

КРЕДИТЫ VS ОБЛИГАЦИИ: СТОИТ ЛИ ЖДАТЬ ОПЕРЕЖАЮЩЕГО РОСТА ПУБЛИЧНОГО ДОЛГОВОГО РЫНКА В 2011 Г.

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ +7 495 647-2360
leonid.ignatiev@trust.ru

ЮЛИЯ САФАРБАКОВА +7 495 647-2359
yulia.safarbakova@trust.ru

РОМАН ДЗУГАЕВ +7 495 647-2364
roman.dzugaev@trust.ru

Позавчера рейтинговое агентство Moody's опубликовало аналитический отчет о роли российских банков в росте рублевого долгового рынка. Аналитики отмечают, что банки активизировали свои позиции на внутреннем рынке долга как в качестве инвесторов, так и в качестве эмитентов. Выделим наиболее интересные, на наш взгляд, моменты отчета:

- Банки в последние 2 года наращивали портфель облигаций более быстрыми темпами, нежели портфели кредитные (более чем в 2.5 раза против +8% по корпоративному кредитному портфелю)
- В 2011 Moody's ожидает у российских банков опережающего темпа роста портфеля долговых бумаг, нежели кредитного портфеля, несмотря на прогноз по ускорению кредитования в 2011 году
- Риск дефолта по облигациям ниже, нежели по кредитам клиентов: 9% против 12%, по оценкам Moody's
- Банки размещают избыточную ликвидность в облигациях, при этом низкие процентные ставки стимулируют выпуск новых долговых обязательств
- Отмечается растущая активность высокорискованных эмитентов третьего эшелона на рынке, поскольку доступ к банковскому кредитованию остается затруднительным. Это может привести к увеличению уровня риска в портфелях ценных бумаг банков

КОММЕНТАРИЙ

В целом соглашаясь с выводами агентства в отношении важности банков для российского рынка облигаций и констатацией лавинообразного роста капитализации рынка публичного долга, мы противоречиво относимся к некоторым заключениям аналитиков Moody's. Мы хотели бы заострить внимание на **наиболее дискуссионных тезисах**.

2010 ГОД: ТЕМПЫ РОСТА КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ И ОБЛИГАЦИОННЫХ СОПОСТАВИМЫ

В первом приближении может создаться впечатление, что рынок публичного долга подавил и будет подавлять рынок банковских кредитов. Посмотрим на цифры. По данным РСБУ, прирост долговых бумаг на балансах банков в 2010 г. составил RUB987.8 млрд. (или +33% год к году). При этом около 66% всего прироста инвестиций банков в облигации пришлось на Сбербанк (+RUB650.5 млрд.). А без учета Сбербанка банки нарастили инвестиции в облигации только на 17.2%. В то же время объем кредитования в 2010 г. вырос на 14.2% (или +RUB2.1 трлн. год к году), а без учета Сбербанка - на 15.4% год к году. Таким образом, в прошлом году относительные темпы роста кредитного портфеля банков и портфеля долговых ценных бумаг практически сопоставимы (разница менее чем в 2 п.п.), а в абсолютном выражении прирост кредитов в банках (без учета Сбербанка) был несопоставимо больше – фактически в 4.5 раза. Если же брать Сбербанк, то прирост его облигационного портфеля в 2010 г. даже перекрыл прирост кредитов почти на RUB100 млрд. Однако едва ли случай Сбербанка стоит считать тенденцией.

Мы обращаем внимание, что в 2010 году инвестиции банков в долговые ценные бумаги существенно замедлились по отношению к 2009 году – примерно на 30% в абсолютном выражении. Так, за 2009 год чистый прирост вложений в облигации составил +RUB1.5 трлн. и привел к 2-кратному росту портфеля долговых бумаг. В 2010 г. относительные темпы роста снизились втрое. Иными словами, в 2009 г. – в первый кризисный год – имел место резкий рост активности на публичном рынке. Мы связываем подобную динамику:

- с **эффектом низкой базы** (в первые месяцы после начала острой стадии кризиса в 2008 г. цены облигаций резко снизились, капитализация рынка сжалась);



- с чрезвычайно **высокой рентабельностью** данного вида **инвестиций** уже в 2009 г., которая привела даже к перетоку средств из портфелей акций в облигации;
- с **отсутствием качественных заёмщиков** для расширения кредитных портфелей и обеспечения роста показателей P&L и крайне консервативной политикой банков к кредитным портфелям.

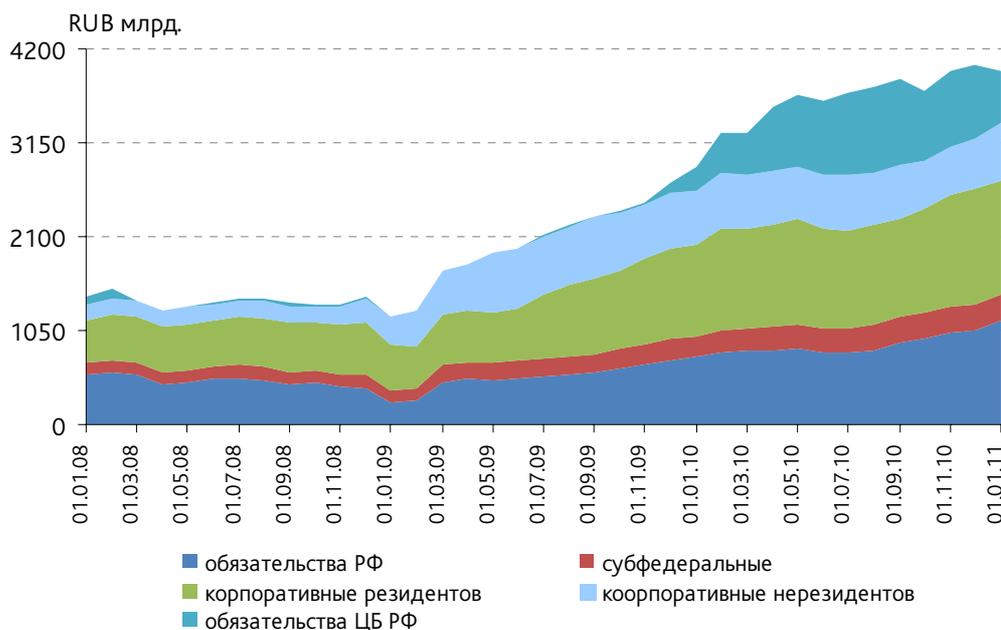
Отметим, что активным инвестициям в долговые бумаги в 2009 году также способствовали послабления в учете разного вида портфелей со стороны ЦБ, а также либерализация требований в части РЕПО ЦБ (минимальный порог по рейтингам снижен до В3/В-).

В 2010 году восстановление экономики позволило ускорить темпы роста кредитов, и мы ожидаем сохранения подобных темпов в 2011 году (+15-20% за год). В то же время ужесточение кредитно-денежной политики со стороны регуляторов неизбежно ослабит активность эмитентов на первичном долговом рынке. По нашим предположениям, подобную динамику можно будет наблюдать уже со 2К 2010 включительно, а с 3К 2010 г. меньшую активность будут проявлять и эмитенты 3-го эшелона, несмотря на возможную погоню банков за высокими доходностями на бондах. Ужесточение требований ЦБ РФ по вхождению в ломбардный список, озвученное в начале февраля 2011 г., как мы считаем, будет способствовать дальнейшему «вымыванию» бондов эмитентов 3-го эшелона с рынка. Так, если на докризисном бондовом рынке 50% всей капитализации приходилось на самые доходные бумаги 3-го эшелона, то к концу 2010 г. их доля упала до 20%. Мы полагаем, что этот показатель к концу текущего года упадет до 10-12% от общего объема рынка. Если наложить сказанное выше на начало изъятия избыточной ликвидности из системы, то мы получим дополнительные аргументы в пользу замедления темпов роста бондовых портфелей в активах банков.

СТРУКТУРА БАНКОВСКИХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ ИЗМЕНИТСЯ, ТЕМПЫ РОСТА УПАДУТ

Мы проанализировали структуру вложений банков в облигации в разрезе секторов (государственные, субфедеральные и муниципальные, корпоративные) и групп эмитентов с целью проследить динамику их присутствия в торговых портфелях банков и портфелях ценных бумаг, удерживаемых до погашения. К торговому портфелю мы с некоторой оговоркой относим ценные бумаги, которые в соответствии с планом счетов бухгалтерского учета ЦБ РФ учитываются на счетах долговых обязательств, оцениваемых по справедливой стоимости через прибыль или убыток, и счетах долговых обязательств, имеющих в наличии для продажи.

Структура портфеля облигаций банков, 2008-2011 (без учета обязательств, переданных в РЕПО, и обязательств иностранных государств)



Источник: <http://www.cbr.ru>, расчеты НБ «Траст»



На 01.01.2011 г. объем вложений банков в долговые обязательства (без учета обязательств иностранных государств и обязательств, переданных контрагентам на возвратной основе) составил RUB3.96 трлн., из которых RUB3.5 трлн. относятся к торговому портфелю. По суммарному портфелю распределение прироста вложений за 2010 г. выглядит так: +123.5% – обязательства ЦБ (ОБР), +54.4% – долги РФ (ОФЗ), +26.1% – субфедеральные и муниципальные, +23.9% – корпоративные резидентов, +5.8% – корпоративные нерезидентов (в основном – еврооблигации).

Подводя итог анализу структуры портфелей ценных бумаг российских банков, зафиксируем тренд 2011 г. В соответствии с нашим видением сокращения в 2011 г. первичного предложения облигаций со стороны эмитентов корпоративного сегмента, следует ожидать увеличения доли вложений банков в государственные бумаги – ОФЗ и ОБР. В специальном обзоре «Дефицит бюджета в 2011 г. составит менее 3%. Сколько же будет занимать Минфин?» от 3 февраля 2011 г. мы пришли к выводу, что Минфин в текущем году, вероятнее всего, увеличит рынок ОФЗ не более чем на RUB700 млрд. Мы полагаем, что российским банкам может достаться до RUB550-600 млрд. из указанной величины (по сравнению с нетто-притоком госбумаг на балансы банков в 2010 г. в размере RUB400-450 млрд.). Одновременно мы ожидаем, что портфели ценных бумаг российских банков в 2011 г. пополнятся не более чем на RUB500 млрд. корпоративных и субфедеральных выпусков по сравнению с RUB550-600 млрд. в 2010 г.

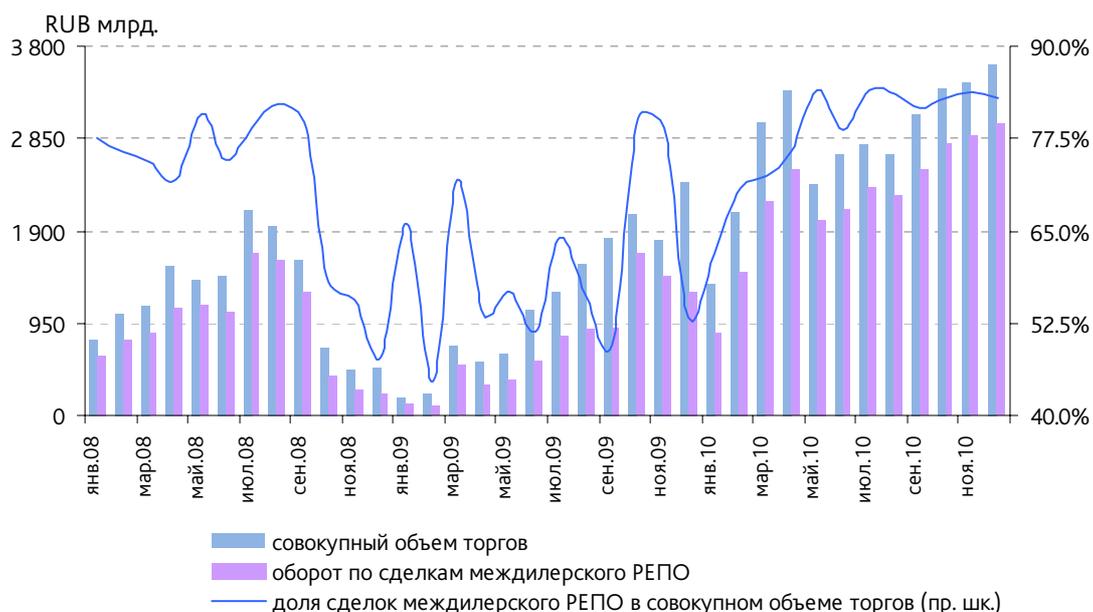
Нетто-увеличение долговых портфелей банков в 2011 г. в лучшем случае может вырасти на RUB1.05-1.1 трлн (+26-28% год-к-году) против RUB990 млрд (+33% год-к-году) годом ранее. Таким образом, мы ждем, что прирост замедлится в относительном выражении почти на четверть.

КОНТРОЛЬ ЗА РИСКАМИ ПРИ РЕПО УСИЛИТСЯ, НЕ В ПОЛЬЗУ ВЫСОКОРИСКОВАННЫХ ЭМИТЕНТОВ

Важнейшим показателем активности банков на рынке облигаций является рост как общего оборота биржевых торгов облигациями, так и объема сделок РЕПО с данным инструментом, где банки выступают основными участниками.

В сегменте субфедеральных и корпоративных облигаций практически непрерывный рост объема торгов наметился с апреля 2009 г., а предкризисный уровень (августа 2008 г.) был превышен в декабре того же года. Согласно ФБ ММВБ, в декабре 2010 г. общий объем торгов в обозначенных сегментах составил свыше RUB3.61 трлн., что более чем в 1.7 раза превышает уровень августа 2008 г.

Динамика торговой активности в сегменте субфедеральных и корпоративных облигаций на ФБ ММВБ: совокупный объем торгов и объем междилерского РЕПО, 2008-2011

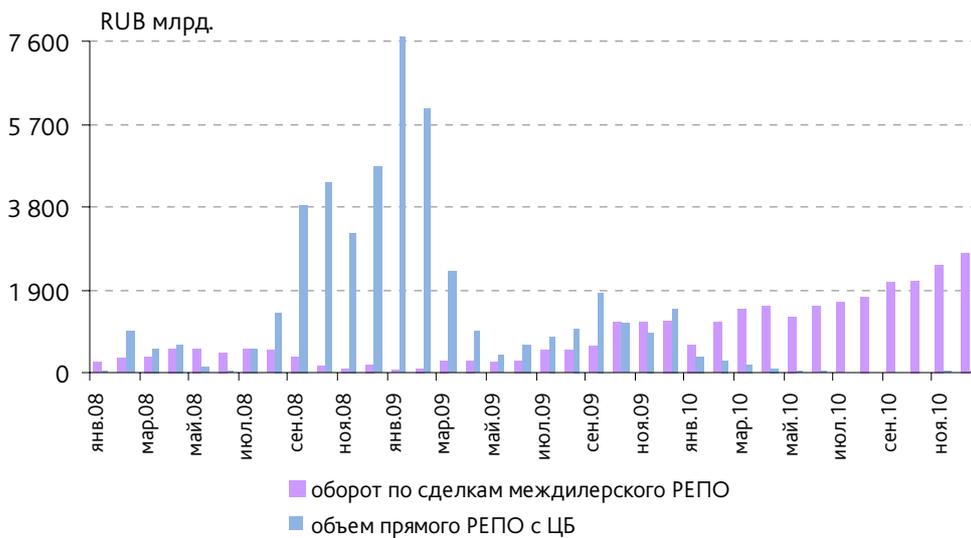


Источник: <http://www.micex.ru>, расчеты НБ «Траст»



Доля сделок РЕПО в общем обороте торгов облигациями, будучи достаточно волатильной с начала острой фазы кризиса и до конца 2009 г., со второй половины 2010 г. устойчиво превышает 80%. В декабре 2010 г. объем сделок междилерского РЕПО в сегменте субфедеральных и корпоративных бумаг составил RUB3.0 трлн. – 83.1% от общего оборота торгов в сегменте. В секции госбумаг также имеет место непрерывный рост междилерского РЕПО во втором полугодии прошедшего года – в декабре объем торгов в рамках данных сделок RUB2.74 трлн. Доля же прямого РЕПО с ЦБ, которое в первые месяцы кризиса полностью вытеснило межбанковское РЕПО, с конца 2009 г. стала сокращаться. И уже со второй половины 2010 г. доля прямого РЕПО ЦБ РФ не превышает 1% от объема междилерского (по итогам декабря – всего 0.9% всех оборотов по РЕПО с облигациями).

Объем торгов в режимах РЕПО в сегменте госбумаг на ФБ ММВБ, 2008-2011



Источник: <http://www.micex.ru>, расчеты НБ «Траст»

Мы ожидаем, что 2011 год для рынка РЕПО станет периодом усиления контроля за рисками как со стороны регуляторов, так и со стороны внутренних департаментов банков. Полагаем, что к настоящему моменту риск данных операций уже достаточно высок. Состоит он в заключении многократных сделок РЕПО с одним и тем же пакетом облигаций, что ведет к увеличению общего леввериджа на рынке. В качестве наиболее применимых мер нам видятся установление минимальных дисконтов и иных ограничительных параметров по отдельным эмитентам, адаптация требований об осуществлении РЕПО исключительно через организатора торговли (биржевое РЕПО) и пр.

Мы считаем, что указанные предпосылки не будут способствовать увеличению объемов сделок РЕПО вследствие более высоких требований к кредитному качеству эмитентов в сравнении с докризисным периодом. Очевидно, что в таких условиях мы не ждем постепенного усиления первичного предложения облигаций со стороны эмитентов 3 эшелона. Недавние шаги ЦБ РФ в части ограничения возможностей эмитентов для включения их облигаций в ломбардный список убеждают нас в этой логике.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Департамент макроэкономики и стратегии

Торговые операции

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Клиентские продажи

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

sales@trust.ru

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.