, данные за январь 2013 г.

Выпуск	Индекс	Выпуск	Индекс	Выпуск	Индекс	Выпуск	Индекс	Выпуск	Индекс
Аижк-12	0,09	Газпромнефть-10	0,18	МКБ-Б02	0,56	РЕСО-2	0,08	СтаврКрай-1	0,32
АкБарс-Б01	0,15	Газпромнефть-12	0,60	МКБ-Б03	0,22	РЖД-10	0,33	СУ-155-4	0,49
Акрон Б0-1	0,21	Газпромнефть-9	0,11	МКБ-Б04	0,15	РЖД-11	0,44	СудострБанк-4	0,12
Акрон-3	0,05	Гидромаш-2	0,05	МКБ-Б05	0,54	РЖД-12	0,19	СУЭК-1	0,42
Алроса-20	0,22	Глобэкс-Б01	0,10	ММК-18	0,16	РЖД-14	0,04	Татнефть-Б01	0,17
Алроса-21	0,14	Глобэкс-Б07	0,30	ММК-Б04	0,05	РЖД-15	0,93	Татфондбанк-6	0,24
Алроса-22	0,27	ДельтаКредит-6	0,07	ММК-Б05	0,22	РЖД-16	0,75	Татфонд-Б01	0,23
Алроса-23	0,19	ДельтаКред-Б03	0,06	Моск обл-7	0,48	РЖД-19	0,18	Татфонд-Б02	0,59
Алроса-Б01	0,18	Евраз-1	0,11	Москва-44	0,06	РЖД-23	0,04	Татфонд-Б03	0,48
Алроса-Б02	0,21	Евраз-2	0,40	Москва-56	0,08	РЖД-32	0,08	Татфонд-Б04	0,56
Альфа-Банк-1	0,19	Евраз-3	0,06	Москва-62	0,24	РЖД-9	0,09	Татфонд-Б05	0,31
Альфа-Б03	0,67	Европлан-3	0,05	Москва-66	0,14	РМК-4	0,04	Татфонд-Б06	0,55
Альфа-Б07	0,23	Еврохим-2	0,07	МОЭСК-Б01	0,05	Росбанк-А3	0,34	Твер Обл-10	0,10
АФК Система	0,38	Запсиб-Б02	0,36	МОЭСК-Б02	0,05	Росбанк-Б01	0,25	Твер Обл-12	0,11
АФК Система-2	0,22	Зенит-5	0,05	МРСК-Б01	0,06	Росбанк-Б02	0,22	ТГК2-Б01	0,15
АФК Система-4	0,13	Зенит-6	0,16	МСПБанк-2	0,05	Росбанк-Б03	0,60	Теле2-4	0,04
Аэрофлот-Б01	0,36	Зенит-8	0,45	МТС-2	0,06	Росбанк-Б04	0,27	Теле2-7	0,39
Аэрофлот-Б02	0,14	Зенит-Б03	0,05	МТС-3	0,10	Росбанк-Б06	0,05	ТКС-2	0,51
Банк Москвы-2	0,09	Зенит-Б04	0,07	МТС-4	0,16	Росгосстрах-2	0,09	ТКС-Б02	0,41
Башкортостан-7	0,18	Зенит-Б05	0,32	МТС-7	0,52	РосКап-3	0,17	ТКС-Б03	0,16
Башнефть-4	0,42	Зенит-Б06	0,15	МТС-8	0,31	Роснефть-4	0,51	ТКС-Б04	0,31
Башнефть-Б01	0,33	Зенит-Б07	0,58	Нижегор обл-7	0,30	Роснефть-5	0,61	ТКС-Б06	0,50
БИН-Б01	0,52	Интеза-1	0,25	Нижегор обл-8	0,75	РСГ-1	0,40	ТМК-Б01	0,33
БНП Париба-1	0,05	Интеза-Б01	0,63	Ниже-Ленское-2	0,15	РСГ-2	0,05	Трансаэро-1	0,77
БСПб-Б02	0,44	Карелия-15	0,05	НК Альянс-Б01	0,05	РСХБанк-10	0,28	Трансаэро-Б01	0,41
БСПб-Б08	0,13	Каркаде-2	0,21	НЛМК-8	0,29	РСХБанк-11	0,18	Трансконт	0,07
ВКИнвест-2	0,21	КБРенКап-Б02	0,22	НЛМК-Б07	0,10	РСХБанк-13	0,04	Транскред-5	0,06
ВнешПром-Б01	0,09	КБРенКап-Б03	0,36	НМТП-Б02	0,10	РСХБанк-15	0,38	Транскред-6	0,04
ВнешПром-Б02	0,05	Кокс-Б02	0,04	Новатэк-Б02	0,05	РСХБанк-16	0,09	Транскред-Б01	0,16
Волог обл-3	0,16	КолицоУрала-1	0,09	Номос-11	0,11	РСХБанк-17	0,25	Тул обл-2012	0,17
ВостЭкспр-Б010	0,17	Копейка-Б02	0,49	Номос-12	0,04	РСХБанк-18	0,08	УВЗ-2	0,10
ВостЭкспр-Б04	0,22	Костром обл-6	0,55	Номос-9	0,22	РСХБанк-3	0,42	Удмуртия-6	0,08
ВостЭкспр-Б05	0,10	Крайинвест-Б01	0,37	Номос-Б01	0,17	РСХБанк-5	0,06	Уралсиб-4	0,04
ВТБ24-2	0,33	Крас край-6	0,55	Номос-Б03	0,16	РСХБанк-7	0,12	Уралсиб-5	0,82
ВТБ-5	0,12	Краснод край-3	0,21	НорНикель-Б03	0,16	РСХБанк-8	0,05	УралсибЛК-Б05	0,06
ВТБ-6	0,76	Краснод край-4	0,25	НПК-Б01	0,17	РСХБанк-Б01	0,14	УРСА-8	0,29
ВТБ-Б01	0,47	КредЕвропа-Б01	0,06	НПК-Б02	0,18	РСХБанк-Б05	0,07	ФСК ЕЭС-11	0,39
ВТБ-Б02	0,04	КредЕвропа-Б02	0,22	НС-Б01	0,05	РСХБанк-Б06	0,13	ФСК ЕЭС-13	0,07
ВТБ-Б021	0,27	КредЕвропа-Б03	0,46	НФК-Б01	0,15	РТК-Лиз-Б01	0,05	ФСК ЕЭС-15	0,48
ВТБ-Б05	0,65	ЛенСпецСМУ-2	0,35	ОГК-5-Б015	0,06	РусАлБ-7	0,58	ФСК ЕЭС-18	0,25
ВТБ-Б06	0,72	Локо-Банк-5	0,06	ОКЕЙ-2	0,07	РусАлБ-8	0,17	ФСК ЕЭС-19	0,13
ВТБ-Б07	0,56	Локо-Банк-Б03	0,18	ОренОбл-1	0,38	РусСтанд-Б01	0,58	ФСК ЕЭС-21	0,20
ВТБ-Б08	0,57	ЛСР-Б02	0,12	Открытие-2	0,09	РусСтанд-Б02	0,10	ФСК ЕЭС-22	0,08
ВТБЛизинг-2	0,32	ЛСР-Б03	0,22	ОткрытиеБ-1	0,16	РусСтанд-Б06	0,45	ФСК ЕЭС-25	0,53
Вымпелком-1	0,63	Лукойл-4	0,10	ОТП Банк-2	0,24	Русфинанс-9	0,12	ФСК ЕЭС-8	0,04
Вымпелком-2	0,35	Магнит-Б05	0,14	ОТП Банк-Б01	0,14	Русфин-Б01	0,39	ФСК ЕЭС-9	0,29
Вымпелком-3	0,14	Магнит-Б07	0,13	ОТП Банк-Б02	0,54	Русфин-Б02	0,04	Х5-Б01	0,07
Вымпелком-4	0,60	МарЭл-2012	0,05	Петроком-5	0,07	Русфин-Б03	0,44	ХКФ-6	0,04
ВЭБ-6	0,06	Мегафон-5	0,12	Петроком-Б03	0,06	Русь-Банк-4	0,08	ХКФ-7	0,13
ВЭБ-8	0,18	Металлоинвест-1	0,38	Полипласт-2	0,05	Самар обл-7	0,07	ХКФ-Б01	0,45
ВЭБ-9	0,40	Металлоинвест-5	0,46	Почта России-2	0,14	Самар обл-8	0,04	ХКФ-Б03	0,05
ВЭБЛизинг-3	0,11	Металлоинвест-6	0,62	Почта России-3	0,05	СахаТНГ-2	0,17	ЦентрИнв-Б02	0,05
ВЭБЛизинг-4	0,04	Мечел-13	0,10	Почта России-4	0,06	Свердл Обл-1	0,06	Юникредит-Б02	0,24
ВЭБЛизинг-8	0,15	Мечел-14	0,22	Промсвязь-6	0,76	Свердл Обл-2	0,12	Юникредит-Б03	0,04
ВЭБЛизинг-9	0,13	Мечел-15	0,11	Промсвязь-Б02	0,29	СвязнойБ-1	0,61	Юникредит-Б04	0,13
Газпром-11	0,44	Мечел-16	0,19	Промсвязь-Б03	0,04	Северсталь-Б02	0,12	Юникредит-Б05	0,05
Газпром-9	0,05	Мечел-18	0,04	Промсвязь-Б04	0,09	Сибметинвест-1	0,16	ЮТэйр-Б01	0,04
Газпромбанк-6	0,38	Мечел-19	0,15	Промсвязь-Б07	0,25	Сибметинвест-2	0,28	ЮТэйр-Б010	0,06
Газпромбанк-7	0,19	Мечел-2	0,35	Промтрак-3	0,09	Ситроникс-Б01	0,16	ЮТэйр-Б02	0,05
Газпромбанк-Б01	0,05	Мечел-Б02	0,41	Профмедиа-1	0,15	Ситроникс-Б02	0,50	ЮТэйр-Б05	0,16
Газпромбанк-Б02	0,04	Мечел-Б03	0,19	Райффайзен-4	0,09	Соллерс-2	0,25	ЮТэйр-Б09	0,10
Газпромбанк-Б04	0,40	Мечел-Б04	0,38	РЕСО-1	0,26	СпБ-39	0,04	Якутия-11	0,09

**Начинаем оптимизировать.** Выбросив из общей базы бумаги, не соответствующие нашим ограничениям по дюрации и не имеющие индекса ликвидности (абсолютный неликвид), определим первичное множество выпусков, на основе которого будет происходить отбор бумаг. Затем отсортируем это множество по убыванию ликвидности и будем отбрасывать снизу бумаги, имеющие индекс ликвидности меньше 0,05, меньше 0,1, меньше 0,2 и так далее. После этого из набора бумаг для каждого ограничения по ликвидности выберем по 50 бумаг с наибольшим ROE. Это и будут наши оптимальные портфели для каждого уровня минимальной ликвидности. Результаты представлены в следующей таблице.

#### Варианты оптимального портфеля в зависимости от ограничения по ликвидности

Данные на 31 января 2013 г., в каждом случае портфель состоит из 50 бумаг

Ограничение по ликвидности	0 (нет ограничения)	0,05	0,1	0,2	0,3
Число соответствующих бумаг	270	139	111	72	50
ROE портфеля, % год.	93,7	71,1	59,8	44,9	36,5
УТМ, % год.	8,02	8,02	9,00	9,36	9,16
Дюрация, лет	0,97	1,09	0,98	0,96	1,05

Источники: оценка УРАЛСИБа

Как видно из таблицы, если выбирать в портфель бумаги с индексом ликвидности не менее 0,3, число доступных бумаг сокращается до 50, то есть до размера портфеля. Столь точное совпадение, конечно, случайно, однако оно хорошо иллюстрирует уже упомянутый факт, что с ростом ограничения по ликвидности число доступных для выбора бумаг быстро сокращается. Получает эмпирическое подтверждение также тезис, что чем меньший выбор мы имеем, тем меньшим будет достижимый уровень ROE оптимального портфеля: без ограничений на ликвидность можно создать портфель со средним ROE 93,7%, тогда как при ограничении 0,3 средний ROE падает до 36,5%.

**Какой же из оптимальных портфелей наиболее оптимален?** Вопрос непростой. Реальные условия накладывают свои рамки, и на практике может оказаться, что портфель с низким ограничением по ликвидности собрать сложно, поскольку многие из бумаг для него весьма трудно найти. С этой точки зрения немаловажную роль играет и общий объем портфеля, ведь чем большими объемами нужно приобретать каждую бумагу, тем сложнее это делать. Таким образом, мелкие банки могут иметь в этом смысле преимущество. Однако в конце концов все упирается в требуемый уровень ROE. Здесь мы хотели бы еще раз обратиться к таблице, которая присутствовала в нашем предыдущем отчете.

#### Финансовые показатели ряда российских банков

Отчетность по МСФО

	Рейтинг (S/M/F)	Данные за период	ЧПД (после вычета резервов)/Капитал, %
ТКС Банк	-B2/B	6 мес. 2012 г.	170,3
Связной банк	-B3/-	6 мес. 2012 г.	127,5
КБ Восточный	-B1/-	9 мес. 2012 г.	85,2
Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	6 мес. 2012 г.	77,1
ОТП Банк	-Ba2/BB	9 мес. 2012 г.	59,1
УБРиР	B/-	6 мес. 2012 г.	43,7
ХКФБ	B+/B1/BB-	9 мес. 2012 г.	40,5
Кредит Европа	-Ba3/BB-	6 мес. 2012 г.	39,4
Промсвязьбанк	WR/Ba2/BB-	9 мес. 2012 г.	37,9
НОМОС Банк	-Ba3/BB	9 мес. 2012 г.	29,8
Ренессанс Кредит	B/B2/B	6 мес. 2012 г.	28,3
МКБ	B+/B1/BB-	9 мес. 2012 г.	25,9
Банк ЗЕНИТ	-Ba3/B+	6 мес. 2012 г.	23,6
Ак Барс	-B1/BB-	6 мес. 2012 г.	16,4
Банк СПб	-Ba3/-	9 мес. 2012 г.	13,2
Татфондбанк	-B3/-	9 мес. 2012 г.	11,1

Источники: данные банков, оценка УРАЛСИБа

Последний столбец показывает отношение чистого процентного дохода к капиталу для некоторых российских банков. Этот коэффициент в каком-то смысле является аналогом ROE, рассчитанного нами по портфелю облигаций. Таблица показывает, что коэффициент меняется в пределах от 10 до 170%, и, основываясь на нем, каждый банк должен сам определить для себя требуемый уровень ROE при покупке новых облигаций, а может быть, и ответить на вопрос, нужно ли ему покупать облигации вообще, поскольку, как мы видим, банки, находящиеся на первых строчках таблицы, имеют ЧПД на капитал, превышающий теоретически достижимый уровень ROE облигационного портфеля, даже без всяких ограничений на ликвидность. С другой стороны, если, например, исходить из ограничения на ликвидность 0,1, то при среднем ROE 59,8% облигационный портфель «показан» всем банкам в списке, исключая только те, что находятся выше ОТП-Банка. Для примера этот портфель представлен в таблице ниже.

### Модельный портфель для бумаг с индексом ликвидности не менее 0,1

Данные на 31 января 2013 г.

Выпуск	Дюрация, лет	УТМ, %	ROE, %	Риск (387-П)б %	Дисконт, %	Длина (мес.)	F	M	S	Ликвидность
РосБанк-А3	0,7	7,89	95,4	21,250	12,5	9,3	BBB+	Ваа3		0,34
Юникредит БО-2	0,5	7,89	95,3	21,250	12,5	7,2	BBB+		BBB	0,24
РСХБ-15	0,7	7,77	89,5	21,250	12,5	9,3	BBB	Ваа1		0,38
РСХБ БО-6	0,7	7,75	88,9	21,250	12,5	9,0	BBB	Ваа1		0,13
ВТБ БО-8	0,5	7,72	87,2	21,250	12,5	7,2	BBB	Ваа1	BBB	0,57
РосБанк БО-4	1,4	8,31	86,9	28,125	12,5	19,8	BBB+	Ваа3		0,27
Юникредит БО-4	1,5	8,26	85,2	28,125	12,5	21,2	BBB+		BBB	0,13
НЛМК БО-7	1,5	8,17	84,5	28,125	10,0	21,6	BBB-	Ваа3	BBB-	0,10
РСХБ БО-1	0,5	7,65	84,2	21,250	12,5	7,0	BBB	Ваа1		0,14
ВТБ-5	0,6	7,60	81,9	21,250	12,5	8,6	BBB	Ваа1	BBB	0,12
РСХБ-17	1,5	8,10	79,4	28,125	12,5	21,0	BBB	Ваа1		0,25
МосОбл-7	1,1	8,01	78,5	28,125	10,0	14,7		Ва2		0,48
ВТБ БО-6	1,6	8,06	78,1	28,125	12,5	22,9	BBB	Ваа1	BBB	0,72
ВТБ Лизинг-2	0,9	8,06	77,9	28,125	12,5	14,5	BBB		BBB	0,32
ТрансКредБ БО-1	0,7	7,52	77,8	21,250	12,5	9,7		Ваа3	BBB	0,16
ГПБ БО-4	1,6	8,03	76,8	28,125	12,5	22,9		Ваа3	BBB-	0,40
ВЭБ Лизинг-08	1,5	8,00	75,9	28,125	12,5	21,3	BBB		BBB	0,15
КраснодКр-3	1,0	7,91	75,0	28,125	10,0	20,1	BB+	Ва1	BB	0,21
РСХБ-03	0,9	7,96	74,6	28,125	12,5	12,7	BBB	Ваа1		0,42
ВЭБ Лизинг-09	1,5	7,96	74,4	28,125	12,5	21,4	BBB		BBB	0,13
ГПБ-6	1,3	7,93	73,5	28,125	12,5	17,6		Ваа3	BBB-	0,38
Мегафон 05	1,5	7,87	73,5	28,125	10,0	20,7	BB+	Ваа3	BBB-	0,12
ВЭБ Лизинг-03	1,1	7,81	69,2	28,125	12,5	14,7	BBB		BBB	0,11
ВЭБ-08	0,7	7,30	67,3	21,250	12,5	8,9	BBB	Ваа1	BBB	0,18
ФСК ЭЭС-15	1,5	7,61	64,4	28,125	10,0	21,2		Ваа3	BBB	0,48
ФСК ЭЭС-18	1,2	7,56	62,6	28,125	10,0	16,7		Ваа3	BBB	0,25
КострОбл-4	1,5	8,83	54,7	48,125	25,0	46,2	B+			0,55
НижгорОбл-7	1,9	8,38	53,6	48,125	10,0	46,2	BB-	Ва2		0,30
ВТБ БО-7	1,7	8,09	53,0	41,875	12,5	24,1	BBB	Ваа1	BBB	0,56
Москва-62	1,2	7,13	52,0	28,125	5,0	16,4	BBB	Ваа1	BBB	0,24
НорНикель БО-3	0,5	6,86	50,0	21,250	10,0	6,0	BB+	Ваа2	BBB-	0,16
Лукойл-4	0,8	6,85	49,6	21,250	10,0	10,3	BBB-	Ваа2	BBB-	0,10
РЖД-10	0,9	7,03	43,9	28,125	10,0	13,3	BBB	Ваа1	BBB	0,33
Каркаде-2	0,9	13,74	43,9	171,875	25,0	26,9	B+			0,21
Газпром-11	1,2	6,98	41,9	28,125	10,0	17,0	BBB	Ваа1	BBB	0,44
ТатфондБ БО-6	0,6	12,41	39,1	158,750	25,0	8,8		В3		0,55
НФК Банк БО-1	1,0	12,66	39,0	165,625	25,0	14,6		В3	В	0,15
ТатфондБ БО-3	0,7	12,32	38,6	158,750	25,0	10,2		В3		0,48
ТатфондБ БО-2	1,0	12,44	37,7	165,625	25,0	14,7		В3		0,59
РСГ-1	1,1	12,27	36,6	165,625	25,0	16,8			В-	0,40
ПрофМедиа-1	0,4	11,11	31,7	155,000	25,0	5,8			В+	0,15
Бинбанк БО-1	0,8	11,08	30,7	158,750	25,0	10,9		В2	В	0,52
ТатфондБ БО-1	0,8	11,04	30,5	158,750	25,0	11,0		В3		0,23
РосКап-03	0,6	11,04	30,5	158,750	25,0	9,0	В+			0,17
ТКС Б БО-2	0,7	11,04	30,5	158,750	25,0	10,0	В	В2		0,41
Ситроникс БО-2	0,6	10,90	29,6	158,750	25,0	8,3	В-	В3		0,50
КрайИнвБ БО-1	0,6	10,87	29,4	158,750	25,0	8,8	В+		В+	0,37
ТКС Б-2	0,4	10,75	29,4	155,000	25,0	5,9	В	В2		0,51
РенКап БО-3	0,4	10,83	29,2	158,750	25,0	6,4	В	В2	В	0,36
ТКС Б БО-3	0,9	10,88	28,3	165,625	25,0	12,8	В	В2		0,16
<b>Среднее</b>	<b>1,0</b>	<b>9,00</b>	<b>59,8</b>	<b>70,150</b>	<b>16,05</b>	<b>15,2</b>				<b>0,31</b>

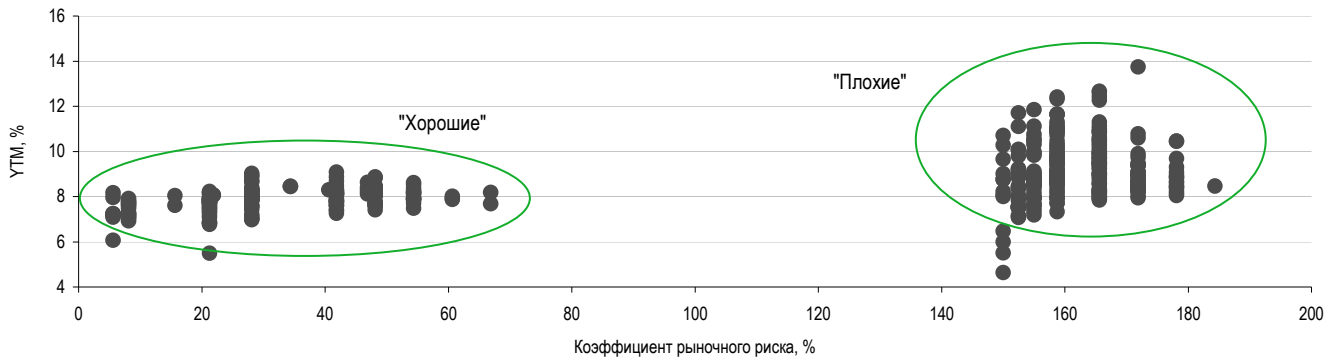
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**Дальнейшие замечания.** Предложенный метод оптимизации портфеля является полностью обоснованным только тогда, когда единственным внешним ограничением при выборе бумаг является объем дополнительного капитала, который потребуется использовать при их покупке. Например, в случае с приведенным выше портфелем средний коэффициент риска составляет 70,15%, то есть при достаточности капитала банка на уровне 10% портфель требует использования собственного капитала в размере 7% от его номинального объема. Иначе говоря, если банк выделил портфельному менеджю бюджет на капитал 100 млн руб., номинальный объем портфеля составит 1,43 млрд руб., или в 14 раз больше.

При этом чем больше ROE портфеля, тем большим будет соотношение между номинальным объемом и используемым капиталом. Учитывая вполне оправданную обеспокоенность банковских риск-менеджеров проблемой текущей переоценки портфеля, в реальности маловероятно, что портфель вообще не будет ограничен по номинальному объему. Соответственно, вопрос оптимизации портфеля осложнится тем, что максимизировать ROE будет необходимо в условиях двух ограничений одновременно – по капиталу и по общему объему. Для первого ограничения принципиальным показателем является ROE, а для второго – доходность к погашению.

### Доходность бумаг, обращающихся на ММВБ, и их риск по постановлению 387-П

Данные на 31 января 2013 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

**«Плохие» и «хорошие» бумаги.** Выпустив постановление 387-П, ЦБ четко разделил весь рынок на две части. Как видно на графике сверху, две группы бумаг, разделенные по коэффициенту риска, находятся на большом расстоянии друг от друга, и между ними абсолютно ничего нет. У «хороших» бумаг (низкая доходность – низкий коэффициент риска) соотношение номинал/капитал составляет в среднем около 30, у «плохих» (высокая доходность – высокий риск) оно в среднем равно 6. Это обстоятельство усложняет портфельную оптимизацию, однако не препятствует ей полностью. Рассмотрим несколько случаев:

- **Лимит на использование капитала 10 у.е., лимит на номинал портфеля 1000 у.е.** Соотношение номинал/капитал составляет 100 ( $>30$ ) – это говорит о том, что реальным ограничением является капитал и что в портфель нужно брать бумаги с максимальным ROE.
- **Лимит на капитал 400 у.е., лимит на объем портфеля 1000 у.е.** Соотношение номинал/капитал 2,5 ( $<6$ ). Следовательно, реальным ограничением является объем портфеля, и покупать бумаги нужно исходя из их доходности к погашению/оферте.
- **Лимит на капитал 100 у.е., лимит на объем 1000 у.е.** Соотношение номинал/капитал равно 10 ( $6 < 10 < 30$ ), и портфель должен быть смешанным. В данном случае простое аналитическое решение задачи оптимизации портфеля отсутствует – задача должна решаться либо, как это часто бывает, «методом тыка», либо численными методами. Оптимальный портфель будет содержать как «хорошие», так и «плохие» бумаги, при этом доля «хороших» будет тем больше, чем ближе заданное соотношение номинал/капитал будет к числу 30, а доля «плохих» бумаг будет возрастать по мере приближения этого соотношения к отметке 6.

В заключении мы хотели бы отметить, что предложенный нами метод выбора портфеля на основе ROE не является торговой рекомендацией в традиционном смысле. В наибольшей степени он может быть полезен банкам, достаточность капитала которых близка к минимальной и которые могут позволить себе относительно большой лимит на полный объем портфеля. В то же время, если эти условия выполняются, со вступлением в силу постановления 387-П показатель ROE действительно становится для таких банков наиболее обоснованной мерой эффективности вложения средств в облигационный портфель.

# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Александр Сазонов, sazonoval@uralsib.ru

Алексей Смирнов, smirnovak@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Надежда Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Кристина Корнич, kornichko@uralsib.ru

### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/

### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Потребительский сектор/ Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2013