

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ БАНКОВ: СПРОС РОЖДАЕТ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Рублевые облигации банков становятся востребованным инструментом сбережения у частных инвесторов и выступают привлекательной альтернативой депозитам. На фоне снижения ставок выпуск рублевого рыночного долга также интересен банкам-эмитентам, что формирует устойчивый рост предложения (+300 млрд руб. с начала года).

В данном отчете мы проанализировали основные факторы спроса и предложения на рынке рублевых облигаций банков, кредитные метрики сектора, а также спекулятивные возможности.

В частности сейчас спреды выглядят повышенными в сегменте «BBB». Учитывая стабильные кредитные метрики сектора и растущий интерес к этому сегменту со стороны населения, мы полагаем, что это формирует хороший потенциал сужения спредов в целом ряде эмитентов, из которых хотим выделить РСХБ, Альфа-банк и ГПБ.

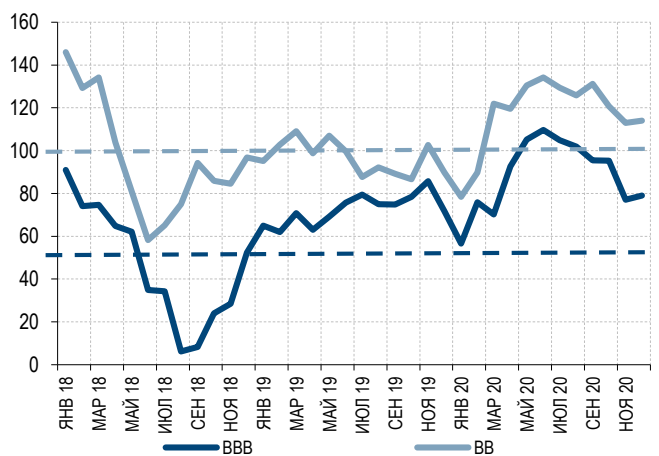
Спреды банков: интересные возможности для сужения в сегменте «BBB»

Спреды облигаций банков сейчас находятся на уровне ~80 б.п. для сегмента «BBB» и ~114 б.п. — для сегмента «BB». После роста спредов в 2К20 (до 110 б.п. — для «BBB» и 135 б.п. — для «BB») происходит постепенная нормализация рыночной ситуации. Тем не менее текущие спреды все еще выше среднего уровня с 2018 г. на ~10 б.п.

Среди ключевых эмитентов наибольшую премию по спреду к историческому среднему имеют Сбербанк, РСХБ, ГПБ и Альфа-банк (в среднем 15-20 б.п.). Открытие — единственный банк в нашей выборке, чей спред ниже исторического. Это объясняется кардинальными изменениями в структуре собственности банка и его финансовым оздоровлением.

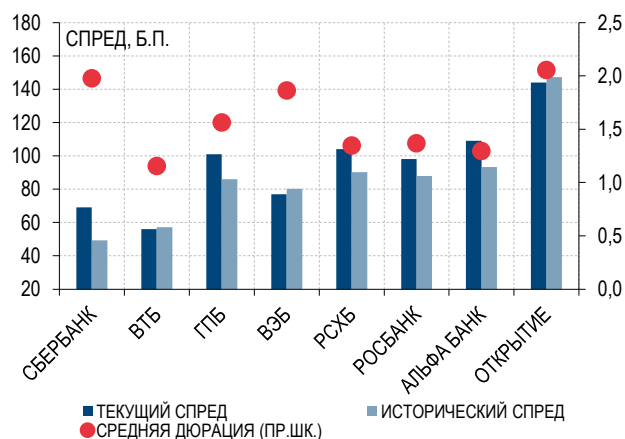
Тем не менее потенциал сужения спреда более вероятен в более доходных инструментах РСХБ, Альфа-банка и ГПБ, чем в Сбербанке. Относительно низкая доходность бумаг Сбербанка вкупе с возможным ростом предложения и фокусом на розничный спрос будет препятствием для сужения спреда его облигаций к историческому уровню.

Диаграмма 1. Спреды облигаций банков остаются на повышенном уровне



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 2. Среди наиболее доходных облигаций наибольший потенциал сужения спреда имеют инструменты РСХБ, Альфа-банка и ГПБ



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

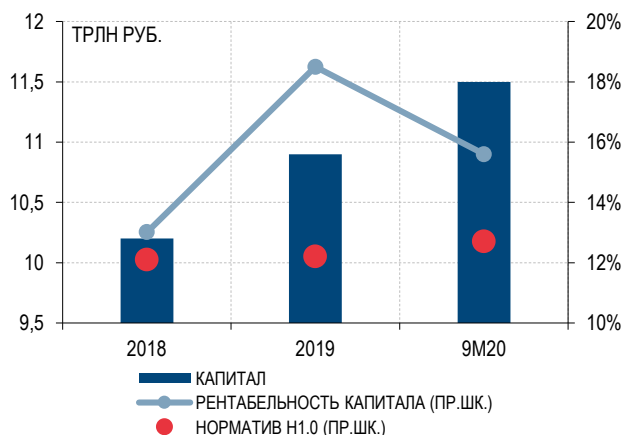
Кредитные метрики банков стабильны, в том числе благодаря мерам поддержки

Кредитные метрики сектора демонстрируют восстановление после просадки в разгар пандемии. Основной показатель финансовой устойчивости – регулятивный капитал – демонстрирует активный рост (+0,6 трлн руб. за 10М20 до 11,5 трлн руб.) на фоне восстановления рентабельности после провала во втором квартале. Рентабельность среднего капитала за 10М20 (15,6%) лишь немногим ниже показателя за 2019 г (18,5%). При этом средний норматив Н1.0 (12,7% на 01.10.20) превышает показатель на начало года (12,2%).

С позиции качества активов и резервирования в секторе также наблюдается стабильная картина. Рост доли проблемной задолженности в абсолютном выражении пока не приводит к заметному ухудшению качества портфеля в целом. Более того, уже сформированный объем резервов банками с начала года выглядит комфортным без учета дальнейших шоков (покрытие резервами проблемных и безнадежных ссуд выросло за 10М20 с 93% до 96%).

Важной составляющей стабильных кредитных метрик сектора является поддержка государства (через кредитные каникулы, субсидируемые кредитные продукты) и регулятора (через временные регулятивные послабления). При постепенной отмене данных мер мы не исключаем, что кредитные метрики банков могут ухудшиться, однако должны остаться на высоком уровне. Финансовая стабильность банков остается приоритетом для государства, что формирует предпосылки к продлению текущих мер поддержки или даже к их расширению в случае ухудшения внешних условий.

Диаграмма 3. Капитал сектора растет на фоне устойчивой рентабельности



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Диаграмма 4. Рост проблемных кредитов* балансируется комфортным уровнем резервирования



*проблемные и безнадежные ссуды по классификации ЦБ РФ

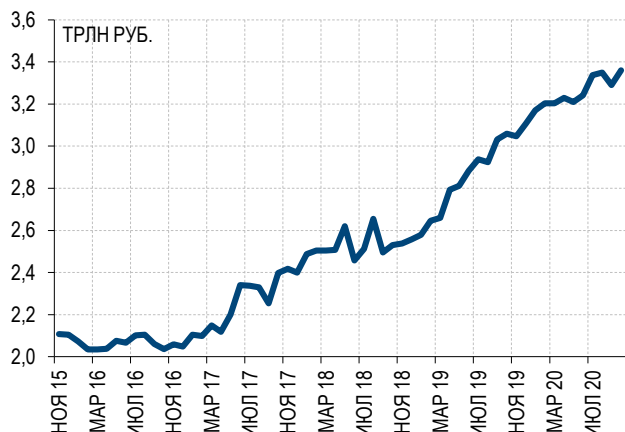
Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Предложение: облигации становятся интересным инструментом для банков в условиях низких ставок

Рублевые облигации – исторически не слишком востребованный инструмент для банков, так как основным источником рублевого фондирования были депозиты. Тем не менее на фоне низких ставок и связанного с этим оттока длинных ресурсов (в первую очередь розничных вкладов) роль рублевых инструментов как длинного и безотзывного (что важно в контексте сравнения с депозитами) источника ресурсов повышается.

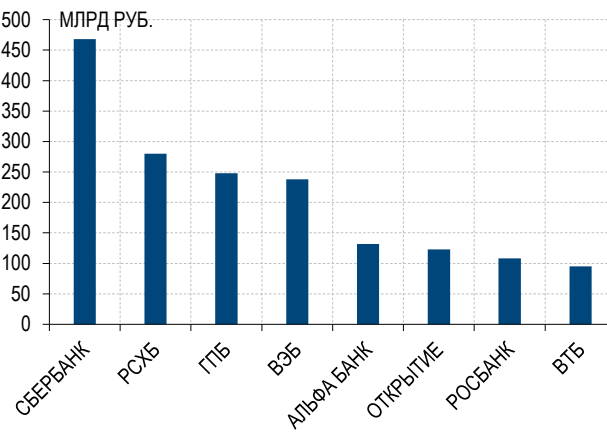
Рынок рублевых облигаций банков (3,4 трлн руб.) составляет менее 3,5% пассивов сектора. Тем не менее с 2017 года наблюдается устойчиво растущий тренд. В 2019 г. чистые размещения составили 550 млрд руб. С начала 2020 г. – 300 млрд руб.

Диаграмма 5. Рынок рублевых облигаций банков стабильно растет, хотя остается сравнительно небольшим



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Диаграмма 6. Ключевые эмитенты банковских облигаций — крупнейшие системно значимые банки



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

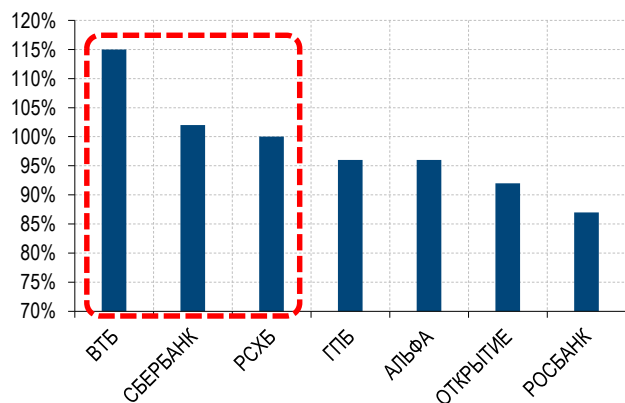
Для определения того, каким банкам могут быть в перспективе интересны облигации как источник фондирования, мы выделили два критерия: 1) рублевый коэффициент «кредиты/депозиты» и 2) стоимость рублевых ресурсов.

Первый критерий показывает степень покрытия кредитных операций депозитными ресурсами. На наш взгляд, банки с коэффициентом «кредиты/депозиты» выше 100% (в нашей выборке это Сбербанк, РСХБ и ВТБ) больше заинтересованы в эмиссии рублевых облигаций в случае ускорения роста кредитования и/или оттока депозитов из-за отсутствия запаса по устойчивому фондированию долгосрочных активов.

Второй критерий предполагает, что в условиях снижения ставок облигации становятся экономически интересными для банков, так как спред между их доходностью и средней стоимостью фондирования сокращается. Мы сравнили текущую доходность наиболее ликвидных облигаций банков со стоимостью их рублевых ресурсов в целом и срочных розничных депозитов (как основного долгосрочного источника фондирования) в частности. По нашим расчетам, наименьший спред к доходности рублевых ресурсов обеспечивают облигации ВТБ, Росбанка, ГПБ и РСХБ.

В нашей выборке крупнейших эмитентов рублевых облигаций на сегодняшний день (Диаграмма 6) мы полагаем, что по совокупности факторов наибольший интерес к выпуску рублевых облигаций в 2021 г. могут проявить РСХБ, Сбербанк и ВТБ.

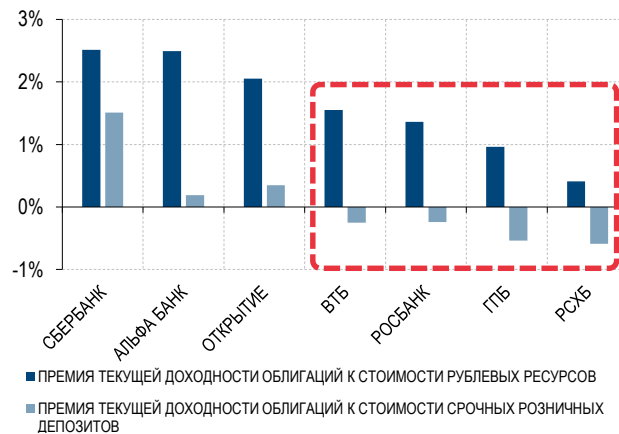
Диаграмма 5. Потенциальный рост предложения облигаций может быть от банков с показателем кредиты/депозиты* выше 100%...



*рублевый показатель по итогам 10М20

Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

Диаграмма 6. ...а также банков со сравнительно дорогими пассивами*, для которых облигации могут быть выгодны и экономически



*стоимость рублевых пассивов приведена за 3К20

Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, Газпромбанк

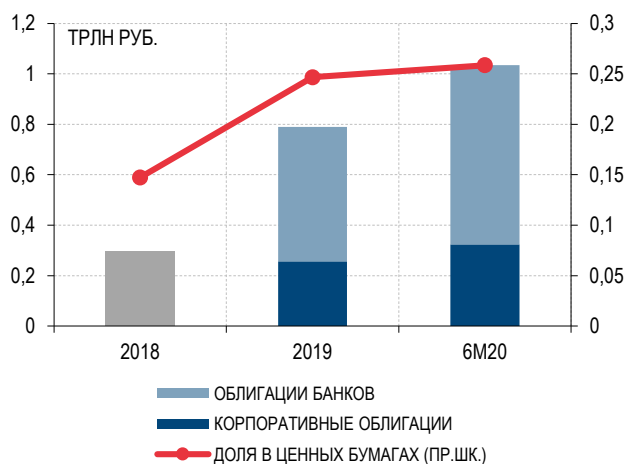
Спрос: население – ключевой инвестор в корпоративные облигации с акцентом на банковском риске

Одним из ключевых инвесторов в облигации банков является население. В частности, за первые 6 месяцев 2020 г. индивидуальные инвесторы увеличили вложения в облигации банков на ~180 млрд руб., до ~700 млрд руб., что составило две трети вложений во все корпоративные рублевые инструменты. В данную статистику также входят и структурные рублевые облигации, эмитентами которых, как правило, также выступают банки.

При этом долгосрочные депозиты банков (свыше 1 года) демонстрируют устойчивый отток (-660 млрд руб. за 10M20) на фоне рекордно низких ставок (4,1% в сентябре). Таким образом, инвестиции в облигации банков для населения выступают логичной ступенью перехода от менее доходных к более доходным инструментам (средний спред доходности облигаций к ставкам по долгосрочным депозитам составляет 1,5-2,0 п.п.).

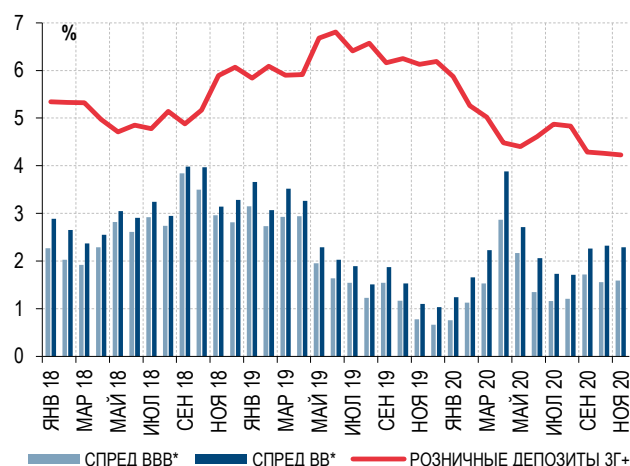
Тренд на перераспределение ресурсов от долгосрочных розничных депозитов (свыше 1 года, 8,2 трлн руб. на 01.11.20) в облигации имеет, на наш взгляд, долгосрочный характер. В 2021 году спрос населения на корпоративный долг может составить 0,5-1,0 трлн руб. При этом большая часть спроса, вероятно, вновь придется на инструменты банков, которые также будут заинтересованы в удержании своей базы фондирования.

Диаграмма 6. Население активно инвестирует в корпоративные облигации с акцентом на банках...



Источник: НАУФОР, Газпромбанк

Диаграмма 7. ...на фоне рекордно низких ставок по депозитам и комфортной премии доходности облигаций*



* спреды между доходностью 3-5-летних корпоративных облигаций и ставками депозитов срочностью свыше 3 лет

Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 24 10

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 980 41 82

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

+7(800) 707 23 65

Copyright © 2003 – 2020. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (MiFID II) и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596 и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – индивидуальная инвестиционная рекомендация), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуемые в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа. Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылки: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSSHK. GPBFSSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресу или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSSHK. GPBFSSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.