

Чушняков Евгений Олегович
аспирант Департамента финансовых рынков и
банков
Финансовый университет при Правительстве РФ
e-mail: eugene1393@mail.ru

ПРОБЛЕМЫ РАБОТЫ БАНКОВ НА СОВРЕМЕННОМ ОБЛИГАЦИОННОМ РЫНКЕ

Аннотация: в данной статье проанализированы специфические особенности российского рынка облигаций, усложняющие работу банков в этом секторе финансового рынка и сдерживающие развитие облигационного рынка в целом. Банки являются одними из основных участников облигационного рынка, на которых приходится значительная доля всего рынка облигаций, именно поэтому основной акцент в статье сделан на работу банков на этом рынке.

Ключевые слова: рынок облигаций, банки, ликвидность, доходность, качественные ценные бумаги

PROBLEMS OF THE BANKS' ACTIVITY IN THE BOND MARKET

Annotation: this article is an analysis of the features of the Russian bond market, which complicate banks' activity in this section of financial market and impede the development of the whole bond market. Banks are one of the main participants of the bond market; they hold the significant part of the bond market, that is why we concentrate on the banks' activity in this market.

Key words: bond market, banks, liquidity, yield, qualitative securities

В современных условиях коммерческие банки постоянно нуждаются в привлечении денежных ресурсов, а также в их эффективном размещении. Одним из основных вариантов проведения операций по привлечению и размещению ресурсов является рынок облигаций, имеющий определенные преимущества перед другими сегментами финансового рынка. Однако, в настоящее время на облигационном рынке присутствует ряд проблем, усложняющих работу банков в этом секторе финансового рынка и сдерживающих развитие облигационного рынка в целом.

На мой взгляд, в настоящий момент основной негативной чертой российского облигационного рынка является его низкая ликвидность. Данную

характеристику рынка можно проследить сразу в нескольких моментах. Во-первых, значительная доля ценных бумаг, обращающихся на рынке, имеет крайне низкий оборот, что снижает привлекательность данных инструментов для инвесторов, а также затрудняет анализ реальной рыночной стоимости этих облигаций. Во-вторых, низкая ликвидность проявляется и в анализе «биржевых стаканов» в терминале Московской Биржи. Лишь малая часть корпоративных облигаций имеет стабильный набор заявок на покупку и продажу, а также приемлемый спрэд между ценой на покупку и продажу (в пределах 20-30 базисных пунктов). В число таких облигаций входят в основном облигации крупных эмитентов, в том числе ВТБ, РЖД, Газпромбанка, Альфа-Банка и некоторых других. По большей же части облигаций спрэд между лучшей ценой на покупку и продажу составляет более 50 базисных пунктов, а порой и несколько фигур. По многим облигациям заявки в биржевом стакане и вовсе отсутствуют. Примечательно то, что в число таких облигаций входят и бумаги очень крупных эмитентов, таких как, например, ЮниКредит Банк, Райффайзенбанк, МСП-Банк и др.

В чем же причина низкой ликвидности российского облигационного рынка? Начнем с того, что объем торгов в режиме безадресных торгов составляет малую долю среди всего объема торгов по облигациям, большую же долю составляют торги в режиме переговорных сделок (РПС), то есть адресные торги. Это свидетельствует о том, что большая часть сделок заключается через брокеров, а также напрямую между трейдерами различных организаций. Данный факт, на мой взгляд, снижает прозрачность рынка, так как в результате таких торгов довольно проблематично оценить справедливую цену облигаций. Также стоит отметить довольно частые случаи концентрации крупных пакетов облигаций в одних руках. Нередки, например, случаи, когда весь объем размещения облигаций (а это чаще всего 5-10 миллиардов рублей) уходит к 3-4 инвесторам, в результате чего вторичный рынок таких облигаций низколиквиден, так как количество потенциальных продавцов ограничено держателями крупных пакетов. Также важным фактором является отсутствие

маркет-мейкеров у большинства облигаций. На рынке присутствует практика, когда эмитент облигаций поддерживает их вторичный оборот, стабильно выставляя заявки на покупку и продажу, определяя, таким образом, текущее состояние рыночной цены и увеличивая ликвидность бумаг. Примером такой практики является Банк Зенит, который ежедневно поддерживает биржевой стакан заявками на 5-10 тысяч облигаций, банк также устанавливает цены и на более крупные пакеты. Таким образом, даже при отсутствии ликвидности по такой облигации инвестор может в любой момент купить или продать бумагу, заключив сделку напрямую с эмитентом ценной бумаги. Также на Московской Бирже распространена практика маркет-мейкерства за вознаграждение, то есть потенциальный маркет-мейкер заключает договор с биржей и получает определенную плату за ежедневное выставление двухсторонних котировок в биржевом стакане. Такая практика активно используется на валютном и денежном рынках, но пока недостаточно распространена на рынке облигаций.

Вышеперечисленные факторы определяют низкую ликвидность российского рынка облигаций, что, на мой взгляд, является основной текущей проблемой финансового рынка. И снижение влияния именно этих факторов способно решить данную проблему.

Перейдем к следующей проблеме, которая является не только характеристикой облигационного рынка в целом, но имеет непосредственное отношение к банкам как инвесторам. Речь идет о снижении количества качественных облигаций, то есть облигаций первоклассных эмитентов с низким уровнем риска. Конечно, эта проблема касается всех инвесторов фондового рынка, но основной акцент необходимо сделать именно на банках по нескольким причинам. Во-первых, помимо прочих рисков, банки несут риск ликвидности, поэтому у них часто возникает потребность в продаже определенных ценных бумаг или в получении рефинансирования под залог этих ценных бумаг, что довольно проблематично при наличии в портфеле облигаций с высоким уровнем риска. Во-вторых, банки находятся под контролем Банка России и обязаны соблюдать ряд нормативов, на которые

оказывает давление покупка ценных бумаг, а покупка высокорискованных облигаций это давление увеличивает. Именно по этим причинам значительную долю в портфеле ценных бумаг банков составляют качественные облигации.

Для подтверждения факта недостатка на рынке качественных бумаг был проведен анализ первичных размещений с 2010 года. Круг эмитентов был ограничен первым эшелонem при помощи Ломбардного списка Банка России: в анализе участвовали только корпоративные эмитенты, которым Банк России присвоил максимальный поправочный коэффициент и минимальный дисконт (в настоящий момент эти значения составляют 0.95 и 5%). В анализе не участвовали ценные бумаги, выпущенные от имени РФ и субфедеральные ценные бумаги, что будет объяснено ниже.

В таблице 1 представлены итоги первичных размещений эмитентов, входящих в первый эшелон, согласно Ломбардному списку ЦБ РФ. На первый взгляд, количество первичных размещений качественных облигаций осталось на уровне 2013-2014 гг., но анализ объема таких размещений показал, что с 2015 года объем размещений резко сократился. Так как бумаги, размещенные в предыдущие годы, постепенно погашаются или предъявляются к оферте, а объем первичного рынка снижается, можно сделать вывод, что сектор качественных бумаг на российском облигационном рынке в 2015 году резко сократился.

Таблица 1. Статистика первичных размещений эмитентов 1-го эшелона в 2010-2015 гг.

Год	Количество размещений ¹	Объем размещений (млн.руб.)
2010	44	98 615,96
2011	63	129 033,03
2012	63	169 858,64

¹ Расчет автора по данным Bloomberg

2013	90	281 835,49
2014	79	294 666,60
2015	89	169 774,06

Говоря о снизившемся количестве качественных бумаг, необходимо отметить ситуацию, имевшую место в конце 2014 года. В результате постепенного повышения ключевой ставки с 5.5% до 10.5%, а затем резкого увеличения до 17%, российские облигации значительно упали в цене, в результате чего банкам пришлось зафиксировать у себя на балансе серьезную отрицательную переоценку. Для смягчения негативных последствий, Банк России 31 декабря 2014 года предложил банкам зафиксировать переоценку по ценам, сформированным на 1 октября 2014, и переклассифицировать облигации из торгового портфеля в инвестиционный. Большинство банков воспользовались данной возможностью и переклассифицировали свои ценные бумаги в портфель «до погашения», причем большую часть таких ценных бумаг составили долгосрочные бумаги, так как именно они больше других потеряли в цене при скачке доходностей на рынке. В результате достаточно большое количество облигаций и по сей день находится в инвестиционных портфелях банков и не попадают на вторичный рынок, так как продажа таких облигаций влечет за собой двухлетний запрет со стороны Банка России на последующее формирование инвестиционного портфеля².

Объясняя причины вышесказанного, перейдем к следующей важной проблеме современного облигационного рынка – неустойчивости ставок. Докризисный рынок предполагал относительно стабильную (или, по крайней мере, поддающуюся прогнозированию) ставку фондирования портфеля облигаций, что позволяло инвесторам получать положительную маржу между ставками. В результате череды изменений ключевой ставки Банка России

² Пункт 2.4 Положения ЦБ РФ №385-П «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации»

(динамику можно увидеть на рисунке 1) инвесторы столкнулись с ситуацией, при которой доходность купленных ранее облигаций оказалась ниже текущей ставки фондирования, что повлекло за собой убытки.

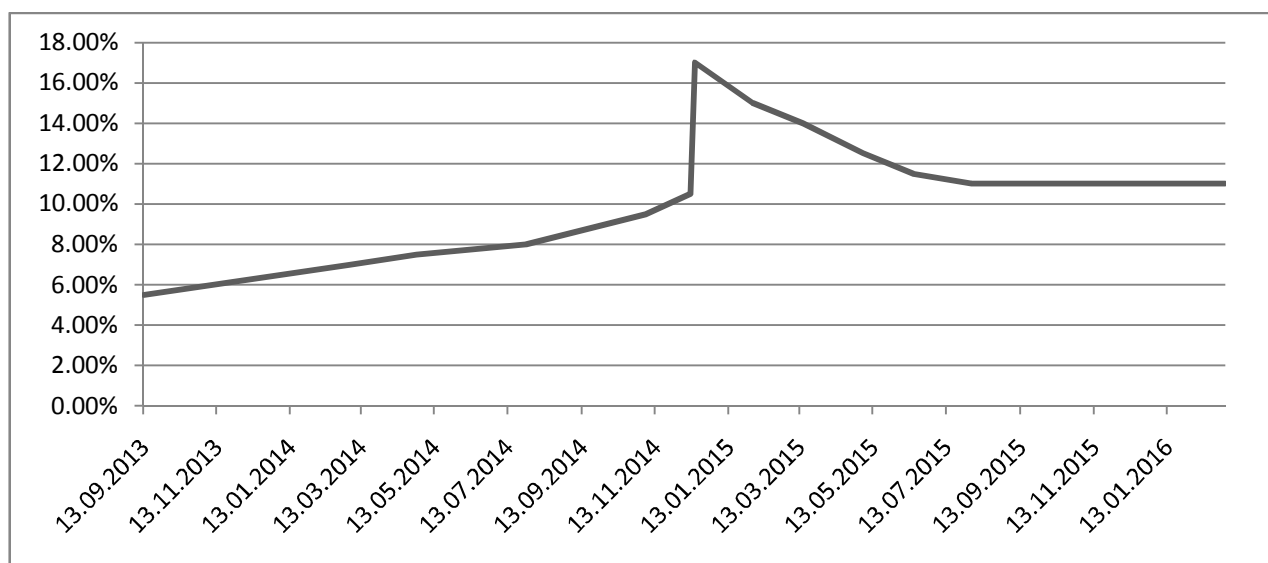


Рисунок 1. Ключевая ставка ЦБ РФ

На данный момент инвесторы ожидают дальнейшего снижения ключевой ставки, о чем свидетельствует заявленная Банком России цель по инфляции в 2017 году – 4 %. При реализации данного сценария ключевая ставка действительно будет снижаться вслед за инфляцией, что увеличивает привлекательность долгосрочных облигаций. Ожидания инвесторов можно проследить при помощи кривой доходности ОФЗ: в настоящее время эта кривая имеет отрицательный наклон (рисунок 2), то есть долгосрочные облигации имеют более низкую доходность, чем краткосрочные.

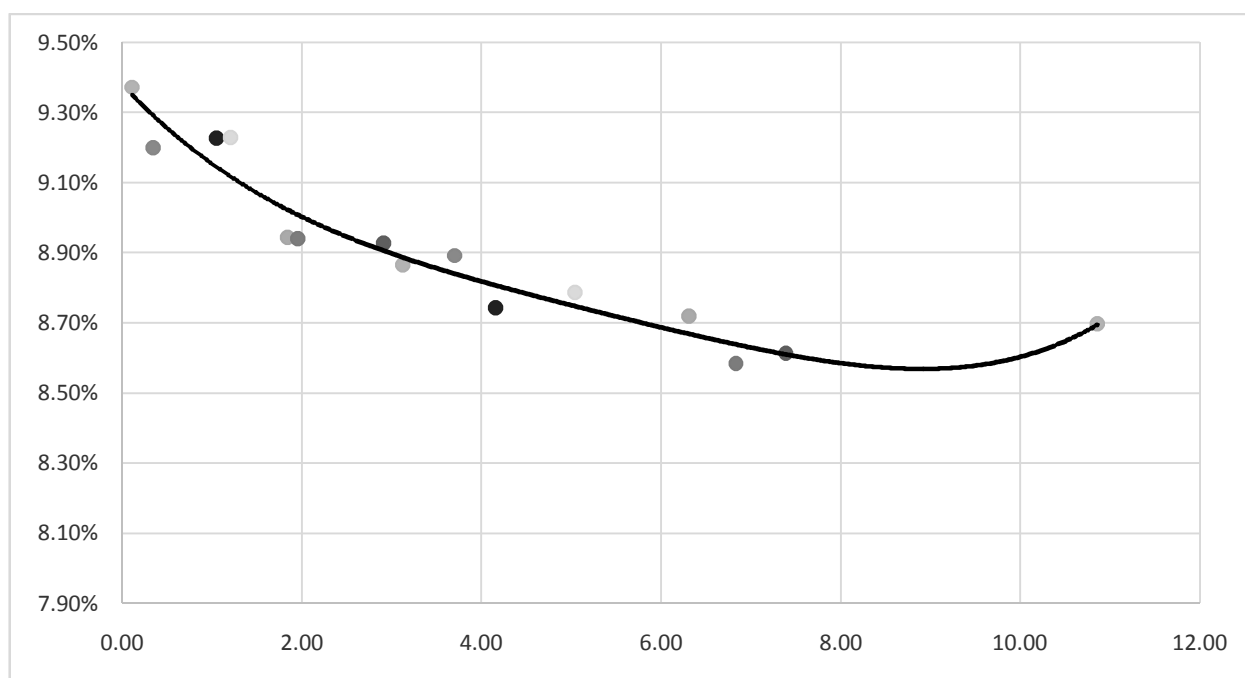


Рисунок 2. Кривая доходностей ОФЗ³

С другой стороны, геополитическая обстановка и высокая волатильность цены на нефть вносят определенные сомнения в возможности реализации сценария с 4-процентной инфляцией в 2017 году. На последнем заседании, посвященном ключевой ставке, Банк России, несмотря на принятое решение о снижении ставки, говорил об инфляционных рисках в России, и допускал возможность ужесточения денежно-кредитной политики.

Такая неопределенность давит на рынок с обеих сторон: и со стороны инвесторов, и со стороны эмитентов. Так, многие эмитенты боятся проводить размещения облигаций с учетом того, что ставки на рынке могут снизиться и эмитент получит дополнительные расходы. Именно этот фактор является основной причиной уменьшения объема первичных размещений. Инвесторы же боятся инвестировать в облигации, так как возможна реализация рискованного сценария, в результате которого ставки будут повышены, а цены облигаций упадут, как это произошло в 2014 году.

Описанная выше ситуация привела к парадоксальной ситуации: банкам стало невыгодно инвестировать в качественные облигации. Основным

³ Данные ThomsonReuters, расчеты автора

источником фондирования портфеля облигаций для банков являются операции РЕПО, ставка которых колеблется вокруг отметки 11%. ОФЗ и субфедеральные облигации имеют стабильный отрицательный спред к ставке РЕПО, а доходность корпоративных облигаций лишь иногда превышает ставку РЕПО, если говорить о первом эшелоне. Данная ситуация представлена на рисунке 3. В такой ситуации покупке новых облигаций банки могут предпочесть заключение операций обратного РЕПО либо сокращение текущего портфеля облигаций и, как следствие, объема фондирования портфеля.

Но, так как банкам необходимо иметь запас ликвидности, им приходится либо нести промежуточные убытки в результате отрицательного спреда доходности облигаций к ставке РЕПО, либо переключать внимание на облигации с более высоким уровнем риска.

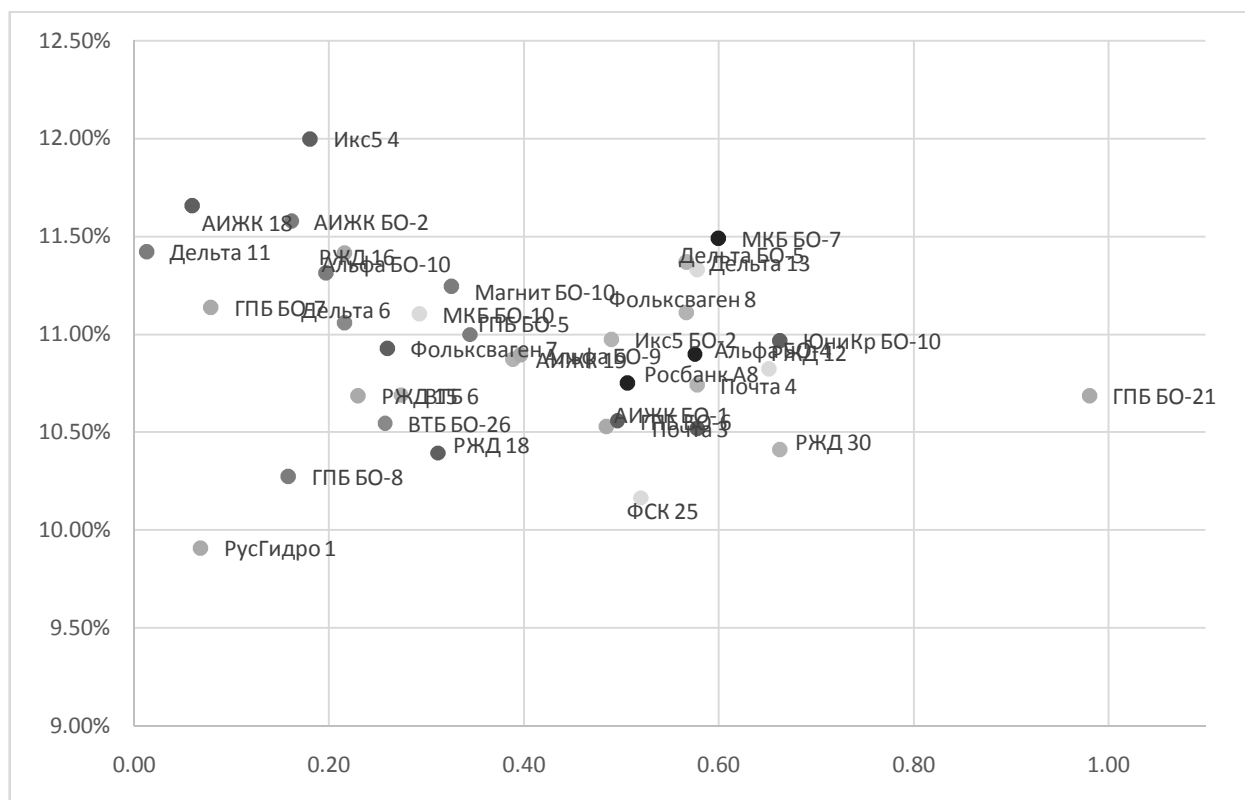


Рис. 3. График доходностей на рынке облигаций⁴

По результатам анализа текущих особенностей российского облигационного рынка и их влияния на банки, стоит отметить и некоторые положительные моменты, присутствующие на рынке в настоящий момент.

⁴ Данные ThomsonReuters, расчеты автора

Во-первых, общий объем рынка неуклонно растет: об этом свидетельствует композитный индекс облигаций RUABITR (см. рисунок 4), показывающий взвешенный по секторам совокупный доход рынка облигаций. Значение индекса стабильно увеличивается последние годы (если не считать временный провал в конце 2014-первой половине 2015 года, связанный с пиком кризиса), что говорит о том, что объем российского рынка облигаций увеличивается. Причиной тому служит рост объемов операций на Московской Бирже и, как следствие, расширение круга ее участников, выход на рынок новых эмитентов, а также появление новых инструментов.

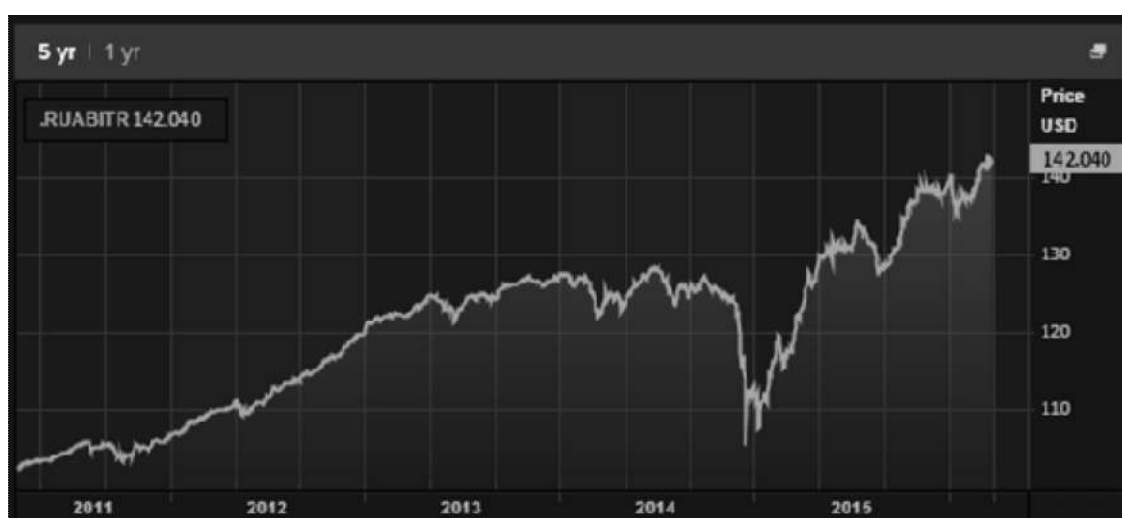


Рисунок 4. Индекс RUABITR⁵

Во-вторых, стоит отметить снижение зависимости банков от операций Банка России, осуществляемых на финансовом рынке. Ранее Банк России являлся основным агентом по размещению и привлечению средств на финансовом рынке посредством заключения депозитных сделок и сделок РЕПО (недельных аукционов и операций по фиксированной ставке). За последний же год можно четко проследить тенденцию снижения роли Банка России как участника финансового рынка, альтернативой для таких операций стали сделки РЕПО с Центральным контрагентом (ЦК), в роли которого выступает Национальный Клиринговый Центр. Посредством таких сделок участники рынка осуществляют сделки РЕПО, не принимая риск на контрагента. Данный

⁵ Данные Thomson Reuters

инструмент является также и альтернативой увядающему рынку межбанковского кредитования.

Хотелось бы также отметить постоянное расширение круга используемых на рынке инструментов. Помимо появления РЕПО с ЦК, постепенно набравшего популярность, появился инструмент РЕПО с Клиринговыми сертификатами участия (КСУ), который, на мой взгляд, является очень перспективным инструментом и может в ближайшие годы выйти в лидеры рынка. КСУ – ценная бумага, выпускаемая НКЦ в обмен на активы, внесенные участником торгов в имущественный пул. В качестве таких активов могут выступать как денежные средства (рубли, доллары, евро), так и ценные бумаги, в том числе облигации. Преимуществом такого подхода является создание единого биржевого стакана, где все участники могут заключать сделки РЕПО независимо от имеющихся в наличии активов, в отличие от РЕПО с ЦК, где каждой ценной бумаге соответствует отдельный биржевой стакан. Внедрение РЕПО с КСУ может повысить ликвидность и прозрачность рынка РЕПО, а также значительно сузить спреды между ставками спроса и предложения на этом рынке.

Подводя итог, стоит отметить, что в настоящее время банки не способны полностью использовать свой потенциал работы на рынке облигаций ввиду определенных проблем, присутствующих в этом секторе финансового рынка. Наличие этих проблем обусловлено, в первую очередь, сложной геополитической обстановкой и нестабильностью курса национальной валюты, что в свою очередь вызывает нестабильность процентных ставок. Тем не менее, на облигационном рынке присутствуют положительные тенденции, сглаживающие отрицательный эффект от вышеперечисленных проблем и позволяющие поддерживать темпы развития российского рынка облигаций.

Использованные источники

1. Банк России. Положение «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской

Федерации» от 16.07.2012№385-П [Электронный ресурс] // Консультант Плюс

2. Ермак, А. Рублевый облигационный рынок: предварительные итоги года / А. Ермак / Рынок долгов. – 2015. - №10 – С. 11-17
3. Итоги 2015: Облигации в России – доходно и прогрессивно [Электронный ресурс] / Новости Интерфакс. – Режим доступа: <http://www.interfax.ru/business/487243>, свободный. – Загл. с экрана. – (Дата обращения 18.03.2016)
4. Корзова, К.Р. Проблемы российского рынка ценных бумаг на современном этапе. [Электронный ресурс] / К.Р. Корзова. – URL: http://elar.urfu.ru/bitstream/10995/34350/1/urrr_2015_176.pdf. – (Дата обращения 21.03.2016).
5. Тропина Ж.Н. Мировой финансовый кризис и облигационные займы российских эмитентов / Бюллетень иностранной коммерческой информации. 2007. №135. С.2-3.
6. Информационный терминал Bloomberg
7. Информационный терминал Thomson Reuters Eikon