Федеральное государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

Факультет «Финансы и кредит»
Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»
_____ Б.Б. Рубцов

«__» _____ _____ года

Выпускная квалификационная работа

Сорокина Марата Владимировича

на тему:
«Перспективы использования еврооблигаций в инвестиционной деятельности банков».

Специальность «Финансы и кредит»

Специализация «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

Научный руководитель:
Кандидат экономических наук, доцент Брюховецкая С.В.

Дипломная работа размещена на сайте www.mirkin.ru 06.09.2011 г.

Москва – 2011

Содержание

Введение 3

1. Основные понятия рынка еврооблигаций и его характеристика 6

1.1 Понятие, сущность и классификация еврооблигаций 6

1.2 Рынок еврооблигаций и его регулирование 13

1.3 Преимущества и недостатки инвестирования и эмиссии на рынке еврооблигаций 20

Выводы по первой главе 28

2. Современное состояние российских коммерческих банков и их операции на рынке еврооблигаций 30

2.1 Анализ состояния российской банковской системы на современном этапе 30

2.2 Инвестиционная деятельность банков на рынке еврооблигаций 46

Выводы по второй главе 64

3. Практика осуществления и перспективы развития инвестиционных операций банков на рынке еврооблигаций 65

3.1 Механизм торговли еврооблигациями 65

3.2 Перспективы инвестирования на рынке еврооблигаций и тенденции его развития 74

Выводы по третьей главе 93

Заключение 94

Список использованной литературы 98

Приложения 103

Введение

До сих пор преодоление финансового кризиса 2008 года было приоритетной задачей для всех субъектов экономики. Финансовые рынки и банки, как одни из их участников, получили дополнительный объем ликвидности, что помогло им остаться на плаву и нормально функционировать. Основные меры приняты, финансовые институты спасены, система вновь работает стабильно. Но возникают следующие вопросы, которые требует новых ответов. Дополнительный вброс ликвидности оказал краткосрочное воздействие, но до сих пор не заставил экономическую машину заработать в должном темпе. Уровень безработицы не снижается, новые заказы на товары длительного пользования не растут, новые дома не строятся, а существующие не продаются. Спрос в реальной экономике остается на достаточно низком уровне. Люди, наученные кризисом, стараются больше сберегать. Отсюда нет необходимости у предприятий активно развиваться, наращивать производство. Многие до сих пор или не нуждаются в заемных средствах или качество этих заемщиков крайне низкое. Таким образом, те средства, которые были получены банками для поддержания их устойчивого положения и дальнейшего развития реального сектора экономики, туда не направляются. Перед финансовыми институтами встала дилемма: или кредитовать предприятия, принимая на себя излишние риски, или выбрать иной путь размещения средств.

Актуальность данного исследования заключается в более глубокой оценке состояния банков и выявлении перспектив использования ими свободных денежных средств.

Важно понимать, что инструмент для инвестирования должен обладать определенными качествами, такими как доходность, ликвидность и умеренный риск. Перед кризисом 2008 года пренебрежение этим подтолкнуло банки к перекредитованию экономики и утрате ликвидных

позиций в дальнейшем. Сейчас можно сказать, что всеми вышеупомянутыми свойствами обладают еврооблигации.

Целью этой работы будет являться исследование перспектив использования коммерческими банками рынка еврооблигаций с целью оптимального соотношения доходности, ликвидности и риска при размещении денежных средств; а также формирование предложений для коммерческих банков, позволяющих получить новые инвестиционные возможности при использовании различных стратегий инвестирования в еврооблигации.

Для достижения поставленной цели работы, необходимо решить следующие задачи:

- Определить понятие еврооблигации, выявить сущность данного инструмента, а также многообразие его видов.
- Определить, как функционирует рынок еврооблигаций, основных его участников. Важно выяснить, как регулируется данный рынок.
- Проанализировать преимущества и недостатки для эмитентов и инвесторов на рынке евробондов.
- Проанализировать положение российской банковской системы после кризиса. Выявить необходимость размещения свободных средств в еврооблигациях.
- Рассмотреть инвестиционную деятельность банков на рынке еврооблигаций, выявить подходы к управлению портфелем ценных бумаг, предложить инвестиционные стратегии с использованием еврооблигаций.
- Рассмотрение механизма торговли еврооблигациями как одного из основных преимуществ. Выявление последовательности совершения действий участниками сделок с евробондами.

- Анализ перспектив развития инвестирования на рынке еврооблигаций. Обоснование региональной диверсификации вложений.

Предметом исследования будут являться операции коммерческих банков на рынке еврооблигаций.

Объектом для анализа станут российские коммерческие банки.

Теоретико-методологические основы отражены в трудах таких зарубежных авторов, как Ричард С. Уилсон и Фрэнк Дж. Фабоцци. Фабоцци является одним из выдающихся исследователей современности в области облигаций и долгового рынка. На его счету такие монографии, как «Корпоративные облигации. Структура и анализ», «Рынок облигаций. Анализ и стратегии», «Управление инвестициями» и многие другие. Среди российских авторов трудов об облигациях можно выделить Миркина Я.М., Лосева С.В., Рубцова Б.Б., Добашину И.В., Воробьеву З.А. с совместным трудом «Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций». Также выделяется Печерицын А., рассматривавший еврооблигации как способ привлечения финансирования для украинских заемщиков; Мырсикова Н., анализировавшая перспективы развития рынка еврооблигаций; Назаров Д., который исследовал банковские еврооблигации различных стран СНГ с целью выявления диспропорций на рынке; а также Кудрин Александр, занимавшийся государственным долгом России, выраженном в долговых инструментах.

Однако, при большом интересе к рынку еврооблигаций, ни один из авторов не рассматривал перспективы инвестирования на нем для банков. В данной работе мы постараемся обосновать целесообразность этого и дать практические рекомендации, которые легко применимы на практике.

1. Основные понятия рынка еврооблигаций и его характеристика

1.1 Понятие, сущность и классификация еврооблигаций

В данной работе речь пойдет о еврооблигациях, которые являются одним из видов евробумаг. Евробумаги – понятие более широкое, включающее евровекселя (Euro-commercial paper, ECP), евроноты (medium-term euronotes, EMTNs) и международные облигации (international bonds). Последние в свою очередь делятся на еврооблигации (Eurobonds), зарубежные облигации (foreign bonds), глобальные облигации (global bonds) и параллельные облигации (parallel bonds).

Существует различные трактовки понятия «еврооблигация». Этот вопрос является не столько дискуссионным, сколь многогранным. Разные авторы выделяют разные их особенности. У. Шарп, например, подходит к термину в общем его понимании. «Термин еврооблигация (eurobond) в широком смысле применятся для облигаций, размещаемых за пределами как страны заемщика, так и страны, в валюте которой указан номинал».[1]

В словаре Я.М. Миркина дается определение, акцентирующее внимание на валюте выпуска и рынке: Eurobond - еврооблигация (облигация, номинал которой выражен в иной валюте, чем денежная единица страны, где она была выпущена. Размещается на международных рынках).[2]

При всем многообразии подходов к определению существует официальный документ, в котором прописаны основные признаки, по которым ценную бумагу можно относить к евробондам. Этим документом является директива Council Directive 89/298/EEC[3], выпущенная в Люксембурге 17 апреля 1989 года. В соответствии с ней евробумаги (euro-

[1] Шарп У. Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. М.:Инфра - М,2010, с.410
[2] Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10000 терминов / Я.М. Миркин, В.Я. Миркин. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006, стр. 156
[3] Источник: COUNCIL DIRECTIVE of 17 April 1989 - http://www.legaltext.ee/text/en/T1018.htm

securities) относят к группе transferable securities, имеющей ряд обязательных признаков:

1. Выпущены на рынок синдикатом из двух участников (по меньшей мере) из разных стран

2. Торгуются в существенных объемах в одном или нескольких государствах, исключая страну регистрации эмитента еврооблигации.

3. Доступны только через кредитные и финансовые учреждения.

Таким образом мы видим здесь акцент на участниках рынка, осуществляющих выпуск новых бумаг и последующем механизме торговли евробондами.

«Одной из основных групп облигаций размещаемых на зарубежных рынках являются еврооблигации – ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также, как правило, является иностранной».[4]

В интернет-ресурсе (Wikipedia.org) дается определение очень похожее на определение Б.Б. Рубцова. «Еврооблига́ции (eurobonds) — облигации, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов, для которых данная валюта также является иностранной».[5]

Мы видим, что, несмотря на многообразие трактовок, выделяются основные характеристики еврооблигаций. Это особенности валюты по отношению к эмитенту и инвесторам, рынок и механизм размещения. Выпуск и обращение еврооблигаций осуществляется в соответствии с установившимися на рынке правилами и стандартами.

Хотелось бы добавить некоторые особенности, которые либо сложно учесть в определении, либо просто нет такой необходимости:

---

[4] Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007, стр. 740

[5] http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%95%D0%B2%D1%80%D0%BE%D0%BE%D0%B1%D0%BB%D0%B8%D0%B3%D0%B0%D1%86%D0%B8%D1%8F

- Форма выпуска.

  Еврооблигации являются бездокументарными ценными бумагами. Они выпускаются в форме глобального сертификата.

- Единый клиринг.

  Расчеты по сделкам производятся унифицировано с 1968-1970гг. и осуществляются через 2 депозитарно-клиринговые системы: Euroclear и Clearstream. Таким образом, инвесторы регистрируют свои права собственности на принадлежащую им часть эмиссии через депозитарий – участника данной системы.

- Стандартизированный документооборот.

  За десятилетия существования рынка еврооблигаций выработались единые стандарты документооборота, сроков и условий расчетов. Например, по умолчанию, поставка осуществляется по принципу T+3.

- Нулевая налоговая ставка.

  Доходы выплачиваются держателям еврооблигаций в полном объеме, без удержания налога у источника выплаты (withholding tax) в стране эмитента.

- Анонимность.

  Благодаря бездокументарной форме и институту номинальных держателей (субдепозитариев) еврооблигаций инвестор имеет возможность сохранять анонимность.

Можно отметить, что еврооблигации являются уникальным инструментом со свойственными только им чертами, свойствами и характеристиками.

Рынок еврооблигаций отличается наибольшим разнообразием инструментов среди всех других рынков ценных бумаг. Благодаря этому современный евробондовый рынок позволяет различным типам инвесторов подобрать наиболее оптимальную форму вложения средств. Обычно, еврооблигации – это предъявительские бумаги, straight bonds, с

фиксированной процентной ставкой, купон выплачивается ежегодно или раз в полгода, и погашаемые в конце срока.

В целом, еврооблигации, как и локальные бонды, могут быть классифицированы по разным признакам. Зачастую эти признаки сходны. По крайней мере, еврооблигации также могут быть выпущены различными типами эмитентов (государственные (суверенные), муниципальные, корпоративные и банковские), на различные сроки (краткосрочные (до 3-х лет), среднесрочные (3-7 лет) и долгосрочные (свыше 7-ми лет) или вечными/бессрочными (perpetual bond). Цели займа могут быть также всевозможные. Обычно евробонд выпускается для рефинансирования имеющейся задолженности / долга у эмитента. (Привлеченные средства могут быть потрачены на общие цели). Также евробонды выпускается и под конкретные цели. В таком случае средства тратятся на финансирование конкретного инвестиционного проекта, строительство объектов или, например, сделка по слиянию/поглощению другой компании.

Остальные признаки стоит рассмотреть более подробно. Если в общем случае облигации могут быть как предъявительские, так и именные, то, как уже отмечалось ранее, евробонды обычно выпускаются на предъявителя в форме глобального сертификата.

По методу выплаты основной суммы долга еврооблигации могут быть:

- ✓ Bullet. Основная сумма долга выплачивается единовременно в полном размере в конце срока жизни облигации. Большинство облигаций относится к этому типу.
- ✓ Callable. Эмитент callable bonds имеет право досрочно погасить облигации в заранее установленные моменты времени.
- ✓ Putable. Инвестор putable bonds имеет право досрочно предъявить облигации к погашению в заранее установленные моменты времени.

- ✓ Callable/Putable. Облигация, имеющая черты двух приведенных выше. То есть это облигация с правом досрочного погашения, предоставляемым как эмитенту, так и инвестору.
- ✓ Sinkable. Амортизируемые облигации – основная сумма погашается частями по заранее определенному плану; происходит выкуп бондов за счет средств фонда погашения. Для этого эмитент делает регулярные отчисления на специальный счет. На рынке еврооблигаций практикуется погашение путем покупки эмитентом облигаций на открытом рынке.

По выплате купонного дохода выделяют:

- ✓ Fixed-rate note – ноты (облигации) с фиксированной процентной ставкой по купону.
- ✓ Zero-coupon note – облигации с нулевым купоном. Такие облигации размещаются либо по номиналу и погашаются по более высокой цене, либо размещение бондов происходит ниже номинала. В соответствии с этим определяется и доходность к погашению. В первом случае они называются Capital Growth Bond. По своей сути это структурированный продукт. Во втором случае они называются Deep Discount Bond.[6]
- ✓ Floating-rate note (FRNs) – облигации с плавающей ставкой. Как правило, ставка привязана к LIBOR или Euribor. Процентная ставка объявляется обычно в начале периода и рассчитывается как надбавка (премия) к принятой benchmark ставке. Ей также может являться доходность американских казначейских обязательств с соответствующим сроком погашения.

Облигации различают по старшинству выплаты долга:

- ✓ Senior debt – главный (основной) долг, который погашается в первую очередь.

[6] http://www.cbonds.info/encyclopedia/eurobonds/

- ✓ Subordinated. По субординированному долгу выплаты в случае дефолта возможны только после полной выплаты обязательств по главному долгу. Это более рискованный вид бондов для инвесторов, в то же время дающий более высокие доходности.

Также можно привести еще одну классификацию, свойственную еврооблигациям:

- ✓ Secured. Еврооблигация, обеспеченная залогом эмитента определенного актива или денежного потока. Такие облигации несут в себе меньше риска, следовательно, они менее доходные. В случае дефолта активы могут быть проданы, а требования инвесторов удовлетворены хотя бы частично. Залогом могут выступать физические активы, материальное имущество (станки, оборудование); залог пула ипотек. ABS и MBS, являются примером подобных обязательств.
- ✓ Guaranteed – облигации, выполнение обязательств по которым гарантировано 3-ми лицами. Например, материнская компания дает свои гарантии SPV, через которую выпущены бонды.
- ✓ Unsecured. Данные облигации не обеспечены активами. Они обычно подкрепляются «добросовестностью» компании-эмитента, т. е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа по наступлению срока погашения. Также, если привлеченные средства пошли на конкретный инвестиционный проект, то будущие доходы от его реализации могут быть направлены на обеспечение обязательств по облигациям.

Валюта займа может быть также разной. Большинство выпусков номинированы в твердых валютах - долларах и евро (более 80% всех выпусков). Но в последнее время все более и более популярными становятся выпуски еврооблигаций в локальных валютах.

Среди прочих видов еврооблигаций можно выделить:

- ✓ ABS и FAB (Asset-backed Securities, Fixed Asset Bonds) – облигации, обеспеченные финансовыми активами эмитента.
- ✓ CLN (Credit Linked Notes) – облигации, платежи по которым гарантирует банк-траст с рейтингом не ниже AAA.

  CLN также известны как фондируемые деривативы. Они обычно выпускаются высококлассными финансовыми институтами. CLN представляют собой гибридную ценную бумагу, включая в себя по сути обычную облигацию и кредитный дериватив. Т.е как и облигация CLN имеет срок погашения и регулярные процентные выплаты, но также все CLN привязаны к доходам по лежащим в обеспечении активам.
- ✓ Конвертируемые еврооблигации (convertibles) – инвестор облигации имеет возможность обменять их на акции эмитента, облигации со встроенным опционом call. Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют такие параметры, как конверсионная цена и конверсионный коэффициент. Конверсионный коэффициент показывает, сколько акций можно получить в обмен на такую облигацию. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации к конверсионному коэффициенту.

Сравнивая классификации рублевых локальных бондов и евробондов, можно сделать вывод, что некоторые различия все же присутствуют. Например, на международном рынке вряд ли возможно погашение номинальной стоимости в натуральной форме, хотя локальные рынки это допускают. Конечно же, более привлекательным для инвесторов со всех уголков света (институциональных инвесторов, банков, хедж-фондов) считается погашение долга в единой и устоявшейся для всех мере стоимости. Но в принципе, как уже указывалось ранее, рынок еврооблигаций очень разнообразен и дает возможность реализовать нестандартные задачи.

1.2 Рынок еврооблигаций и его регулирование

Не существует четкого определения рынка еврооблигаций. Я бы определил рынок евробондов как международный внебиржевой рынок по эмиссии новых долговых обязательств в форме еврооблигаций и осуществлению с ними торговых операций участниками рынка. Центром международной торговли является Лондон.

Основные участники рынка еврооблигаций делятся на 4 категории: эмитенты, инвесторы, посредники и расчетно-депозитарные институты, обеспечивающие инфраструктуру.

Эмитенты. Среди эмитентов можно выделить государства, корпорации, финансовые институты и наднациональные институты (supranationals). К последним относятся такие организации, как МВФ, ЕБРР, Европейский инвестиционный банк и другие.

Инвесторы. Инвесторами на рынке еврооблигаций выступают в большей степени институциональные инвесторы (пенсионные фонды, паевые фонды, хедж-фонды), коммерческие банки, компании по управлению активами и богатством. Доступ частных инвесторов ограничен на этом рынке в связи с крайне высоким порогом для входа на него. Минимальные размеры сделок начинаются от 100 000 $.

Посредники. Посредниками выступают крупнейшие инвестиционные банки и компании по ценным бумагам. Они выполняют роль андеррайтеров при размещении новых выпусков и маркет-мейкеров для поддержания ликвидности вторичного рынка. Также к посредникам относят брокеров-дилеров и on-screen брокеров (on-screen brokers).

Расчетно-депозитарные институты. Ими выступают Euroclear, который возник в 1968г. в Брюсселе и CEDEL, организованный в 1970г. в Люксембурге. Это произошло в связи с развитием торговли еврооблигациями на вторичном рынке в 1960-х годах. С 2000-х годов эти организации начали расширяться, приобретая другие депозитарно-расчетные системы. CEDEL был переименован в Clearstream, который сейчас насчитывает более 2500

клиентов из 110 стран[7]. Членами Euroclear являются более 2000 финансовых институтов из 90 стран.[8]

Международные расчетно-депозитарные системы выполняют следующие функции:

1. расчетов и клиринга;
2. хранения ценных бумаг - кастодиальные функции;
3. кредитование и получения займа ценными бумагами.

Стоимость активов, которые держат Euroclear составляет 21,9 трлн евро на начало 2011 года, а Clearstream – 11,3 трлн евро. Одним из основных принципов работы двух депозитарно-расчетных систем является эффективность производимых операций. Это достигается за счет системы взаимозачетов. Реальное движение средств производится в 5% случаев путем электронных записей на счетах банков-участников системы, формирующих Euroclear и Clearstream.

Рынок еврооблигаций является преимущественно **внебиржевым**. Основные объемы операций осуществляются напрямую между контрагентами по согласованной между ними цене и на оговоренных дополнительных условиях. Внебиржевой характер рынка евробондов гораздо лучше подходит для него, чем, если бы торги осуществлялись на бирже. Это связано с несколькими причинами:

- ✓ Выпусков облигаций гораздо больше, чем выпусков акций. Например, 6810 различных акций торговалось на регулируемых рынках ЕС на 22.07.2009, в то время как в обращении было более 150000 выпусков долговых бумаг.
- ✓ Средний размер сделки с облигациями гораздо больше, чем с акциями: 2-5 mm $ в бондах против 43000 фунтов в акциях на LSE.

[7] http://www.clearstream.com/ci/dispatch/en/kir/ci_nav/about_us
[8] https://www.euroclear.com

- ✓ Еврооблигации не настолько часто торгуемый инструмент, как акции. Количество сделок с самыми торгуемыми облигациями с трудом превышает 10000 в год.[9]

Во время кризисов 1998г. и 2008г. рынок еврооблигаций остался **единственным нормально функционирующим**. Это благодаря тому, что ни один регулятор не имеет полномочий остановить на нем торги или вмешиваться каким-то другим способом в его работу, т.е. рынок остается ликвидным во всем мире и позволяет инвесторам реализовать свои вложения и выйти из позиции, что является крайне важным для всех типов вкладчиков, включая банки. Это также связано с тем, что **еврооблигационный рынок охватывает всю географию инвесторов и заемщиков, что обеспечивает круглосуточную торговлю.** А надежный **механизм торгов DVP** (delivery versus payment, поставка против платежа), выработанный Euroclear и Clearstream, делает невозможным поставку без оплаты или оплату без поставки бумаг, т.е. кредитный риск контрагента сводится почти к нулю.

Рынок еврооблигаций – **рынок настроений инвесторов**. Он всегда остается крайне стабильным и достаточно ликвидным. Рынок евробондов – своего рода индикатор. Не важно, что происходит на локальных рынках акций или внутренних валютных рынках. Если начинает падать рынок евробондов, то это служит первым сигналом о намерениях инвесторов и говорит о пошатнувшейся мировой финансовой стабильности в целом.

Изначально рынок еврооблигаций был нерегулируемым. Но со временем возникла необходимость разработки правил, которые регулировали бы деятельность евробондового рынка. Это привело к созданию международных организаций. Несмотря на то, что международные рынки капитала не регулируются законодательством какой-либо отдельной страны, принципы и нормы, разработанные участниками рынка через профессиональные ассоциации (ICMA, EMTA, ISDA) совместно с

[9] http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/Bond-Market-Transparency---Wholesale---Retail/So-why-do-bonds-trade-OTC-.aspx

национальными финансовыми регуляторами соблюдаются всеми профессиональными участниками рынка и являются единым стандартом, охватывающим организацию эмиссий, правила торговли, спорные ситуации и т.д. Разработанная нормативная база агрегирует основные принципы и правила наиболее влиятельных локальных регуляторов. Профессиональные саморегулируемые организации осуществляют контроль над своими членами на соответствие сформулированным в правилах требованиям.

Организации и ассоциации, осуществляющие контроль за рынком евробумаг:

- ✓ Международной ассоциации участников первичного рынка (**International Primary Market Association, IPMA**). Она объединяла финансовых посредников, которые работают на первичном рынке акций и облигаций.
- ✓ Ассоциация международных дилеров рынка облигаций (**Association of International Bond Dealers, AIBD**) была создана в 1969г. в Цюрихе. В дальнейшем, в 1992 году, она была переименована в Международную ассоциацию участников вторичного рынка (**International Securities Market Association**, **ISMA**). Секретариат располагается в Лондоне, где ведется основная работа. В ISMA насчитывалось 430 членов из более, чем 49 стран.[10] Большая часть из них была из Великобритании (166 членов) и Швейцарии (138 членов), а также 60 из Люксембурга и 57 из Германии. Ее деятельность направлена в основном на решение организационно-технических проблем вторичного рынка еврооблигаций. Ассоциация занимается разработкой системы регулирования рынка, включая правила осуществления соглашений, этику поведения и процедуры решения конфликтов. ISMA предоставляла всем заинтересованным лицам информацию по рынкам евробумаг, а

[10] http://www.investopedia.com/terms/i/isma.asp

также проводила образовательные семинары с выдачей дипломов для работы на международных фондовых рынках.

- ✓ В июле 2005г. IPMA и ISMA объединились и их общее название стало **International Capital Market Association (ICMA)[11].** По своей сути она является саморегулируемой организацией. За 40 лет существования была проделана огромная работа по упрощению взаимодействия между эмитентами, лид-менеджерами, инвесторами и дилерами. Чтобы создать эффективный хорошо функционирующий рынок. Содействие «лучшему опыту» и стандартам, способствующих образованию, помощь надзорным органам и поддержание связей между ее членами – все это было и остается миссией ICMA. Говоря о долговых рынках, ICMA продолжает играть главную роль. Круг влияния по всему миру очень широк и охватывает как buy-side, так и sell-side. ICMA постоянно стремится совершенствовать механизмы и правовое поле торговли. В настоящее время ICMA работает в сотрудничестве с другими локальными СРО по всему миру, например, такими, как Euro Debt Market Association (AMTE). Именно совместный подход к решению вопросов, по мнению ICMA, приносит наибольший эффект.
- ✓ **International swaps and derivatives association (ISDA)**, штаб-квартира в Нью-Йорке, является крупнейшей международной организацией, объединяющей основных участников рынка производных финансовых инструментов. «Созданная в 1985 году, ISDA включает в себя более 800 финансовых институтов из 55 стран на 6 континентах. Среди членов ISDA крупнейшие дилеры рынка деривативов, а также различные государственные учреждения и нефинансовые предприятия, которые используют производные финансовые инструменты для оптимизации своей

[11] http://isma.org/

экономической деятельности и для хеджирования рисков». С самого начала своей деятельности ISDA приложила много усилий для создания благоприятной инфраструктуры рынка деривативов: она разрабатывала правила функционирования рынка; занималась определением источников риска на нем и их ограничением. В качестве достижений ISDA в области регулирования и унификации можно выделить разработанное данной организацией рамочное соглашение по производным финансовым инструментам (master agreement), которое используется на данный момент при заключении подавляющего числа сделок на рынке деривативов.

- ✓ **EMTA**[12] является одной из основных ассоциаций для торгового и инвестиционного сообщества, занимающегося развивающимися рынками. Она направлена на продвижение и развитие справедливой, честной торговли, прозрачного рынка и инструментов, обращающихся на нем, а также внедрению развивающихся стран в глобальный финансовый рынок. Как и в других ассоциациях, руководства и постановления EMTA носят рекомендательный характер. Для этого предусмотрен форум, на котором обсуждаются все важные вопросы касательно торговли, рассматриваются альтернативы и принимаются консенсус-решения. Организация была основана в 1990г. Изначально она носила название LDC Debt Traders Association, в 1992г. была переименована в Emerging Markets Trading Association. А с 2000г. носит просто название EMTA. По мере развития рынка активность EMTA смещаются в необходимую сторону для удовлетворения нужд участников – формируются новые проекты, стандартизация документации, рассматривается рыночная

[12] http://www.emta.org/default.aspx

практика, строится инфраструктура для бондов развивающихся стран, а также деривативов, акций, валюты и др.

Важные функции регулирования выполняют также клиринговые системы Euroclear и Clearstream. Они реализуется через выполняемые ими функции. Помимо основных задач Euroclear и Clearstream:

- ✓ производят оценку портфеля клиентов и сбор доходов по ценным бумагам,
- ✓ содействуют в освобождении от налогов (у источника выплаты) или возврату налоговых платежей,
- ✓ производят обработку корпоративных действий (предоставление информации участникам о предстоящих действиях эмитента)
- ✓ осуществляют голосование по доверенности (включая, корпоративные действия, например, реструктуризация долга).

Профессиональные участники рынка евробумаг, которые осуществляют операции в Лондоне, должны также соответствовать требованиям регулирующих органов этой страны. Исторически сложилось, что Лондон является ведущим центром мировой торговли евробондами. Нью-Йорк играет вторичную роль. «Лондон остается ведущим центром торговли международными облигациями с 70% всего торгового оборота на вторичном рынке».[13] Также большую роль Лондон играет на первичном рынке при размещении долговых обязательств. «На банки, расположенные в Лондоне, приходится примерно 60% размещенных еврооблигаций на первичном рынке…».[14] В первую очередь это касается Управления по ценным бумагам и инвестициям SIB - Securities and Investment Board и Совета по ценным бумагам и фьючерсам SFA - Securities and Futures Authority.

Как мы видим, несмотря на то, что формально рынок считается нерегулируемым, на нем присутствуют профессиональные ассоциации,

[13] http://www.thecityuk.com/what-we-do/reports/articles/2010/june/bond-markets-2010.aspx
[14] Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.

вырабатывающие «правила игры». Это саморегулируемый рынок. А саморегулируемые организации (СРО), на наш взгляд, являются более прогрессивной формой регулирования, нежели надзирательные органы «сверху». СРО создаются «снизу» самими участниками рынка для стандартизации торговых операций, взаимодействии различных участников рынка и разрешение конфликтных ситуаций. Важное отличие СРО от государственных комиссий, ведомств и служб, что они не вмешиваются в работу рынка, в механизмы, выработанные им. Они лишь в случае необходимости помогают участникам рынка - решают конфликтные ситуации.

1.3 Преимущества и недостатки инвестирования и эмиссии на рынке еврооблигаций

Для дальнейшей оценки привлекательности участия банков на международных долговых рынках важно проанализировать все основные преимущества и недостатки, как инвестирования, так и эмиссии на рынке еврооблигаций.

Преимущества инвестирования в еврооблигации:

1. **Надежность**

- Международный рейтинг. Для эмитентов еврооблигаций обязательно наличие кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств, что дает дополнительные гарантии кредитного качества эмитента (Рисунок 1.1).
- Биржевой листинг. По сложившейся практике еврооблигации проходят листинг на одной из ведущих мировых бирж (London Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange и других). Соответствие требованиям локальных регуляторов (например, UK Listing Authority (UKLA)) является дополнительной гарантией надежности эмитентов, что позволяет им снизить стоимость заимствования.

FIGURE 10.1 *Corporate Bond Credit Ratings*

FITCH	MOODY'S	S&P	SUMMARY DESCRIPTION
Investment Grade			
AAA	Aaa	AAA	Gilt edged, prime, maximum safety, lowest risk, and when sovereign borrower considered "default-free"
AA+	Aa1	AA+	
AA	Aa2	AA	High-grade, high credit quality
AA–	Aa3	AA–	
A+	A1	A+	
A	A2	A	Upper-medium grade
A–	A3	A–	
BBB+	Baa1	BBB+	
BBB	Baa2	BBB	Lower-medium grade
BBB–	Baa3	BBB–	
Speculative Grade			
BB+	Ba1	BB+	
BB	Ba2	BB	Low grade, speculative
BB–	Ba3	BB–	
B+	B1		
B	B	B	Highly speculative
B–	B3		
Predominantly Speculative, Substantial Risk, or in Default			
CCC+		CCC+	
CCC	Caa	CCC	Substantial risk, in poor standing
CC	Ca	CC	May be in default, very speculative
C	C	C	Extremely speculative
		CI	Income bonds—no interest being paid
DDD			
DD			Default
D		D	

Рисунок 1.1. Рейтинги корпоративных облигаций

- Система ковенант (covenants). «Ковенант представляет собой договорное обязательство заемщика кредитору, которое содержит перечень определенных действий, которые заемщик обязуется выполнять или воздержаться от их выполнения на протяжении действия кредитного договора. При нарушении положений ковенанта, т.е. при их невыполнении или отказа от выполнения, кредитор вправе объявить заемщику дефолт… Ковенанты подразделяют на активные обязательства (совершение определенных действий), пассивные обязательства (воздержание или отказ от совершения оговоренных действий) и финансовые ковенанты. Финансовый ковенант касается экономических показателей деятельности заемщика, а именно поддержания их на определенном уровне.

Например, устанавливаются минимальные или максимальные значения для:

- размера собственного капитала;
- коэффициента достаточности собственного капитала;
- доли активов, находящихся в залоге у 3-их лиц;
- размера дебиторской задолженности и пр.»[15]

- Система кросс-дефолтов (cross-default). «Условие кредитного соглашения, согласно которому невыполнение одного долгового обязательства рассматривается как дефолт и по другому долговому обязательству».[16] В большинстве выпусков еврооблигаций кросс-дефолты прописаны в ковенантах.
- Дополнительные факторы. Выход заемщика на международные финансовые рынки стимулирует дополнительную ответственность заемщика в виду его возросших репутационных рисков. Для многих компаний выпуск еврооблигаций предваряет грядущее IPO.

2. Быстрое размещение средств

Средний размер сделки на рынке еврооблигаций US$ 1000000-2000000 (для сравнения, аналогичный показатель по акциям на LSE – 43000 фунтов), что упрощает размещение значительных сумм, а также выход из бумаг без существенного влияния на рыночные цены.

3. Произвольный выбор законодательства и применимое право

- Использование в качестве эмитента SPV (Special Purpose Vehicle – компании специального назначения, предназначенной исключительно для эмиссии и ее дальнейшего обслуживания) является общепринятой практикой, поскольку это позволяет выбрать любое из законодательств, оптимально отвечающих интересам как самого эмитента, так и инвесторов.
- Применимое к отношениям между эмитентом и инвесторами право указывается в проспекте эмиссии (в подавляющем большинстве

[15] http://www.zanimaem.ru/articles/48/383
[16] http://www.rokf.ru/glossary/1728.html

случаев это английское право). Гибкость английского права позволяет инвесторам наиболее эффективно отстаивать свои права.

4. Лучшая возможность диверсификации инвестиций

Многообразие эмитентов различных кредитных качеств и видов деятельности, регионов, форм валют долговых инструментов упрощает международным инвесторам формирование диверсифицированных портфелей.

5. Полная адаптация под цели инвесторов

- Максимальная адаптация финансовых продуктов и услуг на рынке еврооблигаций под конкретные цели инвесторов, недоступная на биржевых рынках.
- Минимальные сроки реализации инвестиций.

Для примера, общий торговый оборот на еврооблигационных рынках в 2009г. составил $138,90 трлн., а торговый оборот российских государственных еврооблигаций Russia30 - $0,05 трлн.

6. Хеджирование

На внебиржевом рынке также существует возможность хеджирования позиции. Это реализуется с помощью CDS (кредитные дефолтные свопы), FRA, процентных свопов и других инструментов. CDS отражает кредитный риск и представляет собой по сути страховку от дефолта эмитента – корпорации или государства.

Таким образом, мы видим, что инвесторы на рынке еврооблигаций, в его широком понимании, хорошо защищены и имеют массу возможностей для реализации своих целей. В целом можно отметить, что дефолтов по еврооблигациям меньше, чем на локальных рынках. Это связано с особой ценностью международной репутации, защитой прав и интересов инвесторов.

Далее рассмотрим положительные стороны для эмитентов, выходящих на этот рынок. Среди эмитентов можно выделить государства, корпорации, финансовые институты и наднациональные институты.

Преимущества выпуска еврооблигаций для эмитентов:

1. **Торгуемость**

Очень важно то, что у еврооблигаций имеется развитый вторичный рынок. Бумаги имеет котировки, по которым легко их купить или продать. Особенно это становится актуальным для эмитентов в моменты финансовых кризисов или когда в целом возможен выкуп бондов с рынка с дисконтом, так называемый buy-back. В 1998 и 2008гг. подобные выкупы производились Правительством Москвы и компаниями. Т.е. нет необходимости договариваться с кредитором или синдикатом кредиторов о buy-back, урегулировать с ними условия. Рынок еврооблигаций дает возможность в любой подходящий для компании момент выкупить с рынка (полностью или частично) выпуск своих бумаг.

2. **Более дешевое зарубежное фондирование**

Это связано с тем, что процентные ставки на Западе гораздо ниже. При больших объемах ликвидности в мире, инвесторы заинтересованы во вложениях с более высокой отдачей капитала. Не стоит забывать о проблемах, которые несет спекулятивный капитал, приходящий на локальные рынки. Особенно они проявляются в кризисные времена мировой экономики. При размещении еврооблигаций и привлечении более дешевых денег международных инвесторов также стоит отметить, что объемы заимствований гораздо больше, чем на локальных рынках.

3. **Секьюритизация долга**

В данном контексте можно привести пример Российской Федерации. Государство обычно заинтересовано занимать в своей национальной валюте, но если это не представляется возможным, то оно выходит на международный уровень. Там 2 пути. В первом случае это межправительственные переговоры (2-х или многосторонние), соглашения с Международным Валютным Фондом и другими международными организациями. Все это ведет к требованиям с их стороны – жесткие условия, гарантии, залоги. Другой путь – это выход на международный долговой

рынок, рынок еврооблигаций. Конечно же, это рынок не для всех, требующий хорошей репутации.

Важной операцией по секьюритизации государственного долга СССР стала сделка с Лондонским клубом, осуществленная в 1997г. Основной долг переоформлялся в PRIN (principal – основная сумма), а просроченные процентные платежи в облигации IAN (Interest Arrears Notes). Общая сумма составляла более 32 млрд $. IAN были зарегистрированы на Люксембургской бирже. Эмитентом бумаг выступил ВЭБ, а гарантом – Правительство РФ.

На наш взгляд, в настоящее время крайне актуальным является вопрос секьюритизации банковских активов. Это альтернативный способ привлечения фондирования для финансовых институтов. Особенно это касается среднего размера банков, ограниченных в помощи от государства. На быстрорастущем рынке услуг кредитования способность того или иного банка выдавать кредиты напрямую зависит от его возможностей обеспечить необходимую ресурсную базу.

Активы в наибольшей степени подходящие для целей рефинансирования на вторичном рынке, следовательно, являющиеся «кандидатами на секьюритизацию» должны обладать схожими чертами. В большом потоке активов выделяются однородные классы. Они объединяют кредиты, сходные по назначению, структуре или типу обслуживания или соответствующие одинаковым стандартам андеррайтинга. К ним относятся потребительские кредиты, выдаваемые в розничных сетях, кредитные карты, автокредиты и ипотечные ссуды.

Основная идея секьюритизации заключается в трансформации кредитного риска в обращаемые ценные бумаги (еврооблигации, ABS и CLN) и продажа его на рынке инвесторам. Возникает множество проблем в связи с механизмом секьюритизации, таких как статус SPV (в России он не определен); факт действительной передачи активов (true sale), чтобы это не был обеспеченный займ, и активы при банкротстве не попали в конкурсную массу; ценообразование в России и за рубежом; законодательные моменты

(например, это регистрация и перерегистрация закладных), а также прочие моменты.

Важный момент заключается в обособлении кредитного риска ценных бумаг от кредитного риска оригинатора (банка).

В мировых финансовых центрах роль банков заключается не в аккумулировании кредитного риска, а в его генерации и распределении среди других участников финансового рынка. На наш взгляд, именно подобные операции демонстрируют тесную связь между коммерческими банками и их инвестиционными подразделениями.

Еще до кризиса Городской ипотечный банк провел секьюритизацию закладных. В 2005 году впервые в России банк Союз через Russian Auto Loan Finance B.V. выпустил CLN под выданные автокредиты. Общая сумма составила около 62 млн $. Количество ссуд в портфеле - 4153. Весь выпуск был разбит на 3 класса с соответствующими рейтингами.

«По состоянию на 1 сентября 2007 года было проведено в общей сложности 23 сделки секьюритизации с участием российских оригинаторов (начиная с 2004 г.), из них в текущем году были закрыты 8 сделок. Общий объем секьюритизированных активов в первом полугодии 2007 года составил $2377,9 млн., в качестве оригинаторов приняли участие 7 банков и 1 специализированная организации (АИЖК), на которые пришлось $2255,28 млн. и $122,63 млн. соответственно. Крупнейшей по объему стала сделка с участием ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» ($452,58 млн)».[17]

4. Реструктуризация долга

В связи с реструктуризацией можно привести пример РФ, которая после 1998 года не сумела обслуживать долг бывшего СССР и приостановила выплаты по своим обязательствам. На конец 1998 года общая задолженность перед Лондонским клубом составляла почти 30 млрд $. После переговоров задолженность ВЭБа (PRIN и IAN) была переоформлена на определенных

[17] Концепция развития финансового рынка России до 2020 года. Развитие законодательства и регулирования. - Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной палаты РФ, 2008г.

условиях в суверенные еврооблигации РФ 2010 и 2030 годов погашения. Так появился нынешний benchmark российского рынка еврооблигаций Russia 30. В связи с реструктуризацией ГКО появились другие суверенные выпуски. Это Russia 2005 и Russia 2018. Изначально предполагалось, что возникнут проблемы в связи с голосованием держателей реструктурируемых облигаций в пользу или против замены существующего долга новым. Но на практике обладатели PRIN/IAN просто получили вместо них на свои счета новые суверенные еврооблигации Российской Федерации.

Рассматривая последние события, происходящие в мире, можно отметить, что Греция близка к реструктуризации своего долга. В середине апреля 2011 года 2-х и 3-х летние облигации греческого Правительства установили рекорд, давая доходность более 25%.

Далее мы рассмотрим некоторые недостатки, которые кроются в торговле еврооблигациями и их выпуске для эмитентов. Несмотря на большое количество преимуществ, евробонды остаются противоречивым инструментом в большей степени для компаний, занимающих на долговом рынке, чем для инвесторов.

Недостатки инвестирования в еврооблигации.

Еврооблигации в связи с их внебиржевым характером *торгуются со спрэдом*. В некоторых бумагах он больше, в некоторых совсем невелик, например, Russia 30 (спрэд составляет 1/16-1/8). В неликвидных бумагах спрэд может достигать нескольких фигур. В данной терминологии фигуры означают проценты от номинала, в которых торгуются облигации. Это означает, что одновременно купив и продав бумагу, инвестор теряет на разнице цен. Это ставит также некоторые преграды на пути активного трейдинга, речь о котором пойдет далее. Эффективность страдает от того, что спрэд может быть большой, и совершение операции по покупке одной и продаже другой бумаги (например, свитч идея) может не оправдывать себя. Мы считаем, что это основной недостаток для активно управляющего портфелем инвестора.

Недостатки выпуска еврооблигаций для эмитентов.

Многие достоинства для инвесторов являются недостатками для эмитентов. Это дополнительное раскрытие информации, не требуемое при размещении локального долга; система ковенант, включая кросс-дефолты; необходимость получения международного рейтинга и некоторые другие.

Основным независимым от других недостатком является дороговизна размещения евробондов для эмитентов. Это вытекает частично из других недостатков, а частично из того, что нанять международный синдикат банков для организации выпуска стоит больше, чем организовать эмиссию через местный банк на локальном рынке. Руководитель управления долгового финансирования Альфа-банка Эдуард Джабаров подтвержает данный тезис: «Евробонды — дорогое удовольствие, выпуск локальных рублевых облигаций обходится эмитентам значительно дешевле плюс требования к раскрытию информации для рынка евробондов намного жестче — не все эмитенты готовы их выполнять».[18]

Выводы по первой главе

В заключение первой главы важно отметить, что понятие еврооблигации многогранно и включает в себя различные характеристики, отражая всю сущность данного инструмента. Как мы выяснили, видов евробондов достаточно много, чтобы реализовать нестандартные цели и задачи инвесторов и эмитентов. Существует множество достоинств рынка еврооблигаций, включая защищенность инвесторов и регулирование рынка посредством СРО. Также мы выяснили и некоторые недостатки инструмента, такие как спрэд в цене при торговле для инвесторов и дороговизна, жесткие требования при выпуске для эмитентов.

Коммерческие банки являются одними из основных участников рынка еврооблигаций. Они выступают на нем в различных функциях – как эмитенты и, конечно же, как инвесторы. Будучи эмитентами еврооблигаций

[18] «С прицелом на триллион» газета Ведомости 25.04.2011, 73 (2839)

традиционным путем или секьюритизации активов посредством эмиссии CLN, банки привлекают фондирование. Будучи инвесторами, они размещают временно свободные денежные средства. Далее мы постараемся оценить с более практической точки зрения все достоинства рынка еврооблигаций для банков с позиции вложения средств в эти бумаги. Для рассмотрения операций банков на данном рынке, сначала необходимо проанализировать в целом состояние банковской системы России и ее общую потребность в размещении средств в евробонды.

2. Современное состояние российских коммерческих банков и их операции на рынке еврооблигаций

2.1 Анализ состояния российской банковской системы на современном этапе

Для того чтобы рассмотреть необходимость и перспективность инвестирования российскими банками в международные активы, важно оценить структуру банковской системы России, состояние банковской ликвидности; как банки ей распоряжались до кризиса и к чему это привело; динамику кредитования и эффективность работы банков.

В первую 5-ку крупнейших российских банков входят исключительно банки с государственным участием - Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, ВТБ 24. На них приходится половина активов всей банковской системы. Каждый третий выданный кредит в России выдан Сбербанком. Именно эти банки получают помощь во время кризиса от государства (субординированные кредиты), являются институтами для передачи ликвидности дальше в банковскую систему, имеют доступ к кредитованию в ЦБ. Конечно же, крупнейшие банки фондируются и на международных рынках, выпуская еврооблигации. Эти бумаги на данный момент одни из самых ликвидных на рынке, с наименьшими кредитным риском и доходностями (SBERRU, VTB, GPBRU, RSHB). То есть низкая стоимость пассивов дает им преимущества по сравнению с другими участниками рынка. То же самое касается кредитования и качественных заемщиков. Доступ к таким ограничен для небольших банков. Такое положение делает конкуренцию с такими гигантами достаточно сложной.

Далее мы проанализируем, что происходило с банковской системой и ее ликвидностью в 2008г. Этот год был ознаменован финансовым кризисом. Банковский кризис в российской экономике стал частью финансового кризиса мирового масштаба. Кредитные организации столкнулись с

проблемой ликвидности. Тот мыльный пузырь, который надувался с начала 2000-х гг. лопнул. Во многом он заключался в том, что процентные ставки снижались, деньги становились доступнее, а все активы, в свою очередь, дорожали. Этим все финансовые институты активно пользовались. Одни расширили свои вложения в различные инструменты, пользуясь левереджем, другие – выходили на новые рынки, завоевывая новые сегменты, клиентов-потребителей. Конечно же, ошибок совершали массу, вплоть до того, что управление банковской ликвидностью осуществлялось неверно. Банки принимали излишние риски в погоне за прибылью. Потом настало другое время. Активы были переоценены, и у многих банков просто не стало возможности расплачиваться со своими кредиторами. Они остались со «сдувшимися», зачастую неликвидными, активами и большим портфелем плохих кредитов. «В идеале банк должен, прежде всего, в данной ситуации, постараться держать как можно больше средств в ликвидных активах. Где-то, может быть, он должен пожертвовать доходностью и быть готовым к тому, что будут такие колебания межбанковского рынка, что на нем закроют все лимиты, что может произойти определенный отток депозитов в случае возникновения каких-то слухов. Это - вопрос поддержания хорошей "подушки ликвидности" на настоящий момент…Кроме того, не обязательно средства, полученные от погашения кредитов, сразу направлять на выдачу новых кредитов - в нынешних условиях часть этих средств лучше направить на пополнение ликвидности».[19]

Проблемы с ликвидностью возникли повсеместно, во всем мире. «Многие зарубежные банки погорели на том же самом, на ликвидности: их активы не были обеспечены на должном уровне ресурсами, и в тот момент, когда актив потерял цену, получился такой коллапс».[20] Что касается непосредственно России, то тут не все так однозначно. Во многом это зависимость от мировой конъюнктуры, но во многом – это проблема

[19] Совгурой Я. Стратегия выживания зависит от собственника.//Банковское дело №011/ 11.11.2008
[20] Камалетдинов Р.А. Эра дешевых денег закончилась.// Банковское дело №011/ 11.11.2008

внутренняя. Построение банковской системы, которое мы имеем, неоднозначно справилось с возникшими трудностями.

«Проблемы с ликвидностью, возникшие у российской банковской системы, во многом обязаны изменению ситуации на мировых финансовых рынках, уменьшению доступности свободных финансовых ресурсов. Однако истоки отечественного банковского кризиса следует искать не только в существенной вовлеченности российской банковской системы в мировые финансовые рынки, но и в тех серьезных структурных деформациях, которые она претерпела за последние несколько лет».[21]

Если рассмотреть баланс банковской системы, то можно сделать вывод о том, что «в последние годы наблюдалась неуклонная тенденция увеличения доли нерезидентов и обязательств в иностранной валюте в пассивах банковской системы и уменьшение доли вложений в иностранной валюте в активах банковской системы. Это привело к ситуации, что российская банковская система превратилась в нетто-должника иностранной валюты перед внешними инвесторами».[22] Российская банковская система большие объемы ресурсов занимает за границей, зависимость от иностранного капитала колоссальна. Усиление этой тенденции наблюдалось на протяжении последних 4 лет особенно. Пассивы в иностранной валюте в эти годы росли быстрее, чем общий объем задолженности. Также за эти годы наблюдается и активное развитие внутреннего кредитования, т.е. рублевых кредитов. Их объемы выросли с 54,4% до 77,6% в общей структуре активов.

«По сообщению ЦБ РФ (А. Улюкаева) размер иностранных денежных средств в банковской системе России в два раза больше депозитов юридических лиц и почти приближается к объемам вкладов населения. Отток капиталов из России, о чем сказано ниже, оказывает критическое влияние на

[21] Малкина М.Ю. Истоки банковского кризиса в российской экономике// Финансы и кредит №047/ 15.12.2008
[22] Малкина М.Ю. Истоки банковского кризиса в российской экономике// Финансы и кредит №047/ 15.12.2008

ликвидность банковской системы».[23] «В сентябре 2008 г. отток частного иностранного капитала из России составил 24,6 млрд долл., при этом основная доля этой суммы выведена иностранными банками».[24] А в октябре, по заявлению главы ЦБ РФ, за рубеж утекло порядка 50 млрд $.

«Западные банкиры в то время предупреждали российских коллег, что те в скором времени могут столкнуться с первыми симптомами кризиса ликвидности из-за слишком активного привлечения заемных средств».[25]

«Доступность относительно легких внешних ресурсов в течение периода, предшествующего кризису, привела к снижению ответственности в их расходовании. Некоторые банки перестали уделять должное внимание оценке кредитоспособности заемщиков».[26]

Продемонстрировать приток капитала в банковские системы развивающихся стран можно посредством анализа общего движения капитала на международном рынке.

Банки – это часть любой финансовой системы. В движении капитала они играют особую роль. Это связано, во-первых, с кредитованием (в частности международным) как основной их функции, а, во-вторых, локальные банки сами могут привлекать международное финансирование (капитал) в различных формах - долевой, долговой или посредством кредитных займов. Это подтверждает правая часть Рисунка 2.1. В частности это возможно сделать на рынке еврооблигаций. Покупка банковского долга на еврорынке – это тоже переток капитала из развитых стран в развивающиеся.

---

[23] Нешитой А.С. Кризис 2008 года в России – следствие экономических реформ// Бизнес и банки/ 03.02.2009
[24] Бабенко И.В., Мирошников И.А. Финансовая политика устойчивого экономического роста и прогнозирование различных сценариев развития российской экономики//Финансы и кредит №001// 05.01.2009
[25] Склярова И. Гадательный падеж// Время новостей №206/ 07.11.2008
[26] Малкина М.Ю. Истоки банковского кризиса в российской экономике// Финансы и кредит №047/ 15.12.2008

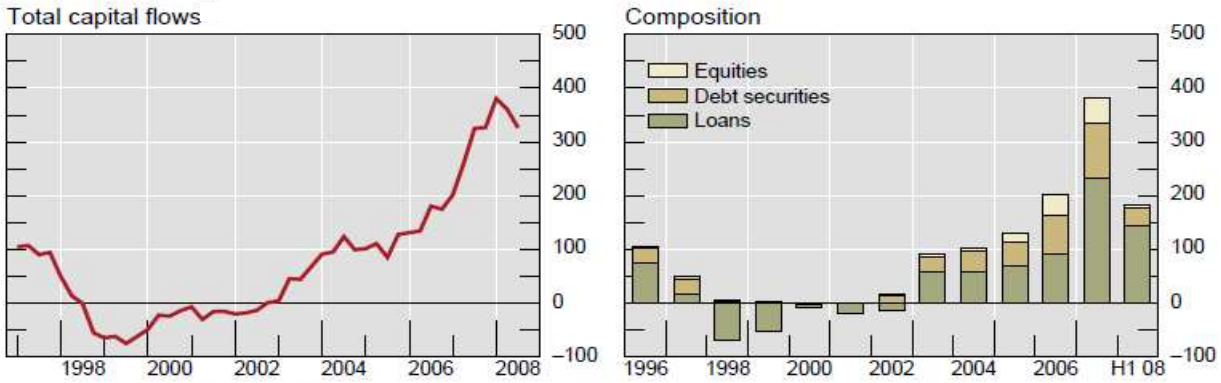


Рисунок 2.1.Общий переток капитала в банки развивающихся стран (в млрд долл.)[27]

На левом графике Рисунка 2.1 видно, что приток капитала в банки развивающихся стран продолжался вплоть до 2007г., что впоследствии оказало свое влияние во время кризиса. Слишком большая зависимость от иностранных денег негативно скажется на состоянии всех банковских систем, в том числе российской.

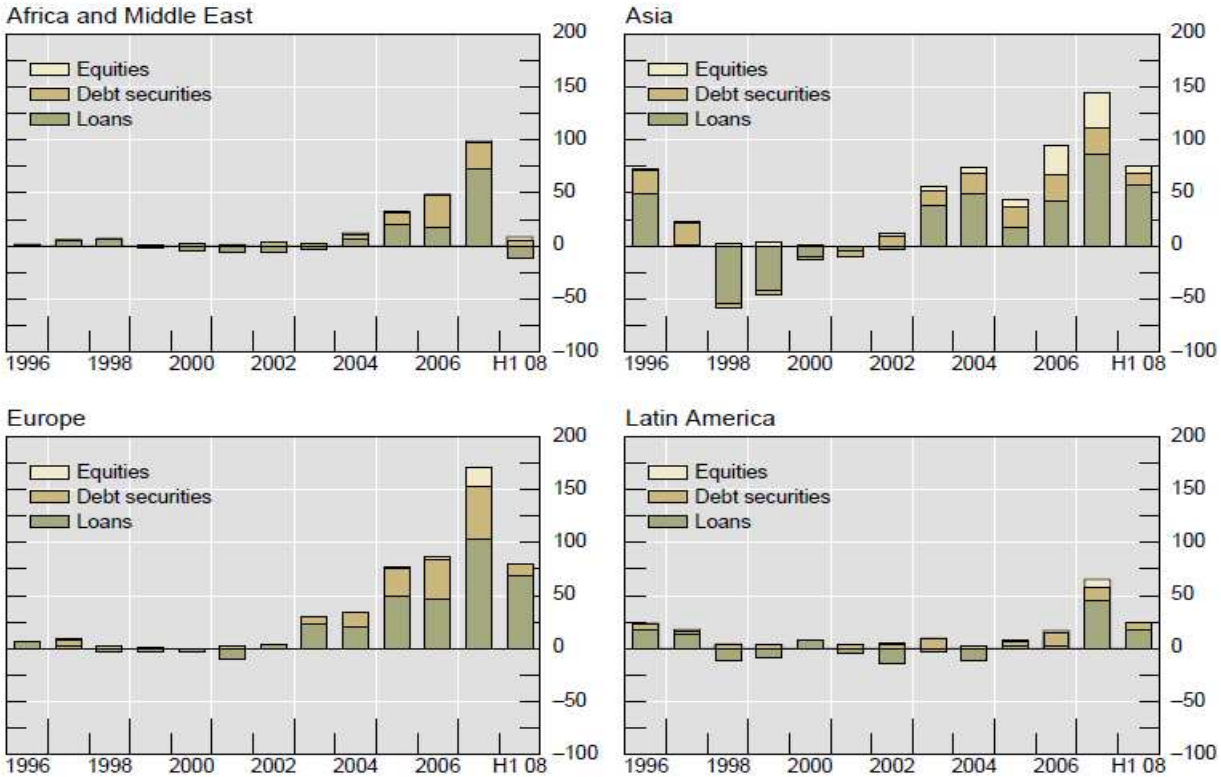


Рисунок 2.2. Переток капитала в банки развивающихся стран по регионам (в млрд долл.)[28]

На Рисунке 2.2 продемонстрирована разбивка по регионам. Видно, что особенно большой приток наблюдался в банки развивающихся рынков Европы и Азии. Основной формой были ссуды, которые в дальнейшем

[27] Capital flows and emerging market economies. BIS. http://www.bis.org/publ/cgfs33.htm
[28] Capital flows and emerging market economies. BIS. http://www.bis.org/publ/cgfs33.htm

быстро были выведены из банков развивающихся стран. Таблица ниже (Таблица 2.1) подтверждает, что Россия была основным реципиентом внешнего финансирования, в частности, наша банковская система. Основными кредиторами выступили развитые страны Европы и США.

Таблица 2.1. Суммарный переток капитала в банки развивающихся стран по методике BIS (в млрд долларов, 2002-2008гг)[29]

Top recipient economies					Top lending countries	
	Loans	Debt securities	Equities	Total		Loans
Russia	73.2	93.2	15.6	182.0	United Kingdom	83.7
Singapore	149.5	20.4	0.2	170.0	United States	76.2
Korea	89.5	64.1	10.2	163.7	Austria	63.7
China	80.4	20.2	47.2	147.7	Germany	52.1
Hong Kong SAR	54.4	34.1	6.2	94.7	France	44.7
India	58.7	14.5	15.7	88.9	Netherlands	38.0
Brazil	29.6	33.8	8.4	71.8	Belgium	31.8
Poland	46.4	-4.2	1.6	43.8	Sweden	22.3
Taiwan, China	35.0	2.9	4.3	42.2	Switzerland	12.8
Turkey	28.6	8.1	3.3	39.9	Finland	10.9

В 2008г. уровень ликвидности российской банковской системы упал до отметки, соответствующей показателям кризиса 1998 г. (середина 2007 г. — 29%, 1998 г. — 8%, октябрь 2008 г. — 10%).

Подавляющее большинство банковских стратегий предусматривали сохранение политики «дешевых денег» – широкий доступ к относительно дешевому внешнему финансированию и отрицательные реальные процентные ставки на внутреннем рынке. Одновременно высокими темпами рос кредитный портфель банков. Однако ситуация изменилась. Вероятность возникновения проблем с банковской ликвидностью была легко прогнозируемой. В последние три года перед кризисом национальная банковская система оказалась «перекредитована». При этом если объем ликвидности сохранялся на приемлемом уровне, то вложения в ценные бумаги (т.е. потенциальная ликвидность) за тот же период сократились. **Причины очевидны – дефицит финансовых инструментов с низкими рисками и высокой ликвидностью, а также положительной реальной**

[29] Capital flows and emerging market economies. BIS. http://www.bis.org/publ/cgfs33.htm

доходностью. Результатами такого положения выступили необоснованно высокие (с точки зрения управления рисками) темпы роста кредитов, сегментированность межбанковского рынка и рост процентных ставок на нем, вероятность банкротств отдельных банков с угрозой дестабилизации всей банковской системы. Снижение банковской ликвидности до потенциально опасного уровня лишний раз демонстрирует *системные проблемы российской банковской сферы: недостаток внутренних ресурсов и не совсем адекватное управление рисками для обеспечения экономического роста одновременно с сохранением финансовой стабильности.* В последние несколько лет недостаток внутренних ресурсов для столь быстрого расширения кредитования покрывался притоком внешних средств.

Если мы называем в качестве одной из причин падения уровня ликвидности кризис на мировых финансовых рынках, который означает для России (согласно мнению банковского сообщества) удорожание внешних заимствований и снижения их объема, то не стоит забывать о том, *кто* имеет доступ к иностранному финансированию. *Основной объем иностранных займов (и тем более внешних инвестиций, привлеченных посредством IPO/SPO и покупки акций) пришелся на крупнейшие национальные банки: на 30 крупнейших российских банков приходится более 80% всех иностранных пассивов. Очевидно, что остальные коммерческие банки фактически не имели доступа к внешнему финансированию. Банковским сообществом также выдвигается тезис, в соответствии с которым только крупнейшие банки имеют доступ к рефинансированию и бюджетным средствам, тогда как средние и мелкие банки от них фактически отсечены.*

Ситуация, описанная мной выше, дает представление о происходящем в 2008г. Государство не могло оставаться в стороне. Оно решило помочь банковской системе, чтобы та сохранила возможность функционировать. В противном случае последствия были бы как после кризиса 1998г. Этого не хотел никто. Меры, которые были предприняты для восстановления ликвидности, были разными. Все начиналось с понижения нормы

обязательных резервов, расширения списка залоговых инструментов в ЦБ РФ, размещения государственных средств на счетах коммерческих банков и выкупа БОБРов с рынка. Но все эти меры не принесли желаемого эффекта. Поэтому государство решилось на меры, которые не свойственны рыночной экономике, но которые более действенны. «Государство начинает действовать по принципу: для выживания все средства хороши, в том числе те, которые никак не вписываются в логику функционирования устойчивых рыночных систем».[30] Начинают проводиться беззалоговые аукционы Банка России и аукционы Минфина России, предоставляются субординированные кредиты Правительства РФ и кредиты АСВ.

Что касается настоящего момента времени, то с банковской ликвидностью все в порядке. Но при этом в последнем квартале 2010 года и первом квартале 2011 года наблюдался отток капитала.

«В отличие от подавляющей части прошлого года капитал в I квартале вывозил уже не только корпоративный сектор (-$13,9 млрд), но и банки (-$7,5 млрд). Причем для обоих сегментов характерна общая тенденция — объем привлечений за границей существенно уступает объему вложений за рубеж. Так, в I квартале 2011 г. прирост иностранных активов компаний практически вдвое превысил увеличение обязательств компаний перед иностранными контрагентами — $19,3 млрд против $11,2 млрд. То же касается и кредитных организаций, которые нарастили зарубежные активы на $10 млрд при объеме чистого привлечения из-за рубежа в $2,6 млрд. Все это может служить подтверждением формирования двух опасных тенденций — трансляции полученных на мировых рынках займов во вложения за рубежом либо замещение внешних долгов за счет рублевых заимствований, конвертируемых в валюту, что, помимо всего прочего, усугубляется «бегством в качество».[31]

---

[30] Малкина М.Ю. Истоки банковского кризиса в российской экономике// Финансы и кредит №047/ 15.12.2008

[31] Банки и компании вывозят капитал из России. НБ Траст// газета Ведомости 06.04.2011, 60 (2826)

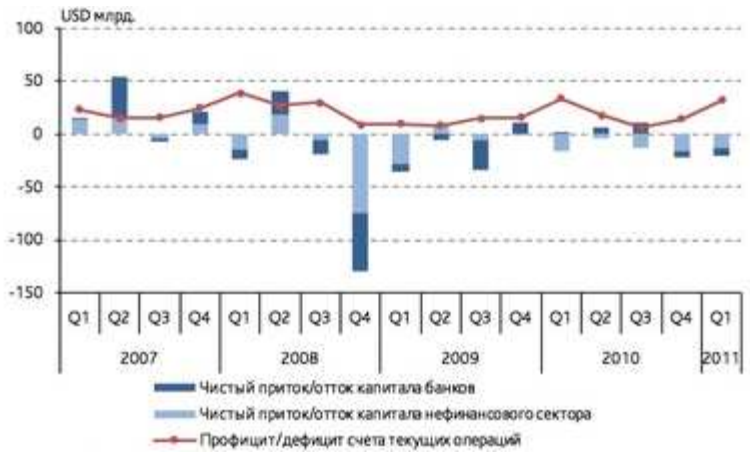


Рисунок 2.3. Платежный баланс России.[32]

В общем и целом, можно констатировать, что последние три года стали настоящим испытанием для мировой банковской системы. Преодолеть его было суждено не всем. Однако и те, кто выстоял, прошли его неоднозначно. На наш взгляд, спасение банков во всем мире имело в большей степени не экономическую, а политическую подоплеку. Политики дали банкам возможность и способы успешно рекапитализироваться. Они же впоследствии и подтолкнули банки на финансовые рынки. В самом деле, банкам ничего больше не оставалось делать с таким колоссальным объемом ликвидности, который их кредитные портфели были просто не в состоянии абсорбировать. По сути, им вручили практически бесплатные ресурсы, дав установку кредитовать производство, принимая при этом всю меру ответственности за коммерческие риски. Но качественным заемщикам за несколько месяцев просто неоткуда было взяться. Банки не хотели повторения предкризисных времен. С другой стороны, при наличии денег банки уже не хотели с ними расставаться. Очевидно, что при таких обстоятельствах банки пошли по пути наименьшего сопротивления, и разместили временно свободную ликвидность в долговые обязательства все тех же заемщиков, которых они должны были бы кредитовать более естественным для банков способом. Но ничто так не постоянно, как

[32] Источник: Банк России, расчет НБ «Траст»

«временное». Подобное «кредитование» экономики на вторичном рынке, насколько нам известно, продолжается и по сей день.

На фоне существенного падения прибыли по основным видам кредитной деятельности “выжившим” банкам удавалось прилично зарабатывать на торговых операциях. В частности, воспользовавшись плановой девальвацией национальных валют, банки продемонстрировали существенные прибыли на коротких позициях в них. Именно таким способом заработали и отечественные банки на обесценении рубля.

По нашим оценкам совокупный доход российских банков, полученный от торговли валютой по итогам 2009 года, составил почти 35 млрд. рублей в то время как чистые процентные доходы после создания резервов не превысили 52 млрд. рублей. Еще одним источником доходов для банков стали портфельные инвестиции в сильно подешевевшие активы на рынке капитала, в том числе активный выкуп с рынка собственных долговых обязательств по ценам существенно ниже номинала. Торговые операции с ценными бумагами позволили крупнейшим 20 банкам заработать 11.5 млрд. рублей. Структура доходов, в особенности крупнейших банков страны, все больше напоминает баланс инвестиционных компаний, что вовсе не выглядит предосудительным. Существующие экономические реалии способствуют трансформации банковской системы РФ в некое подобие американской, где последние полтора десятка лет инвестиционные подразделения приносят львиную долю прибыли крупнейшим банкам.

Традиционный банковский бизнес не набирает обороты высокими темпами. Кредитование растет неохотно как по причине отсутствия надежных заемщиков, так и по причине продолжающихся отчислений в резервы на фоне ухудшения качества кредитного портфеля (Рисунок 2.4).

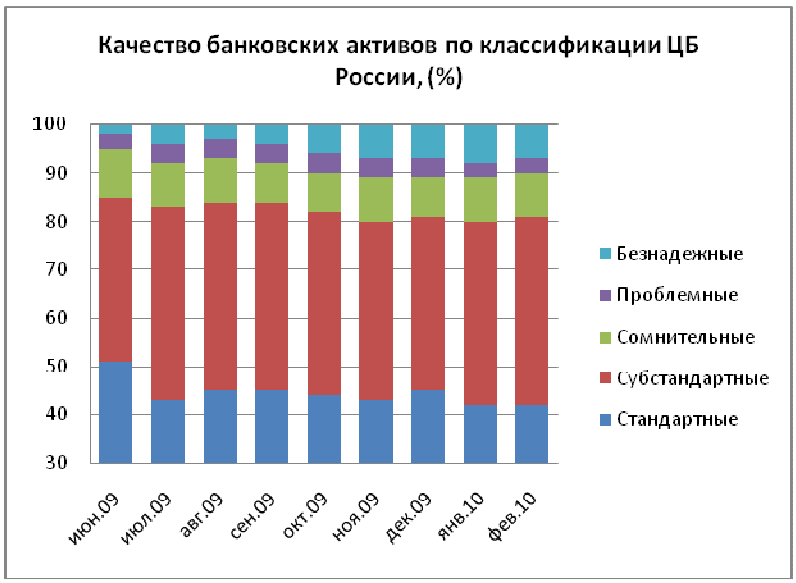


Рисунок 2.4. Качество банковских активов 2009-2010гг., (%)[33]

В конце 2009 - начале 2010 гг. отчисления в резервы росли, достигая 10.5% от кредитного портфеля банков (Рисунок 2.4а). Последнее время они снизились до 1,4%, а сейчас должны подрасти до 1,5%. «Объемы кредитования возвращаются к докризисным уровням намного быстрее, чем улучшается качество активов, что, как правило, влечет за собой необходимость создания новых резервов на потери по кредитам», — говорится в докладе S&P.

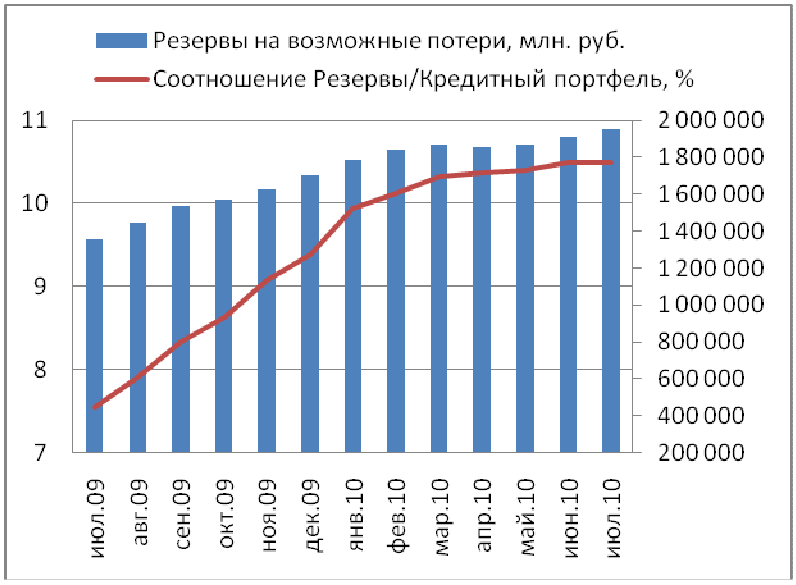


Рисунок 2.4а. Резервы банков на возможные потери 2009-2010гг.[34]

[33] Расчет автором по данным Банка России
[34] Расчет автором по данным Банка России

Общий объем кредитования в 2010 г. увеличился на 12,6%, а в 2011 г. вырастет, по крайней мере, еще на 15-20%, прогнозирует S&P.[35] «Следующий за ростом кредитования рост расходов на резервы — признак не фундаментального ухудшения ситуации, а, напротив, экономического подъема после рецессии, поясняет директор группы финансовых институтов S&P Екатерина Трофимова».[36]

На наш взгляд, рост отчислений в резервы может быть вызван переоценкой рисков, и как следствие перенесением кредитов из одной группы в другую. По данным ЦБ РФ величина задолженности по кредитам составила 21,5 трлн руб. на начало 2011 года (Рисунок 2.5). Но у банков гораздо больше плохих кредитов, чем они заявляют. По многим кредитам еще не наступил срок погашения, но многие из них попадают в категорию проблемных и безнадежных.

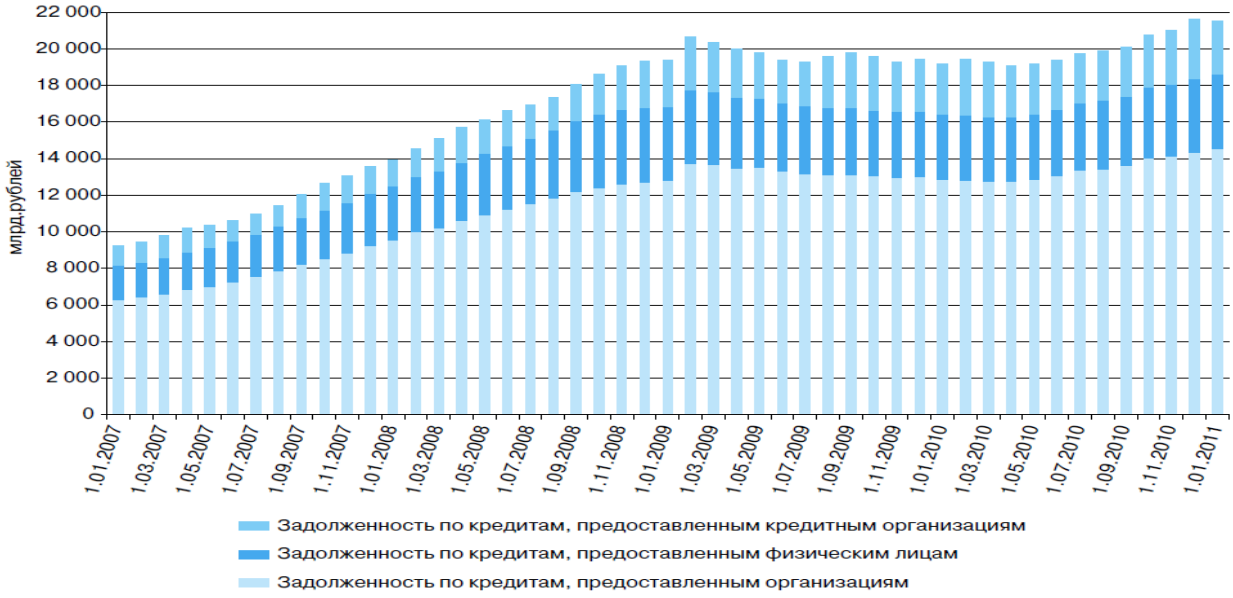


Рисунок 2.4(а). Динамика задолженности по предоставленным кредитам 2007-2010гг.[37]

«В марте Счетная палата объявила результаты проверки Банка Москвы: проблемные — просроченные и реструктурированные — кредиты составляли порядка 54 млрд руб., или 7% портфеля».[38] ЦБ РФ к тому же потребовал от

[35] «Кредиты становятся более опасными» газета Ведомости 05.04.2011, 59 (2825).
[36] «Кредиты становятся более опасными» газета Ведомости 05.04.2011, 59 (2825).
[37] Бюллетень банковской статистики №2 (213) http://www.cbr.ru/publ/main.asp?Prtid=BBS
[38] «Капитальная проверка» газета Ведомости 27.04.2011, 75 (2841)

Банка Москвы доначислить 180-200 млрд руб. резервов на возможные потери по ссудам, сообщило «РИА Новости». Эта цифра больше, чем капитал Банка Москвы, который составил 117 млрд руб. на 31 марта 2011 года.

Кредитование, конечно же, растет, но не теми темпами, которыми ожидалось. «Кризис отрезвил банкиров ненадолго: они смягчают требования к заемщикам и рискуют снова оказаться с грузом плохих долгов» - так звучат заголовки статей в деловой прессе. На сегодняшний день восстановление мировой экономики замедлилось и в ближайшей перспективе существенного роста не предвидится. С одной стороны, это является следствием планируемых сокращений бюджетных дефицитов в развитых странах (особенно в Европе[39]). С другой - сворачиванием стимулирующих государственных программ в развивающихся странах. За счет стабилизации внутреннего спроса в конце 2009 и начале 2010 годов удалось поддержать достаточный уровень потребления, отложенный еще во время кризиса. Данные предпосылки едва ли улучшат операционные показатели компаний в ближайшем будущем, что в свою очередь, так или иначе, скажется на объемах кредитования со стороны банков.

«Рынок вялый, конкуренция сильная, ликвидность большая - так выглядит банковский рынок глазами президента ВТБ Андрея Костина. Он видит в этом новые риски: «Банки опять начинают наступать на те же грабли, постепенно начинают накапливать риски на смежных заемщиков, увеличивают лимиты на организации с низким обеспечением». Из-за жесткой конкуренции и избыточной ликвидности угроза будет нарастать, убежден он».[40]

Председатель ЦБ РФ Сергей Игнатьев имеет иное мнение на этот счет. Он говорит, что объем кредитования растет на 1% в месяц, а это достаточно низкий темп, чтобы произошло «что-то из ряда вон».

---

[39] Электронный ресурс: www.rcb.ru
[40] «Назад в кризис» газета Ведомости 06.04.2011, 60 (2826)

Это редкий случай, когда банкиры смотрят на ситуацию пессимистичнее, чем регулятор.

Павел Гурин, предправления Райффайзенбанка поддерживает Костина и говорит, что это один из тех возможных рисков, который нужно видеть уже сейчас. Его мнение — риск вполне может реализоваться в среднесрочной перспективе в условиях избыточной ликвидности и ужесточающейся конкуренции за заемщиков.

Игорь Дергунов, предправления Морбанка, отмечает, что период снижения ставок уже прошел. Это конкурентное преимущество уже выбрано, а значит, нужно смягчать другие требования, рассуждает он: дисконт по залогу будет не 50%, как сейчас, а 30%; если раньше компания с плохим финансовым положением не могла рассчитывать на кредит, то теперь банкиры предпочтут создать больший резерв и выдать его. «Ничего хорошего в таких условиях произойти не может, вести прибыльно безрисковый бизнес банкам сейчас практически невозможно», — сетует совладелец крупного российского банка.

Солидарен со своими коллегами финансовый директор Сбербанка А. Морозов: «Тенденция замедления темпов роста корпоративного кредитного портфеля сохраняется в связи с тем, что качество спроса на финансовые ресурсы снижается: на рынке избыток предложения денег, а хороших крупных заемщиков найти тяжело. Отсюда ускоренный рост на рынке недвижимости, рынке акций и низкая доходность по облигациям».[41]

Из этого можно сделать следующий вывод: качественных заемщиков до сих пор недостаточно, конкуренция за них крайне высока. Банковская ликвидность толкает их на увеличение кредитования. Банки как будто вынуждены наращивать обороты своего основного бизнеса. Но сами руководители финансовых организаций понимают, что до добра это может не довести. У средних и небольших банков ситуация еще сложнее. Им придется искать другие инструменты для вложений.

---

[41] «Начал с рекорда» газета Ведомости 14.04.2011, 66 (2832)

Рассмотрим далее доходы банков и динамику прибыли банковской системы. Согласно оценкам Банка России в прошлом году банковская система заработала рекордные 550 млрд. руб., в то время как в докризисном 2007 году совокупная прибыль составила лишь 508 млрд. руб. (Рисунок 2.6). Тем не менее, учитывая, что активы банков с 2007 года выросли на 60% говорить о восстановлении эффективности банковского сектора преждевременно. Для сохранения докризисного уровня рентабельности банковская система с учетом инфляции должна была бы заработать не менее 650 млрд. руб.

Рисунок 2.6. Прибыль банковской системы России (млрд. руб.) [42]

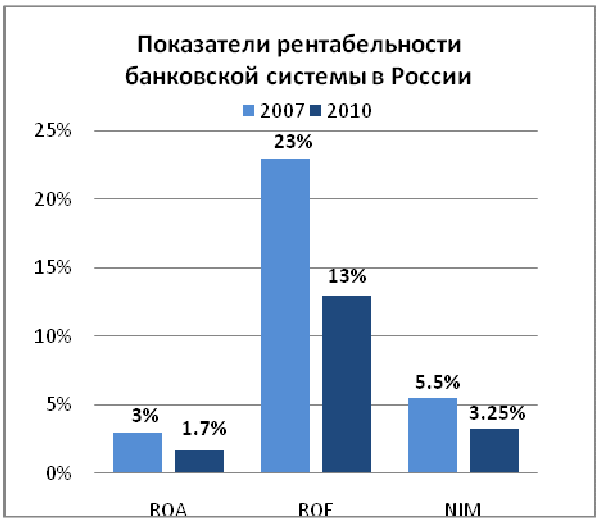


Рисунок 2.7. Рентабельность банковской системы России[43]

По данным Moody's (Рисунок 2.7) в 2007 году рентабельность активов российских банков составляла 3%, а в 2010 году всего 1,7-1,8%, рентабельность капитала тоже снизилась почти вдвое - с 23% в 2007 году до 13% в 2010 году. Процентная маржа у банков также не достигла докризисных величин. Если в 2007 году в среднем она составляла 5,5%, а в разгар кризиса опускалась до 2,5%, то на сегодняшний день находится на уровне 3-3,5%.

Особенно скромными выглядят результаты крупных частных банков и банков второго и третьего эшелона на фоне общей статистики по банковской

[42] Расчет автором по данным Банка России
[43] Расчет автором по данным Moody's

системе России. ROE крупных банков составляет 8%, у банков 2 и 3 эшелона около 5%, а чистая процентная маржа последних не превышает 2,5%. Такое положение дел объясняется как банальной “близостью к телу” - доступу к высококлассным заемщикам, так и дешевизной фондирования, о которых говорилось ранее. Именно поэтому банкам второго и третьего эшелонов необходимо расширять сферу своей деятельности, в том числе, за счет активного управления активами, что бы повысить их ROE и ROA. Другая важная причина для средних/небольших банков – их отрезанность от качественных заемщиков. Таким образом, эти банки вынуждены предпринимать активные действия, чтобы сохранять свое положение на рынке, повышать рентабельность и прибыльность деятельности.

Подводя итог данного раздела, можно сделать вывод, что реальное положение дел в банках далеко не такое радужное, и обладание избыточной ликвидностью теперь вызывает у банкиров больше озабоченность, чем удовлетворение. Собственно, проблема сейчас не в привлечении, а в размещении средств. В существующих условиях избыточной ликвидности у банков, медленного развития кредитования им становится интересен и даже в какой-то степени необходим ликвидный инструмент для вложений. Этим инструментом могут выступать еврооблигации во всем своем многообразии. Евробонды дают положительную реальную доходность в отличие от локальных рублевых облигаций. Они также очень ликвидны, что позволяет банкам поддерживать ликвидность на должном уровне. Через еврооблигации у средних и небольших банков открывается возможность кредитовать качественных заемщиков, крупные отечественные и зарубежные компании, диверсифицируя свои вложения по территориальному (региональному) признаку. Еврооблигационный рынок более волатильный в отличие от рублевого локального рынка и позволяет хеджировать риски, используя CDS. Также еврооблигации обладают всеми преимуществами, рассмотренными нами ранее, включая механизм торговли, которому будет посвящен параграф третьей главы.

Ограничивать доступ к рынку еврооблигаций может отсутствие у банка должного объема валютных пассивов и дорогой валютный своп доллар-рубль. Но на наш взгляд, из-за большого объема ликвидности в целом у банков, можно принять расходы по свопу, так как в дальнейшем банку откроются возможности международного долгового рынка, который позволит их компенсировать с лихвой.

Активное и регулярное совершение операций с еврооблигациями ограничивается спрэдами в ценах. В некоторых бумагах он больше, в некоторых – меньше. Это особенность внебиржевого рынка. Также к недостаткам, можно отнести то, что вложения в иностранной валюте при регулярной переоценке могут давать отрицательный результат из-за изменения валютного курса. Но также это и дополнительная возможность увеличения прибыли.

2.2 Инвестиционная деятельность банков на рынке еврооблигаций

Возвращаясь к текущей экономической статистике, можно отметить, что банки не достигли еще докризисных показателей. Объемы их свободной ликвидности достаточны большие. Если не кредиты, то финансовый рынок в лице ценных бумаг приходит на помощь.

В результате банки в поисках дополнительных источников прибыли активизировали свою деятельность на рынках капиталов (прежде всего, на локальном рынке облигаций). По результатам 2010 года совокупная доля облигационного портфеля в активах всей банковской системы РФ достигла рекордных 16% (Рисунок 2.8). При этом соотношение «вложения в облигации к выданным кредитам» выросло с 8% до 20% с середины 2009 года до середины 2010 года. По нашим расчетам, многим крупным банкам за первое полугодие 2010 года удалось заработать 13-15% годовых от инвестирования в долговые инструменты. Данные результаты были достигнуты как за счет наблюдавшегося до середины апреля роста цен на эти

инструменты на рынках (Рисунок 2.9), так и относительно гибкой торговой политики банков. Доля доходов от торговых операций в первом полугодии 2010 года превысила 30% от общей выручки многих банков из первой десятки.

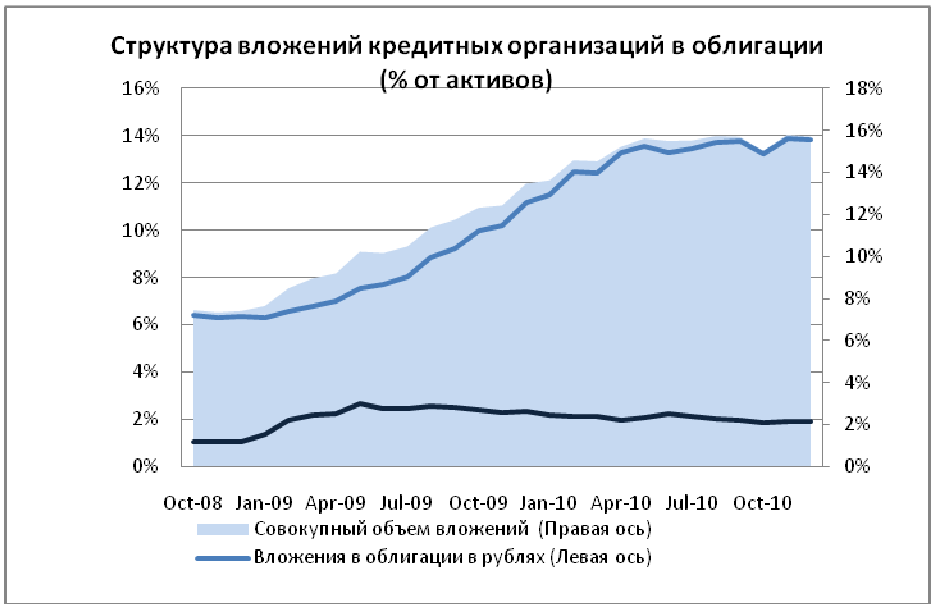


Рисунок 2.8. Структура вложений кредитных организаций в облигации (% от активов)[44]

Рисунок 2.9. Динамика доходностей рублевых облигаций[45]

Доля еврооблигаций в структуре торговых инструментов у российских банков находится на стабильном уровне в последние 2 года (Рисунок 2.10). Это может объясняться тем, что **реальная доходность еврооблигаций**

[44] Расчет автором по данным Банка России
[45] Расчет автором по данным CBONDS.RU

выше, чем у рублевых облигаций, учитывая значительно меньшую инфляцию доллара и евро, а также **привлекательно низкую стоимость валютного фондирования.** За тот же период особенно выросла доля корпоративных и суверенных рублевых облигаций.

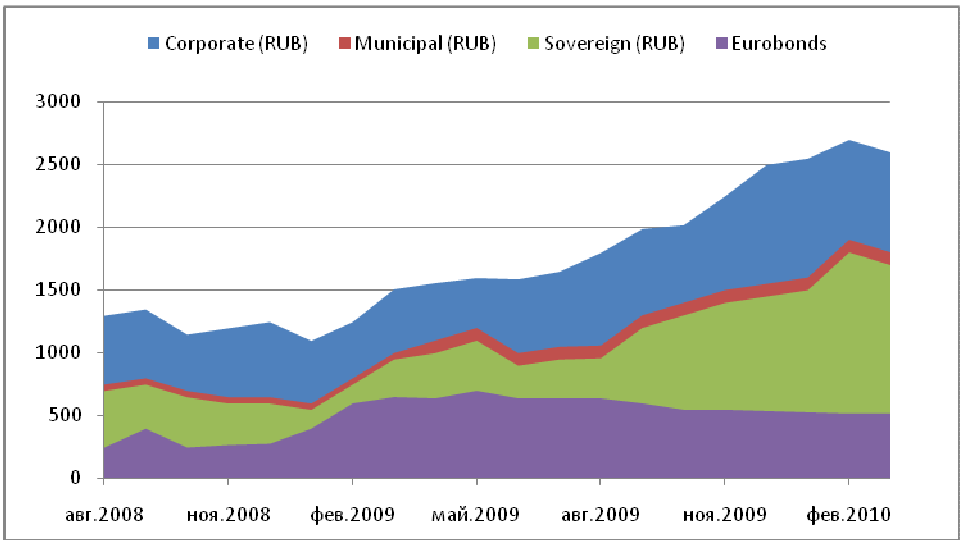


Рисунок 2.10 Структура долговых обязательств в портфелях банков[46]

В условиях избыточной ликвидности у банков на первые роли выходят управляющие портфелями ценных бумаг и казначеи. Они определяют структуру вложений, пересматривают ее, регулярно размещают привлеченные средства или высвобождают их в зависимости от потребностей банка.

При этом в целом можно выделить 2 основных подхода к инвестированию:

1. **Пассивный подход к управлению портфелем**.

Исходя из цены заемных средств или нормативной эффективности использования собственных средств, определяется минимально необходимая доходность портфеля. При инвестировании портфельный управляющий банка может отталкиваться от доходности или от спрэда (Z-spread или G-spread) при выборе той или иной бумаги. Z-spread – это спрэд между доходностью облигации и мид-свопами (mid-swaps), которые отражают стоимость денег (средняя цена спроса и предложения на межбанковском

[46] Расчет автора по данным Банка России

рынке) без реинвестирования купона под ту же доходность. В отличие от него доходность к погашению имеет условие реинвестирования текущих поступлений по облигации. Z-spread – это чистый кредитный риск. G-spread в свою очередь – это спрэд между облигацией и кривой государственных облигаций. Для еврооблигаций используется кривая американских казначейских облигаций.

Затем на основе мониторинга осуществляется отбор ценных бумаг в портфель. Часть из них может быть в более ликвидных инструментах, часть в менее, но обеспечившая большую доходность. При пассивном управлении пересмотр позиции осуществляется не часто. В данном случае банк действует *как инвестиционный фонд*. Основной объем средств под управлением достаточно стабилен. Эти средства выделены специально для вложений на финансовом рынке.

Но еврооблигации могут использоваться и *как инструмент управления банковской ликвидностью*. Казначейства банков периодически имеют приток и отток капитала. Деньги им могут поступать неожиданно и на неопределенный срок. Их задача – наиболее эффективно распорядиться средствами. Для этого они подбирают те бумаги, которые наилучшим образом подходят под их задачи и ожидания на рынке. Возможно, это будут наиболее короткие инструменты с крайне низкой волатильностью, чтобы скорее не потерять, чем заработать.

2. Активный подход к управлению портфелем.

Портфельный управляющий банка (казначей, руководитель отдела ценных бумаг), занимающийся активным трейдингом, должен суметь отследить и приобрести наиболее эффективные ценные бумаги и максимально быстро избавиться от низкодоходных активов.[47] При этом важно не допустить снижение стоимости портфеля и потерю им инвестиционных свойств. Такой подход требует бо́льших финансовых затрат, чем пассивное управление, так как он связан с информационной,

[47] Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. – М.: ИНФРА-М, 1997.

аналитической, экспертной и торговой активностью на рынке ценных бумаг, при которой необходимо использовать широкую базу экспертных оценок и проводить самостоятельный анализ, осуществлять прогнозы состояния рынка ценных бумаг и экономики в целом.

Портфель ценных бумаг корректируется в зависимости от ожиданий и прогнозов состояния денежного рынка. Так, «если кривая доходности находится в данный момент на относительно низком уровне и будет, согласно прогнозу, повышаться, то это обещает снижение курсов твердопроцентных бумаг. Поэтому следует покупать краткосрочные облигации, которые по мере роста процентных ставок будут предъявляться к выкупу и реинвестироваться в более доходные активы. Они служат дополнительным запасом ликвидности.

Когда же кривая доходности высока и будет иметь тенденцию к снижению, инвестор переключается на покупку долгосрочных облигаций, которые обеспечат более высокий доход.

Если данную операцию осуществляет банк, то он будет менее заинтересован в ликвидности, так как ожидаемая вялость приведет к снижению спроса на ссуды. По мере снижения процентных ставок банк будет получать выигрыш от переоценки портфеля вследствие роста курсовой стоимости бумаг. К моменту, когда процентные ставки достигнут низшей точки, банк распродаст долгосрочные ценные бумаги, реализует прибыли от роста курсов и в тот же день сделает вложения в краткосрочные облигации. Разумеется, стратегия «переключения» может не оправдать себя, и банк понесет убытки. Например, банк начинает скупать долгосрочные ценные бумаги в ожидании снижения процентных ставок, а они продолжают расти. Банк будет вынужден удовлетворять потребность в ликвидных средствах, покупая их на рынке по повышенным ставкам или продавая долгосрочные бумаги с убытком по курсовой стоимости. Такие ошибки могут нанести

банку большой урон, поэтому часть портфеля надо хранить в краткосрочных обязательствах, чтобы обеспечить резерв ликвидности».[48]

Говоря об активной торговле, стоит помнить, что особенно важна ликвидность в таких операциях. Поэтому выбор будет за суверенными бумагами, бондами первого эшелона (бонды крупнейших компаний с наивысшим кредитным рейтингом), а также другими наиболее ликвидными выпусками, которые, как правило, среднесрочные облигации. Спрэд в них минимален.

Финансовые рынки, обеспечившие инвесторам «легкие деньги» в прошлом году, теперь не дадут возможность размещать средства, руководствуясь одним лишь уровнем доходности – на качественные активы она сейчас слишком низка. В этих условиях альтернативной стратегией, на первый взгляд, становится увеличение доли акций в портфеле ценных бумаг банков. Достаточно сильный рост уже произошел во второй половине 2010 года. Индекс ММВБ вырос на 35%, с 1300 до 1750 б.п. При этом к середине мая рынок упал более чем на 8% до 1603 б.п. (20.05.2010).

Реальной альтернативой становится рынок еврооблигаций. В отличие от акций, не гарантирующих возвратность капитала, еврооблигации – инструменты с фиксированной доходностью. К тому же, за счет **расширения инструментария и географии инвестирования** (недоступных на локальных облигационных рынках, но возможных на рынке еврооблигаций), а также изменение стратегии работы с «buy and hold» на **активное управление**, возможно получить доходность, сопоставимую с рынком акций, но с существенно более низким риском. При этом банк может направить на международные долговые рынки лишь валютную ликвидность (которая в настоящее время, как правило, размещается под 0.25% на рынке МБК), тем самым исключая валютный риск. ***Вероятно, это поможет существенно повысить изрядно сократившуюся операционную маржу банков без ущерба для ликвидности.***

[48] Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. – М.: ИНФРА-М, 1997.

Рынок Еврооблигаций исторически более волатильный чем рублевый рынок долга, что делает его привлекательным для активной торговли поскольку движения цен происходят более “выраженно и интенсивно”. Данный вывод был сделан на основании анализа волатильности (дисперсии) 10 наиболее ликвидных еврооблигационных и рублевых выпусков российских компаний. Кроме того, интерес к еврооблигационному рынку России со стороны международных инвесторов делает его более ликвидным, в сравнении с биржевым рублевым рынком. А использование кредитных деривативов, в частности CDS, в совокупности с Еврооблигациями позволяет банкам использовать различные методы управления кредитными рисками, а также разнообразные торговые стратегии.

Вряд ли стоит ожидать попутного тренда, который обеспечит доходность по портфелям ценных бумаг, сравнимую с результатами 2009 года – экономическая статистика будет в течение продолжительного времени депрессивно сказываться на инвестиционном климате и мешать формированию очевидных долгосрочных трендов.

Помимо очевидных преимуществ от диверсификации (например, индекс EMBI Global, отражающий динамику еврооблигаций целого ряда развивающихся стран по результатам 2010 года вырос на 12,2%, в то время как EMBI Russia не превысил 8,1% за тот же период) специфика рынка еврооблигаций позволяет существенно зарабатывать в процессе приобретения облигаций на первичном рынке, через который корпорации размещают свои долги.

Именно поэтому при сохраняющейся волатильности на рынке и географическому расширению вложений, активный подход к торговли может принести свои плоды.

Среди преград, которые несет в себе региональная диверсификация или выбор иного инструмента (например, конвертируемые облигации), это то, что многие банки достаточно консервативны в своих предпочтениях. Отделы «контроля за рисками» не открывают лимиты на тех или иных

эмитентов, так как не могут оценить всех рисков; у них нет должной экспертизы. Зачастую лимиты открываются очень долго, не позволяя управляющим реализовывать торговые идеи в моменте. Также на некоторых эмитентов устанавливают огромные нормы резервов, что делает вложения в те или иные бумаги непривлекательными.

Разумеется, активные торговые операции несут в себе определенные риски, которые нельзя не учитывать. Однако существуют разнообразные торговые стратегии и инструменты, позволяющие такие риски упреждать, а также ограничивать размеры возможных потерь. Существуют также стратегии, позволяющие увеличить доходность на рынке путем использования смежных инструментов. При всем их разнообразии, я постарался отобрать только те, которые осуществимы в реалиях российского рынка. Именно простые инструменты на практике оказываются наиболее ликвидными, что важно для реализации задач по управлению портфелем ценных бумаг банка. Также их преимущество в том, что все они внебиржевые, а значит, условия сделок могут быть обговорены в каждом конкретном случае отдельно и индивидуально согласованы.

Приведенные ниже стратегии эффективны в условиях, о которых шла речь ранее. Они не подразумевают какое-либо конкретное развитие событий. Они направлены либо на защиту капитала, либо на повышение доходности, как при наличии выраженного тренда, так и в условиях бестрендового рынка.

1. Сделка РЕПО (Repurchase Agreement)

Сделка покупки (продажи) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через определенный срок по заранее определенной цене. Соглашение РЕПО может рассматриваться как краткосрочный обеспеченный заем. Сделки РЕПО часто совершаются с целью кредитования участников рынка деньгами либо ценными бумагами. Ставка РЕПО — величина, выраженная в процентах, под которую выдаются займы (обычно положительная для стороны, занимающей деньги и отрицательная для

занимающей бумаги). Еще одним параметром является дисконт. Бумаги принимаются не в полной их рыночной стоимости, а со скидкой на случай страховки от движения цены бумаги. В Таблице 2.2 приведены стратегии с использованием РЕПО.

Таблица 2.2 Стратегии с использованием РЕПО

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Повышение доходности (агрессивная): Стратегия состоит в покупке облигаций, с последующей их продажей через РЕПО и покупке новых облигаций. При низких ставках доходности по ценным бумагам, превышающих тем не менее ставку РЕПО, доходность по фактически размещенным средствам существенно выше доходности по самим ценным бумагам.	Эффективное размещение средств даже при низких доходностях по ценным бумагам. Увеличивается размер и доходность портфеля.	Возрастают ценовые риски портфеля, так как объём инвестиций увеличивается. Риск недостаточности маржи при падении рынка.
Управление ликвидностью (защитная): В случае недостатка средств, РЕПО может быть использовано для привлечения средств, наравне с кредитной линией или продажей части ценных бумаг портфеля и размещения средств.	Возможность получить дешевое финансирование без ликвидации (части) портфеля.	Кредитный риск контрагента (counterparty risk).

Именно с коллапса чрезмерно раздутого рынка кредитования под залог ценных бумаг начался финансовый кризис в России 2008.[49] Избыточная ликвидность и сейчас толкает участников рынка на создание долговых пирамид. При такой структуре рынка велик риск повторения ситуации сентября 2008 года, однако участники торгов рассчитывают на высокое качество обращающихся бумаг и их эмитентов. По сути, инвестор берет риск на сумму, существенно превышающую его реальный запас средств. Под

[49] РЕПО держится на бумаге. Виталий Гайдаев, Александр Мазунин Газета «Коммерсантъ» № 84 (4384) от 14.05.2010 http://finansist-kras.ru/analitika-13156

залог ценных бумаг банк может купить еще какие-либо облигации, тем самым повысив доходность на величину вложенных средств. Банки должны учитывать риски при использовании агрессивной стратегии.

2. Форвардный контракт (Forward Contract)

Договор, по которому одна сторона (продавец) обязуется в определенный договором срок исполнить свои обязательства по купле-продаже ценных бумаг. В Таблице 2.3 показаны стратегии с использованием форвардов.

Таблица 2.3 Стратегии с использованием форвардных контрактов

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Хеджирование портфеля (Защитная): Покупка на спот, Продажа на форварде Покупка облигаций и одновременно их продажа на форварде.	Хеджируется ценовой риск и фиксируется доходность по купону.	Уменьшается потенциал роста прибыли.
Управление ликвидностью (защитная): Продажа на спот, Покупка на форварде Продажа облигаций и одновременно их покупка на форварде. Стратегия похожа на Liquidity Management Strategy в РЕПО.	Возможность получить дешевое финансирование без ликвидации (части) портфеля.	Кредитный риск контрагента (counterparty risk).

Форвардный контракт является банковским контрактом[50], поэтому он не стандартизирован и может быть подобран под конкретную операцию. В стратегии управления ликвидностью это операция sell-buy back. Она отличается от РЕПО тем, что осуществляется как 2 торговые сделки без дисконта. Она сделка рассчитывается на спот T+3, а вторая на форварде, например, на T+10. Обе сделки осуществляются в один момент времени, но только с разными датами расчетов. Платой за привлечение ликвидности служит обычно купон, но возможны и иные условия.

[50] http://market-pages.ru/valutn/11.html

3. Соглашение о будущей процентной ставке (FRA - Forward Rate Agreement)

Соглашение, согласно которому одна сторона (покупатель) платит фиксированную ставку продавцу, а получает плавающую. Платежи рассчитываются на определенный номинал, компенсируются и производятся единым платежом в начале контрактного периода. Продавец осуществляет выплату покупателю в случае подъёма плавающей ставки выше определенного в договоре значения. Покупатель выплачивает продавцу FRA компенсацию при падении ставки-ориентира ниже установленного уровня. Обмен номинальной суммой не предусмотрен.

FRA — соглашение, заключенное двумя сторонами с целью либо защититься от будущих колебаний процентных ставок, либо спекулировать на этих колебаниях. В Таблице 2.4 указаны основные стратегии с использованием FRA.

Таблица 2.4 Стратегии с использованием соглашения о будущей процентной ставке

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Повышение доходности (агрессивная): Традиционно инвесторы, ожидавшие падения (роста) процентных ставок, покупали (продавали) облигации, цена которых росла (опускалась) при снижении (повышении) ставок. Сегодня инвесторы могут продать (купить) FRA соглашение, на тот же или больший номинал, чем при покупке облигации.	Номинальная стоимость FRA обеспечивается значительно меньшей суммой, предоставляя леверидж и увеличивая потенциальную доходность.	Возрастают ценовые риски портфеля при использовании левериджа.
Хеджирование портфеля (Защитная): Покупка облигации и продажа FRA или продажа облигации и покупка FRA.	Хеджируется риск изменения процентной ставки.	Уменьшается потенциал роста прибыли от благоприятного изменения процентной ставки.

По сути, FRA — это форвардная ссуда с фиксированной процентной ставкой, но без фактического кредитного обязательства. Поскольку по условиям FRA ссудная сумма не перечисляется, этот инструмент не отражается в балансовых отчетах и устраняет необходимость резервирования капитала.

Так как рынок облигаций тесно связан со ставками на денежном рынке, FRA позволяет хеджировать процентный риск.

Пример защитной стратегии - покупка облигации+продажа FRA (см. Рисунок 2.11):

Предположим, что портфель инвестора составлен таким образом, что доходность портфеля зависит от ставки 6m USD LIBOR. Допустим, инвестор имеет финансирование по фиксированной ставке 3.4% и доходность по плавающей 6m USD LIBOR+300b.p. Если 6m USD LIBOR будет 0.7% через полгода, то инвестор получит 0.3% чистого дохода; если LIBOR будет 0.3%, то будет убыток 0.1%. Поэтому инвестор решает зафиксировать плавающую процентную ставку при помощи продажи FRA 6x12 на 6m USD LIBOR по 0.6%. Падение ставки будет компенсировано выплатой по FRA, а рост ставки будет компенсирован большей доходностью.

Рисунок 2.11. Стратегия с использованием FRA (покупка облигации + продажа FRA)

4. Процентный своп (Interest Rate Swap)

Производный финансовый инструмент в форме соглашения между двумя сторонами об обмене процентными платежами на определенную, заранее оговоренную сумму. Могут быть в одной или разной валюте. На определенную дату одна сторона заплатит второй стороне фиксированный

процент на определенную сумму и получит платеж на сумму процента в другой валюте или (и) по плавающей ставке (например, по ставке LIBOR) от второй стороны. Для свопов в одной валюте обмен номинальной суммой не предусмотрен, платежи неттингуются и одна из сторон выплачивает разницу указанных выше платежей. Стратегии с использованием процентных свопов указаны в Таблице 2.5.

Таблица 2.5 Стратегии с использованием процентных свопов

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Повышение доходности (агрессивная): Более высокие реальные ставки в иностранной валюте могут позволить получить более высокую доходность в локальной валюте (при сравнимом уровне риска). Стратегия заключается в покупке облигации в иностранной валюте и конвертации платежей в локальную, используя валютный своп.	Возможность получить более высокую доходность (при сравнимом уровне риска).	Необходимость углубленного анализа кредитного риска корпоративных эмитентов.
Хеджирование процентного риска (Защитная): Стратегия заключается в замене плавающей ставки фиксированной или наоборот. Например, для организации имеющей кредит с фиксированной процентной ставкой, но получающей платежи по плавающей процентной ставки имеет смысл войти в Fixed-For-Floating Swap для того чтобы зафиксировать процентную ставку.	Устраняется риск изменения процентной ставки.	Уменьшается потенциал роста прибыли при благоприятном движении процентных ставок.
Повышение доходности (агрессивная): Стратегия похожа на Yield Enhancement в инструменте FRA. Инвесторы, ожидавшие падения (роста) процентных ставок, могут войти в Floating-For-Fixed (Fixed-For-Floating) Interest Rate Swap на тот же или больший номинал, чем при покупке облигации.	Номинальная стоимость свопа обеспечивается значительно меньшей суммой, предоставляя леверидж и увеличивая потенциальную доходность.	Возрастают ценовые риски портфеля при использовании левериджа.

Пример агрессивной стратегии покупка евробонда + своп (см. Рисунок 2.12):

Предположим, у инвестора есть выбор: он может купить облигацию с купоном 6% в долларах или 9% в рублях, считаем, что облигации оценены по номиналу; также Fixed-for-Fixed Swap с платежами 6% в долларах стоит 11% в рублях. Инвестору целесообразнее купить долларовую сторону свопа (платить 6% в долларах) и получать 11% в рублях и одновременно на полученные доллары купить облигацию, которая приносит 6% в долларах. Платежи в долларах взаимно компенсируются, инвестор получает фиксированную ставку 11% в рублях, которая выше ставки 9% при покупке рублевой облигации.

Рисунок 2.12. Стратегия с использованием еврооблигации и свопа.

5. Опцион на облигацию (Bond Option)

Внебиржевой инструмент дающий право, но не обязательство, купить или продать определенную облигацию по заранее определенной цене на протяжении определенного отрезка времени. Различают опцион на покупку (Call option) и на продажу (Put option). Наиболее распространены опционы двух типов – американский и европейский. Американский опцион может быть исполнен в любой день срока опциона. Европейский опцион может

быть погашен только в указанную дату (дату исполнения). В Таблице 2.6 упомянуты некоторые стратегии с использованием опциона на облигацию.

В России опционы на облигации пока недостаточно развиты. Они менее популярны, чем опционы на фьючерсы. Цена облигаций зависит от уровня существующей на рынке процентной ставки. Поэтому опционные контракты заключаются в предположении уловить или застраховаться от изменения ставки процента.

Таблица 2.6 Стратегии с использованием опциона на облигацию

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Хеджирование портфеля (Защитная): покупка опциона колл Даёт возможность купить облигацию по заранее определенной цене. Характеризуется потенциальной прибылью при растущем рынке или растущей волатильности и ограниченными убытками, если базовый актив снижается или стоит на месте.	Большой потенциал прибыли, убыток ограничен премией, уплаченной за опцион.	Стоимость опциона может быть большой. Кредитный риск продавца опциона.
Хеджирование портфеля (Защитная): покупка опциона пут Даёт возможность продать облигацию по заранее определенной цене. Характеризуется потенциальной прибылью при падающем рынке или растущей волатильности и ограниченным убытком, если базовый актив растет или стоит на месте.	Большой потенциал прибыли, убыток ограничен премией, уплаченной за опцион.	Стоимость опциона может быть большой. Кредитный риск продавца опциона.
Повышение доходности и управление ликвидностью (Защитная): Покрытый Колл Консервативная стратегия, предполагающая покупку облигации с одновременной продажей опциона Call, которая позволяет получить хорошую прибыль на нейтральном рынке, а так же денежный поток от продажи опциона.	Дополнительная прибыль от продажи опциона, которая повышает доходность портфеля	Уменьшение прибыли при росте рынка (облигация дорожает и опцион исполняется). Кредитный риск продавца опциона.

6. Кредитный дефолтный своп (CDS – Credit Default Swap)

Кредитный дефолтный своп – это договор, согласно которому одна сторона за плату обязуется компенсировать другой стороне убытки, в случае реализации определенного события. Цель использования данного инструмента очевидна как для продавца, так и для инвестора. Первый хочет по каким-либо причинам защититься от дефолта либо иного прописанного в договоре события, которое может привести к падению стоимости базового актива, как правило, облигации, общий долг отдельной компании или даже целого государства, второй заработать, приняв на себя риск.

Схема такова: покупатель страховки выплачивает фиксированную премию продавцу в момент заключения контракта (раз в полгода – с начала действия контракта и до конца/до дефолта), а продавец в случае дефолта обязуется купить покрываемые страховкой облигации по номиналу (например, предположим, что Аргентина объявила дефолт и ее облигации торгуются по 25 центов за доллар – продавец CDS будет вынужден купить у покупателя эти облигации по 100 центов за доллар). Общий объем страховых выплат в течение года, выраженный в процентах от номинальной стоимости, называется спрэдом CDS. CDS котируются в базисных пунктах. Предположим, что инвестор покупает пятилетнюю корпоративную облигацию под 7% годовых и в то же самое время страхует ее покупкой CDS. Спрэд CDS составляет 2% или 200 б.п. Таким образом, облигация становится безрисковой (по крайней мере, приблизительно). Инвестор будет получать 5% годовых. Некоторые другие стратегии с использованием CDS приведены в Таблице 2.7.

На практике между Z-spread облигации и стоимостью CDS, выписанного на тот же актив, существует значительная разница, которая называется положительным или отрицательным базисом (basis). Теоретически, игнорирую риск изменение процентных ставок и стоимость фондирования, базис должен быть равен нулю, т.е. оценка кредитного риска на рынке облигаций и рынке кредитных деривативов должна совпадать.

Существование базиса отличного от нуля несет в себе потенциально возможную прибыль за счет использования арбитражных стратегий, а также получение прибыли при полноценном хеджировании кредитного риска.

Таблица 2.7 Стратегии с использованием кредитных дефолтных свопов (CDS)

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Леверидж (Агрессивная): Покупка облигации и продажа CDS, или покупка CDS и продажа облигации. В обоих случаях номинал CDS обеспечивается значительно меньшей суммой.	Увеличивается размер и, следовательно, потенциальная доходность портфеля.	Возрастают кредитные риски портфеля, так как объём портфеля увеличивается.
Хеджирование портфеля (Защитная): Покупка облигации и покупка CDS или продажа облигации и продажа CDS.	Хеджируется кредитный риск. При существовании положительного или отрицательного базиса существует возможность совершения арбитражных сделок не несущих кредитных рисков.	Доходность портфеля может быть значительно ниже по сравнению с asset leveraging strategy.

7. Конвертируемые облигации (Convertibles)

Конвертируемые облигации – это такие облигации, которые могут быть обменены на определенное число акций в соответствии с условиями выпуска. Если же облигации не были конвертируемы в акции, то они должны быть погашены эмитентом по достижению срока погашения.

То, как можно использовать конвертируемые облигации в инвестиционных стратегиях банка, приведено в Таблице 2.8.

Конвертируемые облигации являются обычно субординированным долгом. Однако они имеют все характеристики облигации — номинальную стоимость, купонную ставку, дату погашения, доходность, а также зачастую

рейтинг и срок досрочного погашения. Так как конвертируемые облигации могут быть обращены в определенное число акций того же эмитента, то это «вынуждает» цену облигации следовать за динамикой цены акций. Это происходит благодаря опциону колл, который «вне денег» на момент выпуска бонда, то есть совсем дешев, но начинает быстро расти, становясь все больше и больше в деньгах по мере роста цены акции. Конвертируемая облигация ведет себя как акция в моменты роста, но при падении зависимого актива бонд остается бондом - просадка в цене ограничена. В целом, конечно же, можно констатировать, что движение цены конвертируемой облигации сильнее, чем в обычных бондах, и движется она в большем диапазоне.

Таблица 2.8 Стратегии с использованием конвертируемых еврооблигаций

Стратегия	Преимущества	Недостатки
Хеджирование портфеля (Защитная): Convertible Arbitrage Convertible arbitrage основан на покупке портфеля состоящего из конвертируемых облигаций и одновременным хеджированием этой позиции посредством продажи базовых акций.	Эта стратегия позволяет получить доход, как по купонам облигаций, так и от падения стоимости акций. В случае если акции будут расти в цене, конвертируемые облигации с определенного момента начнут двигаться за ними, что, в конце концов, позволит заработать как на купоне, так и значительной курсовой разнице.	Низкий уровень волатильности акции, может не позволить заработать на курсовой разнице. Купонная доходность конвертируемых облигаций, как правило, ниже обыкновенных.

На наш взгляд, такой инструмент, как конвертируемая облигация – это прекрасная альтернатива для банков на фоне растущего рынка акций. Это возможность поучаствовать в динамике цен более рискового актива. Нужно помнить, что именно в этом основная идея convertibles, иначе инвестор рискует получить очень маленькую доходность из-за невысокого купона. При падении акций просадка в конвертируемых облигациях ограничена, так как они ведут себя как инструмент с фиксированной доходностью.

На данный момент ТМК (Трубная Металлургическая Компания) и Лукойл имеют такие облигации среди своих выпусков.

Выводы по второй главе

Подводя итог по данной главе, необходимо подчеркнуть, что проблемы у банков сейчас заключаются не в привлечении, а в размещении средств. Еврооблигации являются одним из подходящих инструментов для инвестирования свободных средств. Через евробонды у средних и небольших открывается возможность кредитовать качественных заемщиков, крупные отечественные и зарубежные компании, диверсифицируя свои вложения по территориальному (региональному) признаку. Еврооблигационный рынок более волатильный в отличие от рублевого локального рынка и позволяет хеджировать риски, используя CDS. Евробонды проявили себя как ликвидный инструмент, что крайне важно для кредитных институтов. Особенности рынка еврооблигаций дают возможность активно управлять портфелем, диверсифицировать вложения. Определенные стратегии с использованием других инструментов позволяют повысить эффективность работы на данном рынке. Важно то, что все они ликвидны, и не должно возникнуть проблем при ликвидации (закрытии) позиции.

Реальная доходность по еврооблигациям выше, чем по рублевым аналогам. Но на текущем рынке она кажется непривлекательной из-за более дорогой стоимости фондирования у некоторых финансовых институтов. Для этого мы предлагаем более активный подход к трейдингу, диверсификацию вложений в региональном разрезе и использование смежных инструментов.

Далее важно выяснить, как на практике осуществляется торговля еврооблигациями, как работает данный механизм, включая заключение сделок и расчетов по ним, а также показать перспективы вложений в другие рынки.

3. Практика осуществления и перспективы развития инвестиционных операций банков на рынке еврооблигаций

3.1 Механизм торговли еврооблигациями

Рассмотрение внебиржевого рынка с выработанным на нем механизмом торговли еврооблигациями представляется крайне важным в связи с тем, что через них проявляются многие другие преимущества рынка международных долговых бумаг, такие как полная адаптация под цели инвесторов, большие объемы сделок, региональная диверсификация и другие. Также коммерческим банкам важно понимать, что данный механизм достаточно прост и надежен в осуществлении.

В связи с тем, что рынок еврооблигаций является внебиржевым, то банку необходимо особенно тщательно управлять кредитным риском, помимо ценового риска, риска изменения процентных ставок и справедливой доходности (кривых доходностей и спрэдов), валютного риска и многих других.

Кредитный риск делится на 3 группы. Во-первых, это **прямой кредитный риск**, то есть риск потерь, возникающих в связи с невозможностью выполнения контрагентом в установленные сроки и в полном объеме своих обязательств по выпущенным долговым инструментам. Для этого банк (отдел риск-менеджмента) устанавливает лимиты на эмитентов, а портфельные управляющие должны соблюдать их. Специальные лимиты кредитного риска базируются на основе рейтинга компании и фундаментальной информации о ней. Процедура установления лимитов проходит по каждому эмитенту, иногда отдельным выпускам бумаг эмитента. Во-вторых, это **эквивалентный кредитный риск**, то есть риск потерь, возникающих в связи с невозможностью выполнения контрагентом своих обязательств по внебалансовым продуктам, а именно по свопам, опционам и форвардам. Этот риск возникает при хеджировании компанией

рыночных видов риска. И, в-третьих, это **риск расчетов**, заключающийся в невыполнении контрагентом своих обязательств по сделке. Механизм DVP снижает его до минимума. Но возможны задержки по поставке. На практике такой риск ярко проявляется как раз в случае активной торговли. Купив и тут же продав бумагу другому контрагенту, возникает риск попасть в «короткую» позицию, если по первой сделке не поставят бумагу.

Основными операторами на рынке еврооблигаций выступают крупнейшие инвестиционные банки и компании по ценным бумагам (маркет-мейкеры), коммерческие банки, брокеры-дилеры, различного типа фонды и так называемые on-screen brokers.

Среди последних можно назвать Tradition, Taled, ICAP, BGC, GFI. Их задачей является отражение заявок участников рынка путем выставление их на своих экранах (поэтому on screen). Те участники рынка, которые имеют доступ к этим брокерским скринам, видят, где сейчас котируется та или иная бумага. Во-первых, каждый участник может попросить брокера выставить его цену, если ее нет в той или иной бумаге вообще, или же она лучше, чем отраженная на экране. Также можно и снять заявку. Участники рынка могут совершить сделку, отдав брокеру приказ о покупке/продаже по цене экрана. Если покупают бумагу по цене оффера, это называется lift. Если же наоборот продают в бид, то это hit. (Например, при понижении outlook США со стороны S&P со стабильного на негативный 18.04.2011 на экранах наблюдался hit by hit, распродажа на негативных новостях). Все цены на брокерских экранах firm, или же твердые. Именно поэтому совершение сделки возможно. При нетвердых ценах (их называют level, indicative) со стороны контрагента нельзя продать или купить бумагу, это лишь индикативный уровень. Сторона, поставившая нетвердую цену, всегда может отказаться от совершения сделки. При торговле с брокером, стороны никогда не узнают, с кем совершили сделку на самом деле. Для них обеих контрагентом выступает брокер. Таким образом, можно сделать вывод, что on-screen brokers отражают, где находится рынок и цены в той или иной

бумаге, а также обеспечивают ликвидность на рынке. Так как иногда сложно найти бумагу (или она не очень ликвидная), то можно «повесить» свою цену на брокерский экран, и если кому-либо будет интересно данное предложение, то может произойти сделка.

Что касается средних и небольших коммерческих банков, то они могут оперировать на этом рынке двумя способами. Первый заключается в том, что они открывают счет в крупном банке (инвестиционной компании) и действует только через него, т.е. как прайм-брокера. Брокерами выступают обычно крупные финансовые институты. В России к ним относят, например, ВТБ Капитал или Тройку Диалог. Все операции на рынке будут осуществляться только с этим брокером. Этот способ торговли несет в себе очевидные неудобства для банка, желающего торговать наиболее эффективно.

Среди недостатков можно отметить:

- Бумаги хранятся у брокера, что несет дополнительные риски.
- Вопрос цен. У брокера далеко не всегда оказываются лучшие цены на рынке, а свитч стоит дополнительную комиссию. Если брокер не работает с вашим контрагентом, то сделка может вообще не осуществиться или издержки станут настолько высокими, что будет неэффективно ее осуществлять.
- Неразвитость контрагентской базы в целом. Работа исключительно со своим брокером в кризисные моменты на рынке может поставить вопрос ликвидности позиции банка.
- Ограниченный доступ на рынок. Невозможно купить или продать бумагу, если брокер ее не котирует. В данном случае зачастую невозможна региональная диверсификация портфеля. Например, российские брокеры торгуют исключительно облигациями российских эмитентов и крайне небольшим списком из ближайших стран. Также закрыт доступ к on-screen брокерам.

- Временной аспект. После 19-00 брокер заканчивает рабочий день. Банк не может продать или купить евробонд на фоне новостей из Америки. Ликвидность его инвестиций падает.
- Исключаются также некоторые другие достоинства рынка еврооблигаций - тип расчетов и прочее.

Рассмотрим 2-й способ – торговлю банка со своими контрагентами напрямую посредством расчетов DVP (поставка против платежа) в одной из клиринговых систем - Euroclear или Clearstream.

- *Открытие счета депо в суб-депозитарии Euroclear*

Сначала банку необходимо открыть счет ДЕПО в одном из банков-членов Euroclear, в одном из глобальных кастодианов, являющийся суб-депозитарием. Они занимаются организацией расчетов как одним из видов деятельности. Ими обычно выступают крупные финансовые институты (банковские группы или инвестиционные банки), такие как Deutsche Bank, Citibank, ING, JP Morgan, Goldman Sachs, и другие. Также кастодиальные услуги предлагают трастовые компании (например, State Street Bank & Trust Co) и национальные депозитарные центры (например, НРД). В России счет ДЕПО можно открыть в ВТБ, Сбербанке или ВЭБе, а также в Национальном Расчетном Депозитарии и некоторых других финансовых институтах. Также счет можно открыть напрямую в Euroclear, став их клиентом. Это вовлекает дополнительные требования к банку и процедуры проверок. Считается, что это нецелесообразно, если банк собирается исключительно торговать на внебиржевом рынке различными инструментами. Проще открыть счет ДЕПО в одном из суб-депозитариев (кастодианов).

- *Совершение сделок с еврооблигациями*

После открытия счета, внесения на него денежных средств и налаживания механизма работы бэк-офиса банк готов к совершению сделок. Так как рынок является внебиржевым, то сделки заключаются не через торговые терминалы типа Quick, а непосредственно по телефону или путем обмена сообщениями через аналитическо-информационные системы

Bloomberg или Reuters Dealing. Переговоры в системе Bloomberg/Reuters Dealing ведутся Дилерами на английском или русском языках. Использование сокращений и символов при переговорах допускается в соответствии с общепринятой торговой практикой заключения аналогичных сделок. При этом стандартная идентификация сторон в системе Bloomberg/Reuters однозначно и с достаточной для Сторон достоверностью указывают на лицо, выступающее Стороной в переговорах.

Стороны обговаривают основные параметры сделки:

- Вид Сделки (например, покупка или продажа Облигаций соответствующей Стороной);
- Вид Облигаций (наименование эмитента или общепринятое участниками рынка название Облигаций, не допускающее двойного толкования; государственный регистрационный номер выпуска Облигаций или код ISIN, срок погашения);
- Цена в процентах от номинала;
- Дата платежа и поставки Облигаций (по умолчанию T+3);
- Особые условия Сделки (если имеются).

Трейдеры могут торговаться до достижения обоюдно приемлемой цены или разойтись и начать торговаться заново через некоторое время. Если по всем пунктам наступает согласие, то сделка совершается. Для этого обычно используют слова типа «сделали» (по телефону) или «mine/yours + done» (при общении в чате) и повторяют все параметры, чтобы не было претензий и недопонимания. Все телефонные разговоры обычно записываются, а чаты сохраняются. Это необходимо для того, чтобы в случае конфликтной ситуации имелось доказательство совершения сделки. Чаты системы Reuters официально признаются в суде. Пример чата из системы Bloomberg с заключением реальной сделки можно найти в Приложении А.

- *Выписывание тикетов, передача их в бэк-офис*

После совершения сделки трейдер выписывает электронный тикет в системе Блумберг/Рейтерс и посылает своему контрагенту. Вторая сторона

должна его подтвердить, предварительно ознакомившись со всеми параметрами сделки: сторона продавца/покупателя, наименование евробонда, цена сделки в процентах от номинала, размер сделки по номиналу, накопленный купон и итоговая сумма сделки (заполняются автоматически системой) и номер счета Euroclear и кастодиан, дата сделки (trade date) и дата расчетов (settlement date, по умолчанию T+3, но может быть больше или меньше при обоюдном согласии двух сторон).

Пример электронного тикета системы Bloomberg:

```
* TRADE TICKET: ARGENT 8.28 12/31/33   *     ISIN: ARARGE03E113
TRADER: Ivanov Ivan                        SD:  5/10/2011
SELLS:        1000 M       of ARGENT-$DIS
PRICE   80.250000 YIELD  10.6482  ( Avg. Life: 17.892  yrs.    )

Current Factor: 1.30095       Capitalization: 0.01179
Euroclear # 12345

TRADE NUMBERS:    PRINCIPAL          $       1,044,013.34
                  CAPTLIZATION       $          9,462.82
                  130 DAYS ACCRUED              27,106.76
                  TOTAL PAYMENT      $       1,080,582.92
                  TOTAL IN
```

Помимо Bloomberg, обмен может быть произведен через банковскую систему SWIFT или электронной почте. Трейдер также выписывает бумажный тикет, в котором указываются контрагент (наименование компании, банка), сторона покупки/продажи, наименование облигации, цена, объем, а также даты совершения сделки и расчетов по ней.

После получения подтверждения по сделке от контрагента - по электронному тикету, он посылается в бэк-офис. Также туда передается бумажный вариант тикета, выписанного от руки трейдером. Расчетный отдел бэк-офиса сравнивает 2 тикета и выявляет есть ли в них расхождения.

- *Обмен подтверждениями между бэк-офисами контрагентов*

Если обнаруживается, что какие-то данные не совпадают, то причины должны быть выявлены, а ошибки устранены. Это делается путем

консультации с трейдером и выписывании новых торговых документов. Если же расхождения в тикетах не выявлены (или устранены), то бэк-офисы обеих сторон должны обменяться подтверждениями о заключении сделки. Подтверждения являются основными документами по внебиржевым сделкам. Они содержат следующие существенные условия:

- ✓ Дата заключения Сделки;
- ✓ Вид Сделки (покупка или продажа Облигаций соответствующей Стороной);
- ✓ Вид Облигаций (Эмитент, государственный регистрационный номер выпуска Облигаций или код ISIN, срок погашения);
- ✓ Цена Облигации;
- ✓ Сумма Сделки по номиналу;
- ✓ Чистая сумма Сделки;
- ✓ Валюта и Сумма Сделки;
- ✓ Сумма накопленного купонного дохода;
- ✓ Дата платежа;
- ✓ Дата поставки Облигаций;
- ✓ Порядок расчетов по Сделке;
- ✓ Платежные инструкции для перечисления Суммы Сделки;
- ✓ Реквизиты счетов ответственного хранения, по которым будет происходить списание/зачисление Облигаций;
- ✓ Особые условия Сделки (при наличии таковых).

Как один из параметров был упомянут код ISIN. Он представляет собой систему стандартизированной нумерации. Каждой бумаге помимо «общего кода» присваивается ISIN код для идентификации еврооблигации и общей безопасности при проведении расчетов.

Помимо подтверждений по конкретной сделке, контрагенты обмениваются разовыми соглашениями о совершении операции. Если сделки происходят регулярно, то для удобства подписывается генеральное соглашение.

- *Выставление инструкций и мэтчинг. Расчеты*

Подразделение расчетов бэк-офиса сотрудничает с кастодианом, через которого инструкции по зачислению средств или получению бумаг попадают в депозитарно-клиринговую систему. Например, если кастодианом является Deutsche Bank, то инструкции выставляются через систему банк-клиент.

Инструкции выставляют оба контрагента по сделке, каждый со своей стороны. В инструкциях присутствуют все те же данные по сделке и информация по контрагенту. Кастодиан передает их в клиринговую систему (Euroclear), где должна находиться ответная инструкция по сделке от контрагента. Это очередной этап контроля. В депозитарно-расчетной системе должен произойти их мэтчинг, то есть они должны полностью друг другу соответствовать. Следующим шагом после мэтчинга являются расчеты, которые осуществляются методом «поставка против платежа» или DVP. Это означает, что обе Стороны по сделке должны иметь на своих счетах достаточное количество бумаг и денежных средств в день расчетов (settlement date) для обеспечения своих обязательств перед контрагентом. Тем самым минимизируется риск расчетов. Это риск потерь, возникающих в связи с невыполнением контрагентом обязательств по сделкам в процессе урегулирования расчетов, когда определенная стоимость была поставлена контрагенту, но не была получена в ответ от него. DVP заключается в том, что обмен финансовыми активами и деньгами происходит одновременно лишь в тот момент, когда у обеих сторон сделки есть на счетах активы в должном размере (деньги/бумаги).

В случае отсутствия или нехватки денег/бумаг на счете одного из контрагентов, он может быть прокредитован со стороны Euroclear, если банк является клиентом Euroclear, или со стороны кастодиана, в котором у него открыт счет ДЕПО. Даже если кредитор Euroclear, то это не значит, что средства его собственные. Это механизм возможен, потому что некоторые участники депозитарно-расчетной системы предоставили ему право использовать их временно свободные средства для урегулирования расчетов.

По первому требованию они должны быть возвращены владельцу с учетом процентов.

Рассматривая счет депо в суб-депозитарии, можно отметить, что одним и тем же счетом в Euroclear у одного кастодиана могут пользоваться несколько клиентов. Например, номер счета 12345. Каждому клиенту открывается суб-счет для внутренней идентификации. При этом клиринговая система видит только общий счет (№12345) без суб-счетов. Расчеты проходят только по нему. Следовательно, если инструкция выставлена на №12345, то Euroclear произведет расчеты, если на нем будет необходимое количество бумаг. Это произойдет вне зависимости от того, есть ли бумаги у клиента «1», который совершил сделку или у клиента «2», который пользуется этим же счетом. А клиент «1» должен будет пополнить счет бумагами, если он взял позицию «шорт». Такое регулярное кредитование клиентов средствами друг друга со стороны кастодиана производится для повышения эффективности расчетов. При этом возникает некий риск для клиента-кредитора. Он не сможет рассчитаться по своей сделке с бумагой, которая у него формально есть, но реально была отдана в кредит другому клиенту без уведомления владельца.

Также есть индивидуальные счета, открываемые у суб-депозитариев. В данном случае клиент не может никого прокредитовать, а также получить заем от других. После расчетов бумаги и остаток средств отражаются в портфеле системы банк-клиент.

Подводя итог, можно отметить, что механизм торговли еврооблигациями достаточно удобен и надежен для участников данного рынка. Он налажен и самое главное - эффективен. Это осуществляется благодаря мировым клиринговым системам (Euroclear и Clearstream), включая глобальные кастодианы. Эффективность достигается за счет стандартизации документации, процедур и отчетности, что сокращает издержки и риски ошибок. Международные расчетно-клиринговые систем и глобальные депозитарии стимулируют интеграцию национальных рынков в

международные. Тем самым у локальных банков появляется возможность выйти на мировые рынки и инвестировать свои средства с наибольшей эффективностью.

3.2 Перспективы инвестирования на рынке еврооблигаций и тенденции его развития

В данном параграфе, анализируя состояние мирового и российского рынка еврооблигаций, важно выяснить, насколько инвестиционно-привлекательным он является для банков в качестве альтернативы другим инструментам. Также мы постараемся выявить преимущества диверсификации вложений банков по региональному признаку.

«В начале, в период зарождения, оффшорный рынок был незначителен по своим масштабам. В дальнейшем международный рынок капитала стал огромным (порядка 10трлн $) и важным - обслуживая государства и корпорации по всему миру. Из года в год, каждое десятилетие, рынок развивался и расширялся как в географическом присутствии, так и в продуктовом, создавая и совершенствуя инструменты обращения. Этот рынок помогал капиталу свободно перемещаться через границы, содействовал интеграции экономик, устраняя препятствия и прокладывая мосты, соединяющие различные национальные экономики и рынки, а также способствовал структурным реформам и валютной интеграции».[51]

Рассматривая последнее десятилетие функционирования финансовых рынков, конечно же, можно отметить, что рынок еврооблигаций не стоял в стороне, а бурно рос и развивался.

Важность долгового рынка как источника финансирования возросла за последнее десятилетие, особенно в течение недавнего финансового кризиса. Это связано с тем, что компании диверсифицируют источники фондирования – они теперь полагаются не только на банковские ссуды. Государства также

[51] http://isma.org/About-ICMA.aspx

стали больше занимать на финансовых рынках. Размер всего облигационного рынка вырос на 10% за 2009 год и достиг 91 трлн $ (Рисунок 3.1).

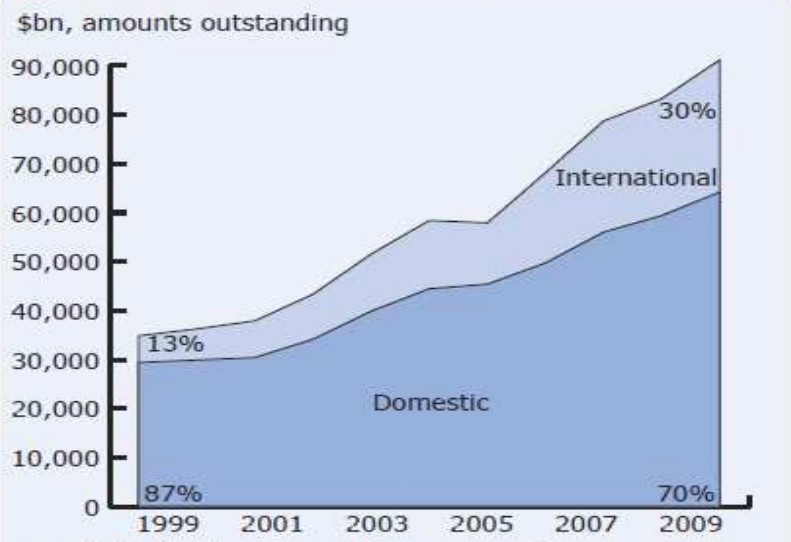


Рисунок 3.1. Мировой рынок облигаций[52]

На Рисунке 3.1 мы также видим динамику роста доли международного долгового рынка в соотношении с общим его объемом и внутренними рынками в частности. Эта доля стремительно возросла за последнее десятилетие с 13 до 30%, т.е. в 2,5 раза.

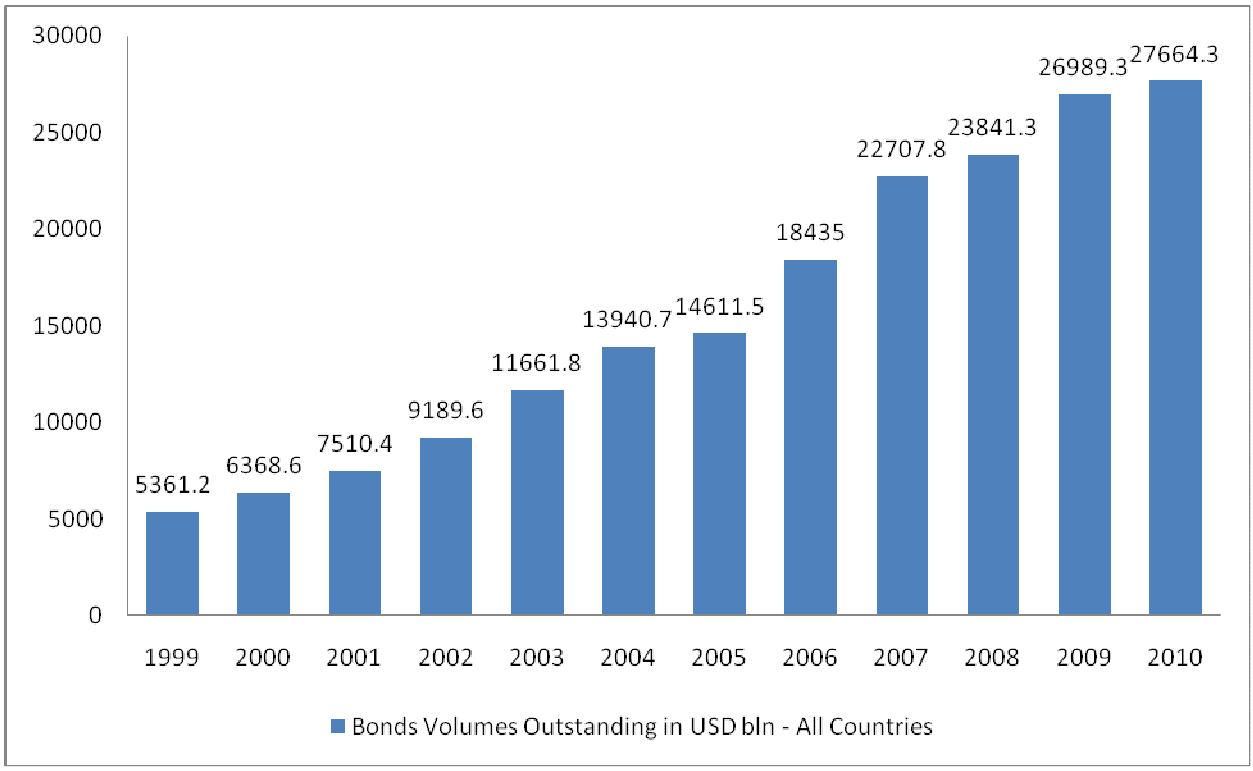


Рисунок 3.2. Размер рынка еврооблигаций в млрд долл.[53]

[52] Bond markets 2010, www.TheCityUK.com

Объем рынка евробондов в 2009 году увеличился на 13% и достиг 27 трлн $ (Рисунок 3.2). В то время как за последний год вырос незначительно, на 0.65 трлн $ или 2,5%. В целом можно отметить, что долговой рынок из года в год увеличивается, и за последнее десятилетие объем еврооблигационного рынка вырос в 5 раз. В то время как рынок внутреннего долга вырос всего в 2 раза за тот же срок.

Причиной столь бурного развития, на наш взгляд, является универсальность этого рынка и доступ участников к нему со всего мира. В начале данного параграфа указывалось на то, что рынок еврооблигаций дает возможность свободно перемещаться капиталу, что особенно важно в кризисных ситуациях. Взглянув на общий объем мирового рынка, далее мы постараемся проанализировать его более глубоко. Это будет заключаться в оценке движения капитала в кризисный и посткризисный периоды. Особенно коснемся развивающихся рынков, так как Россия является одним из них – для нее характерны те же движения на рынках, что и для других emerging markets. Далее проанализируем потенциал развития регионов и новых выпусков бумаг. Отдельно рассмотрим рынок еврооблигаций российских эмитентов.

Капитал всегда стремится найти более эффективный объект вложения, а финансовые рынки стремятся обеспечить ему эту возможность. Перетекая из одних регионов, стран, отраслей, компаний в другие, он демонстрирует свои предпочтения относительно доходности, риска и в целом экономической ситуации.

Провести анализ движения капитала является, на наш взгляд, необходимым, потому что, с одной стороны, именно ситуация на рынке мирового капитала в свое время подтолкнула к развитию рынка евробондов, а, с другой стороны, это отражает текущие реалии, состояние и потенциал для его дальнейшего увеличения.

---

[53] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1103.htm

Движение капитала – это барометр настроений инвесторов, их опасений, готовности к принятию риска. Ключевым фактором, оказывающим влияние на рынок облигаций и доходностей по ним, являются процентные ставки. Уровень процентных ставок является индикатором, двигающим цены облигаций вверх или вниз. Иначе говоря, при повышении ставок, на цены облигаций оказывается давление, и они снижаются.

Речь идет о различных ставках: начиная со ставки рефинансирования Федеральной Резервной Системы США и ЕЦБ до межбанковских ставок, отражающих стоимость денег в определенный момент, банковскую ликвидность.

Уровень процентных ставок ФРС определяет доходность по таким инструментам как US T-Bills, T-Notes и T-Bonds. Они в свою очередь являются benchmark (эталоном), безрисковым вложением, с которым сравнивается доходность других инструментов долгового рынка.

Анализируя динамику изменения процентных ставок ФРС США, можно сделать вывод о том, что постепенно имела место тенденция к ее понижению с начала 2000-х годов и вплоть до 2005 года (Рисунок 3.3). Потом пошло увеличение ставок. При наступлении кризиса стоимость фондирования в центральных банках была опять быстро опущена до минимума. Эта ситуация продолжалась до апреля 2011 года, когда ЕЦБ повысил ставку на 25 б.п., а ФРС пока не предпринимает подобных действий.

Из-за того что ставки находятся на минимальном уровне, доходности по облигациям все меньше стали привлекать инвесторов. Вследствие этого в последние годы все большее внимание со стороны портфельных управляющих стало уделяться развивающимся экономикам и их рынкам (emerging markets). Это видно из устойчивого роста, как валового притока капитала (покупка нерезидентами внутренних активов), так и его оттока (покупка резидентами иностранных активов). Интеграция развивающихся рынков в мировое финансовое пространство налицо.

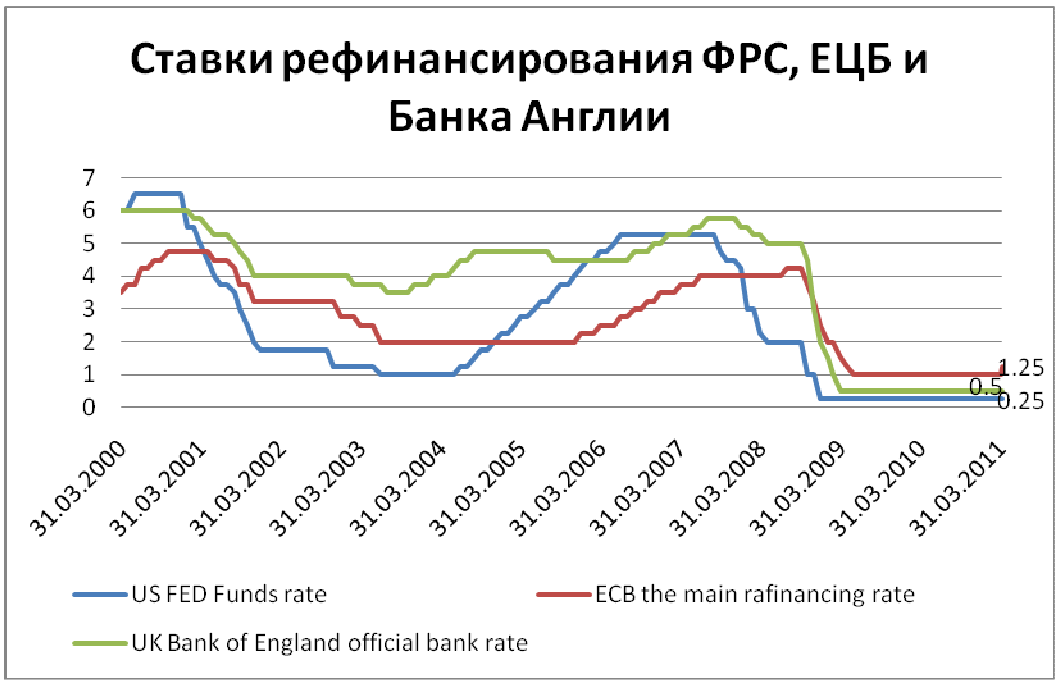


Рисунок 3.3. Ставка рефинансирования ФРС, ЕЦБ и Банка Англии[54]

Более высокие доходности, которые получают инвесторы, вкладывая в инструменты развивающихся рынков, сопряжены с более высокими рисками. Особенно это проявляется в кризисные годы, когда отток из подобных активов неминуем. Вследствие этого повышается волатильность на рынке, цены высокодоходных облигаций падают особенно быстро. Рассмотрим ситуацию на рынке в кризис 2008 года, чтобы оценить его влияние на рынок еврооблигаций развивающихся экономик и проследить поведение инвесторов.

Финансовый кризис 2008 года.

С начала сентября по конец октября 2008г. возросшая премия за риск привела к тому, что спрэды на бонды EM и их CDS сильно выросли (Рисунок 3.4, левая часть). Спрэды сузились к ноябрю, но все же рынки оставались волатильными. Особенное давление оказывалось на страны с большой долговой нагрузкой. Доходность локальных бондов некоторых развивающихся стран, как это ни странно, даже немного упала. Это случилось из-за того, что инвесторы стали перекладываться из акций в менее рисковые инструменты. Но в большинстве случаев, доходности сильно

[54] Расчет автором по данным Bloomberg

выросли. Бегство из бондов развивающихся стран отражает правая панель Рисунка 3.4. Это инструменты как в локальной валюте, так и в долларах США. Облигации развитых стран (UST, Bunds) становятся safe-haven в таких условиях рынка.

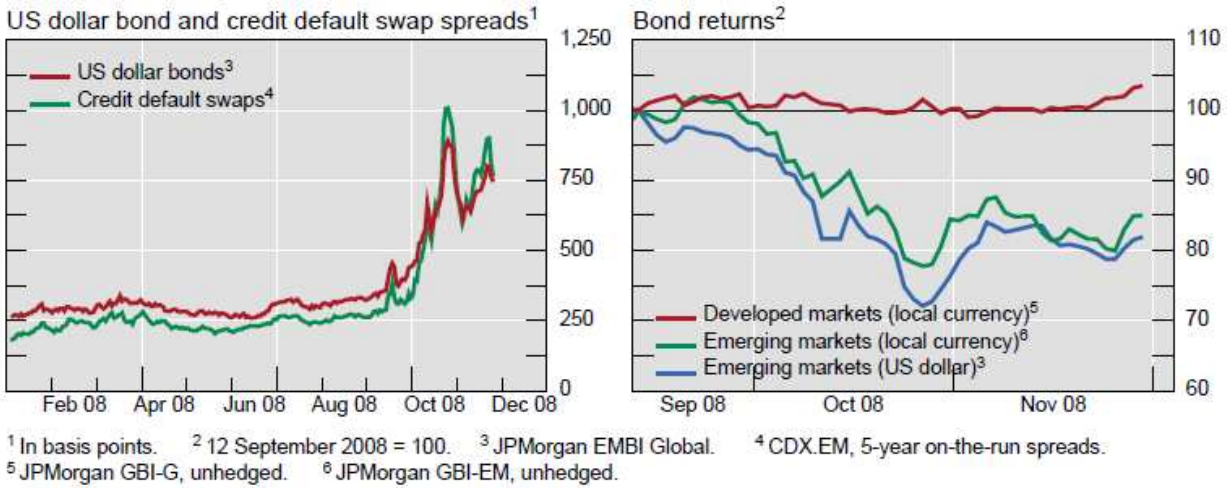


Рисунок 3.4. Облигации развивающихся рынков, спрэды CDS и доходности облигаций.[55]

Казалось бы, возросшее давление на валюты, волатильность обменных курсов в течение первых 2-3х месяцев кризиса, должны были сохранить доходность евробондов EM на более ли менее стабильном уровне по сравнению с соответствующими локальными облигациями. Но в итоге наблюдалась другая картина (Рисунок 3.5). Особенно сильно возросла волатильность в еврооблигациях. Единственным обоснованием может служить лишь то, что база инвесторов на местных рынках более стабильна.

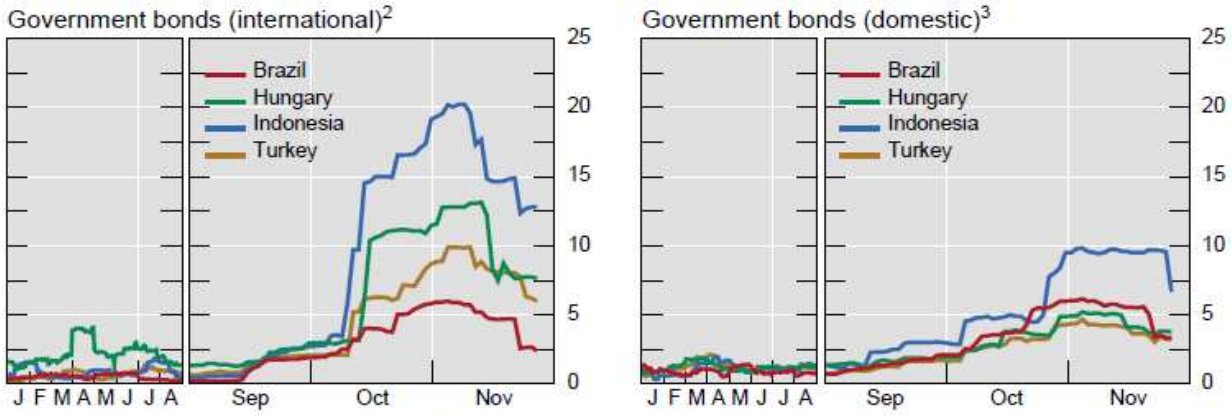


Рисунок 3.5. Волатильность цен активов[56]

[55] Capital flows and emerging market economies. BIS. http://www.bis.org/publ/cgfs33.htm

По российскому рынку также был нанесен серьезный удар финансовым кризисом. Спрэды суверенных облигаций расширились с менее 400 б.п. в конце августа до более чем 1000 б.п. в конце ноября. Из-за возросшего недоверия контрагентов друг к другу, рисков, межбанковские ставки резко подскочили до 20% среди крупнейших банков.

В 2009 году имело место восстановление финансовых рынков. Ставки ФРС и ЕЦБ были опять опущены на минимальный уровень. Также применялись и другие меры для спасения банковских систем, описанные в Главе 2. Ликвидность вернулась на рынок. Но с 2010 году наметилась коррекция. «Рост цен на рисковые активы закончился в начале 2010г. После 10 месяцев значительного роста, цены акций, как на развитых, так и на развивающихся рынках начали падать (Рисунок 3.6, левая часть). В то же время кредитные спрэды расширялись (Рисунок 3.6, центральная часть). С ростом волатильности, неприятием риска, возрастал спрос на суверенные облигации развитых стран, опуская их доходности еще ниже (Рисунок 3.6, правая часть).

Явное снижение аппетита к риску было вызвано разными факторами. В среде, где сохраняется неопределенность в отношении перспектив экономического роста, присутствуют противоречивые новости о восстановлении экономики Европы и США, снижается уверенность инвесторов. Неравномерность глобального экономического восстановления добавили неопределенности. Кроме того, опасения по поводу суверенного кредитного риска стали нарастать, поскольку участники рынка все больше внимания стали уделять финансовым бедам Греции. Эти опасения перекинулись на ряд других стран в зоне евро, и в целом усилили давление на цены рисковых активов».[57]

В мае 2010 года рынки корректировались на фоне опасений дефолта Греции. Их суверенный долг достиг астрономической суммы в 300

[56] Capital flows and emerging market economies. BIS. http://www.bis.org/publ/cgfs33.htm
[57] Overview: sovereign risk jolts markets. BIS Quarterly review, March 2010.

миллиардов евро, что больше ВВП страны. 2 мая страны еврозоны совместно с МВФ решили предоставить Греции помощь на 110 миллиардов евро (из них 80 миллиардов со стороны стран ЕС).

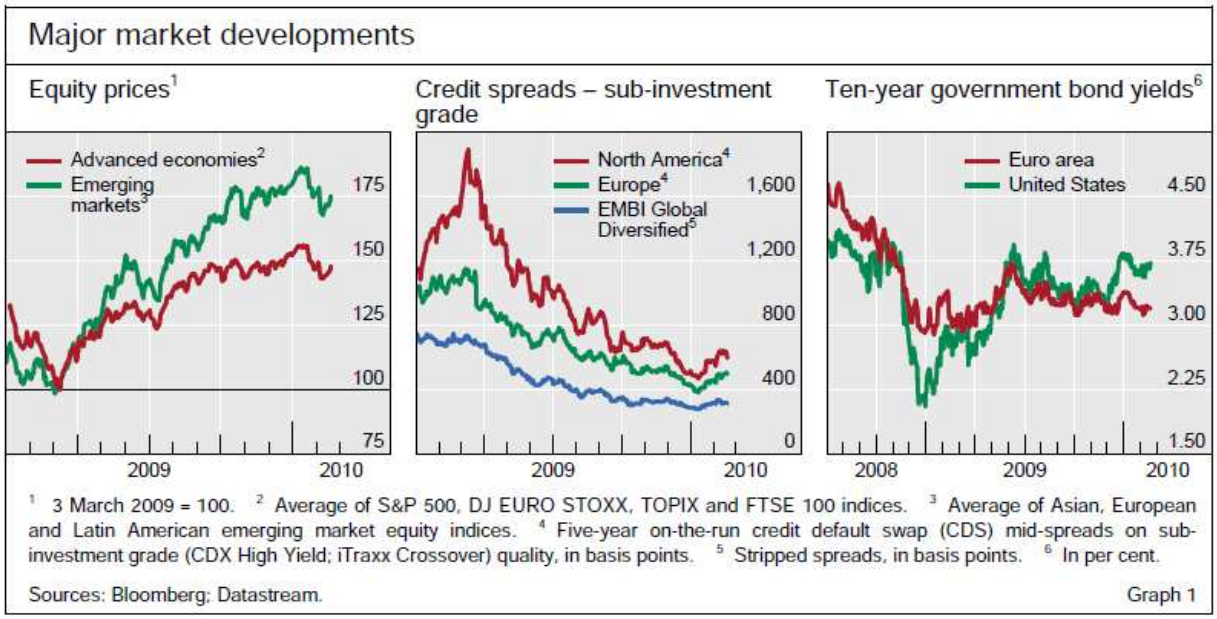


Рисунок 3.6. Основные движения на рынках.[58]

«В августе-ноябре 2010г. ожидания плавного роста экономик и продолжения монетарной политики США по количественному смягчению (QE2) опять привели к притоку капитала на развивающиеся рынки. В Азии это был в основном акционерный капитал, а в других регионах также значительную долю заняли бонды. Цены на различные инструменты ЕМЕ стали расти».[59]

Февраль-март 2011 года были ознаменованы политическими событиями на Ближнем Востоке (Египет, Ливия), землетрясением и цунами в Японии, продолжающимися проблемами в странах ЕС. Российский рынок оказался защитным активом для иностранных инвесторов. На фоне дорожающей нефти российские еврооблигации демонстрировали стабильность. Не наблюдался отток капитала, напротив, скорее был даже его приток от инвесторов, ранее вкладывавших капитал в страны Персидского залив и Северную Африку, регион MENA. В апреле 2011 года опять возросли

[58] Overview: sovereign risk jolts markets. BIS Quarterly review, March 2010. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003.htm
[59] Monetary policy and sovereign debt concerns drive markets, BIS Quarterly review, December 2010.

риски дефолта Греции, реструктуризации ее долга. Тем не менее, рынки остаются стабильными, но инвесторы держат руку на пульсе.

Подводя итог, можно отметить еще раз, что рынок еврооблигаций развивающихся стран является более волатильным, в кризис доходности на нем растут быстрее, чем на локальных рынках. Это важно понимать для оценки рисков при инвестировании в эти инструменты. Также большая волатильность дает возможности повысить эффективность при отсутствии тренда на рынке благодаря активному управлению портфелем.

Рассмотрим далее состояние и объем рынка еврооблигаций в разрезе стран, видов эмитентов, типов облигаций и валюты займа, а также динамику новых выпусков.

Как это ни странно, но на развивающиеся рынки в целом приходится лишь 5% существующего еврооблигационного рынка. Еще около 5% - на международные организации и оффшорные компании (считая по методике «национальность эмитента»). Около 90% рынка приходится на развитые страны. Но тем более интересным и привлекательным становится рынок евробондов EM с точки зрения анализа и дальнейшего развития, ну и, конечно же, с позиции банков-инвесторов.

Сравнивая объемы совокупной внешней задолженности различных развивающихся стран, то можно отметить, что выделяются некоторые страны Латинской Америки, такие как Бразилия и Мексика. Среди стран БРИКС лидирует именно Бразилия, незначительно опережая следующую за ней Россию (Рисунок 3.7). Российский рынок евробондов достаточно велик по сравнению со многими другими развивающимися экономиками, насчитывая порядка 160 млрд долларов (данные BIS Quarterly Review).

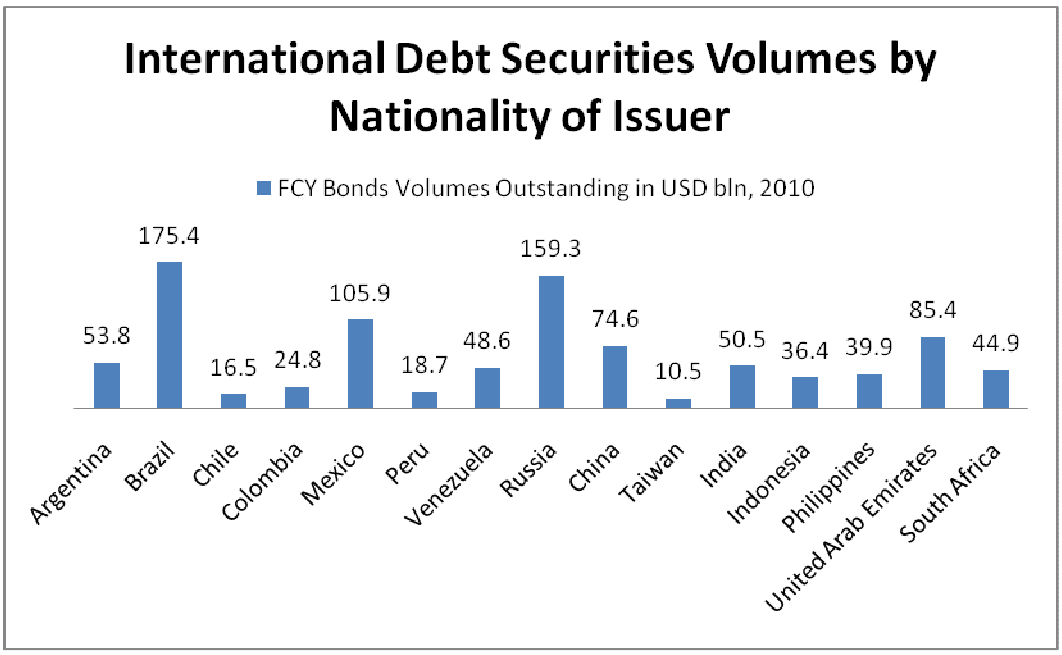


Рисунок 3.7. Объем рынка еврооблигаций различных стран[60]

На Рисунок 3.8 не рассматриваются развитые страны, на которые приходится основной объем международного долга. Мы видим, что европейский рынок развивающихся стран пока уступает азиатскому и латиноамериканскому.

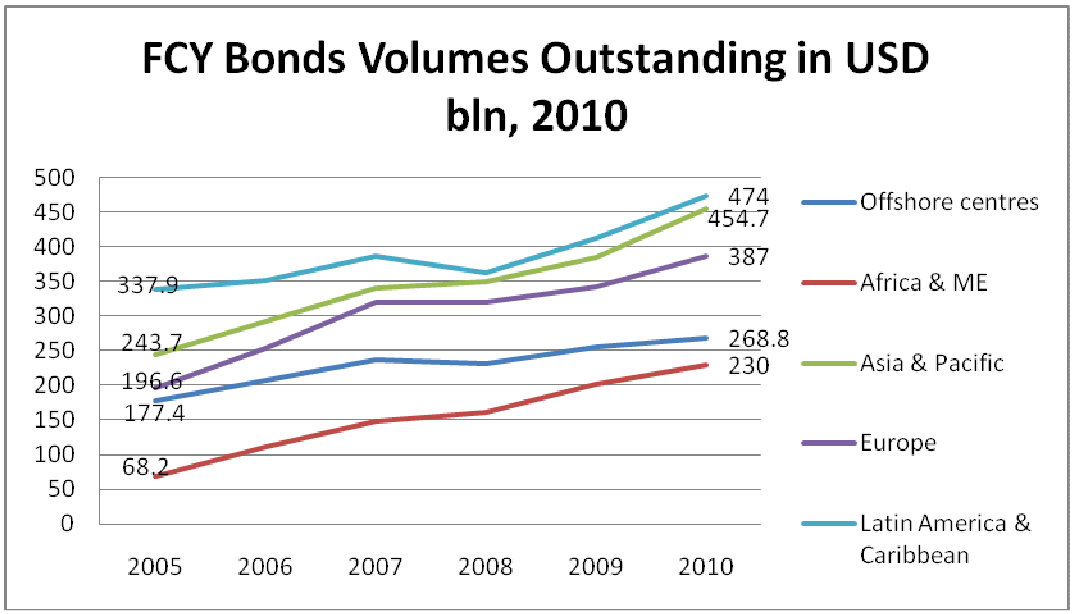


Рисунок 3.8. Объем рынка еврооблигаций различных регионов[61]

На Рисунке 3.8 также видно, что развитие рынка за последние 5 лет варьируется в зависимости от региона. Так наибольший рост

[60] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011
[61] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011

продемонстрировал рынок Африки и Ближнего Востока (240%), а наименьший – Латинская Америка (40%) при этом оставаясь крупнейшим региональным рынком. Европейский рынок вырос в 2 раза, азиатский – на 86%. Это говорит о том, что разные регионы на разных этапах имеют больший или меньший потенциал для дальнейшего роста. Поэтому это еще один довод в региональной диверсификации инвестиций банка.

Далее рассмотрим динамику развития евробондового рынка по типам бумаг (Рисунок 3.9). Это 3 основных вида: с фиксированным купоном, с плавающим купоном и привязанные к акциям (конвертируемые облигации + варранты). За последние 5 лет объемы выросли в 2 раза, кроме convertibles, где рост составил 50%.

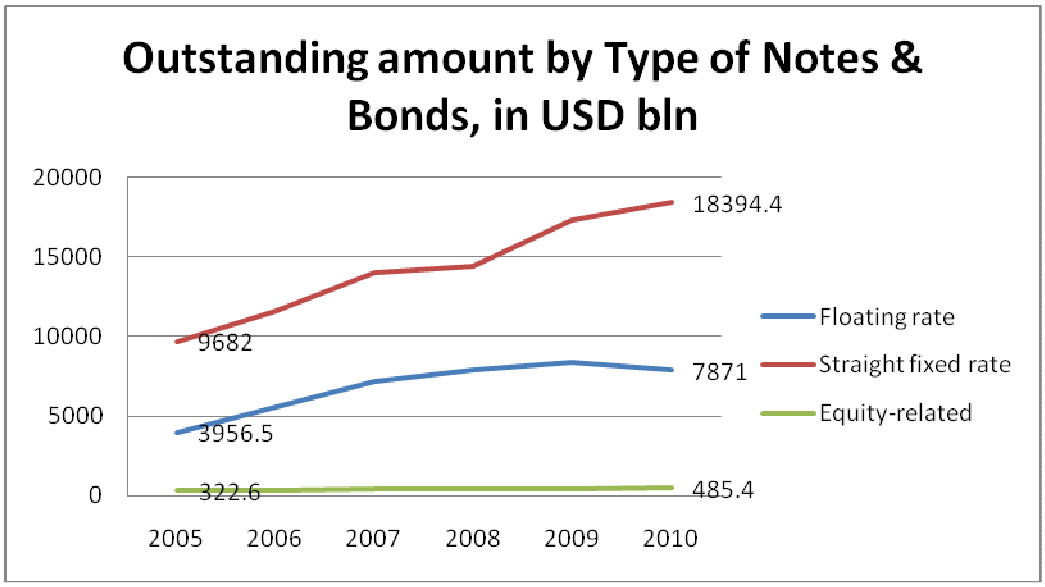


Рисунок 3.9. Объем рынка еврооблигаций по типам бумаг[62]

Доля бумаг с фиксированным купоном остается стабильно наибольшей и составляет 69%. Мы также видим, что в последние 2 года снизился объем облигаций с плавающим купоном. Это объясняется тем, что процентные ставки сейчас на минимальном уровне, и эмитенты стараются занять деньги как можно дешевле по фиксированным ставкам.

Необходимо проанализировать существующий рынок в разрезе валют, в которых номинированы долговые обязательства (Рисунок 3.10 и 3.11). Основную долю занимают мировые резервные валюты, особенно доллар и

[62] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011

евро. Только на их долю в 2010 году приходится 83% всех выпущенных еврооблигаций. Если 5 лет назад доля евро по отношению к доллару была 117%, то на конец 2010г. это превосходство снизилось до 112%. В данном случае необходимо учитывать изменение валютного курса и динамику выпуска новых обязательств. Мы видим, что в евро (в переводе в долларовое выражение) обращается больший объем бумаг. Но на самом деле долларовые выпуски преобладают.

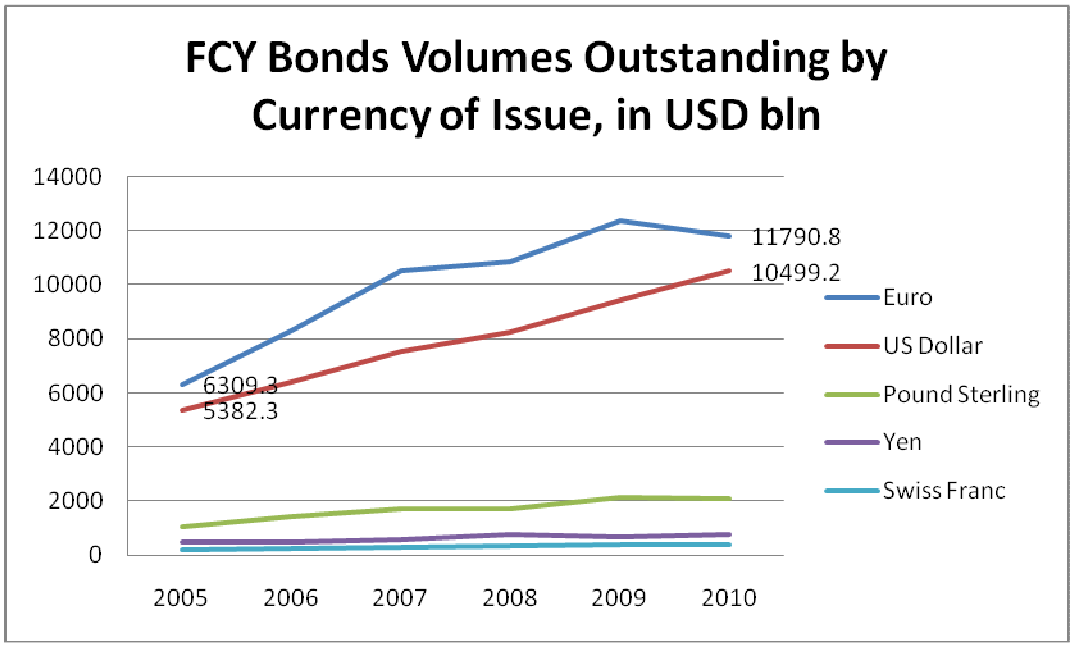


Рисунок 3.10. Объем рынка еврооблигаций в разрезе валют (в млрд долл.)[63]

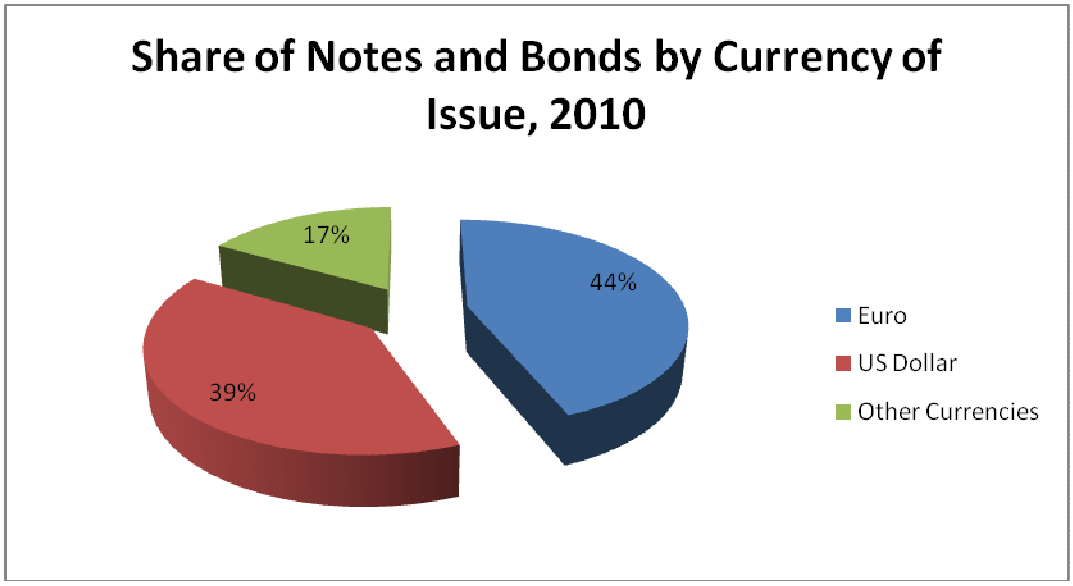


Рисунок 3.11. Доля рынка еврооблигаций в разрезе валют[64]

[63] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011
[64] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011

В последнее время все более и более популярными становятся выпуски еврооблигаций в локальных валютах. В мире наблюдаются растущий спрос на них со стороны инвесторов. Цены на сырьевые товары показывают новые и новые максимумы. Революции и мятежи на Ближнем Востоке только усиливают эффект. Нефть выросла на 30% с начала 2011 года. Это провоцирует укрепление рубля в том числе. Дебютный выпуск евробондов РФ в рублях объемом в 40 млрд пришелся очень кстати (7-летний выпуск под 7.85%). Спрос был большой со стороны иностранцев. Российским инвесторам такая доходность кажется непривлекательной в связи с доступом к рынку ОФЗ, где вознаграждение за риск выше. Несмотря на изначально заявленный диапазон доходности в 7.875-8% торговля на вторичном рынке была в основном в плюсе (+.1/.3 базисных пунктов), далее цена вырастала до +1 фигуры от номинала. К середине мая 2011 года цена достигла 107% от номинала. В целом, существует еще несколько выпусков российских эмитентов в рублях. Это Русгидро, РЖД и Россельхозбанк. Также популярны облигации китайских и бразильских эмитентов, номинированные в юанях, реалах и рассчитываемые в долларах. Смысл подобных инвестиций заключается не только в растущей цене бонда, но и в укреплении валюты.

Что касается эмитента (заемщика), то они не несут риски, связанные с валютой. Если произойдет девальвация в стране, то это не окажет влияние на стоимость долга и его обслуживание.

Далее перейдем к рассмотрению новых выпусков, а не существующего долга (Рисунок 3.12). Именно в 2009 году был достаточно большой объем эмиссии. Рынок тогда вырос более чем на 2 трлн долларов, причем основными эмитентами были финансовые организации и корпорации (левый график). Доминирующими валютами как всегда стали доллар и евро (правый график). В 2010 году активность несколько спала. В чистом выражении рынку добавилось долговых обязательств на 1,5 трлн долларов, причем в основном они номинировались в долларах.

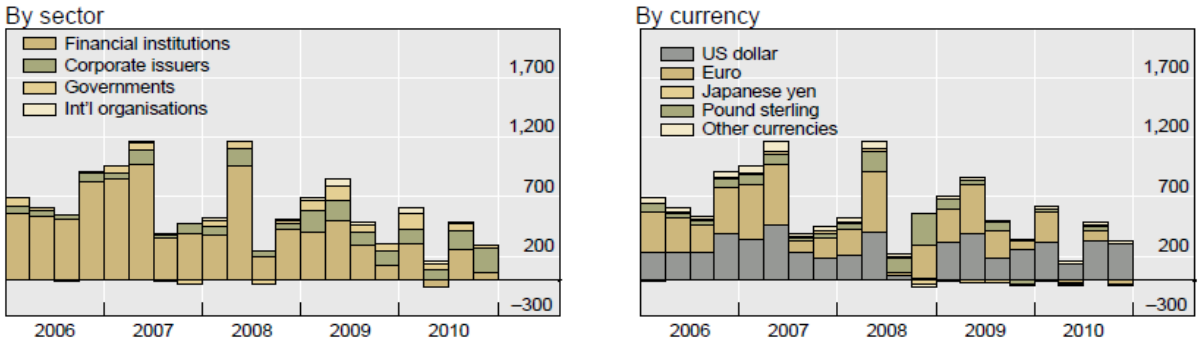


Рисунок 3.12. Эмиссия еврооблигаций (чистый выпуск)[65]

Основная активность наблюдалась в 1-м и 3-м кварталах. Сильный спад во 2-м произошел из-за возникшей угрозы дефолта Греции. Значительные объемы выпусков во второй половине 2010 года, в 1-м квартале 2011 года объясняются желанием эмитентов занять «длинные» деньги под пока еще низкие ставки. Они направляют их на рефинансирование задолженности, капитальные вложение и общие цели компании. «Спешка» объясняется тем, что все больше возрастают ожидания повышения ставок со стороны ФРС, что приведет к общему удорожанию денег.

Проведя обзор рынка еврооблигаций, можно заключить, что он активно развивается, причем в то или иное время темпы развития меняются в зависимости от региона. Появление еврооблигаций, номинированных в локальных валютах, дает дополнительный толчок развития рынкам, открывает новые возможности для инвесторов и эмитентов. В зависимости от своих ожиданий портфельные управляющие могут открыть позиции в долларовых еврооблигациях или же в реалах, юанях, мексиканских песо, российских рублях и т.д. Данный инструмент позволит им также реализовать их видение по валюте. При этом данные инвестиции подразумевают региональную диверсификацию.

Эмитенты разных регионов живут в своих деловых и производственных циклах. Компании находятся на разных стадиях жизненного процесса. На Рисунке 3.13 в среднем оценены изменения

[65] BIS Quarterly Review March 2011 http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1003.htm

кредитного рейтинга для эмитентов различных регионов. Последние повышения рейтингов чаще других происходили в компаниях Латиноамериканского региона. Это значит, что на рынке спрэды сузились, то есть цены на облигации данных эмитентов выросли.

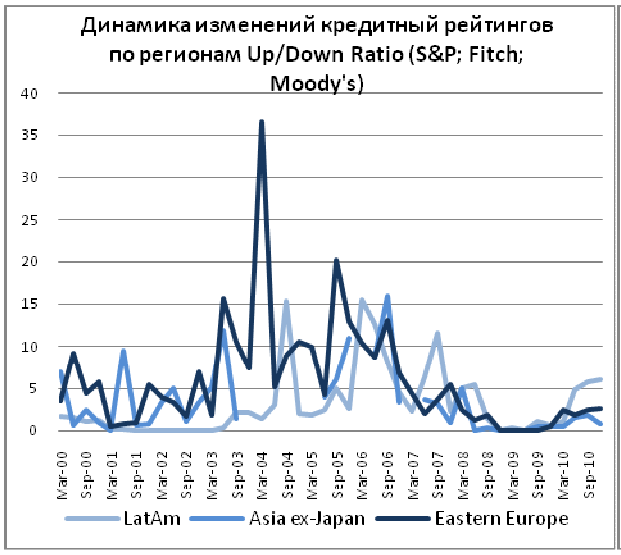


Рисунок 3.13. Динамика изменений кредитных рейтингов 2000-2010гг.[66]

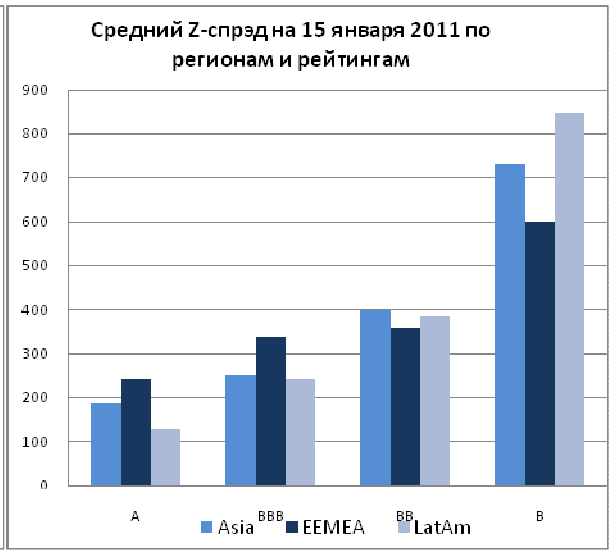


Рисунок 3.14. Средний Z-spread по регионам и рейтингам[67]

Если сравнивать доходности (Рисунок 3.14), то компании рейтинга B (имеющие высокодоходные облигации) также наиболее привлекательными выглядят из Латиноамериканского региона, так как их Z-spread наивысший. При этом более качественные эмитенты с высоким рейтингом (A, BBB) предпочтительнее из региона EEMEA (Восточная Европа, Ближний Восток, Африка).

Таким образом в зависимости от предпочтений управляющего портфелем банка относительно кредитного качества, он может подобрать инструменты из того или иного региона или купить бумаги эмитентов, в которых ожидает повышение рейтинга и, как следствие, роста цен еврооблигаций.

<u>Российский рынок.</u>

Перейдем к рассмотрению непосредственно российского рынка еврооблигаций. Он представлен суверенными, корпоративными и

[66] Расчеты автором по данным Bloomberg
[67] Расчеты автором по данным Bloomberg

банковскими выпусками (кривые доходностей представлены в Приложении Б и Приложении В).

В целом, за последние 5 лет российский рынок вырос почти в 2,5 раза (Рисунок 3.15), в то время как мировой рынок и Восточной Европы в целом – почти вдвое, рынок Бразилии – на 60% (со 108,5 до 175,4 млрд $). Можно сделать вывод, что отечественный рынок развивается быстрее рынков других растущих экономик. В целом, рынок еврооблигаций emerging markets растет в одном темпе с развитыми странами, прибавившими 100% объема за те же 5 лет.

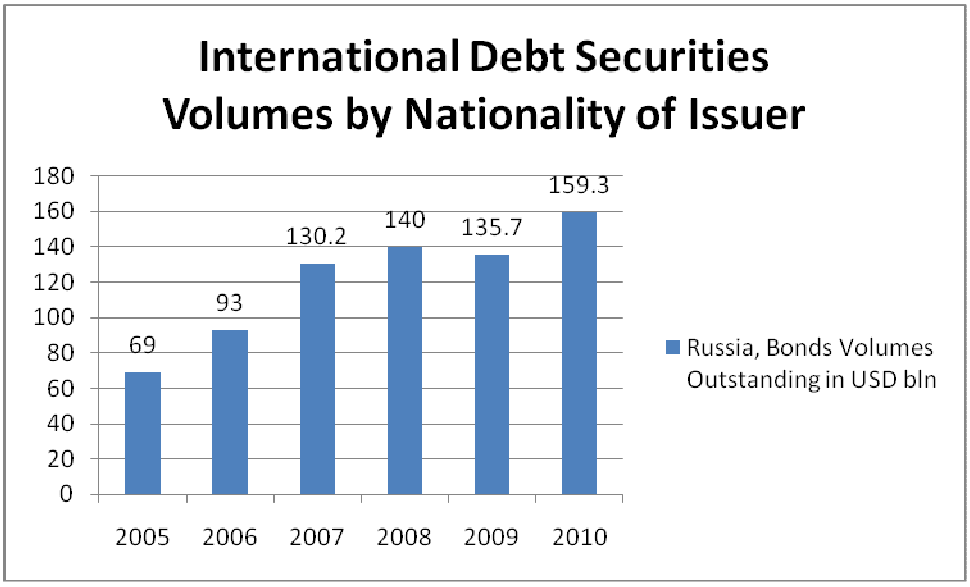


Рисунок 3.15. Объем рынка еврооблигаций российских эмитентов[68]

Если в целом в мире финансовые организации в выпуске еврооблигаций занимают треть рынка, то в России ситуация иная (Рисунок 3.16). На них приходится 17% общего объема обращающихся бумаг. Мы полагаем, что это и есть та неосвоенная ниша нашими банками для привлечения финансирования, в том числе альтернативным способом – путем секьюритизации активов.

[68] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011

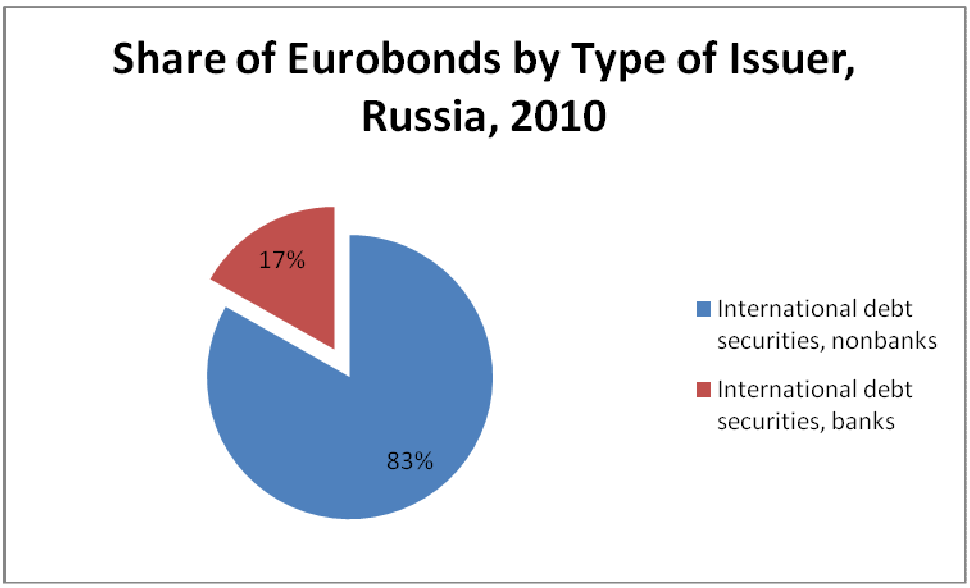


Рисунок 3.16. Доля рынка еврооблигаций российских эмитентов по типу эмитента[69]

На наш взгляд, рост рынка будет еще продолжаться. Совокупная долговая нагрузка (долг/ВВП) России по нашим оценкам составляет около 33%. В некоторых развитых странах только государственный долг/ВВП достигает 80-100%, иногда и больше. При этом государственный внешний долг России составляет 34.525 млрд $, 22.681 млрд $ из которых выражено в евробондах.[70]

Хотя, по данным Bloomberg, в первом квартале 2011 г. корпорации и банки заняли на рынке еврооблигаций 5,2 млрд долл., в то время как на рублевом долговом рынке объем первичных размещений был равен примерно 8,9 млрд долл. (252 млрд руб.). Локальный долговой рынок стал более привлекателен для эмитентов, чем рынок евробондов. При этом довольно достоверно известно, что корпорации активно «свопуют» рублевые займы в валюту в целях экономии на процентах (покупают валюту на споте и продают ее на форварде). Мы считаем, что это также связано с тем, что некоторые российские эмитенты не хотят «забивать» лимит на международном рынке. Иначе впоследствии стоимость фондирования для них может возрасти из-за бо́льшей долговой нагрузки.

[69] Расчет автором по данным BIS Quarterly Review March 2011
[70] http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt.htm&pid=svs&sid=itm_16709

Причиной активного выхода на первичный рынок можно также назвать крайне низкие ставки в рублевой зоне, которые могут быть повышены в ближайшем будущем из-за возрастающей инфляции. Новые размещение – еще одно доказательство, что в финансовой системе огромные объемы ликвидности. Аналитик Альфа-банка Станислав Боженко подтверждает это: «Пока успех в размещениях связан с изобилием ликвидности в системе, но, если банки станут нормально кредитовать реальный сектор и ликвидность начнет уходить, ставки изменятся и настроения эмитентов изменятся»,- говорит он в интервью газете Ведомости. «Не факт, что этот год станет рекордным по размещениям: на рынке есть ожидания роста ставок во второй половине года и эмитенты стремятся разместиться как можно быстрее, используя открытое окно, считает руководитель управления долгового финансирования Эдуард Джабаров. Кроме того, добавляет он, страна вступает в предвыборный период, который может внести некоторую волатильность на рынок, а сейчас хорошая конъюнктура — инвесторы готовы покупать долгосрочные инструменты».[71]

Что касается вторичного рынка и его ликвидности, то все выпуски компаний 1-го эшелона очень ликвидные и активно торгуются. Это такие бумаги, как Газпром, Лукойл, Сбербанк, ВТБ, ВЭБ, Новатэк, РЖД, ТНК, Транснефть. Benchmark на российском рынке – это Россия 30. Это самый ликвидный бонд, имеющий спрэд при торговле 1/16 – 1/8. Объемы торговли этой бумагой также наивысшие, они составляют в среднем 100 млн $ в день. Также очень ликвидными считаются некоторые бумаги эмитентов, обладающих более низким – спекулятивным рейтингом. Но объемы торгов в них значительны. К ним относятся МТС 20, Вымпелком 16, 16N, 18, 21; Северсталь 14, 17 и Евраз 15, 18, 18N.

[71] «С прицелом на триллион» газета Ведомости 25.04.2011, 73 (2839)

По данным EMTA[72] объем торговли долговыми инструментами **развивающихся рынков** составил 6.765 трлн $ в 2010 году. Это на 52% больше, чем годом ранее. В 2009г. объем составил 4.445 трлн $.

В локальных инструментах объем торгов вырос на 65% и достиг 4.743 трлн $. Это составляет 70% от суммарного оборота (64% в 2009 году). Самыми торгуемыми были инструменты Бразилии, Гонконга и ЮАР.

Объем торговли еврооблигациями составил 1.966 трлн $ в том же 2010 году, что на 30% больше, чем в 2009 году – 1.513 трлн $. При этом 55% торгов приходилось на суверенные выпуски. Торговля корпоративным долгом составила 805 млрд $ (41% торгов), вырастив на 56%. Самыми торгуемыми еврооблигациями стали выпуски бразильских (260 млрд $), российских (215 млрд $) и венесуэльских (156 млрд $) эмитентов.

При этом самыми торгуемыми инструментами на рынке еврооблигций в 2010 году были Russia 30 (65 млрд $), Brazil 40 (32 млрд $) и Venezuela 27 (20 млрд $).

В 2010 году объем торгов на российском рынке евробондов составил 214,6 млрд $, продемонстрировав рост 53% по сравнению с 2009г. Это говорит о том, что российский рынок растет более быстрыми темпами, чем в среднем развивающиеся рынки (рост 30%). При этом Россия сохраняет 2-е место по объему операций после Бразилии (259,7 млрд $ в 2010г.), торговля которой выросла на 30%. Российский рынок идет в разрез с мировым, где торговля локальными бондами преобладает. Вторичный локальный рынок России наторговался на 154 млрд $, заняв по объему лишь 10 место среди EM. В целом Россия занимает 7-е место по объему торгов долговыми инструментами (369,5 млрд $)

Вероятно, что высокие темпы роста российского вторичного рынка еврооблигаций говорят о большей привлекательности наших эмитентов для иностранных инвесторов. А то, что еврооблигации российских эмитентов

[72] 2010 Annual Debt trading Volume survey, EMTA, March 22 2011

более торгуемы, чем локальные бонды, доказывает тезис о более высокой ликвидности международного рынка.

Выводы по третьей главе

Анализ рынка еврооблигаций доказал, что этот рынок активно развивается последнее десятилетие и имеет огромные перспективы в дальнейшем. Различные регионы имеют свои преимущества, что обосновывает диверсификацию вложений в компании разных стран. Международный рынок со свободным движением капитала зарекомендовал себя как достаточно волатильный, быстро реагируя на изменения мировой конъюнктуры. Механизм торговли, описанный в первой части данной главы, демонстрирует такие важные черты этого рынка, как надежность, защищенность инвесторов, удобство и эффективность. Неравномерное развитие различных стран и целых регионов, появление в некоторых из них инструментов в локальных валютах делают перспективы региональной диверсификации все более актуальными и привлекательными. Динамика новых выпусков позволяет размещать средства инвесторов при периодически спадающей активности на вторичном рынке или отсутствии идей на нем.

При этом российский рынок входит в число наиболее быстро развивающихся, в том числе по объему торговли на вторичном рынке. Это говорит о привлекательности наших эмитентов для иностранных инвесторов, которые имеют возможность привлекать дешевый капитал и размещать его на развивающихся рынках.

В целом для банков это говорит о возможности использования еврооблигаций как одного из основных инструментов инвестирования, позволяющих реализовать различные цели.

Заключение

Для достижения поставленной цели работы автором были сформулированы и решены определенные задачи.

Во-первых, были рассмотрены основные понятия рынка еврооблигаций, основы его функционирования и регулирования. В частности, было уточнено понятие еврооблигации, которое является многогранным и включает в себя различные характеристики, отражая всю сущность данного инструмента. Также была проведена собственная классификация евробондов. Выводы об их многообразии позволяют говорить о возможностях реализовывать нестандартные цели и задачи как инвесторов, так и эмитентов. Рынок еврооблигаций, являясь внебиржевым международным рынком, регулируется не надзирательными органами какой-либо отдельной страны, а наднациональными саморегулируемыми организациями, такими как ICMA и EMTA, а Банк Международных Расчетов (BIS) предоставляет данные и статистику по нему. Существующий характер рынка дает ему множество преимуществ. Автором были рассмотрены основные достоинства и недостатки инвестирования в евробонды, а также их эмиссии, как неотъемлемой части функционирования рынка. Было выявлено, что инвесторы обладают высокой степенью защищенности, имеют возможность размещения больших объемов средств в соответствии со своими целями и критериями инвестирования, а также многие другие преимущества. Также было выяснено, что существуют некоторые недостатки данного инструмента, такие как спрэд в цене при торговле для инвесторов и дороговизна, жесткие требования при выпуске для эмитентов.

Во-вторых, автором было проанализировано текущее состояние банковской системы. Эффективность работы небольших банков существенно снизилась, особенно по сравнению с крупными институтами, которые имеют доступ к качественным заемщикам для кредитования. При этом банки

обладают избыточной ликвидностью, которая теперь вызывает у них озабоченность в связи с задачами по ее размещению. В существующих условиях медленного развития кредитования им становится интересен и даже необходим ликвидный инструмент для вложений. Автором был сделан вывод, что этим инструментом могут выступать еврооблигации. Евробонды дают положительную реальную доходность в отличие от локальных рублевых облигаций. Они также обладают высокой степенью ликвидности. Через еврооблигации у средних и небольших банков открывается возможность кредитовать качественных заемщиков, крупные отечественные и зарубежные компании, диверсифицируя свои вложения по территориальному (региональному) и отраслевому признакам. Еврооблигационный рынок более волатильный в отличие от рублевого локального рынка и позволяет хеджировать риски, используя CDS.

Особенности рынка еврооблигаций дают возможность активно управлять портфелем, диверсифицировать вложения. Определенные стратегии с использованием других инструментов позволяют повысить доходность и эффективность работы на данном рынке. К таким инструментам относятся РЕПО, форварды, соглашения о будущей процентной ставке, процентные свопы, кредитные дефолтные свопы, опционы на облигации и конвертируемые бонды. Важно то, что все они ликвидны и позволяют ликвидировать (закрыть) позицию без дополнительных потерь.

В-третьих, в данной работе была рассмотрена практика осуществления и перспективы развития инвестиционных операций с еврооблигациями. Механизм торговли демонстрирует такие важные черты этого рынка, как надежность, защищенность инвесторов, удобство и эффективность. Это осуществляется во многом благодаря мировым клиринговым системам (Euroclear и Clearstream), включая глобальные кастодианы. Эффективность достигается за счет стандартизации документации, процедур и отчетности, что сокращает издержки и риски ошибок. Международные расчетно-

клиринговые систем и глобальные депозитарии стимулируют интеграцию национальных рынков в международные. Тем самым у локальных банков появляется возможность выйти на мировые рынки и инвестировать свои средства с наибольшей эффективностью. Анализ рынка еврооблигаций доказал, что этот рынок активно развивается последнее десятилетие и имеет огромные перспективы в дальнейшем. Различные регионы имеют свои преимущества, что обосновывает диверсификацию вложений в компании разных стран. Неравномерное развитие различных стран, появление в некоторых из них инструментов в локальных валютах делают перспективы региональной диверсификации все более актуальными и привлекательными. Динамика новых выпусков позволяет размещать средства инвесторов при периодически спадающей активности на вторичном рынке или отсутствии торговых идей на нем.

Российский рынок еврооблигаций входит в число наиболее быстро развивающихся. Его объем составляет 159.3 млрд долларов. Российский рынок вырос на 150% за последние 5 лет, опередив по этому показателю многие развивающиеся страны Восточной Европы и Латинской Америки. На вторичном рынке объем торгов еврооблигациями российских эмитентов составил более 214 млрд долларов за 2010 год, уступая только Бразилии по данному показателю. Это говорит о привлекательности наших эмитентов для иностранных инвесторов, которые имеют возможность привлекать дешевый капитал и размещать его на развивающихся рынках. В целом для банков это говорит о возможности использования еврооблигаций как одного из основных инструментов инвестирования, позволяющих реализовать различные цели.

Решение поставленных задач позволило выявить перспективы использования коммерческими банками рынка еврооблигаций с целью оптимального соотношения доходности, ликвидности и риска при размещении денежных средств, а также сформировать предложения для

банков, которые позволят получить новые инвестиционные возможности при использовании различных стратегий инвестирования в евробонды.

Для дальнейшего исследования проблемы автор считает важным:

- Вести постоянный анализ развития банковской системы России, ее структурных преобразований. Они будут во многом влиять на стоимость ресурсов при привлечении средств и доступ к высококлассным заемщикам при размещении средств для небольших банков.
- Регулярно оценивать состояние банковской ликвидности; выявлять циклические закономерности изменения ее уровня; внедрять механизмы по управлению ликвидностью.
- Разрабатывать комплекс мер и критериев по оценке кредитоспособности российских и зарубежных заемщиков для риск-менеджмента.
- Анализировать уровень развития корпоративного и банковского сектора как потенциальных заемщиков на рынке еврооблигаций. Это придаст дополнительный толчок развития рынку евробумаг российских эмитентов.

Список использованной литературы

I. Нормативно правовые акты и иные документы органов власти

1. Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 02.12.1990 № 395-1
2. Федеральный закон «Об акционерных обществах» об АО от 26.12.1995 № 208-ФЗ
3. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.1996 № 39-ФЗ.
4. Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 27.06.2002 № 86-ФЗ

II. Словари, справочники, энциклопедии

5. Миркин, Я. М. Англо-русский толковый словарь по банковскому делу, инвестициям и финансовым рынкам. Свыше 10 000 терминов / Я. М. Миркин, В. Я. Миркин. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. – 424 с.
6. Фабоцци Фр. Справочник по ценным бумагам с фиксированной процентной ставкой в 2-х томах/ Фрэнк Дж. Фабоцци, С. Манн. – М.: Вильямс, 2008. – 928с.

III. Книги и диссертации

7. Кошечкин С.А. «Финансирование. Электронный учебник», ГУ ВШЭ
8. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. / Рубцов Б.Б. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928стр.
9. Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика / Семенкова Е.В. – М.: ИНФРА-М, 1997.
10. Уилсон Ричард С., Фабоцци Фр. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Ричард С. Уилсон, Фрэнк Дж. Фабоцци; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445с.

11. Фабоцци Фр. Рынок облигаций. Анализ и стратегии./ Фрэнк Дж. Фабоцци; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, Альпина Паблишерз, 2007. – 958с.
12. Халл Джон К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструенты, 6-е издание. : Пер. с англ. – М. : ООО «И.Д. Вильямс», 2010. – 1056с.
13. Шарп, У. Инвестиции : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 2010. – XII, 1028 с.

IV. Периодические издания

14. Артамонов М.Е. Рынок еврооблигаций - http://www.cbonds.info/encyclopedia/eurobonds/
15. Аскер-заде Н. Капитальная проверка / Н. Аскер-заде // Ведомости. – М., 2011. – 27 апреля (№75 (2841)).
16. Бабенко И.В., Мирошников И.А. Финансовая политика устойчивого экономического роста и прогнозирование различных сценариев развития российской экономики/И.В. Бабенко, И.А. Мирошников // Финансы и кредит. – М., 2009 - №001
17. Бюллетень банковской статистики / Банк России. – №2 (213) : февраль 2011. – 300с.
18. Воронова Т. Назад в кризис/ Т. Воронова // Ведомости. – М., 2011. – 06 апреля (№60 (2826))
19. Гайдаев В., Мазунин А. РЕПО держится на бумаге./ В. Гайдаев, А. Мазунин // Коммерсантъ. – М.,2010 – 14 мая (№ 84 (4384)), (http://finansist-kras.ru/analitika-13156)
20. Камалетдинов Р. Эра дешевых денег закончилась./ Р. Камалетдинов // Банковское дело. – М., 2008 - № 011.
21. Кудрин А. Государственный долг России. Перемена декораций/ А. Кудрин // Рынок ценных бумаг. – М., 2006. – № 03.
22. Кредиты становятся более опасными. // Ведомости. – М., 2011. – 05 апреля (№59 (2825)).

23. Малкина М.Ю. Истоки банковского кризиса в российской экономике/ М.Ю. Малкина // Финансы и кредит. – М., 2008 - №047
24. Мырсикова Н. Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций/ Н. Мырсикова // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. – № 7.
25. Мырсикова Н. Основные тенденции рынка российских корпоративных еврооблигаций в 2007 г. / Н. Мырсикова // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. – № 20
26. Назаров Д. Банковские еврооблигации стран СНГ: поиск новых возможностей/ Д. Назаров // Рынок ценных бумаг. – М., 2010. – № 12 (405).
27. Нешитой А.С. Кризис 2008 года в России – следствие экономических реформ/ А.С. Нешитой // Бизнес и банки. – М., 2009 – №2
28. НБ Траст. Банки и компании вывозят капитал из России. // Ведомости. – М., 2011. – 06 апреля (№60 (2826)).
29. Начал с рекорда // Ведомости. – М., 2011. – 14 апреля (№66 (2832)).
30. Печерицын А. Еврооблигации - один из способов привлечения внешнего финансирования украинскими заемщиками / А. Печерицын // Рынок ценных бумаг. – М., 2005. – № 7.
31. Склярова И. Гадательный падеж/ И. Склярова // Время новостей. – М., 2008 - №206
32. Совгурой Я. Стратегия выживания зависит от собственника./ Я. Совгурой // Банковское дело. – М., 2008 - № 011.
33. Соколов А. Инвестирование в еврооблигации / А. Соколов // Еженедельник «Директор – инфо» http://www.directorinfo.ru/
34. Трифонов А. С прицелом на триллион / А. Трифонов, И. Васильев // Ведомости. – М., 2011. – 25 апреля (№ 73 (2839)).

35. Фасахова А. Перспективы развития законодательства о секьюритизации в России/ А. Фасахова // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. – № 7.
36. Хмыз О.В. Международные ценные бумаги – еврооблигации./ О.В. Хмыз // Финансовый менеджмент №2 2003

V. Электронные ресурсы

37. Bank for International Settlements - http://www.bis.org
38. Joint External Debt Hub - http://www.jedh.org/
39. The Institute of International Finance, Inc. - http://www.iif.com/
40. Xtrakter, a Euroclear company - http://www.xtrakter.com/
41. Global fund flows and allocations data - http://www.epfr.com/
42. Clearstream - http://www.clearstream.com
43. Euroclear - https://www.euroclear.com
44. ICMA - http://www.icmagroup.org/
45. EMTA - http://www.emta.org/
46. http://www.thecityuk.com/
47. http://www.bloomberg.com
48. Council Directive of 17 April 1989 - http://www.legaltext.ee/text/en/T1018.htm
49. Информационный бизнес портал - http://market-pages.ru/
50. Центральный банк РФ - http://www.cbr.ru/
51. Finresult - http://fin-result.ru
52. Информационное агентсво CBonds - http://www.cbonds.info/ru/rus/
53. Облигации в России, группа Интерфакс - http://www.rusbonds.ru/
54. Форекс сайт - http://forex2.info/
55. РЦБ - http://www.rcb.ru/
56. РБК daily - http://www.rbcdaily.ru/
57. http://www.zanimaem.ru
58. http://www.rokf.ru/
59. Электронная энциклопедия – http://ru.wikipedia.org

60. Коллектив авторов под руководством д.э.н., проф. Миркина Я.М. Аналитический доклад «Среднесрочный прогноз развития финансовой системы России (2010-2015гг.)», www.mirkin.ru
61. Концепция развития финансового рынка России до 2020 года. Развитие законодательства и регулирования. - Совместный проект Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Ассоциации региональных банков России. Осуществляется под эгидой Общественной палаты РФ, 2008г. - http://www.raexpert.ru/
62. Информационно-аналитическая система Bloomberg

VI. Литература на иностранных языках

63. BIS Quarterly Review (Statistical Annex)// BIS. – March 2003, March 2005, March 2007, March 2009, March 2011.
64. Jacob Gyntelberg, Peter Hördahl Overview: sovereign risk jolts markets. // BIS Quarterly review, March 2010.
65. Monetary and Economic Department Jacob Gyntelberg, Peter Hördahl, Magdalena Erdem. Monetary policy and sovereign debt concerns drive markets // BIS Quarterly Review, December 2010.
66. Ramon Moreno, Agustin Villar. Impact of the crisis on local money and debt markets in emerging market economies // BIS papers № 54 The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. - December 2010.
67. Working Group chaired by Rakesh Mohan of the Reserve Bank of India. Capital flows and emerging market economies // BIS, Committee on the Global Financial System Papers № 33. – January 2009

Приложения

Приложение А. Пример чата из системы Bloomberg

02/01 22:01 to 02/02 18:48

16:31:21 S[redacted] Carlos

16:32:30 CARLOS S[redacted]! good morning!

16:33:13 S[redacted]rlos, could you pls tell me where you see the market in Cruz 8.25 16?

16:33:25 CARLOS S[redacted]re

16:33:53 CARLOS S[redacted]7.0/97.50 I would say

16:34:12 S[redacted]hank you

16:34:18 CARLOS SCHNEIDER: sure!

18:21:47 SCHILDERSHOVEN TRADING: Cruz 8.25 16 offer @ 97.35 500k

18:23:22 CARLOS SCHNEIDER: any flex, I can bid 97⅛ for those

18:24:37 SCHILDERSHOVEN TRADING: sorry, can't flex there. 97.35 repeat

18:24:51 CARLOS SCHNEIDER: oka, nothing to do for now

18:24:52 CARLOS SCHNEIDER: thx!

18:28:56 CARLOS SCHNEIDER: I can improve to 97j in case you care

18:29:50 SCHILDERSHOVEN TRADING: I can improve to 97.30 for 500k

18:30:25 CARLOS SCHNEIDER: ok done

18:30:37 SCHILDERSHOVEN TRADING: thnx for the trade

18:30:41 CARLOS SCHNEIDER: thx to you

18:30:51 SCHILDERSHOVEN TRADING: we'll send you the ticket

18:31:00 CARLOS SCHNEIDER: sure, one sec

18:33:47 SCHILDER[redacted]ING: Carlos, sorry

18:34:07 S[redacted]uld you pls send the ticket to Marc Dunnewijk

18:34:10 C[redacted]

18:34:30 CARLOS S[redacted]ne

18:34:33 SCHILDER[redacted]ING: thnx

18:47:38 S[redacted]rlos, I have 500k more

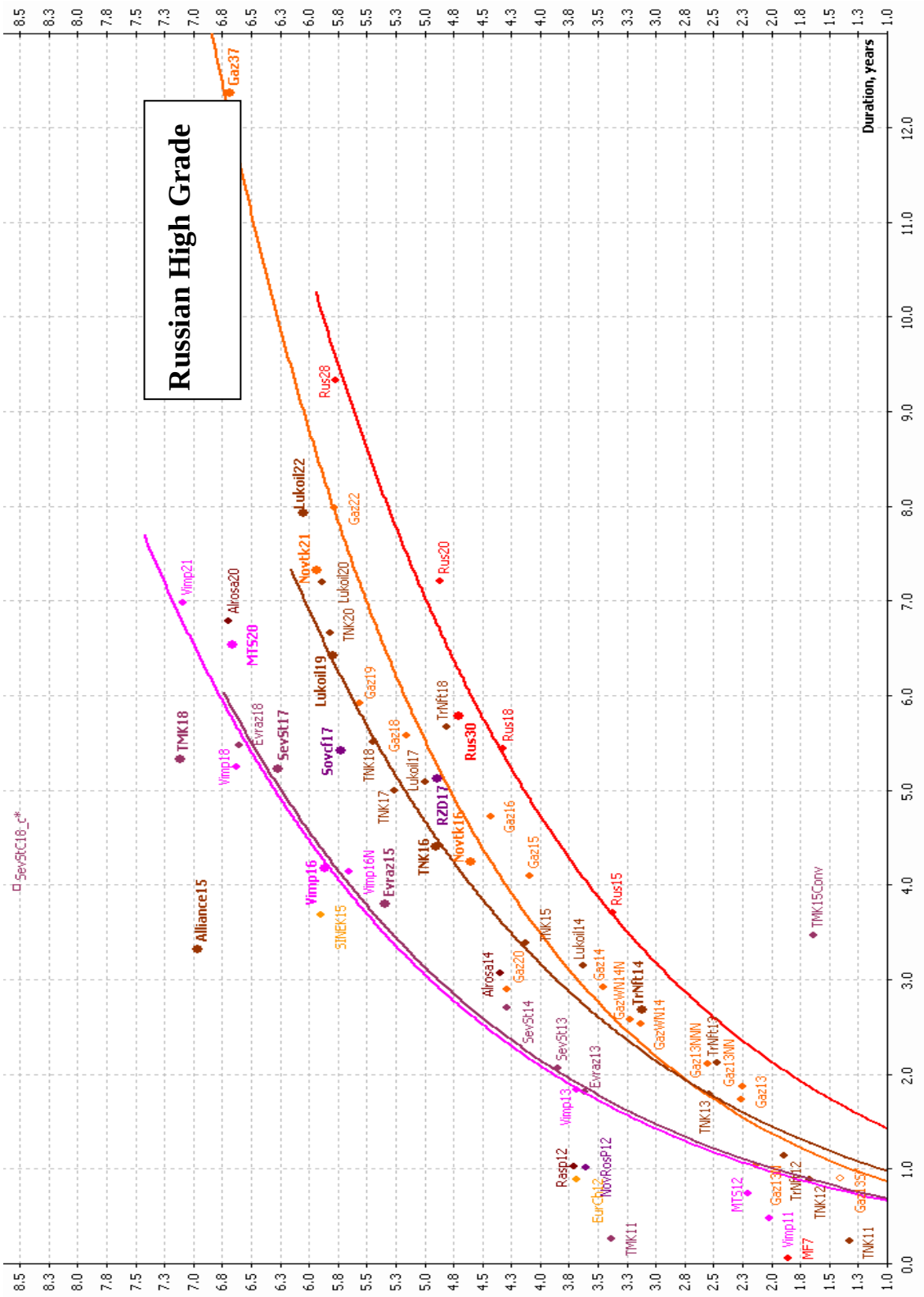
18:48:27 C[redacted]don't have room for them.... If I get any space, I'll let you know right awat

18:48:30 CARLOS S[redacted]way

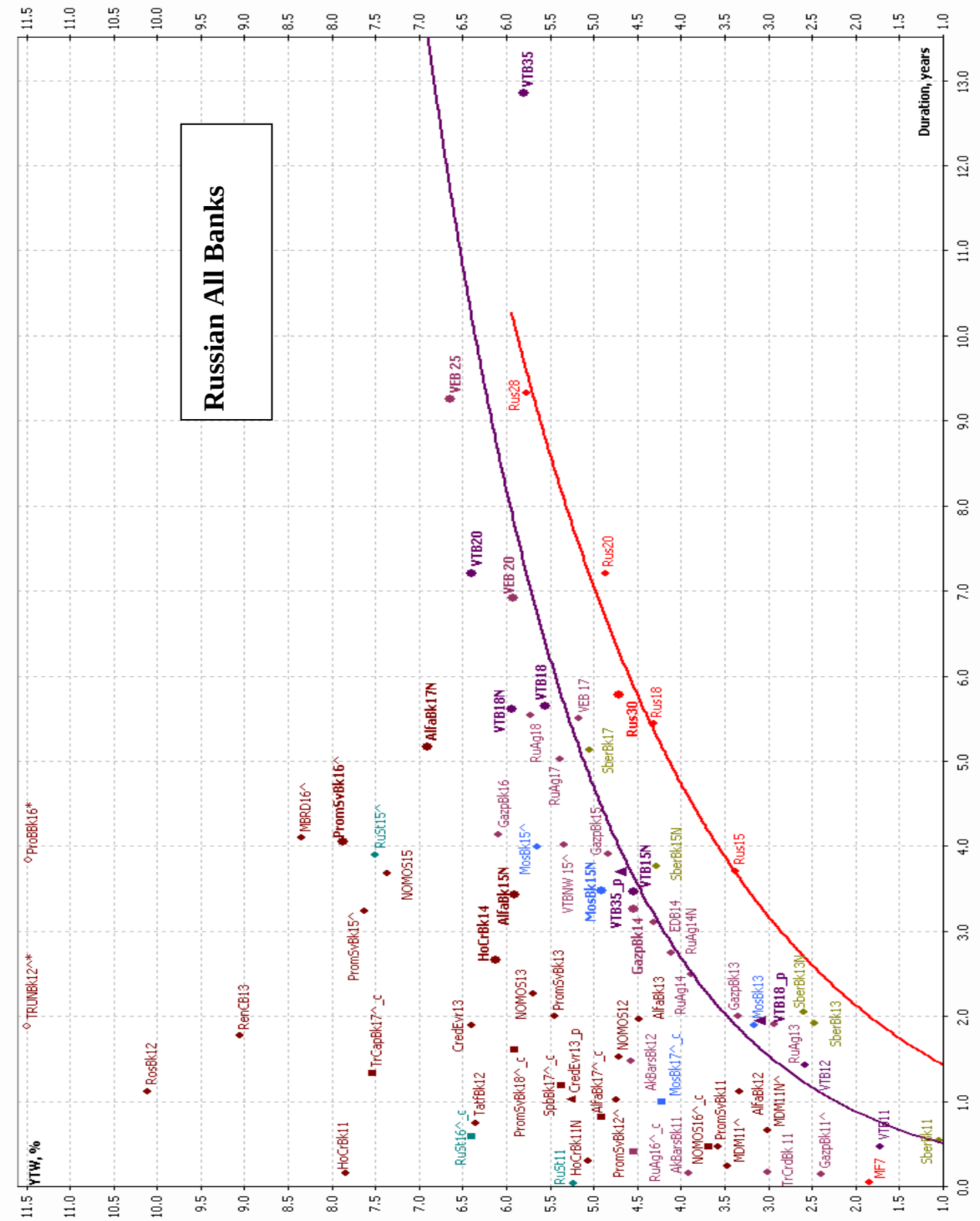
18:48:44 SCHILDER[redacted]ING: ok

[redacted] Refresh Print Transcript Close

Приложение Б. Корпоративные еврооблигации российских эмитентов



Приложение В. Еврооблигации российских банков.



Приложение Г. Объемы торговли долговыми инструментами в млн долларов (по расчетам ЕМТА).

EMTA
2010 Debt Trading Volume Survey
Supplementary Analysis

All Figures in Millions of US Dollars

TOP TEN COUNTRIES					
		2010			**2009**
1	Brazil	***958,720***	1	Brazil	***747,202***
2	Mexico	***687,421***	2	Hong Kong	***589,890***
3	Hong Kong	***665,205***	3	Turkey	***401,429***
4	South Africa	***653,834***	4	Mexico	***250,036***
5	Turkey	***387,134***	5	Russia	***201,486***
6	Poland	***376,749***	6	Argentina	***190,432***
7	Russia	***369,485***	7	Poland	***179,413***
8	Argentina	***330,097***	8	PR China	***174,667***
9	India	***258,757***	9	South Korea	***172,477***
10	South Korea	***234,704***	10	South Africa	***168,716***
LOCAL INSTRUMENTS					
		2010			**2009**
1	Brazil	***698,656***	1	Hong Kong	***557,494***
2	Hong Kong	***598,143***	2	Brazil	***548,251***
3	South Africa	***595,675***	3	Turkey	***300,974***
4	Mexico	***538,657***	4	India	***148,422***
5	Poland	***313,076***	5	PR China	***147,131***
6	Turkey	***309,463***	6	Singapore	***146,432***
7	India	***231,089***	7	Poland	***138,559***
8	PR China	***160,675***	8	Mexico	***116,175***
9	Argentina	***155,825***	9	South Africa	***106,848***
10	Russia	***154,250***	10	South Korea	***93,105***

Приложение Д. Объемы торговли долговыми инструментами в млн долларов (по расчетам EMTA).

EMTA
2010 Annual Debt Trading Volume Survey
Supplementary Analysis

All Figures in Millions of US Dollars

EUROBONDS					
		2010			2009
1	Brazil	259,680	1	Brazil	198,060
2	Russia	214,638	2	Russia	140,077
3	Venezuela	156,209	3	Mexico	133,832
4	Mexico	148,521	4	Venezuela	115,676
5	Argentina	127,723	5	Turkey	99,845
6	S Korea	89,390	6	Argentina	95,001
7	Philippines	80,757	7	S Korea	79,370
8	Turkey	77,556	8	Philippines	50,344
9	Hong Kong	66,842	9	S Africa	42,499
10	Poland	63,651	10	UAE	41,914
INDIVIDUAL EUROBONDS					
		2010			2009
1	Rus '30	65,017	1	Rus '30	56,482
2	Brazil '40	32,468	2	Brazil '40	44,376
3	Ven '27	20,400	3	Ven '27	26,668
4	Arg Disc $	18,007	4	Arg Par $	14,682
5	Arg Par $	14,959	5	Arg Disc $	14,063
6	Russia '20	12,735	6	Brazil '37	13,035
7	Ven '24	11,846	7	Brazil '19	11,395
8	Ven '19	10,878	8	Turkey '30	10,893
9	S Africa '20	10,772	9	Mex '17	10,019
10	Ven '22	10,408	10	Mex '19	9,700