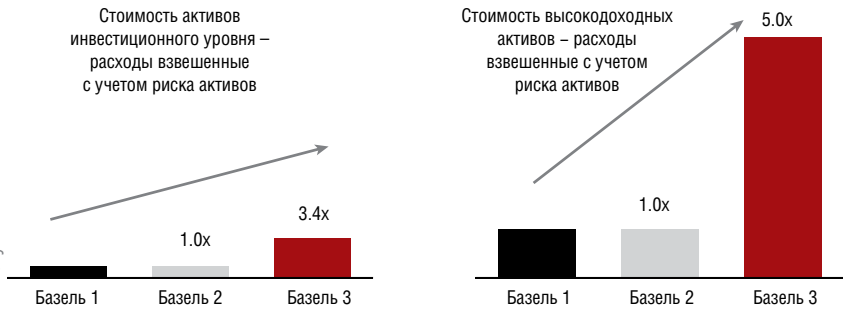
Дмитрий ДОРОФЕЕВ,
старший менеджер управления секьюритизации, «ВТБ Капитал»

Влияние регуляторных изменений на рынки облигаций США

И НЕКОТОРЫЕ ПРОГНОЗЫ ДЛЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Уже в течение некоторого времени ЦБ РФ работает над нормативными документами, призванными привести правила, по которым функционирует российская банковская система, в соответствие с требованиями Базеля III.

Рисунок 1
Стоимость капитала по Базелю III



Описание облигаций:	
Средний срок обращения	2–3 года
Рейтинг бумаг инвестиционного уровня	AAA, AA, A, BBB
Рейтинг высокодоходных бумаг	BB, B, CCC

Источник: US treasury

Одним из последних примеров таких документов является новое Указание № 139-И «Об обязательных нормативах банков». Председатель ЦБ Эльвира Набиуллина отмечает: «Эти нормативы, на наш взгляд, позволяют улучшать финансовое состояние банков. С одной стороны, нововведения усилят банковский надзор, с другой — увеличат давление на капитал». Нагрузка отдельных видов активов на капитал увеличивается, в то же время снижается обязательный норматив Н1 — с 10% до 8%. Если вкратце, то предполагаемое намерение регулятора можно объяснить так: больший возможный леверидж должен быть компенсирован более высоким качеством активов. Подробно о влиянии нововведений на российскую банковскую систему говорить еще рано, однако на момент написания данной статьи уже появились первые ласточки.

Вот статистика от портала Banki.ru: «По итогам декабря 2015 г. норматив достаточности капитала Н1.0 сразу в девяти

кредитных организациях опустился ниже прежней критической отметки 10.50%. Согласно финансовой отчетности кредитных организаций, размещенной на сайте Банка России, в этот список вошли «Экспресс-Кредит» (10.49%), Темпбанк (10.49%), Солид Банк (10.49%), Мираф-Банк (10.41%), Международный Акционерный Банк (10.4%), ВТБ 24 (10.28%), «Унифин» (10.21%), «Российский Капитал» (10.16%) и Лето Банк (10.02%)».

Для начала влияние регуляторных изменений на рынок облигаций и секьюритизированных активов можно оценить по тому, как они отразились на рынках США.

Как известно, именно рынки ABS оказались в центре внимания регуляторов после краха 2008–2009 гг. И именно на рынках США можно наиболее четко проследить влияние нового регуляторного режима.

Интересный доклад подготовил Комитет по согласованию фондирования министерства финансов США. На диаграмме (см. Рисунок 1) можно наглядно увидеть, насколько увеличилась нагрузка на капитал банков в корпоративных облигациях, к которым, кстати, здесь относятся и non-agency MBS.

Увеличение стоимости капитала для банков с докризисного 2006 г. наглядно демонстрирует Рисунок 2.

Существующая структура рынка облигаций предполагает участие в каждой транзакции купли-продажи посредника — брокера-дилера. Широкое развитие электронных платформ привело к некоторому увеличению числа транзакций между самими инвесторами, без участия дилеров, однако основная часть по-прежнему происходит с участием посредников. Экономическая функция брокера-дилера состоит в принятии риска и его перераспределении — market making. На торговых этажах Уолл-стрит это формулируют так: «We are in a moving, not a storage business». Как видим, повышенная нагрузка на капитал в результате введения Базеля III приводит к удорожанию storage-компоненты.

Собственные позиции брокеров-дилеров сократились по всем видам облигаций, кроме государственных (см. Рисунок 3).

Использование собственного баланса для принятия риска стало дороже, из-за этого снизилась готовность дилеров брать на себя позиции при торговле с клиентами. Сократились и позиции по финансированию облигаций через инструмент обратного РЕПО (см. Рисунок 4).

Рисунок 2. Стоимость банковского капитала

Рисунок 3. Позиции первичных дилеров по классам активов

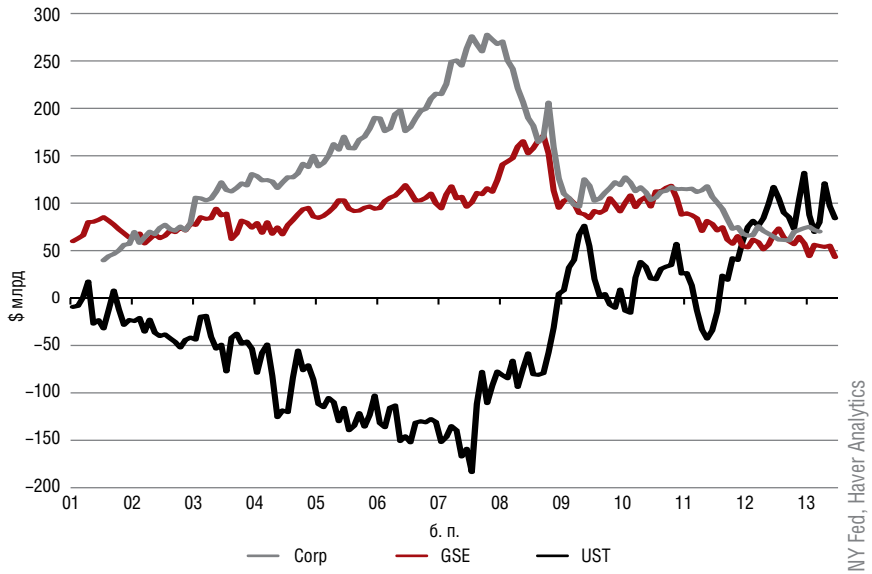


Рисунок 4. Финансирование первичных дилеров (обратное РЕПО) по классам активов

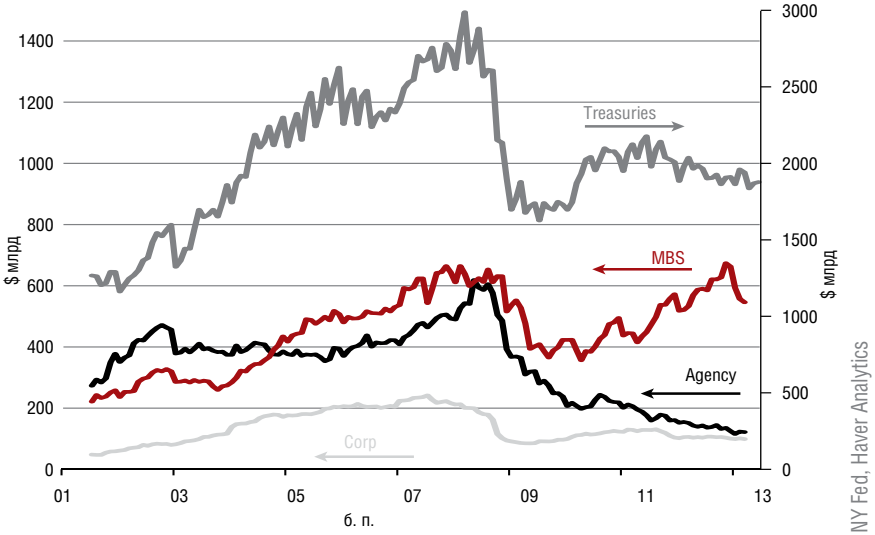


Рисунок 5. Доходность десятилетних off-the-run UST, б.п. в соотношении со среднесуточным объемом казначейских бумаг, $млрд

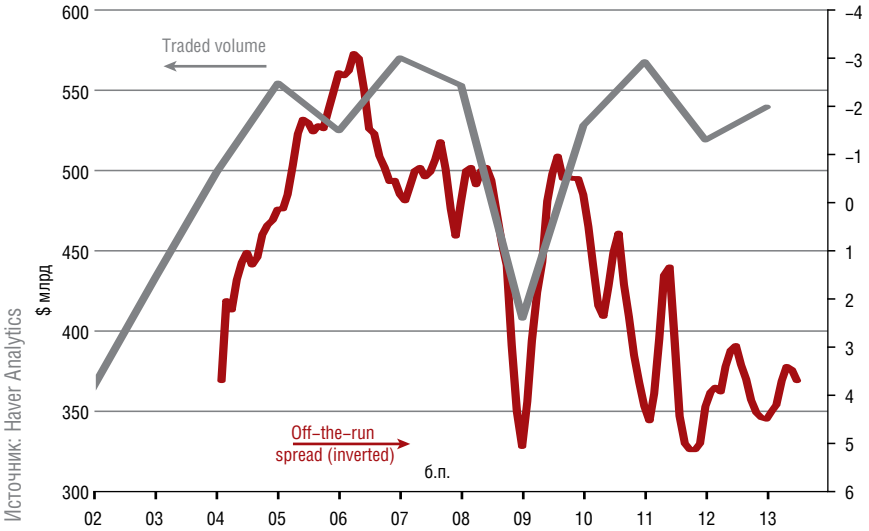


Рисунок 6. Изменение объема рынка и оборота по классам активов, 2006-2014

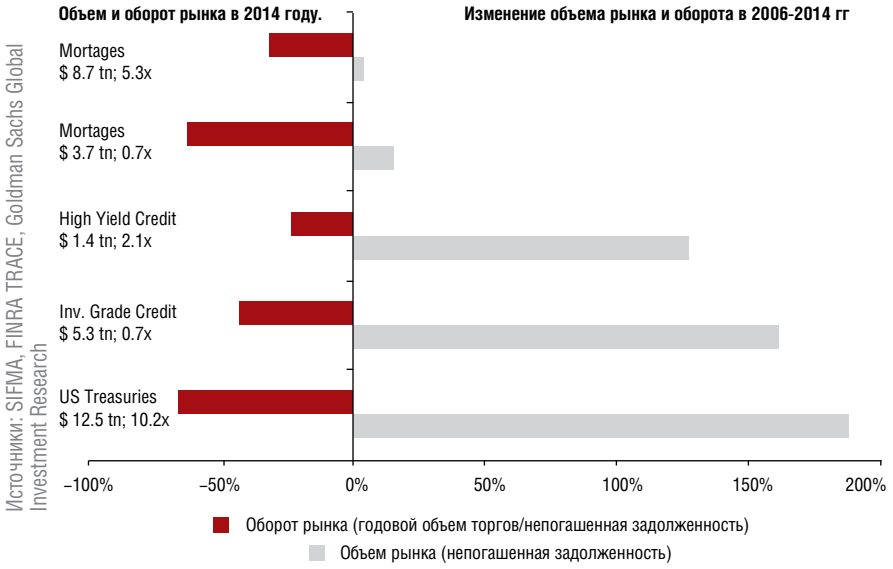
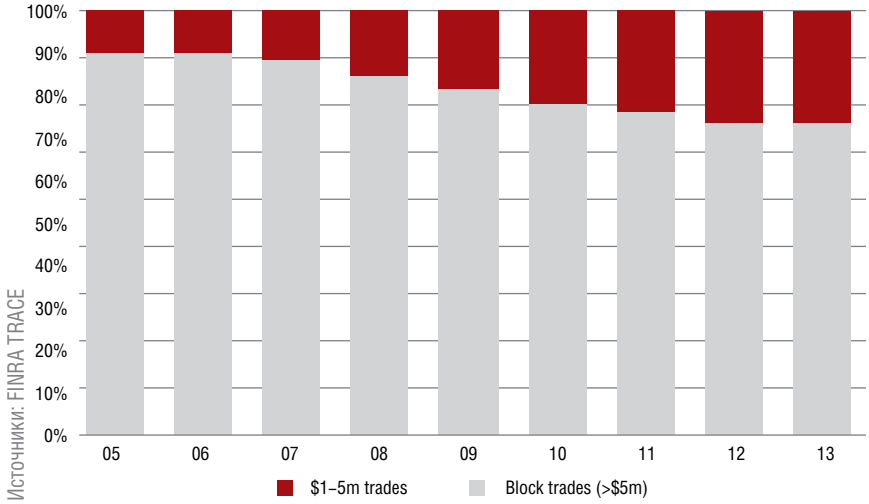


Рисунок 7. Объемы block trade в процентах от общего объема



Интересно, что увеличилась и moving-компонента, то есть транзакционные издержки. Транзакционные расходы принято измерять шириной bid-offer spread. Показательно, что даже для наиболее ликвидных облигаций — государственных treasuries — ширина спреда увеличилась, несмотря на рост объема торговли (см. Рисунок 5).

Насколько возросшие транзационные затраты снизили объемы торгов по сравнению с размером соответствующих рынков, наглядно показано на Рисунке 6.

Рынки абсолютно всех классов облигаций выросли в объеме за последние восемь лет, но оборачиваемость, выраженная как соотношение годового объема торгов к размеру рынка, упала очень заметно. Думаю, что на такое снижение объема торговли сильно повлияло удорожание капитала банков и увеличение транзакционных издержек.

Стив Стронгин, глава Goldman Sachs Global Investment Research, так описывал озабоченность многих инвесторов в интервью в августе 2015 г.: «Не то чтобы невозможно стало провести трейд, просто это требует больше времени и гораздо сильнее влияет на цену при прежнем размере ордера».

Инвесторы стали торговать реже и гораздо меньшими объемами (см. Рисунок 7).

Эксперты и участники рынка облигаций США высказывают опасение, что в случае повышения волатильности ликвидность многих рынков может исчезнуть гораздо быстрее и в гораздо более критическом объеме, чем это было во время прошлых кризисов. Некоторые указывают на то, что банковская система стала действительно гораздо стабильнее, однако способность и желание отдельных субъектов компенсировать возможные провалы ликвидности угрожающе снизились.

Попробуем теперь оценить влияние регуляторных новаций на российский рынок облигаций. Наверное, справедливо было бы сказать, что в сложившейся у нас структуре рынка брокеры-дилеры и банки играют менее значительную роль, чем в США. Раньше доминирующими участниками рынка являлись иностранные инвесторы — по крайней мере в секторе госдолга и в высококачественных корпоративных выпусках. В последние год-два выросло значение пенсионных фондов. В прошлом году регулятор значительно расширил возможности пенсионных фондов по инвестированию в облигации.

Малозамеченной осталась серьезная инициатива правительства по налоговым льготам для частных инвесторов при открытии так называемых индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), хотя по оценке Московской биржи их открыто уже около миллиона.

Таким образом, можно было бы предположить, что для российского рынка облигаций снижение активности банков в качестве провайдеров ликвидности и конечных инвесторов не будет иметь такого эффекта, как для рынка США.

Однако я не был бы столь оптимистичен. Ликвидность российского рынка облигаций и так вызывает большие нарекания. Уход с него банков может совсем заморозить торговлю во многих сегментах. Доходность банковского капитала и так крайне низка, так что дополнительная регуляторная нагрузка на банки может побудить их вообще уйти с рынка облигаций. Вызывает сомнение и само ожидаемое повышение надежности банковской системы вследствие введения Базеля III. Статистика банковских коллапсов последних лет свидетельствует о том, что в большинстве случаев низкое качество активов было следствием не честных ошибок менеджмента, а скорее их намеренных действий криминального характера.

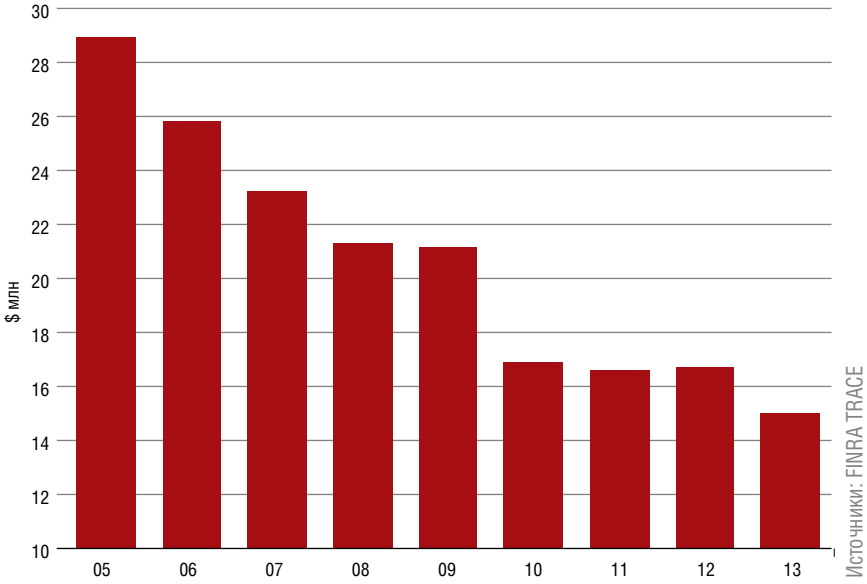


Рисунок 8
Средний размер block trade

VII Investfunds Forum
26-27 мая 2016, Санкт-Петербург, отель «Астория»
INVESTFUNDS FORUM
Крупнейше событие для институциональных инвесторов в России
реклама
www.cbonds-congress.ru