Альберт Сагирян,
эксперт группы «Рынки долгового капитала и структурных продуктов региона Центральной и Восточной Европы», JP Morgan Bank International

Роль субординированного долга в развитии банков огромна

Свою оценку тенденций на рынке еврооблигаций кредитно-финансовых учреждений стран Содружества Независимых Государств и перспектив дальнейшего развития этого сегмента в интервью Cbonds Review высказал Альберт Сагирян, Associate, DCM and Structured Products Group, JP Morgan Bank International.

Как вы оцениваете текущее состояние и развитие рынка банковских еврооблигаций в странах СНГ? Насколько оно соответствует сложившейся мировой практике? В чем основная причина бурного роста сегмента?

По статистике, за последние несколько лет банки стали основными эмитентами еврооблигаций в таких странах, как Россия, Украина и Казахстан. Закономерность эта, очевидно, объясняется тем, что во время бурного роста экономики увеличивается спрос на кредитные инструменты как со стороны бизнеса, так и со стороны населения, которое начинает постепенно привыкать к жизни с использованием кредитов, начиная от кредитов на покупку незначительных бытовых мелочей и заканчивая ипотекой. Это ведет к быстрому росту активов банков, а для поддержки этого роста банкам приходится привлекать кредитные ресурсы, и в частности у международных инвесторов.

Этой тенденции способствует тот факт, что у крупнейших российских банков уже довольно высокие кредитные рейтинги от международных рейтинговых агентств, что позволяет им занимать «длинные» деньги на очень выгодных условиях. В дальнейшем банки выдают кредиты внутри страны компаниям по ставкам, сопоставимым с теми, которые компании получили бы, если бы сами выходили на международные рынки заимствований. На мой

взгляд, такая ситуация и привела к тому, что с 2006 года и по сегодняшний день, по нашим данным, на банки и финансовые институты пришлось около 66% всех выпусков еврооблигаций из стран СНГ. Следом с большим отрывом идут выпуски нефтегазового сектора — на них пришлось 22%, и только 12% — на остальные секторы. Увеличение доли в общем количестве выпусков еврооблигаций корпоративными заемщиками отчасти будет зависеть от развития рынка слияний и поглощений, когда компании должны будут рефинансировать привлеченное финансирование на покупку активов, а также от цен на сырьевые товары. По моему мнению, доминирование банков на рынке еврооблигаций в России и СНГ сохранится и в обозримом будущем.

Кто является основными покупателями банковского долга? В чем специфика размещения выпусков банковских еврооблигаций по сравнению с бумагами корпораций?

По сравнению с концом 1990-х и началом 2000-х годов, когда покупателями долгов эмитентов из стран с развивающейся экономикой были в основном специализированные хедж-фонды (30%) и фонды инвестиций в долги стран emerging markets (14%), на сегодняшний момент, по нашим оценкам, больше половины инвесторов составляют так называемые high-grade инвесторы. Эта группа инвестирует средства в бумаги эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом (от BBB- по шкале S&P и Baa3 и выше по шкале Moody's) вне зависимости от местонахождения заемщика. Примечателен тот факт, что на данный момент high-grade инвесторы являются держателями активов стран развивающихся рынков (EM) приблизительно на $650 млрд, в то время как суммарный объем их инвестиций в этот класс активов на начало 2002 года оценивался в $90–100 млрд. По мере того как рейтинги российских банков будут улучшаться и если монетарная политика основных центральных банков мира не поменяет в корне свое направление, тенденция может продолжиться и в обозримом будущем. Достаточно большой интерес к бумагам банковского долга по-прежнему имеют частные банки, но это в основном инвесторы, ищущие привлекательные спреды среди банков-эмитентов с неинвестиционным кредитным рейтингом.

Банковские облигации каких стран сравнимы с выпусками заемщиков из стран СНГ? В чем банки России, Украины, Казахстана выигрывают у иностранных коллег? В чем уступают?

Банки России, Украины, Казахстана выигрывают у иностранных коллег за счет того, что показывают значительные темпы роста и способны на хорошо растущем рынке показывать как хороший возврат на капитал, так и достаточно привлекательный показатель процентной маржи. Особое предпочтение инвесторы отдают банкам с высокой долей потребительского кредитования, так как это самый высокодоходный на сегодняшний день вид кредитования. Интересуют их и банки с устойчивой депозитной базой от населения.

Уступают российские банки пока только в том, что не имеют достаточного опыта и прецедентов поведения и управления рисками во время продолжительных кризисов, которые могут быть связаны как с неблагоприятными макроэкономическими циклами, так и с негативными трендами в конкретных секторах экономики. Пока все работает и банки адекватно подходят к начислению резервов на невозвраты, но историческое поведение невозвратов является плохим ориентиром для оценки потенциальных рисков в будущем ввиду быстрого роста активной стороны баланса. По нашим оценкам, в течение последних лет активы российских банков росли в среднем по 50%, а то и более чем на 100% в год. Стоит внимательно оценивать сложившуюся ситуацию, потому что этот рост может замедлиться под влиянием внешних факторов. Хотя на данный момент ситуация выглядит стабильной, в будущем может произойти коррекция, отчего сектор только выиграет и станет сильнее, пройдя через стресс-сценарий с наличием волны невозвратов и дефолтов.

Учитывая наличие высокой конкуренции с другими банковскими выпусками при размещении еврооблигаций, на что вы делаете упор при проведении road show?

Каждый банк, за размещение бумаг которого мы беремся, имеет свои позитивные стороны, которые отличают его от конкурентов. У нас очень сильный отдел кредитного анализа, и в частности команда по анализу банков. Мы всегда работаем совместно и составляем перечень позитивных аспектов, которые и преподносим инвесторам во время road show. Кому-то нравятся банки с более консервативной стратегией развития и упором на жесткий контроль рисков, а кому-то — вложения в банки с более высокой маржой, но и более высокими рисками. За много лет работы на рынке мы знаем, каким инвесторам будет интересен тот или иной выпуск, и составляем график road show исходя из этого.

Какие банковские еврооблигации сейчас наиболее востребованы, с каким соотношением риск/доходность?

Большая часть вложений на данный момент приходится на банковские еврооблигации с инвестиционным рейтингом. Это связано с тем, что выпуски этих эмитентов гораздо больше по объему и покупаются в основном high-grade инвесторами. Закономерность заключается в том, что на каждый вид активов есть спрос у отдельного рода инвесторов, и сказать, что определенный класс более востребован, было бы не совсем правильно. Интересно, что в 1990-х количество бумаг с инвестиционным рейтингом, входивших в наш индекс EMBIG, составляло примерно 10–15%, а на данный момент их доля приближается уже к 40%.

На рынке внешнего банковского долга наблюдается большое разнообразие инструментов заимствования: ноты участия в кредите (LPN), кредитные ноты (CLN), секьюритизация (ABS) и еврокоммерческие бумаги (ECP). Какие инструменты имеют наилучшие перспективы для развития? Какие новые сделки могут появиться на рынке?

Если идти по порядку, то еврооблигации останутся основным инструментом привлечения заимствований с внешнего рынка для банков из СНГ, но возможно, мы увидим диверсификацию выпусков в разных валютах для расширения базы уже существующих инвесторов.

По мере роста кредитоспособности и перехода на международную отчетность российские банки все меньше прибегают к выпуску кредитных нот (CLN), так как даже банки с практически преддефолтным рейтингом могут найти своих инвесторов, если выйдут на рынок еврооблигаций со сравнительно небольшим объемом сделки.

После осуществления нами первой сделки секьюритизации в России в начале 2005 года данный финансовый продукт стал вполне обычным для российских банков. Однозначно, что при сохранении текущей положительной макроэкономической ситуации в России и при продолжении роста активов банковского сектора в России и СНГ данный вид финансирования будет развиваться очень быстро, так как он дает возможность получения более дешевого финансирования для банков с рейтингом ниже суверенного и потенциально привлекателен, так как может способствовать улучшению достаточности капитала банка. Этот инструмент также позволяет банкам продавать свои долги совершенно новой базе инвесторов, что позитивно сказывается на рейтингах, поскольку у эмитента появляется дополнительный источник финансирования.

ECP — это инструмент управления краткосрочной ликвидностью, и он никуда не денется, банки по-прежнему будут прибегать к его использованию, но, возможно, реже, чем в последние годы. На данный момент ликвидность в России достаточно высокая, и управлять собственной ликвидностью банкам можно успешно и на внутреннем рынке.

Как развивается рынок субординированного долга? Какова его роль в развитии банков и рынка банковских облигаций?

Без преувеличения эта роль огромна. Рынок субординированного долга позволил российским банкам и банкам Казахстана увеличивать капитал для сохранения надлежащих нормативов достаточности капитала, установленных регуляторами. Мы участвовали в первой сделке по привлечению капитала нижнего второго уровня (LT2) в России в начале 2005 года, и хочу сказать, что за полгода до этого никто на 100% не верил, что данный инструмент будет выпущен в ближайшее время. На мой взгляд, регулятор проделал огромную работу в этой сфере, а международные банки приложили все усилия для того, чтобы у сотрудников Банка России, устанавливающих нормативную базу, был доступ к международным прецедентам. На данный момент большинство банков уже использовали лимит, отведенный в капитале на субординированный долг LT2, так как он не может составлять более 50% капитала первого уровня. Для большинства банков это означает возможность сделать всего один выпуск, а потом приходится искать новые способы увеличения капитала.

Недолго осталось ждать появления выпусков верхнего второго уровня или UT2 (совместно с LT2-капиталом составляющего до 100% капитала первого уровня), и регулирующие органы подходят к этому как к очередному этапу развития банковской системы в России. В Казахстане такие выпуски уже были и пользовались огромным спросом у инвесторов так как они все-таки дешевле и, соответственно, привлекательнее для инвесторов, чем старшие необеспеченные еврооблигации.

За последние несколько лет в России был сделан достаточно большой прорыв в развитии субординированного банковского долга, или, как еще говорят, банковского капитала, но на этом никто не останавливается. Не за горами выпуски UT2, и возможно, через несколько лет у российских банков будет возможность выбирать из всей линейки субординированных долговых инструментов, которые есть в распоряжении западных банков, — например инновативный гибридный капитал первого уровня, но эта тема, наверное, для другого номера.

Какие перспективы у рынка банковских еврооблигаций? Какой стратегии придерживается ваш банк на данном рынке?

На протяжении уже нескольких лет мы являемся одним из лидеров по организации выпусков еврооблигаций для эмитентов из региона СНГ, и в частности по организации выпусков еврооблигаций и субординированного долга банкам. На протяжении многих лет мы работали в основном с банками из первой десятки, но по мере роста рынка и кредитоспособности банков мы постоянно пополняем список наших партнеров в регионе и начинаем развивать долгосрочные отношения не только в сфере оказания услуг по организации финансирования на международных рынках, но и по остальным продуктам, которые наш банк может предложить.

Перспективы рынка банковских еврооблигаций на данный момент неплохие, но многое будет зависеть от макроэкономической ситуации в мире и от того, как инвесторы будут оценивать риски, связанные с инвестициями в активы стран развивающихся рынков. Стоит отметить, что кредитные спреды в EM сужаются уже давно, но у каждого движения есть свой цикл, и ввиду роста процентных ставок в мире, возможно, та премия, которую дают инвестиции в бумаги EM, на определенном этапе покажется недостаточной — тогда мы увидим расширение спредов и, возможно, уход инвесторов в бумаги наивысшего кредитного качества (flight to quality). Самое неблагодарное занятие — это предсказывать направление движения рынков, так что, как говорится, поживем — увидим.